

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Junho/2011

Os resultados recentes das bolsas de valores têm levantado no mercado questionamentos quanto às políticas de gestão de riscos e portfólios em tempos de tamanha incerteza econômica. Afinal, investir em ações é mais arriscado que, por exemplo, títulos de crédito de empresas? Risco e volatilidade de preços são realmente sinônimos?

Assim, para tentar colocar um pouco de luz neste assunto, entendemos ser interessante descrevermos como enxergamos “risco”, e como esta visão é um tanto antagônica ao consenso de risco comum ao mercado financeiro. E isto talvez ajude a explicar nossa falta de correlação com os resultados normais de curto-prazo do Índice Bovespa e porque isto não é um problema.

Risco é o impacto da incerteza sobre um resultado. Os tipos e fontes de riscos são inúmeros e possuem caracterizações específicas dependendo a qual atividade o risco está associado. Só no mercado financeiro, os tipos de risco mais conhecidos já são diversos – risco de mercado, risco de crédito, risco legal, risco de liquidez, e assim por diante.

Causa-nos estranheza e desconforto a forma simplista como o mercado financeiro tradicionalmente trabalha com risco, tanto na sua forma de mensuração como nas políticas de gestão de riscos, geralmente analisando eventos depois de momentos de stress, com pouca utilidade prática.

Em finanças, risco normalmente é mensurado ou definido como a volatilidade que indica a falta de previsibilidade de rentabilidade de um ativo. Como consequência, investidores usam este indicador para definir alocação de recursos e graus de aceitação para variações nos preços dos ativos que compõem seu portfólio. Enxergamos alguns problemas sérios com a abordagem tradicional. Primeiro, a volatilidade sozinha não parece ser uma variável determinante na decisão de um investidor. Jamais presenciamos um investidor sério definir seus investimentos somente com base em quanto foi a variação de preço do ativo ao longo de um período determinado. O que vemos é esta decisão sendo feita analisando-se o risco de perda frente à possibilidade de ganho, a rentabilidade esperada. Ou seja, volatilidade sozinha como proxy para risco parece um tanto irrealista mesmo para quem não entende seu conceito estatístico. Em nossa visão, volatilidade não determina, nem mostra, as probabilidades de perda real e, portanto, não define risco.

Em segundo lugar, volatilidade é necessariamente atrelada ao preço de mercado de um ativo, e não ao seu valor. Condições de mercado podem acarretar em grandes variações imediatas de preços de ativos quando o valor real da empresa que aquele ativo representa permanece intacto. Em nossa visão, isso se caracteriza como oportunidade e não risco. Situações específicas de curto prazo podem gerar grande volatilidade no preço de ações de empresas muito sólidas, que efetivamente apresentam pouco ou nenhum risco de perda permanente de capital. Em momentos como estes, nós aproveitamos e aumentamos nossa exposição a tais empresas, por enxergarmos ainda maior potencial de ganho de longo prazo. Outros investidores, se seguirem os conceitos de risco de curto-prazo vigentes no mercado, talvez estarão vendendo aquelas ações (“stop loss”), preocupados com um “risco” que de fato não existe. Os casos de Minerva e Suzano, comentados mais à frente neste relatório, exemplificam tal postura (dos dois lados, nosso e do mercado em geral).

No outro oposto, empresas em péssima situação financeira vêem suas ações serem esquecidas pelo mercado, observando pouca movimentação em seus preços, e, portanto, baixa volatilidade estatística. Podemos dizer então que estes ativos possuem pouco risco? Em nossa visão, claro que não. Gestão de risco baseada somente em volatilidade de preços de mercado levaria a decisões que jamais ficaríamos confortáveis em tomar. Uma empresa pré-operacional, como algumas estrelas da bolsa de valores nos últimos anos, apresenta riscos muito maiores do que a volatilidade das cotações de suas ações em Bolsa. A operação de uma companhia e sua dinâmica diária apresentam riscos de execução relevantes para seus investidores, que precisam ponderar estes fatores na avaliação do valor da empresa. No plano de negócios todo projeto, sem exceção, é uma maravilha em termos de retorno. Afinal, se não fosse, não teria se tornado um projeto. Em nossa visão, entretanto, o incremento de valor é desencadeado pela implementação, pela execução, pois é nesta fase que se concentra o risco verdadeiro. Fluxos de caixa definidos, estáveis e sustentáveis deveriam demandar prêmios de valuation, mas não é isso que acontece na maioria das vezes, em um mercado que prefere correr risco de mercado ao risco de empresa.

De forma bem direta, definimos risco como a possibilidade de perda efetiva de capital, e o peso desse impacto na acumulação de longo prazo. A preservação de capital é o pilar fundamental de nossa estratégia de gestão desde o início da Orbe Investimentos, e podemos dizer que temos conseguido isso com bastante sucesso. Para tanto, gastamos nosso tempo analisando o que entendemos serem verdadeiros fatores de risco em uma empresa, como seu modelo de negócios, estratégia (forças e fraquezas), concorrência, estrutura financeira própria e dos competidores, alinhamento de interesses de sua equipe de gestão, governança corporativa, posicionamento competitivo e mercado de atuação.

Em relação aos ativos, nosso maior mitigador de risco é, talvez, o mais óbvio: comprar barato – o que se chama de grande “margem de segurança”. Ficamos desgostosos com a máxima da teoria moderna de portfólio de que para gerar maiores retornos, deve-se tomar mais risco. Pagar caro por um ativo que pode (mas não necessariamente vai – daí a fonte de risco) gerar mais retorno ao invés de pagar menos por um ativo que tem menor ganho potencial, porém menor risco de fracasso definitivo, caracteriza-se como uma má decisão de investimento, em nossa visão.

Como consequência, dificilmente estaremos no topo da lista de fundos mais rentáveis em anos de altas expressivas na bolsa, mas certamente não estaremos no fim dela em anos onde o mercado desaba, como aconteceu em 2008. É na consistência de resultados e na consequente força dos ganhos compostos de longo prazo que a nossa estratégia de investimentos mostra poder. Conservando o capital investido em momentos de crise podemos ser de fato anti-cíclicos e comprar na baixa, enquanto outros estão comprometidos em aumentar liquidez, pagar resgates, lidar com seus stop-losses baseados nas teorias de risco de mercado, e por isto, vendendo tudo que possuem em suas carteiras exatamente na hora errada.

Por isto também nossa preocupação em manter uma base de investidores qualificada, informada sobre nossas posições e na média, muito mais alinhada com nossa estratégia. Consideramos nossos investidores um importante ativo de nossa empresa e parte integrante do nosso histórico de geração de resultados acima da média.

Este primeiro semestre foi muito interessante para nossos fundos. Há tempos não víamos a estratégia Value fechando um semestre com -8%. Obviamente, não gostamos de números negativos. No entanto, sob a ótica da nossa política de risco, não entendemos este resultado como consequência de perda de valor de nossos investimentos – muito pelo contrário, nossas empresas investidas continuam entregando ótimos e crescentes resultados - mas sim como simples variação de curto prazo nos preços de mercado das ações de nosso portfólio. Como dissemos anteriormente: grande oportunidade. Talvez seja um dos melhores momentos de investimento nos últimos anos, visto que momentos como este são raros e, por isto, podem determinar um excelente ponto de compra. Como sempre, contamos que ao divulgar abaixo os resultados, perspectivas, e detalhes da nossa visão sobre as empresas do portfólio, estamos ajudando os nossos parceiros a compartilharem nossa visão, e empolgação, do momento.

Abaixo apresentamos também, como é comum em fundos de longo prazo em mercados maduros, uma visão consolidada do nosso portfólio como se este fosse formalmente uma empresa de participações. Nada mais é do que uma soma ponderada dos resultados recentes (2010) das nossas empresas, assim mostrando uma “média” ponderada pela nossa exposição (em % do fundo), como se fôssemos, nosso fundo, uma única empresa. Mostramos também alguns índices que ajudam em comparações e entendimento do que temos nas mãos atualmente.

DRE Value 2010	
Consolidado - R\$ milhões	31/dez/10
Receita líquida operacional	2.420
Custo Produtos Vendidos	1.705
Lucro Bruto	714
- Margem Bruta	29,50%
Despesa (receita) operacional	399
Outras Despesas Operacional	26
Lucro antes Juros/Impostos - EBIT	333
- Margem EBIT	13,80%
+ Depreciação	139,9
EBITDA	473,3
- Margem EBITDA	19,60%
Resultado financeiro	-41
Lucro líquido	237
- Margem Líquida	9,80%

Algumas coisas importantes podem ser inferidas dos números acima. Em primeiro lugar, teríamos uma empresa média de faturamento anual de R\$ 2,4 bilhões. Portanto estamos olhando para um conjunto de empresas de grande porte no contexto da economia brasileira (apesar de em alguns casos menos conhecidas e acompanhadas no mercado). São também bastante lucrativas, com margem Ebitda de 2010 próxima a expressivos 20%. Esta empresa Orbe Value também seria na média pouco endividada/alavancada, como se pode notar pelo resultado financeiro relativamente baixo (R\$ -41 milhões, cerca de 1,7% da Receita Líquida). E isso leva a um resultado líquido bastante expressivo, de cerca de R\$ 240 milhões de lucro, o que representaria uma margem líquida de 9,8%. Se o nosso fundo fosse uma só empresa, e não pedaços de algumas empresas, seria assim.

Nas próximas páginas deste relatório trataremos exatamente dos resultados mais recentes e da evolução dos negócios deste conjunto de empresas que representam o nosso portfólio de participações.

Companhias do portfolio de participações - Resultados

Embraer

O primeiro trimestre trouxe algumas surpresas para o mercado financeiro, que penalizou a empresa quando da divulgação da prévia operacional de vendas (com menos entregas de jatos do que o esperado pela média do mercado financeiro), para na seqüência se surpreender muito positivamente quando da efetiva divulgação do resultado do trimestre fechado, quando a empresa mostrou fortes margens de lucros e a força do negócio de serviços.

O mercado de jatos executivos, menor e novo para a empresa, segue em recuperação lenta. Já no mercado de comerciais médios, a grande força da empresa, o ritmo segue bom e dá sinais importantes de aceleração. Com grandes volumes de vendas anunciados na Feira de Paris neste mês de Junho, de USD 1,7 bilhão, a carteira de pedidos pela primeira vez em 3 anos irá crescer, sinalizando um ritmo de novos pedidos superior às entregas, uma importante inflexão na curva de demanda.

Existe relevante sazonalidade no negócio e o primeiro trimestre ainda diz pouco sobre o resto do ano. Esperamos que 2011 seja um momento importante na recuperação do mercado de aviação em geral. O faturamento deste trimestre alcançou USD 1.055 MM, 6% a mais que em 2010 e de certa forma mais do que pensávamos para este início de ano. As principais razões para este aumento foram: um melhor mix de produtos com maior participação de aviões maiores, inclusive com mais modelos 195, além da maior receita proveniente dos serviços aeronáuticos.

A contribuição de serviços aeronáuticos na composição da receita foi de 15,4%, superior a participação de 2010, tendo como grande propulsor a receita de serviços de aeronaves comerciais. De forma mais detalhada, este maior volume advém da grande quantidade de aeronaves que saíram da garantia de fábrica neste período e passaram a pagar por serviços e manutenção. Como a garantia em média tem 5 anos de duração, este impacto positivo coincide com o lançamento da linha 190/195 em 2005/2006.

Como é natural no ramo de serviços, a margem de serviços aeronáuticos é maior do que a dos outros negócios da Embraer. Por isso, a maior participação deste segmento (algo que repetidas vezes já havíamos comentado que aconteceria) aliado ao melhor mix de produtos fizeram com que a margem global da companhia atingisse 24,3%, com um lucro bruto de USD 256 MM.

Operacionalmente, a empresa fechou com resultado de USD 94,3 MM e margem de 8,9%, contra USD 53 milhões em período similar do ano passado. Importante mencionar que uma fração das despesas operacionais é em Reais, enquanto a grande maioria dos custos dos produtos e receitas é em moedas estrangeiras, o que ajuda a manter as margens estáveis independente da relação Real X Dólar.

Olhando para os elementos mais importantes de longo prazo, a empresa, que segue com um balanço muito forte (USD 505 milhões de caixa líquido), deu passos importantes na sua expansão de negócios, com uma série de transações pequenas, mas estrategicamente muito importantes. Em março, a Embraer Defesa e Segurança assinou um contrato de compra de 64,7% da divisão de radares da OrbiSat. No mês seguinte, a empresa anunciou mais dois acordos estratégicos: (1) com a AEL Sistemas, uma subsidiária da empresa israelense Elbit Systems, visando a exploração conjunta do mercado de veículos aéreos não-tripulados (VANT), e (2) outro para a aquisição de 50% do capital social da Atech, visando desenvolver produtos e serviços na área de sistemas de comando, controle, computação, comunicações e inteligência.

Com esse conjunto de bons resultados atuais, e boas novidades para o futuro, seguimos muito empolgados com a companhia.

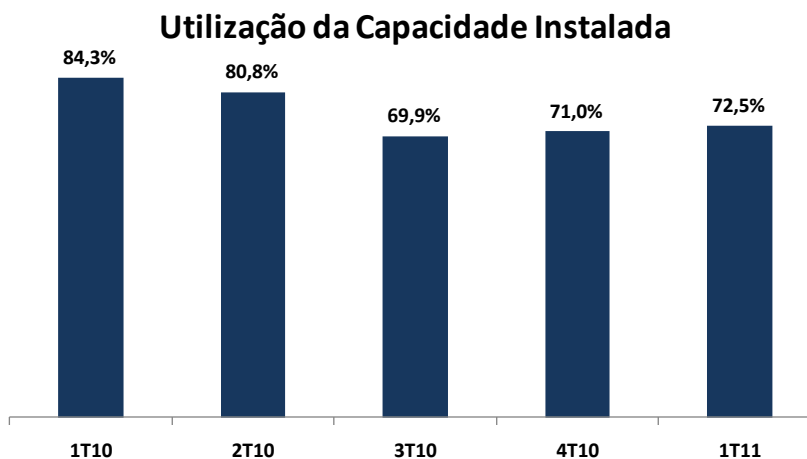
Minerva

Em primeiro lugar, gostaríamos de esclarecer que vamos dedicar um pouco mais de espaço aqui do que para casos mais antigos, por ser Minerva uma empresa nova para nossos cotistas e em um setor pouco entendido e com muito pré-conceito (exatamente como gostamos!)

O primeiro trimestre foi bastante positivo para o Minerva, com a empresa crescendo substancialmente seu nível de receitas, atingindo a maior receita trimestral da sua história, de mais 21% contra 1T10. Mais importante é que esta receita é também ainda maior que a realizada no quarto trimestre de 2010 (que foi o mais forte do ano, em um negócio de sazonalidade elevada).

Toda a indústria de proteína animal ainda sofreu com a manutenção do alto preço de matéria-prima, que se esperava fosse ceder ao longo do 1o trimestre. O preço médio da arroba do boi no 1T11 foi 34% maior que no 1T10. O efeito do alto preço da principal matéria-prima da empresa foi sentido na margem bruta que recuou contra o último trimestre 2,8 p.p.. Importante notar, contudo, que no mês de março o cenário foi mais confortável com margem bruta mais saudável e em linha com aquela auferida no mesmo período do ano anterior. E o preço de matéria-prima seguiu recuando ao longo do segundo trimestre, o que permite esperar para o segundo trimestre o melhor da história de empresa, com o novo patamar de receita e margem recuperadas.

Um ponto positivo para o trimestre foi observado na utilização da capacidade instalada, um dos principais indicadores de saúde das empresas do setor. O Minerva observou, mesmo com o cenário desafiador do preço e restrição de matéria-prima, uma recuperação neste indicador principalmente por ocasião da entrada de novas linhas de produção, Rolim de Souza (utilização de 55%) e Campina Verde (65%) – essas duas novas fábricas haviam aumentado a capacidade instalada da empresa ao longo do terceiro trimestre de 2010, daí a queda observada no gráfico abaixo



Uma das forças da empresa, e que a vem diferenciando de seus concorrentes, é o bom trabalho feito na distribuição de seus produtos – principalmente no mercado interno. Ao longo do primeiro trimestre de 2011 a empresa inaugurou mais um novo centro de distribuição, na região metropolitana de Belo Horizonte. Com isso reforçou ainda mais sua capilaridade (a partir do novo CD pode atender mais 150 municípios). As instalações deste novo centro são de propriedade terceirizada como as demais, ficando a empresa à cargo da operação e gestão. A unidade soma-se às outras do grupo, reforçando a estratégia de colocação de seus produtos em pontos de venda do pequeno e médio varejo (basicamente até 4 check-outs), normalmente não atendidos diretamente pela indústria. Esta forma de atuação abre caminho para que seus produtos cheguem às camadas da população brasileira que têm crescido com maior velocidade (classe média) por meio desses varejistas. Principalmente, permite também ter flexibilidade na colocação de seus produtos entre mercado externo e interno buscando auferir melhores margens.

Com as novidades, o Minerva já deverá atender no segundo trimestre diretamente mais de 25.000 pontos de venda espalhados pelo país. A demanda segue com muita força neste segmento de mercado interno. Com a nova presença geográfica aliada a aumentos de preços esperamos no segundo semestre que a receita deste segmento seja quase 70% acima da obtida no ano passado.

O resultado do movimento citado acima pode claramente ser visto na mudança que ocorreu entre os mercados atendidos de um trimestre para outro. Nota-se no 1o trimestre um aumento de 5,5 p.p. nas vendas para o mercado interno, principalmente no que a empresa chama de “outros”. Neste segmento estão a venda de couro, produtos semi-prontos e prontos, bem como a receita da MDF, joint venture com a empresa Irlandesa Dawn Farm Foods para produção de itens de maior valor agregado, como carnes cozidas, inclusive de outras fontes animais, e cujo principal objetivo é atender os clientes de food service. Nesse segmento o Minerva tem se beneficiado do forte crescimento que as redes de fast food têm tido no país recentemente – crescimentos que vêm à reboque da maior renda da população. O Minerva fornece para Pizza Hut, Subway, America entre outras redes.

Enquanto cresce a penetração da empresa no mercado local, sua participação nas exportações também tem crescido. Ao longo do primeiro trimestre a empresa foi responsável por 20% das exportações brasileiras de carne bovina, sendo que em março esse número foi ainda maior e representou 25% do total. Hoje os três maiores frigoríficos do país, na seqüência JBS, Marfrig e Minerva, respondem por 90% do total das vendas externas brasileiras.

Um temor que tem sido divulgado em relatórios de análise e na mídia sobre possível arrefecimento da demanda dos países do Oriente Médio não tem sido visto como fato, tampouco como motivo de preocupação.

O efeito das crises políticas na região tem tido efeito contrário. Com problemas observados pelos governantes nos países em conflito, eles procuram aumentar o grau de “bem estar” da população e uma das maneiras mais rápidas e eficientes de fazer isso é “pela barriga” – para tal tem havido, por exemplo, redução em impostos aos alimentos e distribuições de dinheiro pelos governos, gerando forte crescimento no consumo. A empresa possui outra política que ajuda a contornar problemas regionais como o ocorrido no Egito recentemente: como o Minerva não tem subsidiárias e sim um rede de distribuidores terceirizados nos outros países, diferente do modelo de mercado interno, consegue com certa facilidade redirecionar volumes de uma região para outra.

Outro movimento importante ocorrido ao longo do primeiro trimestre de 2011 foi a efetivação da compra do frigorífico uruguaio Pul, cujas instalações estão dentre as mais modernas do mundo. A compra, realizada por cerca de US\$ 65 milhões, agrega valor ao Minerva em várias frentes: (1) redução do risco sanitário (diversificação geográfica); (2) linha de produtos premium (praticamente toda a produção do frigorífico uruguaio vem de gado Hereford ou Angus); (3) certificação (o Pul tem selo USDA para carne orgânica que permite acessar novos mercados como EUA e Canadá); (4) capacidade de abate (1.400 cabeças/dia – acréscimo de 15% em capacidade de abate total); bem como a natural transferência de conhecimento em práticas de gestão e operacionais.

Mais uma ação do grupo durante o primeiro trimestre do ano foi a inauguração de uma planta de produção de biodiesel junto à unidade de Palmeiras de Goiás/GO. Lá serão produzidos inicialmente 45m³ diários de biodiesel e a matéria-prima utilizada será restos de sebo bovino, subproduto da linha de produção de carnes. A unidade tem capacidade para produzir até 100m³/dia e ainda pode produzir o combustível com outras matérias primas. A idéia da empresa é instalar mais duas plantas junto às unidades de José Bonifácio e Barretos, ambas no estado de São Paulo. O combustível produzido será utilizado na frota de caminhões da empresa e eventuais sobras serão vendidas a terceiros.

Em resumo, todas as frentes que nos fizemos acreditar que o Minerva é uma ótima opção de investimento seguem na direção correta: crescimento consistente de top line, política conservadora de investimentos, maturação de investimentos greenfield, ótima rede de distribuição buscando atender segmento mais rentável do varejo nacional, bom desempenho nas exportações e gestão eficiente do negócio. Por esses motivos seguimos muito confortáveis com a exposição à empresa e setor.

Por fim, um assunto muito importante: a emissão de debêntures conversíveis pela empresa. Nosso sentimento é de que boa parte dos analistas de mercado e comentaristas em geral não entendeu nada da operação. Nem sua estrutura, nem sua motivação, e isso penalizou as ações da empresa no curto prazo. Entretanto, nós admiramos a gestão da companhia pelo movimento, tanto pelas razões (comentaremos abaixo), como pela inovadora forma de fazer a operação, buscando evitar o prejuízo dos atuais acionistas (que se daria com uma emissão de ações pura em um mercado ruim como o atual).

No último mês o CADE deixou claro que não vai permitir a fusão de Sadia e Perdigão sem relevantes alterações, como a venda de ativos importantes (atitude esta que nos últimos dias já foi confirmada pelas empresas, colocando-se a disposição para vender linhas inteiras de produtos). O Marfrig segue sem conseguir extrair todas as sinergias que dizia esperar de suas aquisições, e com isso queima R\$ 600 milhões por trimestre e vê seu endividamento caminhando para nível insustentável. Além disso, antigos concorrentes foram à falência nos últimos tempos (Independência, Quatro Marcos, Mataboi,...), deixando um grande número de ativos à disposição no mercado.

Em resumo, nunca nessa indústria de proteína animal se viu tantas oportunidades interessantes. E o Minerva é hoje o player local em melhores condições para tirar vantagem desse ambiente. E para isso a operação de debêntures foi desenhada, para fortalecer o caixa da empresa e permitir aproveitar este momento único.

Sabemos que a queda das ações da empresa, de -26,2% ao longo deste ano, se deve primordialmente à necessidade de venda de um grande lote por um fundo específico cujo prazo de duração expirará agora em Agosto (após ser prorrogado do final de Junho) e por isto o gestor não teve outra alternativa a não ser vender em um ambiente ruim de mercado, pressionando fortemente as cotações. Acreditamos que este lote está muito próximo ao seu final, e aproveitamos para comprar grande parte dele. Seguimos admirando muito o trabalho que vem sendo feito na empresa, e a cada momento confiando mais na gestão, e na posição de mercado do Minerva.

Guararapes

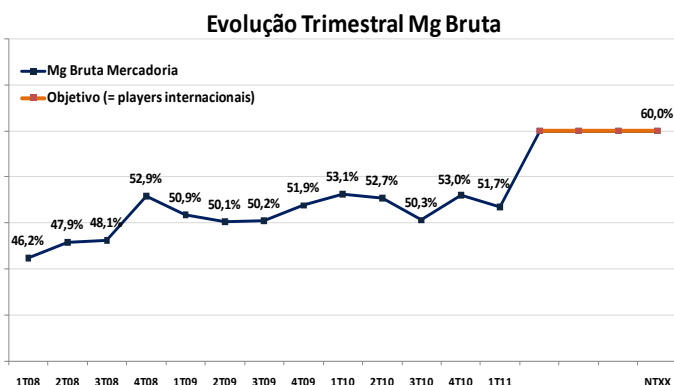
O primeiro trimestre da Guararapes é tradicionalmente inferior aos demais períodos do ano, algo normal no varejo brasileiro. No caso de Guararapes, foi intencionalmente ainda mais fraco do que poderia, em razão do avanço rápido dos projetos de reformas em suas lojas, aproveitando a época mais fraca de vendas do ano para acelerá-las. O novo padrão privilegia variedade sobre a profundidade de sortimento como mais modelos e cores; e menos numerações expostas na área de venda.

A empresa reportou crescimento de 21,1% na receita líquida consolidada contra mesmo período do ano anterior atingindo R\$ 564,2 milhões. Vale sempre lembrar que o primeiro trimestre é o mais fraco para o varejo em geral, mas em especial para os segmentos que não são de primeira necessidade, como o de roupas e acessórios – nesse momento os consumidores estão endividados pelas compras de Natal, precisam pagar impostos pontuais como IPVAs e IPTUs e ainda existem os gastos com volta às aulas dos filhos. Aliado a isso existem as viagens de férias e um número menor de dias úteis por causa de feriados como carnaval.

Durante o primeiro trimestre do ano, 15 das 123 lojas da Riachuelo estavam em reforma, reduzindo a força de vendas em 22% (por serem maduras, a participação dessas lojas é mais relevante no total, daí a perda de força de vendas ser maior que o simples percentual da quantidade de lojas, no caso 12%). A empresa ainda tem 80 lojas para readequar, e deverá fazer os ajustes anualmente, sempre nessa época, o que é bastante sensato, pois minimiza os impactos no resultado operacional do negócio.

Como efeito do descrito anteriormente, o crescimento de vendas em mesmas lojas foi de 2,2% contra mesmo período do ano anterior. Porém, se excluirmos as 15 lojas em reforma e considerarmos aquelas com mais de 12 meses de operação, esse indicador foi de 6,4%. Ainda em linha com a estratégia de atuar no conceito de “fast fashion” e como um varejo integrado, a Guararapes iniciou uma nova fase da implementação de sistemas que controlam a reposição de mercadorias nas lojas. Entretanto, durante o início da operação dos novos sistemas ocorreram alguns problemas pontuais que impactaram o mix oferecido nas lojas, piorando a oferta de produtos aos consumidores momentaneamente.

Os dois efeitos anteriormente citados, em conjunto com a contratação de costureiras para adequar a estrutura fabril ao crescimento das lojas Riachuelo, bem como o custo do algodão, impactaram negativamente a margem bruta de mercadorias da empresa que recuou 1,4 p.p., ficando em 51,7%. Esse indicador é o que melhor responde ao processo de integração varejo-indústria, e no caso da Guararapes, vem crescendo. A margem Ebitda foi de 24,1% contra 25,7% do ano passado (somente como medida de comparação, no mesmo período Renner realizou 16,4% e Lojas Marisa 20,1%).



O plano de expansão das lojas Riachuelo segue acelerado e dentro da previsão. Para 2011 já existem 23 novas lojas confirmadas, das quais uma abriu ao longo do trimestre e outras quatro já foram abertas no segundo trimestre. O processo de expansão deverá acelerar ainda mais nos próximos dois anos com previsão de 30 novas lojas por ano. Uma informação importante acerca deste assunto é que as lojas novas têm desempenhado melhor em seu primeiro ano de atividade que o histórico de inaugurações das lojas Riachuelo. Ainda precisamos aguardar que essas lojas fiquem mais maduras para entender se houve deslocamento lateral da curva de maturação das lojas, ou seja, se atingem a máxima venda por m² mais cedo ou na verdade é um deslocamento pra cima representando melhor desempenho de fato.

A base de cartões private label cresceu em 445 mil plásticos, atingindo 18,1 milhões de cartões. A companhia segue sua postura conservadora na política de provisões de devedores duvidosos, mantendo percentuais de saldo para esses últimos acima daqueles exigidos pelo BACEN para todas as faixas de recebíveis.

Casos como da varejista chilena La Polar, que recentemente causou surpresa com a divulgação de um rombo contábil em sua carteira de recebíveis, são muito improváveis no Brasil, devido ao controle do Banco Central (não acontecia no Chile) e pelo ciclo muito mais curto das operações de crédito por aqui. Este ciclo obriga que os problemas de pagamento sejam contabilizados muito mais rápido, impedindo sustos como o de La Polar.

Os indicadores de perda em operações de crédito têm melhorado consistentemente desde a crise e após a implementação de nova tecnologia (sistema SAS) e técnicas de modelagem mais avançadas para análise de crédito de seus clientes.

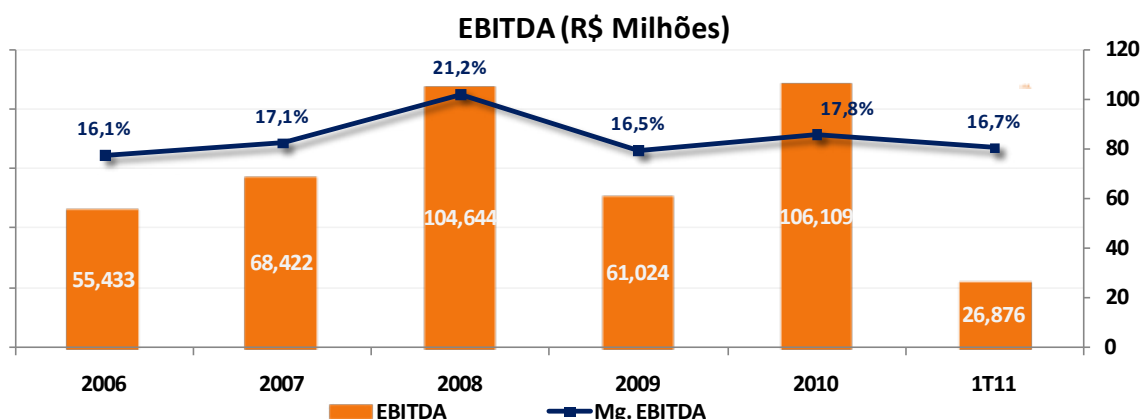
Ainda com relação ao bom desempenho que vem auferindo das suas práticas de concessão de crédito, após apertar sua política de estoque de provisões ao longo deste último trimestre, a empresa deve flexibilizar um pouco seu percentual de provisões, revertendo parte do estoque ainda no segundo trimestre desse ano. A cobertura de PDD da carteira até 180 dias, que em 31/03 somava R\$ 635,4 milhões, deverá sair dos atuais 9,9% para 7,5%. Vale frisar que não se trata de abrir mão do conservadorismo, mas uma ação embasada nos resultados de novas práticas de gestão de risco da carteira de crédito. Essa mudança, se considerada no trimestre em análise, geraria acréscimo contábil de R\$ 8,6 milhões no resultado da empresa, aumentando, por exemplo, o Ebitda em 8,3%.

A Guararapes segue como a nossa preferência para exposição em um dos setores mais dinâmicos da economia brasileira, na medida que tem pela frente crescimento e ganhos de rentabilidade expressivos, aliados a um nível de risco de negócio incrivelmente reduzido.

Schulz

A Schulz continua apresentando um desempenho excelente. Ambas as divisões de negócios, compressores e automotivo, vêm crescendo a passos largos. No 1o. trimestre de 2011, a receita líquida da companhia aumentou 44% em relação ao ano anterior e o EBITDA 27% no mesmo período (menor que a receita em função dos aumentos de custos de matérias-primas, principalmente).

A margem EBITDA atingiu 16,7%, ligeiramente inferior a patamares históricos, como pode ser visto no gráfico abaixo. Mudanças contábeis relacionadas a adoção do IFRS alteraram já a partir de 2010 o cálculo do EBITDA divulgado e, portanto, a margem percebida. Acreditamos que esta margem atual de 16,7% é na verdade o maior patamar histórico de geração de caixa operacional da empresa, com exceção de 2008.



A expansão da divisão automotiva está em pleno andamento. Deve estar finalizada em setembro deste ano, permitindo à companhia aumento de produção de cerca de 20%. A operação está atualmente próxima ao limite da capacidade nesta divisão.

Na última sexta-feira a Mercedes-Benz, importante cliente da companhia, anunciou o início do terceiro turno de produção e a contratação de 950 empregados para sua planta de caminhões. As montadoras de caminhões, principais clientes da divisão automotiva da Schulz, continuam vendendo em ritmo frenético. Esperamos que este ritmo ainda se intensifique até o final de 2011, devido a alguns benefícios e financiamentos de longo prazo com taxas atrativas que podem acabar até lá. Com isso a companhia certamente fará em 2011 seu melhor ano em termos de rentabilidade, com um Ebitda para o ano completo da ordem de R\$ 125 milhões.

As ações da Schulz sofreram fortes quedas em abril e maio devido à venda de grandes lotes de um investidor específico, antigo acionista com grandes lucros acumulados. Em junho as ações já apresentaram forte recuperação de +10,67%. Entretanto a companhia ainda é negociada a um valor extremamente baixo (equivale atualmente a 5,6X o Ebitda deste ano, sem considerar o expressivo projeto de expansão em andamento), especialmente se considerarmos os excelentes resultados que temos certeza serão feitos em 2011 e 2012.

Helbor

A Helbor, que decepcionou um pouco o mercado financeiro em novos lançamentos no 1o trimestre, segue forte em seu projeto de expansão, com um pipeline extenso de novos projetos, andando em paralelo com a entrega consistente dos projetos em construção, sem sustos em margens como tantas outras trouxeram recentemente.

A companhia segue andando na contramão da média dos players em seu setor, investindo para crescer agora que os outros estão retraindo.

Seu banco de terrenos (landbank) chegou a R\$ 4,5 bilhões de VGV estimado no fim do 1o. trimestre, uma alta de 24% em relação ao fim de 2010, e o maior patamar da história da empresa. E isso sem considerar a recém-anunciada parceria com a Suzano na criação da Alden (comentário abaixo).

Apesar de elevado, o novo patamar de landbank não representa uma alteração no modelo de negócio de giro rápido e projetos médios e pequenos da empresa. O crescimento do volume de terrenos segue o crescimento da própria empresa, que estima lançar cerca de R\$ 1,5 bilhão neste ano. Desta forma, a relação lançamentos/landbank segue em níveis próximos aos históricos 35% da empresa.

Em relação aos resultados já divulgados, a companhia contabilizou no primeiro trimestre uma receita operacional líquida de R\$ 224,6 milhões. O lucro bruto da Helbor apresentou resultado de R\$ 65 milhões, com margem bruta caindo de 31% no ano passado para 29%, em virtude dos custos de construção e maior custo financeiro (apropriação de juros do SFH), e uma margem Ebitda ainda muito forte, de 20%, com R\$ 45 milhões gerados no trimestre.

A companhia e a IPLF Holding S.A (Grupo Suzano) anunciaram no último dia do primeiro trimestre a decisão de constituir uma nova empresa de empreendimentos imobiliários de nome Alden. Cada uma terá 50% das cotas da nova empresa, cuja administração será compartilhada, contando com a participação de dois executivos de cada uma das sócias.

A Helbor será responsável pelo gerenciamento comercial, financeiro e contábil e gestão imobiliária dos novos empreendimentos. Por estes serviços terá remuneração de 2,5% sobre as receitas líquidas de vendas totais. Além disso, terá preferência na escolha dos terrenos onde os empreendimentos serão desenvolvidos através de SPES (Sociedades de Propósito Específico), terrenos estes que serão de propriedade e serão prospectados pela IPLF. Inicialmente, a nova empresa gerará R\$ 1,4 bilhão de VGV potencial em uma fase inicial. O principal projeto da nova empresa é a formação de um novo bairro em Mogi, uma área de mais de 11 milhões de m² de propriedade anterior da Suzano.

A Helbor segue crescendo, segue entregando resultados, e segue mantendo firme seu foco em rentabilidade e gestão de risco. E por tudo isso, apesar de ser um dos nossos investimentos que observou maior apreciação no período pós-crise, segue com valor de mercado consideravelmente inferior ao que seria justo para a companhia.

Kroton

Os resultados de Kroton referentes ao 1T11 foram dentro do que esperávamos. A companhia, que mantém o objetivo de atingir R\$ 100 milhões de EBITDA em 2011, atingiu R\$ 52 milhões já no primeiro trimestre do ano, sazonalmente mais forte, e portanto, dada a previsibilidade do seu negócio, não deve ter dificuldade em superar a marca estimada anteriormente.

O crescimento de receita frente ao mesmo período de 2010 foi de apenas 5,6%, contra crescimento de 25,8% no EBITDA recorrente. As principais razões para isso são a bem sucedida integração do IUNI e ajustes realizados ao longo de 2010.

Desde a divulgação de resultados em abril, ocorreram alguns fatos muito relevantes para a companhia:

1. Divulgação da primeira aquisição após IUNI: depois de mais de 12 meses da grande aquisição do IUNI, a Kroton realizou em maio/11 a aquisição da FAMA no Maranhão, por R\$ 31,6 milhões, faculdade com 5.000 alunos e um imóvel avaliado em R\$ 23 milhões incluído na compra. A aquisição é importante por ser a primeira da equipe de aquisições da Kroton, conforme comentado em nosso relatório de março. Gostamos do alvo ser no Maranhão, fortalecendo a Kroton no Nordeste e fugindo da briga no Sudeste.
2. Venda de imóvel no Rio de Janeiro: quando a Kroton adquiriu uma faculdade no Rio de Janeiro há cerca de dois anos, também levou seu imóvel. Após a aquisição do IUNI e o novo planejamento estratégico da companhia, houve a decisão de reduzir sua exposição ao mercado do Rio de Janeiro. Assim, em junho a companhia vendeu o imóvel por R\$ 48,5 milhões. O caixa desta operação é importante para futuras aquisições, um tema tratado com prioridade na companhia para 2011 e 2012.

3. Aumento de capital de R\$ 356 milhões: em Maio a companhia divulgou que pretendia realizar um aumento de capital relevante através de oferta de ações. O objetivo era gerar liquidez para fazer frente às aquisições relevantes previstas em 2011 e 2012, no esforço da empresa de aproveitar a grande oportunidade de consolidação e crescimento deste setor no Brasil. Embora o período para a captação tenha sido péssimo em virtude do estado corrente do mercado financeiro, pressionando muito o preço das ações, a captação foi finalizada com sucesso em 29/junho. Passada a oferta, a principal barreira de curto prazo para a valorização das ações desapareceu, e acreditamos que um processo de recuperação deverá começar. A outra consequência importante da oferta de ações será uma importante elevação da liquidez das ações da Kroton, um dos importantes entraves anteriores para a entrada de grandes investidores na empresa, e que em nossa opinião ajudava a precificação das ações a ficar tão descontada em relação ao principal concorrente, a Anhanguera.
4. Oferta da Abril Educação em andamento: em poucos dias a Abril Educação realizará seu IPO. A empresa é a principal concorrente da Kroton no negócio de educação básica (sistemas de ensino), o que chamará atenção para este segmento de negócio, hoje aparentemente “esquecido” pelo mercado e certamente muito mal precificado na Kroton.

Continuamos muito confiantes nos seus resultados, na gestão e estratégia atuais. Com a oferta de novas ações terminada em Junho, esperamos pela frente liquidez adicional das ações, novos investidores importantes na empresa, e que com isso o mercado comece a precificar corretamente o valor e geração de caixa do negócio Kroton.

Tempo

O ano de 2010 foi marcado pela “arrumação na casa”, e vemos em 2011 um período no qual começam a colher os frutos, principalmente, no que tange à recuperação e crescimento da parte odontológica, além de ganhos de margens por toda a companhia.

No final do ano passado e começo de 2011, a empresa reformulou seu quadro diretivo. Mais do que mudanças de nomes e cargos, a Tempo estruturou sua diretoria por canais de distribuição, e não mais por produtos. Por trás deste novo modelo está o pensamento de que o mercado hoje é mais homogêneo, sem tanta diferenciação de produtos e que, por esta razão, o foco deve estar orientado para preço e canais de distribuição. A própria escolha do Sr. Marcos Couto para novo CEO também reflete esta nova filosofia. O Sr. Couto tem mais de 20 anos de experiência no mercado segurador, dos quais os últimos 5 como diretor-presidente da Ace Seguradora no Brasil. Diferentemente do antigo CEO focado em integrar os sistemas (sinergias de empresas compradas), ele buscará imprimir uma dinâmica mais comercial que é condizente com sua experiência profissional.

A situação de balanço da empresa continua bastante confortável, pois seguem sem dívidas e com cerca de R\$ 160 MM em caixa. Deve-se ter cuidado ao analisar o resultado consolidado do 1T11, pois não há uma base de comparação perfeita.

Se compararmos ao 1T10, que pareceria mais lógico, estaríamos desconsiderando a relevante inclusão da Unibanco Seguradora. A receita consolidada cresceu 24,7% neste primeiro trimestre, alcançando R\$ 244 MM. O custo de serviços prestados chegou a R\$ 177 MM, evidenciando um crescimento de 33%. Entretanto, se excluirmos a seguradora, esta variação é de -4%, alcançando R\$ 128 MM. Desta forma, a margem bruta da empresa girou em torno de 27% e levando em conta a Unibanco Seguradora foi de 28,5%. Este resultado é pior que o ano de 2010 inteiro, quando apresentavam algo em torno de 30%, mas há de se considerar a importância da sazonalidade no negócio.

Os principais drivers para os próximos períodos serão a parceria com a Caixa Seguros, as grandes licitações governamentais para a administração de rede, a retomada dos beneficiários de Odonto, uma expansão geográfica importante, além do crescimento natural da parte de assistência.

Somente da parceira com a Caixa parece ser possível esperar um Ebitda adicional gerado de ordem de R\$ 25 milhões/ano (a Tempo realizou cerca de R\$ 60 milhões em 2010), apenas pela prestação dos serviços de back-office para a nova companhia, sem considerar a participação da Tempo de 25% da nova joint-venture. Com mais de 20 milhões de clientes da Caixa entre seus clientes potenciais, a nova empresa, que começa a operar no próximo mês, nasce com grandes perspectivas.

Comgás

A Comgás segue sua toada de crescer a rede e captar novos clientes, principalmente residenciais e comerciais. O primeiro trimestre tem representatividade pequena no resultado total para o ano, pela forte sazonalidade. Tanto clientes industriais estão normalmente em ritmo mais lento de trabalho no período, como os clientes residenciais, maior fonte de margens da empresa, consomem muito menos em virtude das férias e do calor do verão. A empresa entregou um Ebitda de ordem de R\$ 192 milhões. O segundo trimestre é muito mais importante, e as informações iniciais indicam um trimestre muito bom, com forte ritmo industrial, e um inverno rigoroso aumentando também o consumo residencial.

Um assunto interessante para comentar aqui é a briga que acontece atualmente nos Estados Unidos com dois grupos lutando para adquirir o controle das Southern Union Company, uma empresa de gás natural, negócio com grandes similaridades, de tamanho idêntico e rentabilidade parecida com a Comgás. Após algumas ofertas dos dois potenciais compradores, o último valor oferecido pela Energy Transfer Equity, de USD 5,1 bilhão, significa um valuation pouco acima de 22 vezes o lucro anual da Southern. A Comgás, no Brasil, com suas perspectivas de crescimento, negocia na Bovespa a um ridículo valor de mercado de pouco abaixo de 9X seu lucro de 2010.

Nova Posição - Suzano Papel e Celulose

A Suzano Papel & Celulose já foi uma posição importante de nosso portfólio no passado. É uma das empresas que mais admiramos. Agora, em virtude da incrível oportunidade que apareceu com a forte e despropositada queda das suas ações, aproveitamos para retornar e montar uma expressiva nova posição.

A companhia é uma das grandes empresas nacionais e mundiais de papel e celulose (tem praticamente metade de seu negócio vindo de cada segmento). Líder no segmento de papéis – liderança reforçada com a recente aquisição da participação da Fibria na Compacel – a Suzano tem planejado expandir a divisão de celulose, utilizando-se de seus diferenciais no manejo florestal e das vantagens competitivas naturais do Brasil no setor.

Dois projetos foram anunciados recentemente: a criação de uma planta de celulose com capacidade anual de 1,5 milhões de toneladas no Maranhão, prevista para entrar em operação em 2013, e uma planta de igual tamanho planejada para o Piauí, a ser operacionalizada a partir de 2016.

Na unidade de papel, a Suzano utiliza-se de marcas próprias – dentre as quais a principal é a Report – para agregar valor ao produto. Por possuir produção verticalizada, desde a floresta até o produto final, a empresa possui estrutura de custos diferenciada. O prêmio no preço em função da força das marcas, aliado ao baixo custo, permite que a divisão de papel gere margens operacionais muito saudáveis. Embora mais focada no mercado nacional, a Suzano também exporta cerca de 40% de sua produção de papéis, com o maior mercado consumidor sendo países vizinhos na América Latina. Os produtos da empresa nesta unidade são papéis de impressão – revestidos ou não – e papel cartão, usado com maior intensidade para embalagens

A unidade de celulose, ao contrário, é majoritariamente exportadora, vendendo 85% de sua produção para o exterior, sendo a Europa e a Ásia seus principais mercados consumidores. A pasta de celulose é vendida para fabricantes de papéis locais, que se utilizam da celulose de baixo-custo, a baixa necessidade de tecnologia neste estágio e sua estrutura de distribuição local para vender os seus produtos. A celulose de fibra-curta, derivada do eucalipto, era utilizada originalmente quase que exclusivamente na produção de papel para impressão. Avanços recentes nas tecnologias de produção da pasta de celulose e também nas plantas produtoras de papel amplificaram o escopo de utilização da celulose de eucalipto, que gradativamente vem substituindo a celulose tradicional, a antiga, de fibra-longa, produzida usualmente a partir da árvore pinus.

A proximidade entre florestas, plantas produtivas e portos de exportação é crítica para a competitividade da celulose no mercado de exportação. Outro fator crítico na composição do custo da celulose, e retorno sobre o investimento, é a produtividade florestal que é determinada através do tempo que se leva até um eucalipto atingir o ponto de corte, e quantos metros cúbicos de madeira se extrai para cada hectare plantado. A Suzano, através de um longo histórico de engenharia genética e constantes investimentos tecnológicos, possui produtividade florestal 10% acima da média brasileira – já um benchmark mundial - extraíndo 45 m³/ha/ano de suas florestas.

A empresa possui hoje 5 plantas, localizadas nos estados de São Paulo – tradicionalmente o de maior produtividade florestal no território brasileiro – e Bahia, onde avanços recentes na engenharia genética permitiram que mudas de eucalipto atingissem níveis de crescimento muito próximos aos encontrados em São Paulo. As plantas na Bahia fazem parte do projeto Mucuri, que transformou a Suzano em um fabricante de celulose de escala global em 2007, quando foi inaugurada a primeira unidade local.

Seus dois setores de atuação possuem dinâmicas bastante diferentes. A unidade de papel atende majoritariamente o mercado interno, e cresce a taxas mais orgânicas, de acordo com o crescimento econômico do país. A unidade de celulose, por sua vez, funciona em ambiente competitivo global e muito mais dinâmico, a medida que variações nos preços internacionais de celulose forçam produtores menos eficientes a fechar suas fábricas, transferindo ao longo dos últimos anos parcela significativa da capacidade instalada mundial para países de baixo custo, tais como o Brasil, a Indonésia, o Chile e a Rússia. O baixo custo é determinado principalmente pela produtividade das florestas, que é ímpar no Brasil pela fertilidade do solo, clima e disponibilidade de água.

Embora os preços da celulose sigam a dinâmica de uma commodity, as empresas brasileiras, na posição de participantes globais mais eficientes, tem papel crítico na determinação do preço internacional, de acordo com as variáveis demanda, mudanças futuras na capacidade produtiva global e custo marginal mundial de produção. Desta forma, é difícil de imaginar a existência de capacidade ociosa no Brasil que não seja por razões de decisões empresariais. Projetos de expansão tendem a roubar market-share de empresas menos eficientes, aumentando a participação brasileira sobre o mercado global de celulose paulatinamente.

Neste cenário de migração da estrutura produtiva mundial, a Suzano passou recentemente por um projeto de investimento volumoso, chamado Projeto Mucuri, com a implementação das plantas produtivas na Bahia. Tal projeto praticamente criou a divisão de celulose na empresa, ao instalar capacidade total de celulose de 1.8 milhões de toneladas/ano, mais de 100% de expansão sobre a capacidade original.

Com essa operação já plenamente operacional e com boa parte da dívida relacionada já equacionada e amortizada, a Suzano Papel & Celulose entrou em novo ciclo de expansão. Capiteado por boa parte da diretoria presente à época do primeiro ciclo de investimentos, com track record comprovado de gestão financeira e operacional em expansões de grande magnitude, a empresa arquiteta 3 novos projetos de expansão, que somam quase US\$ 7 bilhões de investimentos em florestas e unidades industriais. Tais investimentos serão espaçados entre 2011 e 2016, e ampliarão a capacidade de celulose da empresa em 3 milhões de toneladas por ano de celulose. Será criada também uma nova unidade de negócio de energia renovável, que venderá pallets de madeira para usinas termoelétricas.

A empresa acaba de reduzir um endividamento que atingiu índices de dívida líquida/EBITDA de quase 4x, e o volume de investimentos necessários neste novo ciclo de expansão parece ser o motor que tem causado a queda das ações da empresa no mercado. O que se põe em cheque é sua capacidade de gerar caixa suficiente e obter financiamento externo para bancar todos os projetos de investimento, sem ter de recorrer a novos aumentos de capital e conseqüente diluição de acionistas. A equipe de gestão, para aumentar este receio, coloca ainda uma meta de dívida líquida/EBITDA de 3.5x, que parece para alguns incompatível com os níveis atuais de geração de caixa frente aos recursos e prazos anunciados no ciclo de investimentos.

Não compartilhamos a visão de que há risco significativo de diluição, mediante capitalização da empresa com novas ações. Com margens EBITDA históricas acima de 30%, tais projetos, uma vez operacionais, podem muito rapidamente reduzir a dívida líquida através de forte geração de caixa via modelo de grande escala e altas margens.

Tal dinâmica é exatamente o que permitiu à empresa pagar tão rapidamente a dívida assumida para o enorme projeto Mucuri, terminado em 2007, isto é, não estamos sugerindo uma dinâmica diferente do que já aconteceu em outro período semelhante da história da empresa. A meta de relação dívida líquida/EBITDA, caso não atingida, não implica em graves conseqüências para a empresa. Nenhum de seus financiamentos, sempre de longuíssimos prazos, possui tal meta como covenant. Ainda, o bônus da administração está ligado a tal meta, fazendo com que diretores dediquem esforços para manter os patamares de dívida saudáveis. Por fim, entendemos ser muito difícil o conselho de administração de uma empresa familiar com o histórico que tem a Suzano aprovar nova emissão de ações apenas para garantir os bônus de sua diretoria, em clara situação de interesses conflitantes.

Nossa confiança na gestão para implementar o plano de expansão com eficácia e as forças competitivas do Brasil e da Suzano Papel e Celulose nos deixam muito confiantes no sucesso futuro da empresa. Enquanto isso, o mercado precifica a companhia a cerca de 6X seu EBITDA atual. Assim, temos comprado as operações atuais da empresa com grande desconto, e ainda ganhamos todo seu potencial de expansão futura como brinde, e isso em uma empresa com histórico de gestão disciplinada e geração de valor indiscutível. Temos plena convicção de que Suzano, que já fez parte de nossa carteira no passado, voltará a nos trazer enormes alegrias quando entregar os resultados dos seus novos investimentos, tal como fez em nosso primeiro investimento

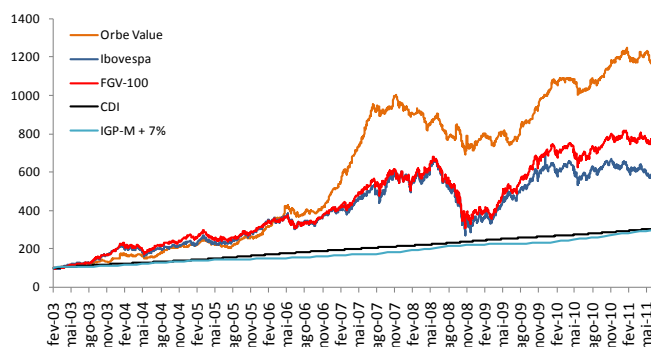
Agradecemos a confiança.

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>

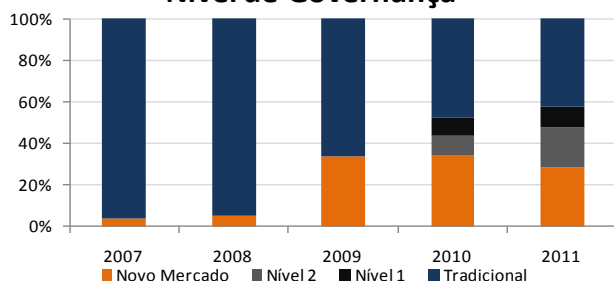
Rentabilidade Acumulada



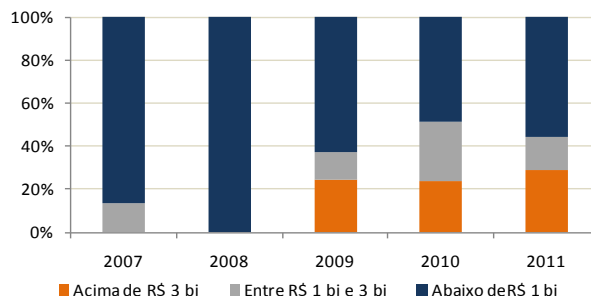
	Orbe Value	FGV-100
Junho/2011	-4,68	-3,51
Mai/2011	-3,33	-0,41
Abril/2011	1,51%	-0,91
Março/2011	1,33%	2,06%
Fevereiro/2011	-2,65%	-0,42%
Janeiro/2011	-0,19%	-1,73%
Dezembro /2010	2,68 %	3,36%
Novembro/2010	4,16 %	-2,53%
Outubro/2010	4,59 %	3,79%
Setembro/2010	1,95%	5,99%
Agosto/2010	-0,84%	-1,41%
Julho/2010	5,25%	8,22%

	Rentabilidade	Ibovespa	%Ibovespa	FGV-100	%FGV-100	CDI	%CDI	US\$	Rentabilidade em US\$
Desde início (fev/2003)	1030,48%	470,36%	219%	645,10%	160%	207,35%	497%	-55,72%	2453,23%
Nos últimos 60 meses	203,04%	70,36%	289%	125,57%	162%	70,68%	287%	-27,87%	320,13%
Nos últimos 48 meses	26,58%	14,73%	180%	41,55%	64%	50,84%	52%	-18,95%	56,18%
Nos últimos 36 meses	34,42%	-4,02%	-	24,21%	142%	35,69%	96%	-1,93%	37,08%
Nos últimos 24 meses	47,57%	21,25%	224%	47,52%	100%	20,81%	229%	-20,0%	84,49%
Nos últimos 12 meses	9,62%	2,41%	399%	12,44%	77%	11,05%	87%	-13,3%	26,50%
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	18,91%	1,04%	1811%	10,21%	185%	9,75%	194%	-4,3%	24,26%
Ano de 2011	-7,90%	-9,96%	79%	-4,91%	-	5,52%	-	-6,3%	-1,70%

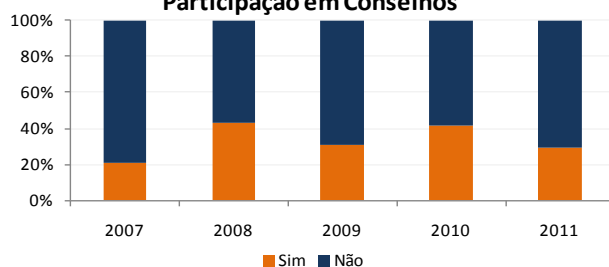
Nível de Governança



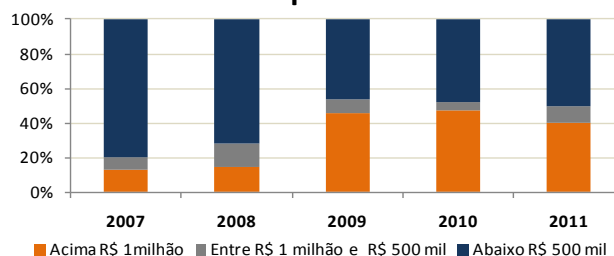
Valor de Mercado



Participação em Conselhos



Liquidez



ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

Resumo Fundo

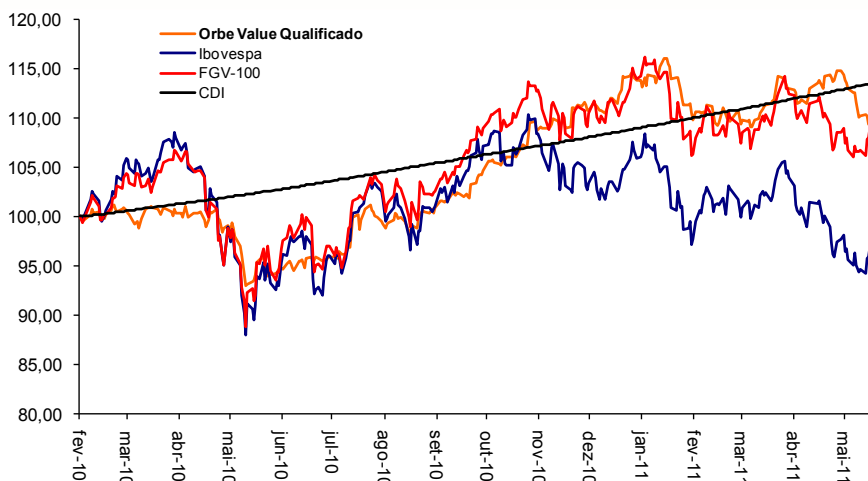
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

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.

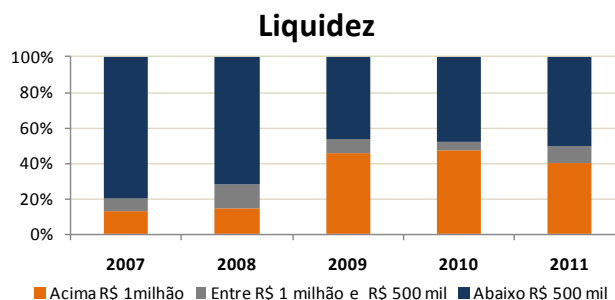
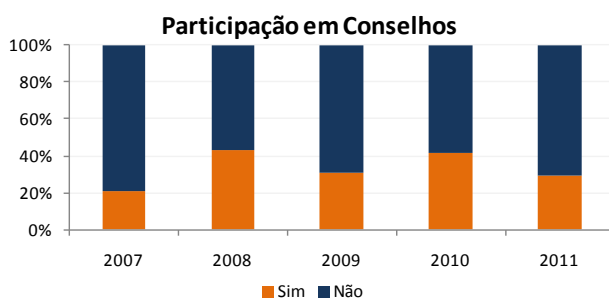
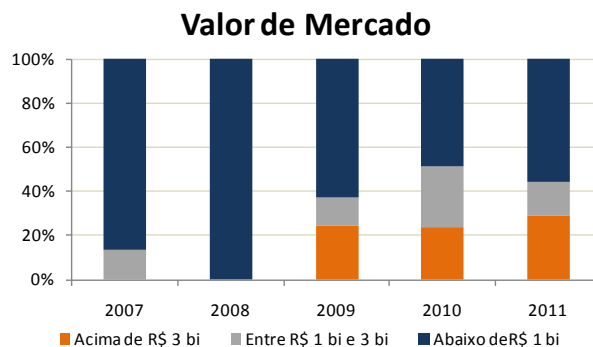
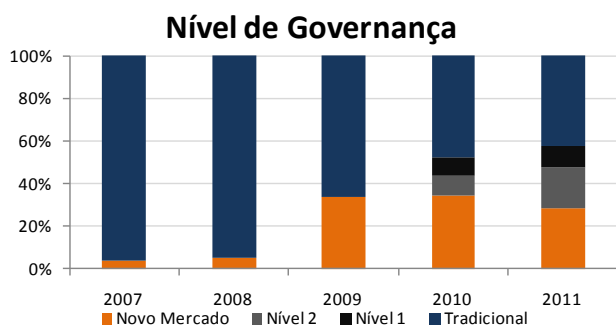
Detalhes Estrutura

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



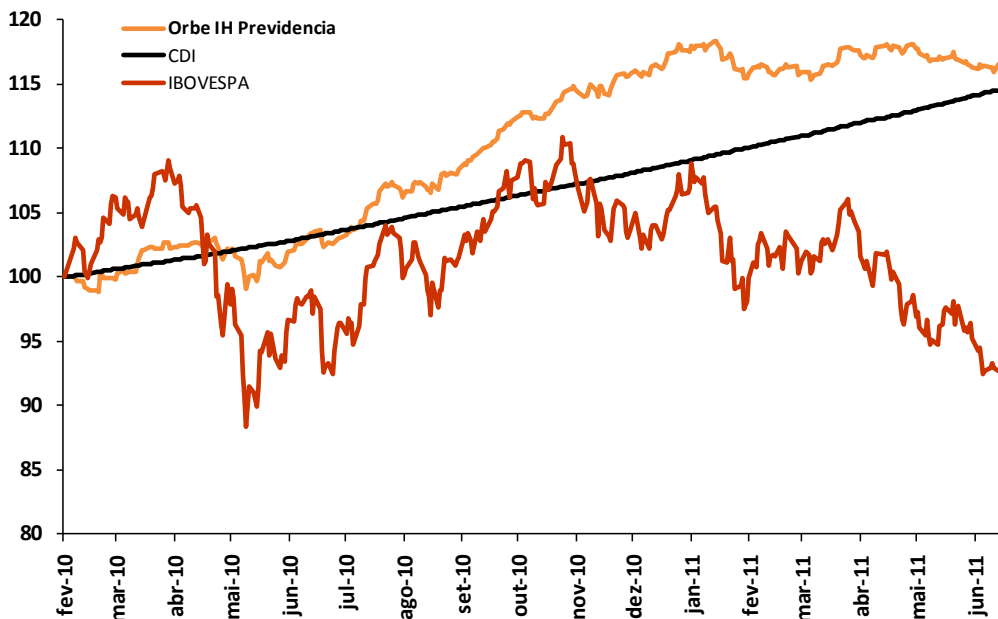
Orbe Value Qualificado	
Junho/2011	-4,65%
No ano	-7,73%
Desde o início - fev/10	5,31%

Rentabilidade últimos 12 meses			
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 23 milhões			
Patrimônio em 31/03/2011: R\$ 41 milhões			
Jun/11	-4,65%	Out/10	4,55%
Mai/11	-3,34%	Jan/11	-0,11%
Abri/11	1,55%	Dez/10	2,82%
Mar/11	1,36%	Nov/10	4,22%
		Jul/10	5,28%



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

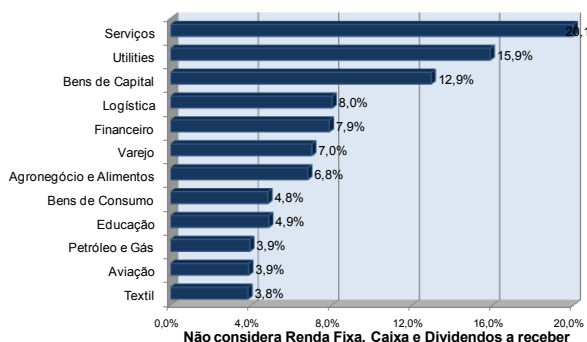
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 7,1 milhões

Jun/11 -0,15%	Fev/11 -0,76%	Out/10 2,00%
Mai/11 -0,42%	Jan/11 -0,40%	Set/10 3,19%
Abr/11 0,82%	Dez/10 2,33%	Ago/10 0,67%
Mar/11 0,76%	Nov/10 1,46%	Jul/10 4,18%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM

Último mês	-0,15%
2011	0,00%
12 meses	14,63%
Desde o início (fev/2010)	17,33%

Investimento por Setor Econômico



Composição da carteira atual:

