

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Dezembro/2011

Tanto o sempre citado, mas pouco compreendido, Warren Buffett, como o igualmente talentoso investidor Seth Klarman (Baupost Group), já disseram em algum ponto de suas incríveis carreiras que o value investing não é aprendido, mas que você “pega” a filosofia, como se fosse uma doença. E “pega” ou “não pega”, não existe meio termo.

Na visão deles, quem se identifica com os conceitos e a filosofia, não vai querer fazer diferente. Quem não se identifica, nunca vai realmente entender. Essa visão está em linha com a noção de que value investing não serve para qualquer um, pois é um estilo que só combina com certos traços de personalidade e com certa forma de encarar o mundo. Concordamos plenamente.

Nos estudos mais atuais sobre a inteligência dos seres humanos, o que parece muito claro hoje é que sempre se destacam aqueles indivíduos que tem uma mais desenvolvida compreensão de si próprio, de suas características, boas ou ruins. Para investimentos isso também nos parece perfeito, e deveria ser melhor explorado. Dada a minha personalidade, que estilo de investimento é mais adequado para mim? A resposta está longe de ser óbvia, mas a pergunta deveria ser muito mais presente do que é, infelizmente.

Voltando a realidade, acabou um ano bastante complicado. Não houve neste ano um evento específico para marcar a tragédia, como os fins terríveis do Bear Stearns, Lehman Brothers e da AIG em 2008. Entretanto o humor do mercado em diversos momentos nos parecia tão ruim quanto daquele fatídico ano. Não havia disposição alguma para correr riscos e tomar qualquer tipo de posição que não fosse de curtíssimo prazo. Isso deixou o mercado navegando apenas no fluxo, e os fundamentos, como costuma acontecer nestes momentos, sem relevância alguma.

A magnitude da pressão de venda dos ativos com risco ao redor do mundo foi extrema, e o Brasil, que ainda tanto depende dos fluxos de investidores estrangeiros, não ficou imune. Pelo contrário, nosso mercado foi dos que mais sofreu em 2011. Entretanto, por mais que esse ambiente de mercado seja desagradável no curto prazo, abre grandes oportunidades para quem tem paciência e busca olhar além do trimestre subsequente. Em nosso negócio é indispensável saber extrapolar o momento e diferenciar reações corretas, baseadas em deterioração de fundamentos, daquelas exageradas e sem base na realidade econômica.

E as quedas não são todas iguais. Muitos perderam e venderam, realizaram suas perdas. Muitos perderam com decisões erradas, posições de portfólio em companhias com problemas, fraudes e outras encrascas. Muitos, como sempre costuma acontecer em momentos de stress, deixaram de investir segundo suas filosofias para tentar achar um timing, um milagre que ajudaria em suas performances de curto prazo. Esse desvio para nós é um equívoco grande, e que compromete o mais importante de uma empresa de investimentos, que é sua cultura, visão e seus processos. A quebra de processos é fácil de acontecer em meio a momentos nervosos de mercado, e traz o foco para o curto prazo. Não aqui em nossa empresa.

Neste ano nós não realizamos nenhuma perda. Vendemos nossas posições em Comgás e Helbor, perto do meio do ano, por serem grandes vencedoras e estarem pertos de seus maiores preços históricos, apesar de um mercado com tantas oportunidades mais interessantes aparecendo. Vendemos também nossa posição em Tempo (TEMP3), com um resultado também positivo após vendas grandes em 2010 quando a ação havia subido com força. Em momentos como o atual, com tantas oportunidades, acreditamos que é melhor privilegiar os modelos de negócios mais simples e diretos ao invés dos casos mais complexos (da mesma forma que trocamos GP por uma posição direta em seu ativo principal, Magnesita, após o preço deste último despencar).

De resto a variação da nossa cota foi conseqüência apenas de quedas em preços de mercado de ações que gostamos muito, e são de companhias muito saudáveis, caindo com o mau humor geral do mercado e sua aversão a risco. Foi nosso pior ano no papel (queda levemente maior até que na crise de 2008), entretanto na prática estamos em situação infinitamente melhor que 2008, sem perdas permanentes de capital e com um portfólio não só desconchado exageradamente em relação ao seu valor intrínseco, mas também com um conjunto espetacularmente forte de empresas saudáveis.

Não estávamos, e nunca estivemos, em Hypermarchas, B2W, Anhanguera, Lupatech, Trisul, HRT, Marfrig ou outras histórias problemáticas recentes. Pelo contrário, nossas eleitas em cada setor para nosso portfólio de participações, apesar das quedas de curto prazo em suas ações, foram as empresas em melhor situação, sem problemas financeiros, escândalos contábeis e afins.

Infelizmente também, mais por obra do acaso do que qualquer outra coisa, também não estavam em nossa carteira nenhum dos eventos do ano (eventos são parte importante da maturação de alguns dos nossos casos de investi-

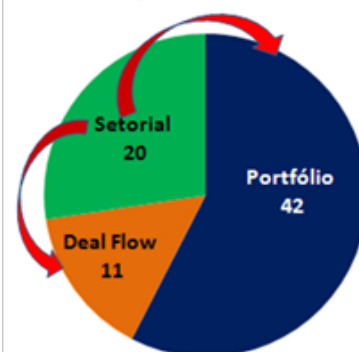
mento), como os fechamentos de capital de UOL e Fosfertil/Vale Fertilizantes. Situações de governança complicada, potenciais conflitos, mas que podem gerar algum ganho de curto prazo, não são nosso foco de investimentos. Também não ficamos short (vendidos), operamos dólar, ou qualquer outra coisa fora da nossa área de conhecimento ou mandato.

Para quem enxerga as ações na Bovespa como frações de empresas no mundo real, e mantém com isso a perspectiva correta e o foco no que é realmente importante, o mercado neste ano foi de grandes oportunidades. Raramente vemos a chance de comprar companhias excelentes por preços baixíssimos. Fizemos isso, e ainda fazemos, no mercado atual.

Neste relatório comentaremos sobre os últimos resultados trimestrais de nossas empresas e novidades das companhias do portfólio de participações. Além disso, falaremos com mais detalhes sobre duas adições ao portfólio realizadas neste segundo semestre: a extraordinária ALL (ALLL3), que sempre admiramos como empresa, mas nunca havíamos visto como uma oportunidade de investimento em razão de preço de suas ações no passado, e Viver (VIVR3) que entra no lugar de Helbor e nos lembra tremendamente a oportunidade que esta última era em 2008 e que se converteu em um dos nossos melhores investimentos até hoje.

Antes de entrarmos nos casos específicos, gostaríamos de comentar algo sobre a nossa interação com as empresas. Como sempre fazemos questão de frisar, uma das condições primordiais para se alcançar um bom investimento de longo prazo é conhecer a fundo as empresas e seus negócios. Sempre mais do que a média. Para nós, é vital que estejamos permanentemente em contato com as empresas, seja via reuniões individuais, visitas às empresas, apresentações organizadas pelo RIs, etc. Portanto, passaremos a divulgar esporadicamente dados que já acompanhamos internamente, que são as interações que a Orbe realizou junto a empresas do último período. Neste último trimestre do ano a equipe de research realizou 73 interações, o que representaria cerca de 1,3 interação por dia útil no período. Dentro da categoria "Portfólio" estão as interações com as empresas que compõe nossa atual carteira de participações; em "Deal Flow" estão as empresas que por algum motivo achamos que vale a pena entender melhor e estamos atualmente estudando mais diretamente e, por último, na categoria "Setorial" agrupamos nossas conversas com empresas ou até mesmo pessoas, consultores e especialistas que nos ajudam a entender mais profundamente cada setor, com informações que então são utilizada para alimentar nossos estudos, e o acompanhamento, das companhias.

Interações - 4T 2011



Abaixo comentamos sobre os últimos resultados trimestrais de nossas empresas e novidades das companhias do portfólio de participações, além de detalhes de ALL e Viver, conforme mencionado acima.

Magnesita(MAGG3)

Os resultados do 3º trimestre da Magnesita são um ótimo exemplo para ilustrar como análises superficiais de demonstrativo de resultados publicados podem levar a conclusões incoerentes com a realidade de uma empresa.

O faturamento e as margens não mostraram evolução relevante quando comparados ao 2º trimestre ou ao ano passado, com o bom EBITDA da empresa parcialmente composto por uma venda pontual de imóvel; não recorrente por natureza. O que se seguiu foi uma série de reportagens e "opiniões" de que a empresa está sofrendo em consequência das incertezas que assolam a indústria siderúrgica mundial.

Nossa opinião, no entanto, é a de que a informação mais relevante foi que a empresa fez um excelente trabalho de geração de caixa – aquilo que realmente deveria importar para o acionista – através de seus esforços de gestão do capital de giro, números estes que só aparecem para quem olha além do lucro líquido contábil.

Esforços para geração sustentável de caixa criam vantagens importantes para qualquer empresa: estrutura de capital mais forte e leve, agilidade na tomada de decisões e maior capacidade de concorrer de forma sustentável. O ciclo financeiro da Magnesita ainda está em 139 dias, mas isso já é uma grande evolução dos quase 200 dias do passado

recente. O caixa liberado pela empresa com as mudanças de ciclo será de vital importância para financiar seu crescimento pretendido nos próximos períodos.

Mais importante ainda, em nossa visão, é que a companhia tem valorizado suas vantagens competitivas na negociação com clientes, reduzindo prazos de recebimento, historicamente benéficos às mineradoras e/ou siderúrgicas. A companhia detém 70% do mercado de refratários no Brasil, mas no passado, quando sob outra gestão, não se aproveitava de sua forte posição competitiva para se apropriar do valor na sua cadeia econômica como agora está começando a fazer.

Esperamos para companhia um 2012 bom, saudável, com mais melhorias operacionais e recuperação de margens, além de potencial para algumas boas notícias importantes, como a eventual entrada de um parceiro no importante projeto de grafita.

Guararapes (GUAR3)

A Guararapes abriu as 22 lojas previstas para 2011, sendo 14 delas no último trimestre, mantendo o forte ritmo de expansão. O resultado da empresa no terceiro trimestre não foi fantástico como os anteriores, porém manteve o bom e consistente crescimento de vendas nas mesmas lojas (SSS).

O verso da moeda desse projeto forte de crescimento, e razão do resultado ligeiramente inferior no terceiro trimestre, é o aumento das despesas operacionais, normais em períodos que antecipam um grande volume de aberturas de lojas, pelos custos fixos inerentes ao negócio. O terceiro trimestre é sazonalmente fraco em receitas, mas já carregava além dos custos normais muitos custos associados ao grande número de lojas novas em preparação. A concentração das aberturas de lojas no último período do ano não é totalmente planejada, mas às vezes consequência do atraso das entregas de novos shoppings. Suas concorrentes também sofreram com isso – a Renner, por exemplo, havia aberto apenas catorze das trinta lojas previstas para o ano.

É importante lembrarmos que a expansão da Riachuelo hoje se dá com maior velocidade que em outros momentos da história, e principalmente em praças onde não tem o mesmo “brand equity” do seu reduto cativo, o Nordeste – por exemplo, das vinte duas lojas inauguradas, treze são no SE, enquanto apenas duas no NE, e portanto, as aberturas de novas unidades vem acompanhadas de investimentos importantes em estrutura, pessoal e marketing.

De qualquer forma, com as novas lojas agora em pleno funcionamento, e a decorrente diluição de despesas, acreditamos que a companhia vá novamente dar grandes alegrias em 2012, com mais um ano de resultados históricos.

Embraer (EMBR3)

A Embraer segue muito bem, com ampliação da receita de serviços de manutenção, e ampliação de market share em novos pedidos de jatos comerciais médios (como comentado no último relatório), no que parece ser uma demonstração de que a Bombardier segue perdendo força neste mercado, focando em jatos maiores.

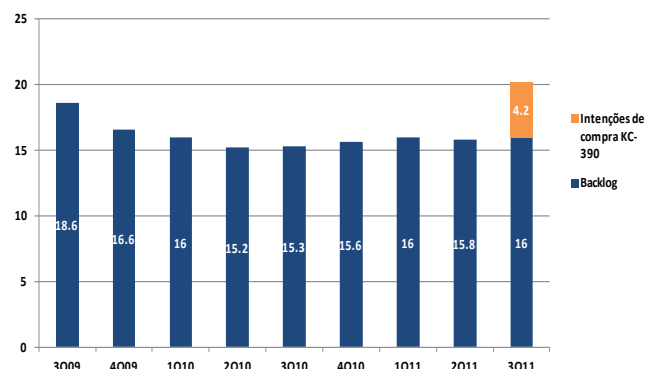
O resultado deste 3o. trimestre foi substancialmente melhor que no ano de 2010, tanto em termos absolutos quanto em margens. É bem verdade que as margens foram, de certa forma, ajudadas por algumas multas de cancelamentos de pedidos. No entanto, mesmo se excluirmos este fator, ainda seria um bom resultado trimestral. Estes cancelamentos foram oriundos de uma limpeza geral no backlog do segmento executivo.

Mesmo com cancelamentos, a Embraer foi capaz de aumentar em US\$ 200MM seu backlog e as perspectivas são cada vez mais interessantes. Não só pela aparente recuperação do segmento comercial, onde dispõe de excelente posição competitiva, mas também pelas novas possibilidades do segmento militar: somente no projeto do cargueiro KC-390, há aproximadamente US\$ 4 bi em intenções de compra que ainda não se transformaram em backlog oficial e nem consideramos em nosso valuation.

No total, a Embraer Defesa & Segurança tem a possibilidade de entrar em projetos que totalizariam até US\$ 12 bi. Neste montante há projetos de construção de satélites, venda de Super Tucanos como a recém vencida licitação para a força aérea americana, KC-390, e até projetos de monitoramento de fronteiras terrestres e do petróleo pré-

-sal. Na figura ao lado podemos observar a evolução do backlog trimestral e o potencial de acréscimo do projeto militar KC-390 (em US\$ bilhões). Na nossa visão a empresa caminha com tranqüilidade para ter seu maior backlog histórico em breve.

No ambiente da aviação comercial é cada vez mais evidente a força da Embraer, conforme exploramos no nosso último relatório. Dois fatos divulgados ao longo do 2º semestre deixaram alguns investidores inquietos. Tentamos explicitar aqui nossa visão sobre o assunto, e como continuamos tranqüilos em relação ao posicionamento competitivo da empresa.



O primeiro diz respeito ao pedido de concordata da American Airlines. No início dos anos 2000, a companhia americana efetuou uma grande compra de aeronaves da família 145, com um financiamento do BNDES e vinculado a uma garantia da Embraer. Sob esta garantia a fabricante se obrigou a afiançar a curva de depreciação da aeronave para o BNDES. Em outras palavras, se por ventura alguma aeronave fosse devolvida pela American, o banco as colocaria a venda. Se o valor auferido por esta venda ficasse abaixo da curva de depreciação padrão, a Embraer teria que reembolsar a diferença. Desta forma, o ressarcimento pela Embraer só ocorre quando a aeronave possui mal estado de conservação. Dado que a grande maioria destas aeronaves continua a operar em um dos mercados mais rígidos tecnicamente do mundo, isto se torna altamente improvável. Hoje, sob a marca da American Eagle, a AA possui 216 aeronaves Embraer, tendo apenas 18 atualmente “estacionadas”. Além disso, 2/3 dos passageiros que são transportados por estas aeronaves alimentam diretamente os vôos maiores nas chamadas mainlines da AA. Desta forma, as aeronaves Embraer são de fundamental importância para a operação da empresa, pois dão capilaridade aos grandes hubs da American Airlines, o que torna ainda mais improvável uma devolução maciça de aeronaves. Assim, entendendo a estrutura das garantias, e também o estado e utilização dos aviões da Embraer, não acreditamos que o desenrolar da concordata da AA represente potencial de perda relevante para a nossa companhia.

O segundo fato importante da aviação comercial diz respeito à decisão de re-motorização da família 190/195. Basicamente, a empresa precisava decidir entre duas opções: re-motorizar o 195 e estendê-lo, ou começar um projeto de um novo avião para o segmento de 121-150 assentos, onde a Airbus e Boeing são fortes. Em nossa avaliação, a opção escolhida de alongamento do modelo já existente parece ser a mais acertada, tendo em vista a grande agressividade competitiva das duopolistas mencionadas. Realizar grandes investimentos, como fez a Bombardier, em um novo projeto para bater de frente com as gigantes do setor aumenta consideravelmente o risco de insucesso. Estivemos com a Embraer para entender seu processo decisório sobre este projeto e ficamos muito seguros com o nível de profundidade no qual premissas para a decisão foram montadas. Por isso, mais uma vez, a empresa se mostrou conservadora em suas decisões, fato que sempre nos agrada.

Ainda no segmento militar, mais uma boa notícia, aliada a alguma polêmica. A Embraer venceu o contrato para fornecer aeronaves Super-Tucanos à Força Aérea dos Estados Unidos. Inicialmente, o tamanho da licitação é de US\$ 355 milhões, podendo chegar a quase US\$ 1 bilhão no total. Mais do que valor do contrato, esta decisão é muito importante pois se configura como um selo de qualidade de suas aeronaves militares, em um momento de crescimento do seu negócio de Defesa, especialmente por ter superado, dentre outras, uma companhia norte-americana. Inclusive, é justamente esta competidora, Hawker Beechcraft, que hoje não tem medido esforços para tentar invalidar a decisão de compra do governo.

Por coincidência ou não, na mesma época em que a Hawker foi eliminada da disputa, foi divulgado que a Embraer está sendo investigada pela SEC por possível descumprimento da lei “US Foreign Corrupt Practices Act”. Em linhas gerais, esta lei proíbe empresas listadas no mercado americano de subornar oficiais de governos estrangeiros ou fazer qualquer outro tipo de pagamento ilegal em troca de benefícios nos negócios. Comenta-se que se condenada a Embraer seria obrigada a pagar uma multa e não poderia vender mais ao governo americano. Fato que não seria tão prejudicial à empresa uma vez que o governo americano não é ainda um de seus clientes, sendo este recém contrato a primeira experiência.

Segundo o comunicado da Embraer, única fonte de informação sobre o assunto até o momento, a empresa “contratou advogados externos para conduzirem um processo de investigação interna acerca de transações realizadas em três países específicos”, sem citar quais países são esses (sabe-se que não existe nada no Brasil, e que a Argentina faz

parte do processo). A Embraer afirmou que por enquanto não dará nenhum detalhe adicional sobre este assunto, afim de não atrapalhar a investigação. É importante frisar que é apenas uma investigação, não havendo nada de concreto até o momento e, em nossa avaliação, é bastante possível que haja um viés político em todo este processo.

Assim com uma posição cada vez mais forte no segmento comercial, participação e portfólio crescente no mercado executivo, além das gigantescas possibilidades do mercado de defesa/monitoramento, a Embraer apresenta um modelo de negócio extremamente sólido e com grandes perspectivas. Desta forma, continuamos bastante confiantes e satisfeitos com o investimento nesta companhia.

Minerva (BEEF3)

Mais uma vez o Minerva entregou neste último trimestre o melhor resultado da sua história. A receita bruta acumulada nos últimos doze meses passou pela primeira vez dos R\$ 4,0 bilhões (na comparação trimestral ano contra ano observamos 19% de aumento na receita), com margem EBITDA em bom patamar de 8,5%.

Sua estratégia de distribuição direta, que busca posicionar os produtos nos mercados mais rentáveis em cada momento, mostrou-se mais uma vez eficiente. As exportações voltaram a crescer puxadas pelo melhor cenário de taxa de câmbio e de demanda externa por carne, com destaque para os países do Oriente Médio que aumentam consumo por ocasião das festividades do Ramadã, que prega três dias de festividades com banquetes e doação de comida entre os muçulmanos.

Mas também houve um importante redirecionamento da venda para o mercado interno (MI). Vale lembrar que a distribuição no MI é extremamente pulverizada, mais de 45.000 clientes diretos atendidos, o que torna esse canal menos arriscado e facilita também os repasses de preços.

O cenário de oferta de gado manteve-se positivo, com estabilidade nos preços da matéria-prima ao longo do terceiro trimestre. O preço da arroba nos primeiros quinze dias do mês de novembro sofreu aumento, movimento sazonal normal da commodity (não observado em 2008 e 2009 por ocasião da crise econômica), porém segue pouco abaixo dos valores observados no ano passado, um bom indicador que a rentabilidade do quarto trimestre deverá vir em patamar bastante interessante.

Mais uma vez tivemos oportunidade de ouvir a área de research da empresa durante a APIMEC realizada em São Paulo neste mês de dezembro, quando reafirmaram as boas expectativas para o cenário de fornecimento de gado para 2012 e 2013 com bom aumento da oferta de animais para abate. Este aumento é efeito do momento que o país está vivendo do ciclo do gado: após praticamente quatro anos de retenção de matrizes para procriação temos uma maior quantidade de bezerros entrando em idade de abate. Ainda como efeito do momento do ciclo, poderemos entrar em um momento de descartes de matrizes, portanto outro efeito positivo para a oferta de animais para abate.

O processo de ramp up operacional das plantas inauguradas recentemente segue conforme planejamento e garantiu mais uma vez expansão na utilização de capacidade instalada de 76,7% para 78,2%. Este é um importante indicador de saúde operacional dos frigoríficos. Como comparação, o Marfrig, mesmo após fechar diversas unidades buscando racionalização, esteve com 70% de utilização de capacidade no 3T11.

Em setembro foi detectado foco de febre aftosa no Paraguai, onde o Minerva tem uma planta produtiva, e prontamente a empresa deixou de produzir e passou a fornecer do Brasil para o mercado local paraguaio, bem como para clientes internacionais até então abastecidos por aquela planta.

O Minerva deve apresentar no quarto trimestre de 2011 o seu melhor resultado da história, novamente. Mais importante do que isso é que a empresa entra em 2012 com excelentes perspectivas, com sua expansão forte no mercado interno, em food service, e ganho de market share na exportação (ganho do Brasil no contexto mundial, e específico do Minerva no share brasileiro com redução da presença do Marfrig em virtude de limitações de capital de giro). Isso tudo aliado a uma forte oferta de matéria-prima deve representar um cenário ideal para a empresa colher grandes frutos do trabalho bem feito de posicionamento dos últimos anos.

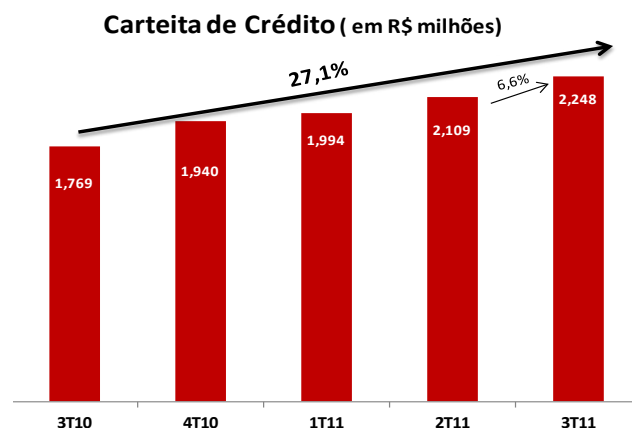
Banco Indusval & Partners – BI&P (IDVL4)

Após 6 meses do anúncio dos novos sócios e do aumento de capital do Indusval, algumas mudanças importantes

começam a ser observadas de forma mais relevante, começando pela identidade do banco, que passa a ser chamado de Banco Indusval & Partners, ou BI&P.

No trimestre, já é possível perceber a evolução de quase todos os indicadores, principalmente da carteira de crédito. Outro fato importante ocorrido recentemente diz respeito à migração para o Nível 2 da Bovespa. Agora o BI&P torna-se um dos poucos bancos com este nível de governança, demonstrando a preocupação da nova gestão com a transparência e liquidez, e permitindo que fundos de pensão brasileiros e outros investidores institucionais passem a ser acionistas do banco.

O recém criado segmento corporate novamente foi o vetor de desenvolvimento da carteira total, crescendo notáveis 35% neste trimestre. Já no middle market vem ocorrendo uma substituição de créditos, melhorando a qualidade da carteira. Assim que este movimento de substituição acabar, o middle também tenderá a apresentar altas taxas de crescimento, fazendo com que o aumento da carteira total se intensifique. Como mostra o gráfico ao lado, a carteira total vem apresentando crescimento relevante e, aos poucos, a administração vem destravando e colocando em uso o seu bom caixa, enquanto outros players seguem apertados e com nível de Basileia restrito.



Como conseqüência do aumento da carteira de crédito, o banco já vem experimentando melhorias no seu nível de rentabilidade. O ROE, apesar de ainda não atingir patamares de mercado, neste trimestre, apresentou um aumento de 1.6 p.p., reafirmando sua tendência de melhora e criando expectativas de resultados expressivos para 2011 ainda mais para o ano que se inicia.

Em resumo, o plano de reposicionamento do banco caminhou mais alguns importantes estágios. Os resultados começaram a aparecer de forma relevante e a tendência é que isto se acentue nos próximos trimestres. Com a posição de caixa e Basileia bem confortáveis quando comparada aos demais competidores, o banco desfruta de uma situação propícia para o crescimento de sua carteira de crédito. Acrescente-se a isto uma administração nova, com histórico de sucesso e metas bastante ousadas. No entanto, apesar de todos estes fatores positivos e seus potenciais de crescimento, o mercado segue valorando o banco a incríveis 0,7 do seu patrimônio líquido (que no caso de uma instituição financeira como esta, é basicamente dinheiro).

Kroton (KROT11)

A Kroton seguiu entregando resultados importantes no terceiro trimestre de 2011. Além de trabalhar no aumento da sua base de alunos, ultrapassando os 100 mil alunos no ensino superior, tanto através de crescimento orgânico como via aquisições, a companhia tem se esforçado para tornar suas operações mais eficientes e aumentar a rentabilidade. Esta atitude tem dado frutos importantes em 2011, com aumentos significativos de 5 p.p. na margem bruta e 10 p.p. na margem Ebitda no acumulado dos nove meses de 2011 em comparação com igual período de 2010, chegando a 34% e 16% respectivamente. Adicionalmente, a Kroton continua mostrando uma competência ímpar na integração das faculdades adquiridas, conseguindo na maioria dos casos entregar rentabilidade semelhante às unidades mais maduras dentro de 90 dias após a compra.

Outro ponto de destaque no modelo da empresa é o aumento na base de alunos que aderem ao FIES, programa de financiamento a educação do governo federal, que já chegam hoje a 21% do total. A companhia possui uma equipe comercial muito focada na divulgação e no aumento da aderência da base de alunos ao programa, a qual tem tido grande sucesso: 28% dos calouros no terceiro trimestre de 2011 contrataram o programa FIES. O aumento do programa na base de alunos da Kroton possui três efeitos bastante positivos, os quais já esperávamos e havíamos comentado no passado: aumento do ticket médio, redução da inadimplência e redução da taxa de evasão. Estes efeitos já estão sendo sentidos nos resultados da companhia e fazem parte dos fatores que impactaram positivamente suas margens. Entretanto ainda esperamos para os próximos períodos impacto mais amplo e profundo destes efeitos do novo FIES.

Em educação à distância (EAD), apresentaram aumento dos cursos disponibilizados de 12 para 22 com a nova parceria entre a Kroton e a Rede Desportiva visando atender a área de esporte em diferentes ramos: Saúde, Direito, Gestão, Marketing e Jornalismo. Essa iniciativa foca na falta de mão-de-obra neste mercado no momento e principalmente para os anos de Copa e Olimpíadas. Estes cursos possuem o Pelé como garoto propaganda e parceiro na sua divulgação.

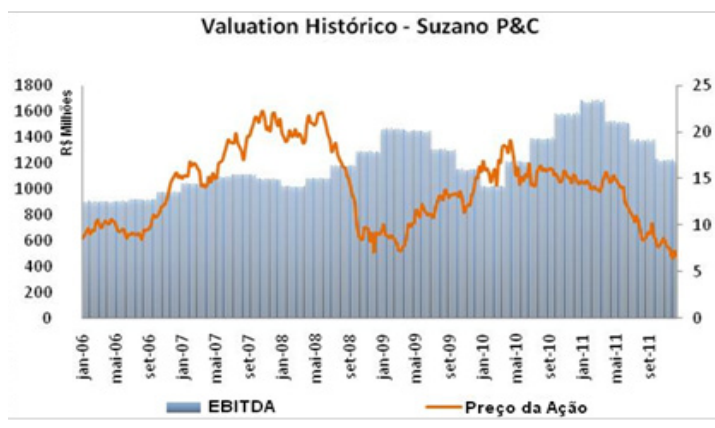
A maior novidade neste segmento, no entanto, ocorreu já em dezembro. A Kroton fez uma grande operação adquirindo a Unopar, a maior empresa de EAD do Brasil, adicionando um total de 162 mil alunos à sua base, 146 mil em EAD e 16 mil em ensino superior presencial. Esse era um dos ativos mais especiais no setor de educação no Brasil, operando o mais bem sucedido modelo de negócios de EAD, com margem EBITDA bem acima da média do setor, e da Kroton, e alta geração efetiva de caixa. A parte negativa da operação é que será financiada com nova emissão de ações, e isso causou queda de curto prazo nas cotações de mercado dos papéis da companhia. Levando em consideração a capacidade e histórico da Kroton em agregar valor nas suas aquisições, esperamos que não terão problemas em fazer mais uma integração bem feita e extrair ganhos com essa nova operação que tornou a companhia a segunda maior do setor de educação no país.

Suzano (SUZB5)

A Suzano continua trabalhando firmemente para garantir uma estrutura de capital suficiente para sustentar seu atual plano de investimentos de longo prazo, intitulado “Suzano 2024”.

O primeiro e mais relevante investimento, na planta de Maranhão, já está completamente financiado via linhas do BNDES e mais debêntures conversíveis emitidas para a mesma instituição. Mais recentemente, a empresa conseguiu outra conquista importante, ao renegociar alguns limites de endividamento com debenturistas, ganhando assim mais flexibilidade no seu balanço até o fim de 2012 para trabalhar com tranquilidade na geração de caixa necessária para os outros projetos de investimento planejados.

Esta geração de caixa deve vir da venda de alguns ativos não estratégicos – participações em usinas de energia elétrica, no projeto de energia renovável, terras e alguns ativos da divisão de papéis – e da própria operação da empresa. Esta última será impulsionada pelo novo patamar cambial, que beneficia suas exportações, pela melhor eficiência operacional da planta de Mucuri, que passou por algumas instabilidades ao longo de 2011, e pelas operações de papéis, que encontram um ambiente competitivo bem mais favorável com o combate à importação ilegal. No 3º trimestre, especificamente, o efeito da variação do dólar foi pontualmente negativo, pela correção cambial aplicada sobre as dívidas em moeda estrangeira da empresa. Tal efeito, puramente contábil e assim incompreendido pelo mercado em geral, impulsionou o endividamento total da empresa, pressionando ainda mais as cotações de suas ações na Bovespa no curto prazo.



A Suzano negocia atualmente na sua mínima cotação histórica, caracterizando assim, na nossa ótica, uma oportunidade única de investimentos em uma empresa que tanto admiramos, e se encontra pressionada apenas por questões de curto prazo, que em nada comprometem sua notável posição competitiva e capacidade de geração de caixa.

Schulz (SHUL4)

Seguimos empolgados com a nossa posição em Schulz, empresa que está no nosso portfólio há quase 7 anos, durante os quais tem mostrado enorme capacidade de entregar resultados, por várias vezes acima de nossas expectativas.

Como já discutido recentemente, os investimentos recentes em expansão de capacidade de fundição para a divisão automotiva, que ampliou a capacidade produtiva em 25%, agora já estão concluídos de modo que a empresa está preparada para mais um ciclo de expansão de vendas. A este respeito, a meta declarada é de alcançar pela primeira vez R\$ 1 bilhão de vendas no próximo ano, algo que nos parece perfeitamente viável.

No acumulado em 2011 até o fim do terceiro trimestre, a receita líquida somava R\$ 525,2 milhões, valor 21,5% superior ao resultado do mesmo período do ano anterior. Este tem sido um ano bastante interessante para a divisão automotiva na qual a Schulz produz majoritariamente peças para veículos pesados (caminhões, máquinas agrícolas e ônibus). Isto porque, em 2012, entra em vigor a regulamentação conhecida por Euro 5 que estabelece novos parâmetros para a fabricação de motores de veículos pesados visando diminuir a emissão de gases poluentes. Como os novos veículos terão de ser equipados com novas tecnologias, é esperado que o preço ao consumidor final suba entre 10% a 15%, o que tem estimulado as vendas antes da entrada em vigor, e assim conseqüentemente também a produção de veículos ainda segundo os atuais padrões.

Posições novas

ALL (ALLL3)

Gostamos das oportunidades em logística no Brasil há tempos, e sempre observamos com interesse as empresas do setor e sua evolução. Raramente, entretanto, encontramos oportunidades de investimento no setor, por uma questão de valuation, margem de segurança. Recentemente, com a queda vertiginosa das ações da América Latina Logística (ALLL3), uma empresa que sempre cobiçamos, tivemos a chance de comprar uma participação relevante na empresa para nosso portfólio.

A ALL é a única concessionária ferroviária independente do Brasil (as outras duas grandes, FCA e MRS, são controladas pelos seus principais clientes, a Vale e as grandes siderúrgicas). A ALL é hoje em dia uma empresa de logística integrada, mas que tem como principal ativo uma rede ferroviária, de pouco mais de 21.000 KM, que se estende desde a fronteira da Argentina/Chile, até o Mato Grosso no Brasil, como podemos ver no mapa abaixo.



A empresa atua principalmente no transporte ferroviário de commodities, como soja, milho e açúcar, além de produtos como combustíveis, cimento e fertilizantes. Atualmente administra praticamente toda a rede ferroviária disponível no centro-sul brasileiro e boa parte da Argentina, além de acessos aos portos mais relevantes da região (portos em amarelo na imagem acima). Essa região onde domina o transporte ferroviário é responsável por 80% da produção agrícola, e 75% do PIB do Brasil, e pouco mais de 70% das exportações sul-americanas.

O monopólio, legal e natural, da malha ferroviária é a principal vantagem competitiva da ALL. Na região as ferrovias concorrem diretamente com os caminhoneiros na maior parte dos segmentos de atuação, com claras vantagens de eficiência de custo e segurança. A vantagem de custo da ALL se dá principalmente pela escala e pela menor dependência de combustível, que representa apenas cerca de 25% dos seus custos, enquanto para o caminhoneiro esta proporção é maior do que a metade de todas suas despesas operacionais. Com isto, oferecendo pequenos descontos sobre a tarifa cobrada por caminhoneiros, a ALL consegue tomar market share conforme expande sua capacidade de movimentação e serviços prestados, e obter margens extremamente positivas com isso. O limitante para seu crescimento é, obviamente, a capacidade da sua malha ferroviária, na qual a empresa investe constantemente, com meta explícita de aumentar sua capacidade de transporte em 10% em volumes ao ano nos próximos períodos.

O negócio da ALL claramente possui alguma sensibilidade ao poder público, tanto pelos contratos de concessão (assinados na segunda metade da década de 90, e com prazos de 30 anos renováveis por mais 30) quanto pela regulação do setor, exercida pela ANTT, que tem promovido importantes reformas buscando melhorias na infra-estrutura ferroviária brasileira. Deste assunto acreditamos que vem grande parte das dúvidas do mercado financeiro sobre a empresa. Foi a causa também, em conjunto com o ambiente geral do mercado, da reação totalmente exagerada dos preços das suas ações nos últimos tempos e, assim, a origem do que é para nós uma grande oportunidade atual.

Como sempre, conversamos com diversas pessoas do setor – com diferentes níveis de interesse e pontos de vista nas derivações da nova regulamentação – para fundamentar o nosso ponto de vista sobre os impactos. Não achamos que a ALL esteja incólume às mudanças. No entanto, entendemos que o mercado exagera em muito na precificação destes riscos.

As novas regras, embora permitam investimentos de terceiros em trechos sub-utilizados pela ALL, por exemplo, não caracterizam riscos para as principais vias de escoamento utilizadas pela empresa. Não há, portanto, risco de perda de volume para a ALL; pelo contrário, investimentos feitos nestas vias de acesso – também chamadas de short lines – tendem a aumentar a demanda nos principais trechos operados pela empresa, aumentando níveis de utilização e com isso o retorno extraído dos ativos.

Ouvimos muito também no mercado financeiro sobre o risco das novas linhas que a Valec (companhia ferroviária do governo brasileiro) construirá, e terceirizará a operação, “roubarem” carga de alguns centros agrícolas que a ALL atende, principalmente no Mato Grosso do Sul, ignorando aqui que a Valec somente construirá novas linhas, não irá operá-las, e principalmente, ignorando a possibilidade da ALL interligar a linha Norte-Sul da Valec com a sua malha Oeste, com ganhos de eficiência muito importantes.

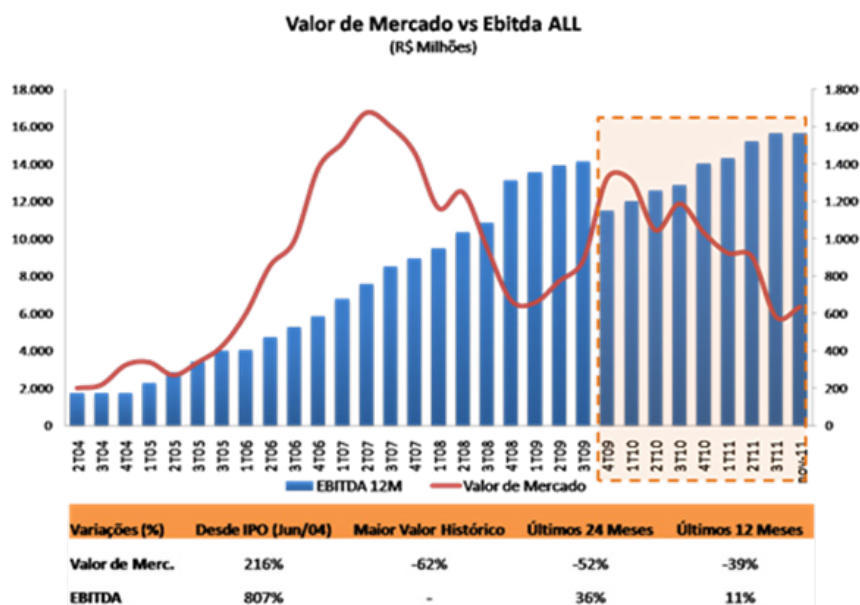
Por fim, e este talvez seja o risco mais latente, existe a possibilidade de reduções na tarifa-teto permitida às concessionárias. Esse é na verdade um conjunto de tarifas que as operadoras ferroviárias podem cobrar pelo seu serviço. Aqui precisamos listar os pontos, alguns subjetivos, que nos dão enorme conforto em investir na ALL, qualquer que seja a decisão final da ANTT em relação às tarifas.

O principal é que a ALL já opera com descontos que variam entre 15% a 20% da atual tarifa-teto estabelecida, seguindo a dinâmica de competição com a alternativa, os caminhoneiros, já comentada acima. O nível de redução da tarifa-teto atual por parte da ANTT, se ocorrer, precisaria ser de magnitude enorme para ter qualquer impacto. Entendemos que o risco de imagem de desrespeito a contratos seja muito mais danoso do que o benefício político obtido por reduzir as tarifas praticadas apenas entre empresas, de forma drástica, em um país que aumenta a sua dependência de investimentos estrangeiros, principalmente para resolver seus gargalos de infra-estrutura, a cada dia.

Ainda assim, mesmo que a redução da tarifa fosse tal que viesse para um patamar ainda mais baixo que o atualmente praticado com desconto, ao se calcular o impacto dos níveis de tarifas, só conseguiríamos justificar por fundamentos a queda dramática no preço das ações da empresa com um movimento de redução catastrófico das tarifas. Mesmo nos nossos cenários mais conservadores – marca registrada de todos nossos exercícios de projeção – no nível atual não vemos risco relevante de downside permanente nas ações da empresa mesmo com improváveis quedas fortes de tarifa-teto.

O gráfico abaixo mostra duas informações importantes: (1) a incrível seqüência de melhoria de resultado da empresa

desde seu IPO, e (2) como a queda recente no valor da empresa no mercado é incompatível com essa melhoria de resultados apresentados, sendo em nossa visão o menor valuation para a empresa praticado no mercado desde seu efetivo IPO.



Entendemos que as incertezas em relação às mudanças de regulação, aliadas ao mercado péssimo e nervoso atual, foram as principais causas das ações despencarem quase 50% em 2011. A companhia, que já foi avaliada a R\$ 18 bilhões em 2007, veio a um valor de mercado nos últimos meses, quando montamos nossa posição, pouco acima de R\$ 5 bilhões. Isso tudo apesar da consistente evolução de seus resultados.

Além disso, também se fala muito sobre riscos ultimamente, mas deixam-se de lado as oportunidades de geração de valor que a ALL tem buscado. Existem 4 novos projetos de grande relevância, além da expansão de linha até Rondonópolis, que parcialmente já entra em operação em 2012.

Estes novos projetos vêm com baixa necessidade de investimento próprio, mas podem alavancar a geração de caixa da empresa de forma expressiva, e garantir a continuidade desses fluxos mesmo após esgotamento de prazos de concessão. O primeiro é a parceira com a Cosan (chamada Rumo), que está investindo na malha da ALL para escoar parte da sua produção de açúcar e etanol de Itirapina/SP até o porto de Santos, devendo adicionar 9 milhões de toneladas ao volume transportado anualmente pela ALL.

A segunda é a joint-venture com a Ouro Verde, grande empresa de logística rodoviária, que criou a Ritmo Logística, que oferta serviços rodoviários para os clientes da ALL, para interligação com a rede ferroviária, fazendo trechos finais e oferecendo a flexibilidade de menores entregas que os trens não tem.

Há também a criação da Brado Logística, focada em movimentação de contêineres, que funcionará como um agregador de pequenos clientes industriais. Cria volume de contêineres a serem carregados até os portos de São Francisco do Sul, Rio Grande e Santos. A grande vantagem do modelo da Brado está na pulverização de clientes – diluindo risco de exposição tanto ao setor agrícola quanto às grandes tradings – nas melhores margens obtidas em virtude do poder de barganha junto a tais consumidores e no tamanho do mercado brasileiro de contêineres, quase que ainda inteiramente atendido pelo transporte rodoviário.

Por fim, e talvez a opção de maior potencial é a novidade recente, também conhecida como Vetria Mineração. Já em Dezembro, a ALL anunciou mais este projeto, e o de maior relevância em termos de escala e ganho potencial. Em parceria com a Triunfo Participações e a Vetorial Mineração foi criada a Vetria, que extrairá minério de ferro do tipo lump – é o minério de ferro mais valorizado no mercado mundial, com teores de ferro acima de 62%, sendo comercializado em seu estado natural, sem necessidade de beneficiamento – de reservas minerais em Corumbá, MS, para ser escoado pelo corredor ferroviário Corumbá-Santos, pertencente à ALL, e finalmente exportado em um terminal portuário próprio em Santos.

O projeto tem duas potenciais fontes de geração de grande valor para a ALL: (1) a própria Vetria, que demandará investimentos de R\$ 7.2 bilhões e na qual a ALL deve manter uma fatia próxima a 30%, sem aporte de capital próprio; e (2) a geração de capacidade de transporte excedente equivalente a 4x a capacidade atual no corredor ferroviário revitalizado com os investimentos a serem feitos pela Vetria.

A Vetria ainda precisa superar algumas barreiras para tornar-se efetivamente operacional – a principal sendo o financiamento do capex necessário – mas é sem dúvida um projeto que possui enormes chances de vingar, dada a situação já operacional da mina e da ferrovia, bem como boa parte das licenças governamentais já autorizadas. Embora seja difícil estimar quanto o projeto gerará para a ALL neste momento, entendemos que não há de fato risco de destruição de valor, visto que a ALL não aportará capital e tampouco terá que comprometer suas operações atuais no corredor Corumbá-Santos em detrimento das demandas logísticas da nova empresa. É uma demonstração importante do valor das ferrovias da companhia, e de como eles vêm trabalhando para gerar valor sobre elas.

Adiciona-se a tais oportunidades os altos níveis de governança e transparência da companhia (listada no Novo Mercado), e uma equipe de gestão bastante experiente com alto alinhamento financeiro com resultados de longo prazo. Também uma posição financeira sólida que não deve sofrer grandes pressões nos próximos anos. Desta forma, chegamos à conclusão de que ALL é a típica combinação vencedora para investimentos: modelo de negócios sólido, posição competitiva muito sustentável, altos níveis de rentabilidade, excelentes opções de investimento de capital, e principalmente a um preço que mal reflete o que a empresa faz hoje em termos de geração de caixa em virtude do momento de mercado, e de reação exagerada e falta de compreensão por parte do mercado financeiro.



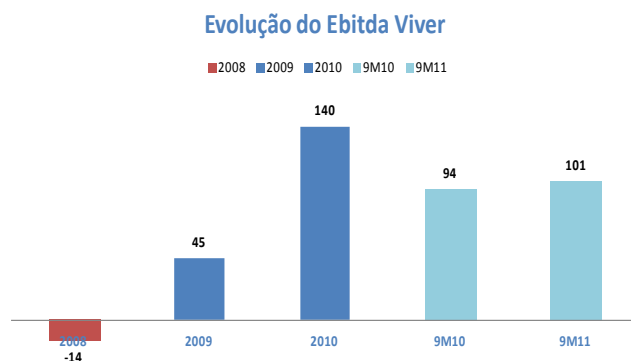
Viver (VIVR3)

Conhecemos muito bem o setor imobiliário brasileiro, em função de nosso investimento de mais de 3 anos em Helbor, encerrado recentemente e com uma das maiores taxas de retorno composto já obtidas em nossos quase 10 anos de operação. A nossa função é alocar nosso capital nas oportunidades que julgamos serem as melhores opções de geração de valor, de longo prazo, para nós e nossos cotistas. Nesta direção, enxergamos hoje em Viver – uma das ações do setor que mais caiu desde que começamos a acompanhar este mercado – uma oportunidade de ganhos extraordinários, como em Helbor em 2008.

A Viver é uma incorporadora e construtora fundada há 19 anos em São Paulo. Atualmente está presente em algumas diferentes regiões do país, mas principalmente Sul, Sudeste e Centro-Oeste. Tem foco de atuação no mercado residencial, especialmente nos segmentos de médio padrão e padrão econômico. Ainda sob o nome de Inpar, a empresa passou por problemas financeiros que a fizeram implantar um plano de reestruturação que culminou,

no final de 2008, com a entrada do novo sócio controlador, a Paladin Realty Partners, um dos maiores gestores de private equity do setor imobiliário mundial.

Com foco histórico em empreendimentos de baixa renda na América Latina, a Paladin iniciou um processo de turnaround, cujos principais pontos eram a profissionalização da administração antes familiar da Inpar, exploração do banco de terrenos existente, disciplina financeira, melhoria no perfil da dívida e foco nos segmentos de média e baixa rendas. Todas essas medidas vêm impulsionando os resultados da empresa (ver gráfico), e despertaram nosso interesse.



As melhorias na situação da Viver são marcantes não só pelo lado da performance operacional. De uma situação de parada total de projetos no início de 2009 em função da falta de acesso a capital e custos de financiamento extorsivos – típicos de uma empresa em situação de quase falência – a Viver hoje retomou seu relacionamento com o mercado financeiro, captando recursos a taxas de mercado, e reestruturou seu passivo, com cerca de 2/3 da sua dívida agora sendo do Sistema Financeiro de Habitação, que são tranquilamente repassadas gradualmente.

Não foram somente as melhorias operacionais – importante dizer, sem ainda qualquer impacto de recuperação no preço das suas ações – que nos fizeram gostar de Viver. Outro ponto relevante diz respeito ao seu banco de terrenos, herança ainda da administração passada: ele é mais que suficiente para suprir as necessidades de lançamentos da companhia para os próximos anos, sem necessidades adicionais de dispêndio de caixa em terrenos.

Parte significativa deste banco de terrenos está concentrada na Lagoa dos Ingleses, na região metropolitana de Belo Horizonte. Ao lado da região de Belvedere, a Lagoa dos Ingleses se configura como um dos vetores de expansão natural da capital de Minas Gerais, uma vez que a oferta de novos terrenos na região é restrita, dada sua geografia complexa.

Alguns lançamentos já foram realizados tanto pela Viver quanto por outras incorporadoras (PDG, principalmente) nesta região e apresentaram velocidade de vendas e preço bem acima das expectativas de mercado. Para acelerar este desenvolvimento foi criada uma subsidiária, Lagoa dos Ingleses Properties (LIP), chefiada pelo ótimo Alexandre Gribel, com mais de 20 anos de experiência no mercado imobiliário de Belo Horizonte. A LIP ficará responsável exclusivamente pela gestão do landbank da Lagoa, com a função de atrair novos investidores para participar de projetos de desenvolvimento da região, com edifícios residenciais, comerciais, shoppings e zonas industriais.

Vemos com frequência relatórios sobre as empresas do setor imobiliário que precificam a Lagoa dos Ingleses a valor nulo. Isso pode ser o mais simples a fazer, mas é longe demais da realidade. Por diversos motivos, como citados acima, discordamos veementemente desta visão.

Ainda assim, em termos de valuation, ainda que realmente desconsiderássemos a LIP, a Viver continua apresentando upside bastante relevante em função dos seus projetos já lançados e ainda a serem desenvolvidos. Uma característica importante de empresa de desenvolvimento imobiliário, para bem ou para mal, é a importante previsibilidade dos seus próximos resultados, em virtude das informações que se tem hoje em dia dos projetos lançados, vendidos, e em construção.

A profunda reestruturação e a profissionalização da gestão parecem projetar a Viver para outro patamar. Tivemos oportunidade de conversar com diversos membros da equipe nova da empresa, e pudemos observar como as diretrizes estratégicas e processos de gestão estão bem estabelecidos. Em nossa avaliação, a desconfiança do mercado sobre a administração, herança da época de Inpar, não faz mais qualquer sentido.

Integrante do Novo Mercado, a Viver está valendo incríveis 0,5 do seu valor patrimonial, com um valor de mercado

da ordem de R\$ 600 milhões, valor bem similar ao que terá em caixa conforme projetos em desenvolvimento forem sendo finalizados. Até mesmo o landbank (principalmente Lagoa dos Ingleses), que era visto como herança ruim, está se mostrando de grande potencial.

No entanto, o que se vê na prática é que tanto a reestruturação bem sucedida, quanto o potencial do seu banco de terrenos são ainda completamente ignorados pelo mercado, certamente pelo preconceito com a empresa e seu passado, o momento ruim de mercado e a forçada venda de ações da companhia por um fundo com problemas ao longo dos últimos meses. Com isso segue aumentando muito a diferença entre preço e valor, algo que logicamente nós adoramos.

Agradecemos a confiança.

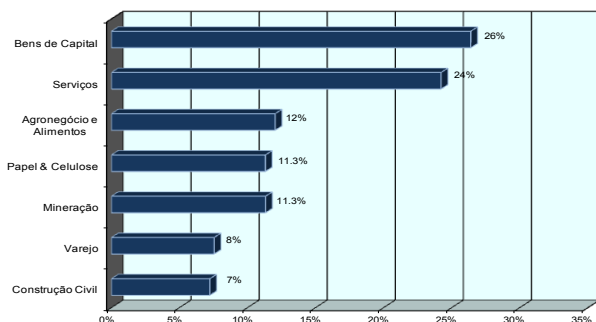
Orbe Investimentos

ORBE VALUE FIC FIA

Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
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.	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.	Orbe Value FIC de FIA CNPJ: 05.382.556/0001-03 Gestão: Orbe Investimentos Administração: BNY Mellon Custodia: Bradesco Auditoria: KPMG Codigo Anbid: 147.370 Categoria: Ações Outros

ORBE VALUE FIC de FIA	Rentabilidade	Ibovespa	FGV-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$	Rentabilidade Mensal	Orbe Value	FGV-100
Desde início (fev/2003)	893,39%	418,73%	600,66%	225,02%	-46,80%	1767,20%	Dezembro/2011	2,90%	1,80%
Nos últimos 60 meses	93,59%	27,61%	70,07%	69,09%	-12,26%	120,64%	Novembro/2011	-5,87%	-3,21%
Nos últimos 48 meses	6,36%	-11,16%	21,88%	51,22%	5,90%	0,44%	Outubro/2011	1,67%	9,82%
Nos últimos 36 meses	30,50%	51,14%	84,94%	34,57%	-19,73%	62,59%	Setembro/2011	-1,71%	-5,87%
Nos últimos 24 meses	-3,77%	-17,25%	-1,45%	22,47%	7,73%	-10,67%	Agosto/2011	-5,97%	-2,52%
Nos últimos 12 meses	-19,07%	-18,11%	-10,58%	11,59%	12,58%	-28,12%	Julho/2011	-3,45%	-5,30%
Ano de 2007	82,00%	43,65%	39,53%	11,82%	-17,15%	119,68%	Junho/2011	-4,68%	-3,51%
Ano de 2008	-18,50%	-41,22%	-34,09%	12,38%	31,94%	-38,23%	Mai/2011	-3,33%	-0,41%
Ano de 2009	35,62%	82,66%	87,65%	9,88%	-25,49%	82,02%	Abril/2010	1,51%	-0,91%
Ano de 2010	18,91%	1,04%	10,21%	9,75%	-4,31%	24,26%	Março/2011	1,33%	2,06%
Ano de 2011	-19,07%	-18,11%	-10,58%	11,59%	12,58%	-28,12%	Fevereiro/2011	-2,65%	-0,42%
Dezembro de 2011	2,90%	-0,21%	1,80%	0,90%	3,58%	-0,66%	Janeiro/2011	-0,19%	-1,73%

Investimento por Setor Econômico



	Orbe Value	Ibovespa	FGV-100
Melhor retorno mensal	16,89% abr/06	15,56% fev/05	19,12% abr/09
Pior retorno mensal	-11,23% out/08	-24,80% out/08	-18,56% out/08
Meses positivos	67	63	65
Meses negativos	37	41	39
PL médio 12 meses	R\$94 milhões		

Rentabilidade Acumulada



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

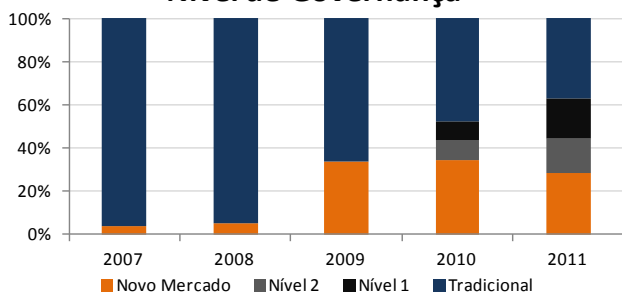
Orbe Value Qualificado FIC de FIA
 CNPJ: 11.225.868/0001-06
 Gestão: Orbe Investimentos
 Administração: BNY Mellon
 Custódia: Bradesco
 Auditoria: KPMG
 Código Anbid: 242.454
 Categoria: Ações Outros



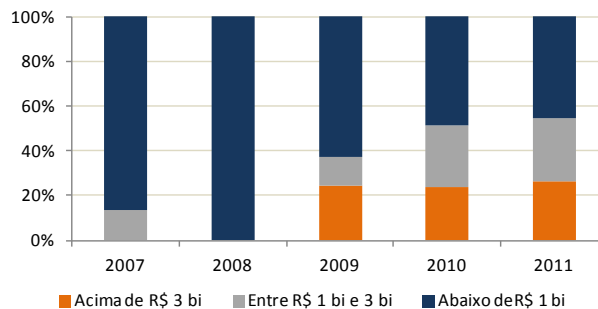
Orbe Value Qualificado	
Dezembro/2011	2,97%
No ano	-18,60%
Desde o início - fev/10	-7,09%

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 40 milhões		
Patrimônio em 30/12/2011: R\$ 39 milhões		
Dez/11 2,97%	Ago/11 -6,03%	Abri/11 1,55%
Nov/11 -5,79%	Jul/11 -3,41%	Mar/11 1,36%
Out/11 1,69%	Jun/11 -4,65%	Fev/11 -2,64%
Set/11 -1,46%	Mai/11 -3,34%	Jan/11 -0,11%

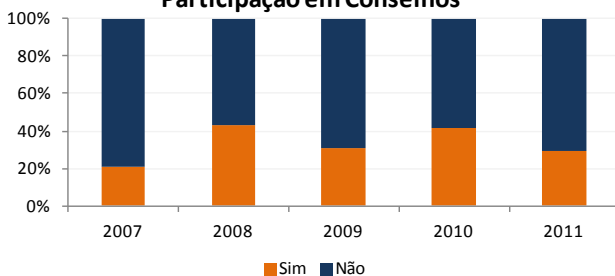
Nível de Governança



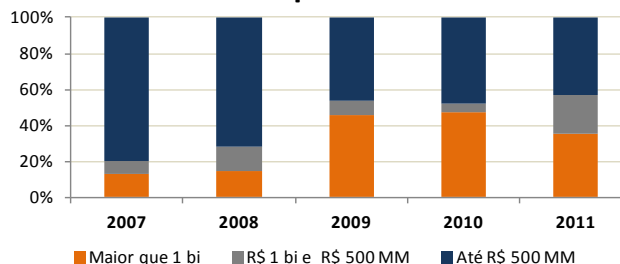
Valor de Mercado



Participação em Conselhos



Liquidez



ORBE ICATU PREVIDENCIA FIM

Resumo Fundo

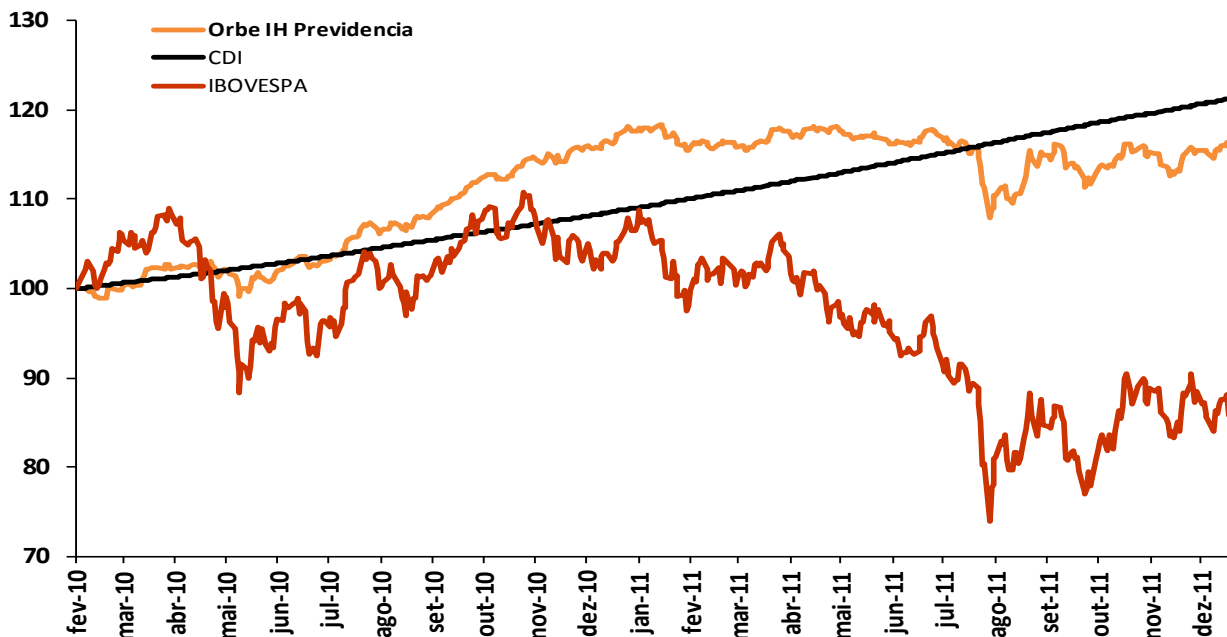
Fundo de previdência com objetivo de agregar rentabilidade diferenciada através do investimento de até 49% do patrimônio seguindo a estratégia fundamentalista de longo prazo em ações de empresas listadas na Bovespa.

Características

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

Detalhes Estrutura

Orbe Icatu Previdencia FIM
 CNPJ: 10.922.429/0001-90
 Gestão: Orbe Investimentos
 Administração: BNY Mellon
 Custodia: Bradesco
 Auditoria: KPMG
 Código Anbid: 243043
 Categoria: Previdência Multimercado e Renda Variável



Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

Rentabilidade últimos 12 meses

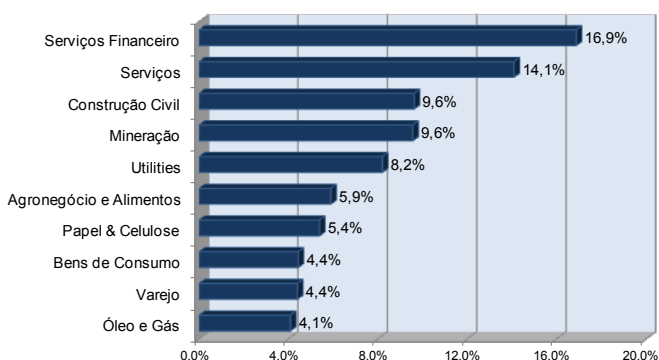
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 15 milhões

Dez/11	2,07%	Ago/11	-1,38%	Abr/11	0,82%
Nov/11	-1,62%	Jul/11	-1,30%	Mar/11	0,76%
Out/11	2,53%	Jun/11	-0,15%	Fev/11	-0,76%
Set/11	-0,85%	Mai/11	-0,42%	Jan/11	-0,23%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM

Último mês	2,07%
2011	-0,63%
12 meses	-0,63%
Desde o início (fev/2010)	16,59%

Investimento por Setor Econômico



Não considera Renda Fixa, Caixa e Dividendos a receber

Composição da carteira atual:

