

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Março/2011

Chegamos ao fim do 1o trimestre sem qualquer mudança expressiva em relação ao que temos visto desde o início de 2011. O mercado em geral segue sem fixar passo em qualquer direção, com muitos investidores estrangeiros vendendo ações, mas não retirando o capital do país, enquanto brasileiros, principalmente gestores como nós, acumulam mais ações de suas empresas favoritas.

Conforme já mencionamos, em nossa opinião esta conjuntura usualmente precede boas altas do mercado. Quando a volta e até o aumento do capital estrangeiro direcionado às ações de empresas brasileiras começa, os preços costumam ter movimentação expressiva para cima. Sabemos que os estrangeiros, em algum momento, vão perceber a robustez dos resultados que as companhias nacionais vêm apresentando, e, mais do que isso, que continuarão apresentando.

A visão instável dos estrangeiros sobre os investimentos em Bolsa é derivada de diversos fatores, em sua maioria não relacionados diretamente ao Brasil, mas sim ao conjunto da situação global: recuperação da economia americana, temor dos ajustes das economias européias, temores de inflação generalizada por causa da expansão monetária dos últimos anos, crise política nos países do norte da África e Oriente Médio, a tragédia japonesa e o fortalecimento artificial da economia chinesa com o Yuan em um patamar preocupante, para empresas brasileiras e do resto do mundo. Essa lista deixa claro que o momento atual não é o céu de brigadeiro de outros tempos, em que a direção do mercado era muito mais clara e óbvia.

Dentro deste cenário, o Brasil tem problemas diferentes da maioria dos países, e atualmente batalha para conter certos focos de super-aquecimento em sua economia, e provável inflação de demanda causada pelo aumento dos investimentos estrangeiros no país, do crédito e da renda da população nos últimos anos. Tivemos no primeiro trimestre de 2011 o maior influxo de recursos externos no país desde que a série estatística do Bacen foi iniciada, de USD 35,6 bilhões.

Acreditamos que apesar de serem questões importantes, nossos problemas são pontuais e possíveis de combatermos. É inegável que o país segue com força seu caminho de desenvolvimento e crescimento. O desafio é crescer sem gerar inflação e com responsabilidade fiscal. E neste contexto as companhias, o lado real da economia, seguem muito, muito, bem, como seus resultados vêm demonstrando trimestre a trimestre.

Não estamos de forma alguma nos negando a encarar as questões macro atuais com seriedade. Sabemos que o ambiente hoje é incerto com relação à postura efetiva do governo quanto à inflação, apesar das medidas tomadas (ou anunciadas). Em nossa visão deveria-se estar fazendo mais, tendo em vista o dano potencial que um repique inflacionário pode gerar, ainda mais quando temos uma parte relevante de nossa economia indexada. Mas sabemos também que medidas tomadas não tem efeito imediato.

Aparentemente, as medidas recentes parecem ter mais efeito na arrecadação de impostos do que na desaceleração gradual da economia, e mais importante, ainda não vemos nenhum movimento sério de contenção de gastos e melhora da eficiência na máquina pública. Não temos os problemas dos EUA e estamos longe da falta de vitalidade econômica européia, mas é fundamental que consigamos acertar o passo entre consumo e produção para observarmos crescimento sustentável, com distribuição de renda sem perda de poder de compra.

Em certos momentos, a realidade da economia concreta e os ânimos do mercado financeiro entram em descompasso, e nestes momentos surgem as oportunidades. Contudo, também é certo que virão também os momentos em que o mercado financeiro precisa se ajustar à realidade, e seguir o caminho ditado pela economia concreta, e não o contrário.

A arbitragem entre o que realmente se passa com as empresas no mundo real e a visão do mercado financeiro sobre elas é exatamente o centro do que nós fazemos aqui. Portanto, momentos como os atuais nos trazem grande satisfação, pela riqueza de oportunidades.

Neste relatório falaremos dos resultados recentes das empresas do nosso portfólio de participações e suas perspectivas para 2011 (empresariais, não sob ótica de mercado financeiro). Também falaremos mais de oportunidades, explicando Minerva (BEEF3), uma das nossas novas empresas. Comentaremos também o recente início do desenrolar de uma das grandes oportunidades que enxergamos, um importante catalisador, com a associação anunciada entre o nosso Banco Indusval, o ex-banqueiro Jair Ribeiro e o respeitado fundo de private equity Warburg Pincus.

Portfólio de participações

Conforme temos criado o hábito nos últimos relatórios desde que tornamos a frequência de envio trimestral, detalharemos o nosso portfólio de participações, sem detalhar a exposição a cada empresa, por razões estratégicas.

Dentro do último trimestre executamos dois desinvestimentos, ambos pelo mesmo motivo. Se ainda gostamos das empresas em questão e de suas perspectivas, as quedas de preços de outras ações na Bovespa criaram oportunidades de alocação de capital bastante mais interessantes, e por isso procedemos com a venda de nossas posições em Bematech e Valid (antiga ABNote). Questionamos nosso portfólio a todo momento.

Assistimos quedas de preços dramáticas em ações como Helbor, Guararapes, Indusval e Tempo, que tanto gostamos e conhecemos. E não poderíamos deixar de reagir a isto, visto que acreditamos ser nossa missão a alocação de capital do fundo da forma ideal para uma composição de rentabilidade superior de longo prazo.

Também aproveitamos o capital liberado nestas vendas para tirar proveito de oportunidades de montar duas novas posições em empresas que há muito tempo estudamos e acompanhamos: uma delas em Minerva (BEEF3) e outra que futuramente detalharemos (mas que adiantamos já foi uma das nossas posições em passado longínquo, portanto negócio que conhecemos em profundidade).

Assim, ao final do primeiro trimestre do ano, nosso portfólio de participações resumidamente era:

(posições relevantes que representam mais de 90% do patrimônio do fundo, sem considerar caixa)

Empresa	Tipo de ação	Valor de mercado
Kroton	Educação	R\$ 1.300
Embraer	Aeronáutica/Defesa	R\$ 9.300
Comgás	Distribuição de gás natural	R\$ 5.100
Guararapes	Varejo integrado de roupas/ acessórios	R\$ 5.200
Karsten	Têxteis/Bens de consumo	R\$ 90
Helbor	Desenvolvimento imobiliário	R\$ 1.300
Tempo	Serviços/Seguros/Saúde	R\$ 580
Indusval	Serviços financeiros	R\$ 600
DHB	Autopeças	R\$ 97
Schulz	Bens de capital/Autopeças e Compressores	R\$ 580
GP Investments	Investimentos diversificados	R\$ 1.040
Minerva	Processamento de carne e alimentos	R\$ 705
Posição em formação	-	R\$ 6.100

Companhias do portfolio de participações - Resultados

Kroton

O quarto trimestre do ano é sazonalmente mais fraco para a Kroton, com receitas menores e custos maiores que outros períodos do ano. Ainda assim a companhia encerrou 2010 com EBITDA de R\$ 63 milhões. Os executivos mantêm uma projeção de geração de caixa de pelo menos R\$ 100 milhões para o ano de 2011, realista para nós e uma melhora expressiva em relação ao último ano, resultado principalmente da integração bem feita com o Iuni.

A Kroton segue uma de nossas maiores posições. Nos últimos 12 meses, um dos sócios da Orbe foi eleito conselheiro fiscal da companhia e assim pudemos acompanhar todo este processo de integração e turnaround muito de perto. Este foi um dos motivos que nos levaram a aumentar a confiança na companhia e no time de gestores ainda mais com o passar do tempo. Os desafios enfrentados por esta equipe foram muito grandes, mas a fusão das operações ocorreu com poucos traumas, apropriando-se do que era mais eficiente em cada companhia e entregando uma melhoria de margens acima de nossas expectativas. Ficou ainda mais claro para nós a competência da equipe de gestão.

Recentemente completaram seu time de fusões e aquisições, que já conta com um diretor dedicado, dois gerentes e dois analistas. Com o pipeline de potenciais alvos de aquisição de Kroton, Iuni e da Advent em mãos, a equipe está trabalhando a todo vapor e esperamos novas aquisições ao longo de 2011 e 2012, que podem adicionar muito valor à companhia. Após o caso Iuni, estamos muito confiantes nos resultados futuros, seja via crescimento orgânico, ou por estas aquisições ao longo da consolidação deste mercado de educação no Brasil (lembrando que esperamos da Kroton uma disciplina ao avaliar aquisições acima da média deste mercado, o que pode trazer um ritmo mais lento).

Esperamos um primeiro trimestre de 2011 muito forte, pela sazonalidade natural tanto do ensino superior quanto do ensino básico. Em nossa opinião, quando se fala de Kroton, não se presta suficiente atenção no negócio de ensino básico, que no entanto é um negócio que tem crescido 17% ao ano nos últimos 3 anos e cuja margem EBITDA* é a melhor dentre as divisões da companhia.

No ano de 2010, ocorreram duas transações no Brasil que chamaram a atenção para esta divisão da Kroton, claramente mostrando que tem um valor justo de centenas de milhões de Reais. Estas duas transações trouxeram especulações sobre a venda desta divisão da companhia, fato que não acreditamos vá acontecer no curto prazo. A companhia usará as 720 escolas próprias ou conveniadas como plataformas para o crescimento do ensino superior, presencial e a distância, sendo a única empresa do setor com tamanha capilaridade nacional. Não há razão para se desfazer de um negócio com esse tipo de vantagem competitiva, a não ser por um valor exorbitante, como foi a venda deste segmento da SEB para a Pearson inglesa.

Mantemos nossa confiança em Kroton elevada. Não há outra empresa de educação no Brasil com tamanhas oportunidades (crescimento orgânico, aquisições, ensino à distância, sistema de ensino), marca, credibilidade, ticket médio elevado, operação de educação básica valiosa e equipe que consiga entregar resultados como os da integração de 2010. E nossa participação ativa e próxima, também no conselho fiscal, nos dá mais segurança e tranquilidade para acompanhar os próximos capítulos.

Embraer

A Embraer terminou o ano superando o seu próprio guidance, principalmente impulsionada pelos resultados fortes do 4º trimestre. A empresa fechou o ano com 101 entregas comerciais e 145 executivas, sendo destas 126 de novos jatos leves. Como consequência, a receita de 2011 totalizou US\$ 5,35 bilhões, US\$ 100 milhões a mais do que a projeção do início do ano. A margem bruta ajustada, excluindo a reavaliação contábil de aeronaves para teste, ficou em 20%, estável se comparada ao ano passado. O Lucro Operacional ficou em US\$ 390 milhões, auferindo 7,3% de margem, também em linha com o projetado e superior ao ano de 2009.

*Lucro antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização, que foi ajustado por custos e despesas não-recorrentes em 2010.

A partir desta última divulgação, os resultados da companhia serão divulgados baseados no padrão IFRS contábil. As principais mudanças são o imposto diferido e a diferença de tratamento dos investimentos em desenvolvimento de novos produtos. Do ponto de vista prático e sem entrar em detalhes demais, essas novas mudanças irão trazer um pouco mais de volatilidade para as margens, o que no entanto, será puramente contábil e não afeta a operação da companhia.

No transcorrer de 2010, a aviação comercial apresentou claros sinais de recuperação com impactos evidentes na lucratividade dos clientes da companhia. Segundo a IATA, no último ano o setor de transporte aéreo lucrou algo em torno de US\$15 bilhões, fruto da recuperação da demanda mundial. Nesse contexto de melhora, a Embraer é uma das grandes beneficiadas, pois continua muito bem posicionada com seus produtos e líder de mercados.

A retomada dos pedidos na aviação executiva não vem acontecendo de maneira tão rápida quanto na aviação comercial, no entanto, a Embraer vem compensando este fato aumentando sua participação de mercado com os lançamentos dos novos modelos. Exemplos disso são as aeronaves Legacy 650 e Phenom 300. Esta última foi responsável pelo fato mais importante para o segmento no ano. No 3º tri, a Embraer fechou a venda de 50 unidades Phenom 300 mais 75 opções para a NetJets, totalizando um contrato de US\$ 1 Bi. Este contrato é de suma importância por diversos aspectos. Primeiro porque a NetJets é líder mundial em aviação privada e é uma subsidiária da Berkshire Hathaway, que dispensa apresentações. Segundo, porque é um selo de garantia para o mercado de que o produto novo (Phenom 300) é competitivo. Com isso, hoje a Embraer já detém 20% do market share em unidades do mercado de aviação executiva mundial.

No final de 2010, a empresa comunicou ao mercado que estava criando uma unidade de negócios autônoma, Embraer Defesa e Segurança, para dar mais foco ao que antes era apenas um segmento da Embraer. Também nesta direção fizeram mudança no estatuto e, agora, podem vender tecnologias desenvolvidas por esta unidade para novos mercados (países), o que antes não era permitido. Estão de olho no mercado bilionário de monitoramento de ações militares, fronteiras, grandes eventos e até de transporte de valores, principalmente na América do Sul. Para desenvolver este segmento, eles não descartam comprar algumas empresas de pequeno porte, fato que já ocorreu. Em março de 2011, a Embraer assinou um contrato para adquirir o controle da divisão de radares da OrbiSat da Amazônia SA. O acordo é um passo estratégico para aumentar a participação da empresa no Sistema de Defesa Brasileiro. Além desses projetos, neste segmento, existe também a concorrência para fornecer Super-Tucanos ao Departamento de Defesa norte-americano, um contrato que deverá sair neste ano, e pode oscilar entre US\$ 1 bilhão e US\$ 3 bilhões em novas receitas.

Em resumo, a recuperação do mercado comercial, a participação crescente no mercado executivo e as novas perspectivas do mercado de defesa fazem com que olhemos para nossa posição de Embraer de maneira muito confortável e otimista.

Fora isto, nossa relação com a empresa tem sido excelente, transparente e direta. Algo incomum em grandes companhias, mas um diferencial importante aqui, em um setor de tamanha complexidade. Em Maio próximo inclusive, quando realizaremos o evento anual da Orbe em Nova Iorque para nossos investidores estrangeiros, teremos a presença do Diretor de Relações com Investidores da companhia, para explicar, sem intermediários, sobre seus resultados e expectativas. É de fato um negócio fantástico com vantagens estratégicas muito relevantes, com o qual podemos manter a relação de longo prazo que sempre buscamos em nossos investimentos.

Comgás

Apesar de valorização recente das ações da Comgás (pouco mais de 10% só neste ano), ainda vemos relevante espaço para apreciação da companhia. Nosso otimismo é baseado na continuação da recuperação do consumo industrial pós-crise, continuidade do aumento do consumo residencial via expansão da rede e maior penetração em localidades onde a empresa já está presente, compra de gás mais barato que o usual nos leilões novos da Petrobras, e eventuais negociações envolvendo o bloco de controle da companhia sendo um importante catalisador de mudanças e valorização.

A companhia encerrou 2010 entregando um EBITDA de R\$ 1,188 bilhão sobre uma receita líquida de R\$ 4,1 bilhões, com uma margem de 29%. A margem, inferior a 2009 como era de se esperar, foi afetada de forma mais completa pela revisão das tarifas de 2009. Essas revisões ocorrem a cada ciclo de 5 anos e após um impacto inicial relevante (que trouxe margens de cerca de 35% EBITDA para abaixo de 30%), a companhia vem focando em ganhos de eficiência e de escala com a expansão, recuperando sua rentabilidade.

Seguimos muito confortáveis com a nossa posição, pois a empresa segue seu programa de expansão cuidadosa e rentável, geração de caixa muito saudável e um balanço desalavancado que permite seguir crescendo e distribuindo dividendos aos acionistas. Além disso, caso haja alguma evolução da novela que envolve o controle da companhia, certamente servirá como catalisador muito importante de valor.

Guararapes

Os resultados do fechamento de 2010 da Guararapes foram bastante animadores, com sólido crescimento das vendas, gerado por aumento no ticket médio e no fluxo de clientes, nova melhoria nas margens brutas, e abertura de novas lojas conforme o novo forte plano de expansão (16 ao longo do último ano). Com isso observamos uma geração de caixa recorde, com EBITDA de R\$ 584 milhões em 2010, 32,2% superior a 2009.

A empresa, que hoje tem 125 lojas, segue seu plano de excelência na verticalização da cadeia de valor de vestuário com uma estratégia focada na adequação de sortimento e rápida reposição das coleções na loja. Hoje produz internamente algo em torno de 46% do que vende nas lojas e cada vez mais tem melhorado o mix dos produtos que faz na própria confecção adicionando mais conteúdo de moda às peças.

Vale comentar 2 iniciativas da empresa, uma recém comunicada na mídia – a abertura do escritório comercial na China, e a outra as muito bem sucedidas coleções assinadas por grandes estilistas brasileiros – prática adotada em ampla escala pelas maiores e melhores empresas internacionais de moda em escala, como H&M, Top Shop e Forever 21.

A respeito do escritório comercial na China, faz parte do processo de fortalecimento de novos fornecedores naquele país, principalmente para abastecer o varejo com peças básicas, deixando espaço para produção de peças mais elaboradas na sua fábrica local, bem como prover esta com matéria-prima. Em 2010 a Guararapes passou a comprar matéria-prima internacionalmente de maneira a conseguir melhores condições comerciais, bem como estabilidade no fornecimento. Em 2011 começará a trazer também peças prontas, quando fizer sentido a conta entre custos menores trazendo do Oriente e menor emprego de capital fazendo internamente.

Em 2010 a Riachuelo teve duas coleções exclusivas com estilistas de renome, uma assinada por Marcelo Sommer e a outra por Oskar Metsavaht – este último estilista e dono da marca Osklen, e o anterior um dos estilistas nacionais de maior projeção no mercado da moda. Essas coleções buscam agregar posicionamento de marca e naturalmente vendas à empresa. Tiveram ótima aceitação do público e desempenho de venda acima das expectativas. Já em 2011, foi lançada com grande sucesso uma coleção feminina da estilista paulista Cris Barros.

Passando aos resultados da empresa, vale ressaltar, como dito anteriormente, que o ano de 2010 foi marcado por melhoria em todos os indicadores. A receita líquida consolidada da empresa foi de R\$ 2,6 bilhões, 19,4% maior que em 2009. A Riachuelo, que representa 84% da receita no grupo, apresentou crescimento de 8,2% na receita das mesmas lojas (SSS). A margem bruta atingiu incríveis 57,2% e aumentou 1,2 p.p. contra o ano anterior – importante mencionar que o crescimento foi sobre uma base que havia crescido 5,1 p.p. em 2009 contra 2008. Assim o lucro líquido da empresa foi de R\$ 337,8 milhões, 57% maior que no ano anterior.

O negócio imobiliário da empresa, representado principalmente pelo Midway Mall, o maior shopping center do país, também apresentou crescimento nas receitas, +16,5%, e deverá ter um ano de 2011 ainda melhor, visto que 2010 ainda estava concluindo o projeto de ampliação que adicionou 9.100 m² à área bruta locável (ABL).

A financeira do grupo também manteve sua trajetória de crescimento, aumentando o número de cartões em 1,9 milhões, chegando a uma base de 17,6 milhões de cartões em dezembro de 2010. À partir do segundo semestre do ano a empresa acelerou ainda a oferta de cartões co-branded (com bandeiras de cartão de crédito) para os portadores de cartão Riachuelo, chegando a mais de um milhão de cartões dessa modalidade. A estratégia para a oferta desses cartões, contudo, tem sido oferecer aos poucos, a um grupo de clientes específico, em linha com as práticas conservadoras da empresa.

Por fim, vale apontarmos que o plano de crescimento da empresa segue bastante agressivo, com previsão de abertura de 22 lojas em 2011 e outras 30 em 2012. Além das novas lojas, a empresa ainda irá reformar 18 lojas em 2011. Essas lojas serão convertidas no novo modelo da Riachuelo, que busca uma otimização do sortimento oferecendo mais opções por m². Esse modelo, que já vem sendo utilizado desde o último ano, tem gerado um incremento médio de 20% nas vendas por metro das lojas reformadas.

Por todos os pontos acima, seguimos em nossa crença de que a Guararapes é a melhor varejista segundo nossa filosofia de investimento dentre os principais players do mercado nacional, com crescimento acentuado e sólido, com gestão competente e estratégias claras, as quais tem executado com muita disciplina nos últimos anos. E, logicamente, tudo isso ao mais atrativo valuation do setor.

Helbor

Ao comentar sobre Helbor, corremos um grande risco de sermos repetitivos, pois mais uma vez, a empresa mostrou resultado incrível e acima das expectativas. A divulgação de seus resultados atuais e seu histórico atestam a grande capacidade de crescimento da empresa sem se descuidar do seu forte controle de custos e disciplina na escolha e lançamento de produtos. Vantagens que vimos lá atrás, quando analisamos qualitativamente a empresa logo depois de seu IPO. Montamos nossa posição de Helbor ao longo de 2008, e após a crise, a um preço médio próximo de R\$ 5,00 por ação.

O VGV lançado atingiu R\$ 1,1 bilhão, aumento de 28% em relação a 2009, sendo 81% vendidos dentro do próprio ano. A participação % no VGV lançado da Helbor caiu se comparado ao ano passado. Isto ocorreu pois no 3º tri houve um grande projeto chamado “Casa das Caldeiras” que representava 33% do total de empreendimentos lançados no ano, e era um projeto em parceria com a Setin. Em virtude do tamanho do projeto, para reduzir seu risco, a empresa diminuiu sua exposição no dito projeto.

Para os próximos anos, a empresa pretende aumentar sua participação nos lançamentos totais, e demonstração evidente foi seu grande investimento em landbank ao longo de 2010. O banco de terrenos da Helbor totalizou um VGV de R\$ 3,5 bilhões ao final de 2010, com crescimento de 91% se comparado a 2009. Isso é de vital importância, especialmente no caso da Helbor, pois dá a medida de quanto a empresa pretende lançar nos próximos períodos. Por estratégia, a Helbor não faz landbank superior ao que acredita poder vender em 2 anos.

A Receita Líquida do 4º trimestre aumentou em 15%, passando de R\$ 221 milhões no 4T09 para R\$ 254 milhões no 4T10. No acumulado de 12 meses o crescimento foi de 50%, passando de R\$ 655 milhões em 2009, para R\$ 987 milhões em 2010. Em 2010, o Lucro Bruto totalizou R\$ 313 milhões, crescimento de 64% em relação ao mesmo período de 2009, com Margem Bruta de 31,7% contra 29,2% em 2009.

As Despesas Gerais, Administrativas e Comerciais (DGAC) cresceram “apenas” 35%. Isto evidencia um excelente controle de despesas da companhia, tanto que a razão entre DGAC/Receita Líquida passou de 11,4% para 10,3%, sendo que já era um dos melhores índices do setor.

Como resultado de tudo que foi citado acima, o EBITDA somou R\$ 54,0 milhões no trimestre, crescimento de 23,9% em relação ao 4T09, com margem de 21,2%. No acumulado do ano, o EBITDA somou R\$ 228,6 milhões, crescimento de 76,8% em relação a 2009, com margem EBITDA de 23,2%.

Em dezembro de 2010, o endividamento totalizou R\$ 551 milhões, um aumento de 54% em relação a 2009. Esse crescimento é função, basicamente, do aumento do saldo de financiamentos de obras, além da emissão de uma debênture no valor de R\$ 90 milhões. No entanto, se excluirmos a dívida de SFH, a dívida líquida da empresa é negativa em R\$ 95 milhões, ou seja, caixa líquido.

A empresa também encerrou o ano com receitas a apropriar, ou seja, unidades já vendidas, mas cuja receita ainda não foi contabilizada em virtude da fase da construção, de R\$ 1,57 bilhão e resultados a apropriar sobre esta receita de excelentes R\$ 588 milhões (lembrando, o valor de mercado da empresa no final do último mês era de R\$ R\$ 1,25 bilhão).

Ou seja, a empresa tem já realizado, mas ainda por contabilizar, resultado equivalente a quase metade do seu valor de mercado atual.

Já no mês de Abril, a empresa anunciou a formação de uma joint venture com o Grupo Suzano para criar a Alden, com foco em criar e explorar projetos em conjunto, principalmente em áreas já detidas pela Suzano, que outras futuramente prospectadas por eles. É um projeto de longo prazo, mas que serve para mostrar o leque de oportunidades da empresa, bem como mostrar o elevado conceito da Helbor no mercado, visto que a Suzano realizou intenso processo de seleção de parceiro para essa iniciativa, com várias das grandes e renomadas incorporadoras brasileiras.

Como pode ser observado, a empresa vem crescendo de maneira significativa sem penalizar suas margens e sem se descuidar de seus custos. A administração planeja crescer em média algo entre 20% a 25% de VGV lançado nos próximos 3 anos. Em se tratando da companhia em questão e seu histórico, isso nos parece plenamente plausível. Neste cenário, as ações da Helbor devem valer, mesmo sob o conservadorismo dos nossos modelos, ao menos cerca de 50% acima da atual cotação na Bovespa.

Tempo

Os resultados da Tempo no quarto trimestre de 2010 ainda trazem os últimos sinais dos ajustes realizados ao longo do ano, com itens extraordinários e não-recorrentes, positivos e negativos. Focando no que realmente interessa, podemos ver que a empresa entregou em 2010 o que havia proposto: crescimento (receita líquida de R\$ 944 milhões, uma alta de 27,8%), mas principalmente mais eficiência e controle.

O foco em reestruturação de processos e estruturas de negócios, fez com que o resultado operacional fosse 83% superior a 2009, apesar da alta de “apenas” 27,8% na receita. E permitiu um EBITDA 161,2% superior. Também importante notar que houve uma evolução gradual desde 2009, e que o ano de ainda 2010 só reflete parcialmente as melhorias realizadas, que somente em 2011 irão ser vistas ao longo de todo o ano.

Com este processo praticamente terminado, a conclusão da aquisição do negócio de seguro saúde, além da nova joint-venture com a Caixa Seguros, a empresa entra em 2011 com o foco no crescimento e geração de caixa, visto que ainda há melhorias a serem realizadas no capital empregado. Com a plataforma bem mais eficiente, esperamos com grande expectativa por este crescimento, que deve ser acompanhado neste ano de 2011 dos melhores resultados da história da empresa.

DHB

Para a produtora de direções hidráulicas, o ano de 2010 foi de mudanças dramáticas. Além de forte recuperação de mercado após 2009, da conquista de novos e importantes projetos, a empresa viu finalmente resolvida a situação do seu passivo, na figura das debêntures vencidas. O passivo da companhia, que contabilmente já chegou a marcar estas debêntures acima de R\$ 700 milhões, foi agora reduzido para menos de R\$ 200 milhões. Ainda falta pequena parte para resolver, e quando isso ocorrer, em breve, a companhia passará a ter um balanço bastante limpo.

Já seu negócio segue forte. Em 2010 a receita líquida novamente se aproximou do R\$ 300 milhões, recuperando-se bem de 2009. E os pedidos indicam claramente um 2011 recorde para a companhia. Estimamos internamente um EBITDA para o ano da ordem de R\$ 45 milhões, e seguimos satisfeitos com o trabalho de recuperação que vem sendo realizado, e certos do elevado upside potencial das ações da companhia.

Indusval

O fato mais importante ocorrido com o banco aconteceu no fim de março de 2011 quando o Indusval, o fundo americano Warburg Pincus e os empresários Jair Ribeiro (fundador do Banco Patrimônio e ex-diretor do JP Morgan) e Alfredo de Goeye, fundador da Sertrading, fecharam um acordo de sociedade.

O fundo de private equity aportará R\$ 150 milhões no banco, os empresários investiram R\$ 30 milhões e os atuais controladores do Indusval colocaram outros R\$ 21 milhões. Somando-se a isso os minoritários podem subscrever também novas ações, e a instituição poderá receber até R\$ 280 milhões de novo capital. E, mais valioso, um choque de gestão e estratégia.

O banco passará a se chamar Indusval & Partners e será gerido nos moldes de co-presidência por Jair Ribeiro e Luiz Masagão, atual diretor geral do Indusval e um dos fundadores do banco. Uma segunda operação também foi realizada, na qual o Indusval subscreveu 17,6% das ações da empresa de comércio internacional Sertrading, controlada por Ribeiro e Goeye, tendo opção de compra de sua totalidade e preferência para financiar os clientes da trading. Ainda houve uma terceira negociação: a Sertrading adquiriu a JPM Chase Vastera do Brasil, empresa de comércio exterior do banco JP Morgan. O banco americano, por sua vez, ofereceu uma linha de financiamento de longo prazo no valor de R\$ 25 milhões ao Indusval & Partners.

Com este acordo, abrem-se ótimas perspectivas para o banco, um ativo que, para quem não se lembra, foi adquirido por nossos fundos a absurdos 70% do seu valor patrimonial em 2009. Primeiro pela credibilidade das pessoas e instituições envolvidas no negócio. Segundo, pelas novas linhas de negócios que se abrem com a Sertrading e a Vastera; e o foco na excelência e domínio do mercado de dívida corporativa, que na nossa visão é o nicho de mercado financeiro de maior potencial de crescimento nos próximos anos no Brasil.

Após a operação recente, deve voltar à agenda também a migração da companhia para os níveis diferenciados de governança da Bovespa. A empresa tentou no passado a migração, mas não conseguiu mobilizar acionistas minoritários estrangeiros para votarem em assembleia. Depois a estagnação das cotações das ações em Bolsa abaixo do valor patrimonial impediu o movimento até hoje (migração poderia dar direito de retirada de acionistas minoritários). A operação recém anunciada resolve ambos os problemas. E portanto acreditamos que a operação voltará à pauta, e sua efetivação traria mais visibilidade e liquidez às ações na Bovespa, facilitando a apreciação em direção a um valor mais justo para o banco.

Com relação aos resultados de 2010, ficaram praticamente estáveis durante todo o ano, com exceção do 4º trimestre quando apresentou crescimento importante da carteira de crédito no segmento de “grandes empresas”, diminuição do Basiléia e redução proporcional do PDD. No fechamento do ano, a carteira total atingiu aproximadamente R\$ 2 Bi, sendo R\$ 250 MM oriundos do novo segmento de “grandes empresas” com quase 133% de crescimento. O lucro líquido do exercício foi de R\$ 29 milhões, com elevação de 127% em relação ao exercício anterior. O plano para o próximo ano é que este novo segmento mais que dobre de tamanho, sendo o principal driver da carteira do Indusval de curto prazo, além das operações de comércio exterior.

Em resumo, o Indusval que na nossa visão já tinha bons fundamentos e preço atrativo, agora com a entrada de sócios renomados e capazes potencializou estes atributos e por isto, acelera em muito sua caminhada. Somente após o anúncio da nova sociedade, a ação já valorizou 15% mas, em nossa visão, há espaço para muito mais após a oferta das novas ações. Atualmente, o banco ainda vale pouco menos que seu valor patrimonial. Evidentemente o mercado vai esperar a nova equipe e modelo de negócios entregarem resultados, mas quando isso acontecer, a valorização será expressiva.

Karsten

A Karsten teve um ano de manutenção do volume de vendas e busca de melhoria de rentabilidade. Conseguiu assim entregar um EBITDA de R\$ 40 milhões. Além disso, a compra estratégica da Trussardi já começou a trazer benefícios, ampliando o leque de clientes da companhia e trazendo novas receitas com rentabilidade muito interessante.

Os resultados da Karsten poderiam ter sido ainda melhores, não fosse a alta do algodão que impactou parte da produção vendida, apesar dos altos estoques que a companhia havia feito ano passado. O setor de cama, mesa e banho terá seu teste no 1T11 com a tentativa de repasse de preços de 10% a 20% ao consumidor final que vem sendo exigido pela indústria.

Esperamos para 2011 a continuidade da melhoria de margens, um foco declarado da diretoria, as primeiras ações mais agressivas utilizando a marca Trussardi e o término da implantação do sistema ERP. O mercado também deve passar momentos decisivos, com a alta do algodão do ano passado sendo o último prego no caixão de algumas empresas do setor, que vem se arrastando pelos últimos anos. Com isso a competição deve se tornar mais saudável e a capacidade de repassar preços maior.

Schulz

A Schulz teve em 2010 seu melhor ano da história, novamente.

Após um ano de redução de volumes em 2009, consequência da crise, a companhia conseguiu em 2010 total recuperação, atingindo R\$ 106 milhões de EBITDA gerado em 2010, seu melhor número histórico até o momento. Mais uma vez a equipe excepcional da Schulz se superou, e é este grupo de executivos a principal razão de sermos acionistas há mais de 6 anos da companhia (com retorno anualizado de extraordinários 42% ao ano, diga-se de passagem).

A empresa anunciou recentemente uma nova expansão de cerca de 30% de suas operações automotivas. O fim das obras está previsto para o terceiro trimestre de 2011, quando obviamente passaremos a observar novo aumento acentuado de faturamento e melhorias de indicadores operacionais decorrentes dos benefícios de escala. Também segue conseguindo novos contratos de novas peças, de importante valor agregado. Assim, como já frequente, re-afirmamos nossa confiança na empresa, e nossa certeza no resultado final do investimento.

Minerva (BEEF3/11) - novo investimento

Desde o final de 2010, após muito estudar o setor e o negócio específico, começamos a montar uma posição nas ações do Minerva (BEEF3). A companhia é a terceira maior processadora de carnes do Brasil, atrás de JBS e Marfrig. Nosso grau de confiança no negócio hoje é extremamente elevado, e manteremos Minerva como uma das nossas principais posições provavelmente por um longo período a frente.

O setor, relativamente novo na Bovespa, na nossa opinião ainda é cercado de preconceitos e de erros de compreensão. O Brasil possui grandes vantagens competitivas naturais, mundiais, na produção de proteína animal, na pecuária. A vastidão de terras férteis e planas, o clima temperado/tropical e a imensa disponibilidade de água tornam a competitividade do boi brasileiro naturalmente muito elevada. Além das características naturais, o país ainda conta com a produção de grãos, mão de obra competente e ainda barata, segurança institucional e sanitária, e cada vez mais profissionalismo na gestão das companhias do setor.

Tais características, por mais que não façam parte unicamente do negócio da Minerva, são questões de extrema relevância para a companhia ter acesso à matéria-prima abundante e competitiva. Tão importantes quanto as características naturais do país é o momento do mercado mundial, no qual grandes rebanhos do mundo como Argentina, EUA e Austrália tiveram quedas expressivas ou vêm no máximo mantendo seu tamanho nos últimos anos, em virtude de questões climáticas ou desinteresse e falta de investimento. Esses fatores, em conjunto com a consolidação do mercado no Brasil, vem deixando nosso país cada vez mais importante em um posição de fornecedor global e formador de preços.

Grande parte da razão do nosso interesse pelo setor de carnes e Minerva especificamente vem de algo que não é específico das companhias, mas do nosso país. Como veremos na análise do modelo de negócios da companhia, essas empresas basicamente compram o gado de terceiros para abate e seu trabalho é basicamente abater, industrializar, comercializar e lidar com esse giro, e principalmente a logística.

A condição necessária, portanto, para a produtividade destas empresas é a disponibilidade e o custo de seu principal insumo e nesse fornecimento está a principal vantagem competitiva dos brasileiros. O Brasil possui o maior rebanho comercial do mundo e é o segundo maior produtor de carnes do mundo, perdendo somente para os Estados Unidos.

É importante notar, no entanto, que a produtividade brasileira ainda pode crescer em muito, com aumento de rebanho e efetivos ganhos de eficiência. O tamanho do rebanho pode aumentar com a mudança na sua gestão, de produção extensiva para cada vez mais um modelo rotativo, intensificando a proporção do confinamento no período de engorda (ainda pouco abrangente), aumentando assim a taxa de locação. Também é importante a contínua melhorada das pastagens, com micronutrientes e suplementos, assim conseguindo uma engorda mais rápida e diminuindo o tempo para abate.



Os dados ao lado mostram também importantes informações sobre o comportamento recente do mercado no Brasil, em dois dos seus aspectos mais básicos: o abate de fêmeas e o número de novos bezerros por ano (um número uma direta consequência do outro, no tempo). Entre 2006 e 2007, principalmente pela baixa rentabilidade que os fazendeiros vinham experimentando, o Brasil teve uma forte alta no volume de abate de fêmeas, e isso resultou em uma oferta restrita de animais nos anos seguintes, o que, em conjunto com a seca de 2010, tem causado uma oferta bem limitada de bovinos até hoje. Entretanto, o processo iniciou sua reversão com força e em 2008/09/10 abate de fêmeas novamente

voltou a números bastante mais controlados. A consequência deste ciclo é que o volume de nascimento de bezerros aumente bastante, e com isso a oferta de animais para abate a partir do 2º trimestre deste ano deve melhorar de forma relevante, ajudando a controlar os preços da matéria-prima e permitindo melhores índices de utilização de capacidade pelos frigoríficos, um importante driver de rentabilidade.

A inegável consolidação do setor é também um tópico a ser abordado. Nos últimos anos o setor de frigoríficos no país sofreu radicais mudanças. De um setor fragmentado e informal, consolidou-se e investiu pesadamente em capacidade produtiva e qualidade dos processos sanitários para dar ao Brasil a competitividade que lhe é de direito por seus recursos naturais. Diversos players sofreram por causa da formalização do mercado e aumento da competitividade e, atrelando isso à crise financeira e ao excesso de capacidade/investimentos realizados em pouco tempo, muitos foram à falência ou estão hoje em processo de recuperação judicial.

Ainda é bom notar que o aumento de renda da população brasileira vem aquecendo o mercado interno a níveis nunca antes vistos. Com isso, mesmo considerando a sazonal falta de gado, que vem prejudicando algumas companhias do setor, as perspectivas para a Minerva tanto no mercado interno, como no mercado externo, sendo cada vez mais pricemaker ao invés de pricetaker, são bastante boas.

A Minerva tem sua atuação centrada na compra, abate, desossa e distribuição de produtos derivados de bovinos, além de diversos outros produtos processados baseados em proteínas animais. Sua atuação, no entanto, começa no início da cadeia produtiva, enquanto a empresa monitora as fazendas produtoras, seus fornecedores, por questões sanitárias e de proteção ambiental e escolhe a localização de suas plantas produtivas de acordo com as perspectivas de competitividade da matéria-prima e competição de outros players na região geográfica.

A compra de matéria-prima é também mais complexa do que o usual. Diferente da maioria de seus concorrentes, a companhia tem pouquíssimos contratos de longo prazo de fornecimento com grandes produtores, e foca suas compras em pequenos produtores, com os quais estabelece relacionamentos especiais, profundos. Mais do que isso, a companhia é extremamente eficiente na arbitragem entre diferentes áreas geográficas, diferentes preços spot e futuro e diferentes partes do boi, visto que não necessariamente precisa comprar o boi vivo, mas também apenas partes do boi para desossa e comercialização, um mix que é constantemente adaptado ao momento de mercado.

O processo de abate e principalmente desossa é ainda extremamente intensivo em mão de obra, e representa um dos três principais custos da companhia. Após este processo a companhia distribui, diretamente, sua produção internamente (40% da receita) essencialmente para o pequeno varejo e restaurantes (mais de 20.000 pontos atendidos em quase 1.000 cidades) e externamente para os mais diversos países. A estrutura de logística e distribuição do Minerva, e sua capacidade de atender os pequenos clientes, é um dos grandes valores da companhia, e uma das grandes barreiras de entrada do mercado.

A companhia exporta atualmente 24% da carne in natura enviada do Brasil para o exterior, número que vem crescendo gradualmente, e de forma mais acentuada recentemente, com o paralisação de atividades por problemas financeiros da Mataboi, relevante concorrente nesta indústria, anteriormente a 4ª maior do país.

Além do aumento da participação da Minerva no mercado, as aquisições e falências dos últimos anos alteraram a estrutura deste negócio de forma dramática. Antes muito fragmentado, com dezenas de concorrentes, e pouco profissionalizado, hoje as 3 grandes (JBS, Marfrig, Minerva) já dominam 90% do mercado de exportação, e são evidentemente dotadas de gestão e estrutura altamente profissionais e modernas. Como consequência, o mercado está mais saudável, com guerras de preços mais controladas, com qualidade de produto superior, controles sanitários muito superiores, e uma maior capacidade de organização. Tudo isso já vem trazendo benefícios e trarão muito mais, incluindo a possível liberação da exportação de carne para os Estados Unidos em breve.

A companhia ainda tem 30% de suas receitas em outros negócios chamados “não-carne”. Estes incluem a comercialização de couro, mas são principalmente a exportação de gado vivo e a produção e comercialização de produtos CookedFrozen através da subsidiária Minerva DawnFarms (MDF) e de negócios de Food Service. As exportações de gado vivo ocorrem quando algum país está tentando refazer seu rebanho de maneira mais rápida, mas no caso da Minerva as exportações ocorrem principalmente por motivo religioso (abate que necessita condições especiais para seguir demandas de tradições religiosas). A Minerva é a maior exportadora do Brasil de “boi vivo” e uma das maiores do mundo, atividade que tem questões logísticas importantes para se considerar, principalmente pela falta de navios voltados para tal mercado.

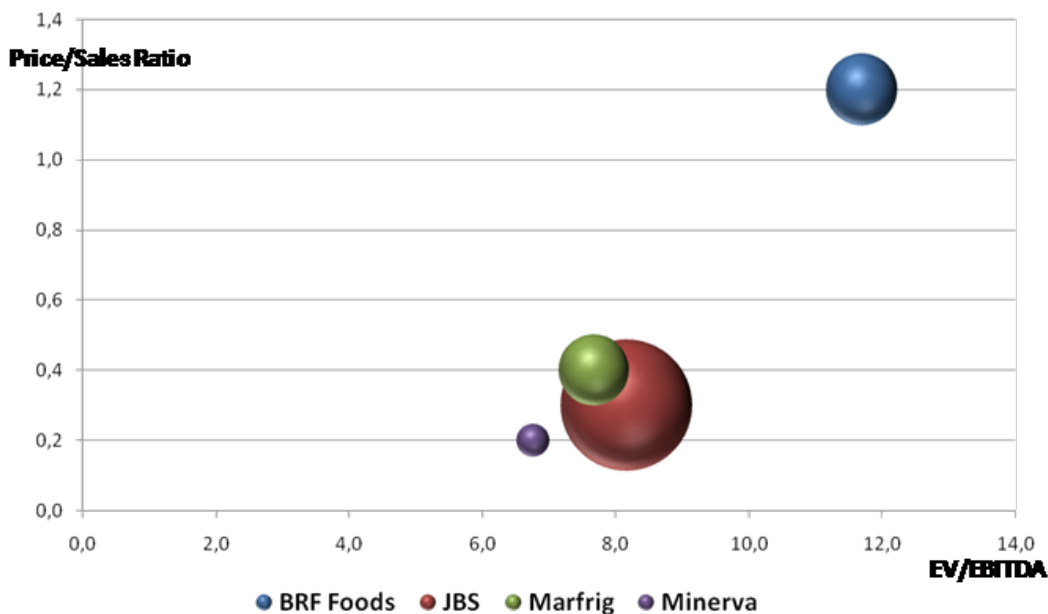
A MDF, negócio de produtos de maior valor agregado, é a única área na qual a companhia atua com outras proteínas que não a de carne bovina, trabalhando também com frango, peru, etc. Investimento recente da Minerva em joint-venture com a irlandesa DawnFarms, a empresa faz produtos cozidos ou fritos para os mais diversos restaurantes e outros clientes. Através da MDF a companhia consegue, por exemplo, ser fornecedora mundial para Pizza Hut e Subway, faz produtos para cadeias de restaurante como o América, além de atuar como fornecedora de merenda escolar para o Estado de São Paulo. A grande facilidade é que a MDF envia o produto pronto, com grande valor agregado, sendo necessário apenas esquentar no forno ou micro-ondas.

A Minerva está listada no Novo Mercado da Bovespa e tem as mais avançadas práticas de governança corporativa. É uma empresa muito transparente, e de excelentes profissionais. É importante ressaltar que em um setor de elevada complexidade como o de frigoríficos no Brasil, depositamos enorme tempo e esforço para entender as capacitações da gestão e partes interessadas, bem como controles e operações. Nossa confiança neste caso é proporcional à atenção que depositamos. Entre seus pares no mercado a gestão de Minerva se destaca claramente em nossa opinião, tendo após seu IPO seguido o caminho mais racional e prudente, e se encontrando hoje em situação de destaque, e forte em um momento de definições deste mercado.

A Minerva está terminando um intenso programa de investimentos iniciado em 2006 que levou a companhia de uma capacidade de abate de 3.400 cabeças por dia para quase 10.000 cabeças diárias durante o ano de 2011. Os investimentos para tal crescimento já foram praticamente todos realizados e as últimas capacidades entraram até o meio de 2011, restando cerca de 10% de aumento adicional para entrar em operações neste ano. Os números da companhia responderam proporcionalmente e ao longo dos últimos anos os resultados vem aparecendo, incluindo o crescimento do faturamento em mais de 3X em cinco anos. Isso sem comprometer rentabilidade ou colocar a companhia em risco.

Com os intensos investimentos, a companhia atingiu níveis de endividamento absoluto elevado nos últimos dois anos, principalmente durante a crise 2008/2009, com a brusca subida do dólar (cerca de 60% da dívida é em dólar, assim como as vendas). Há porém de se notar dois pontos extremamente importantes: o primeiro é que mesmo com um alto nível de dívida bruta, a companhia tem atualmente quase R\$ 600 milhões em caixa e o segundo é que o perfil da dívida é extremamente longo, com grande parte dos vencimentos apenas em 2019.

Além disso, com o fim dos investimentos da fase de forte expansão recente, a companhia segue agora um processo de desalavancagem, que deve culminar em uma dívida da ordem de 2X EBITDA no fim de 2012. Com as novas capacidade funcionando neste ano completo, MDF a pleno funcionamento, os aumentos de volumes e preços na distribuição nacional, o aumento de exportação com o ganho de market share, enxergamos para a empresa uma geração de caixa operacional, EBITDA, de cerca de R\$ 350 milhões neste ano. Apenas como efeito ilustrativo, pois valorizamos muito pouco este tipo de informação, colocamos abaixo informações de valor de mercado de Minerva, comparando com JBS, Marfrig e BRFoods (está inclusive incrivelmente bem valorizada).



O simples processo de desalavancagem deve valorizar o equity da empresa ao longo dos próximos períodos de forma expressiva, mesmo sem qualquer expansão de múltiplos. A mesma coisa se pode dizer do crescimento de resultados derivados dos investimentos de expansão já realizados. Assim, não só vemos em Minerva uma companhia de posição competitiva muito especial e gestão extremamente capaz, mas também atualmente negociada a um valor de mercado absurdamente baixo, com downside limitadíssimo, e grandes chances de valorização expressiva. O típico conjunto que gostamos por aqui.

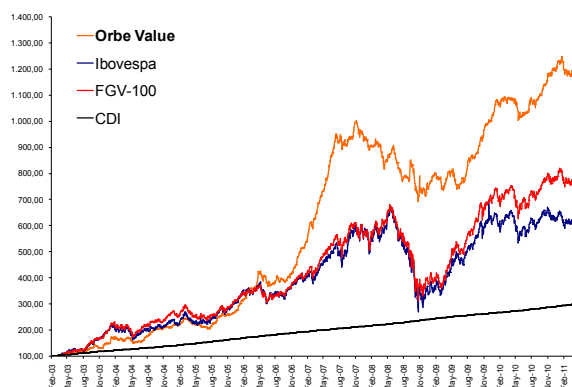
Agradecemos a confiança,

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>

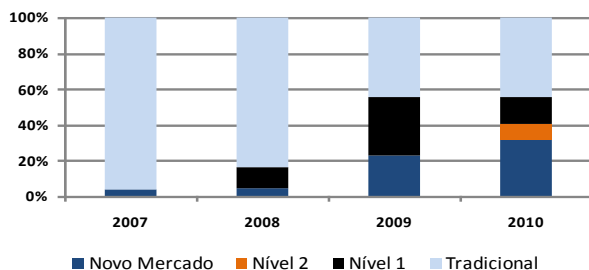
Rentabilidade Acumulada



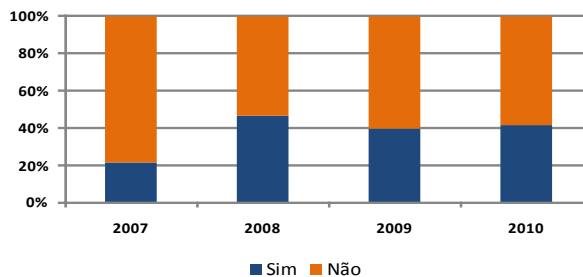
	Orbe Value	FGV-100
Março/2011	1,33%	2,06%
Fevereiro/2011	-2,65%	-0,42%
Janeiro/2011	-0,19%	-1,73%
Dezembro/2010	2,68%	3,36%
Novembro/2010	4,16%	-2,53%
Outubro/2010	4,59%	3,79%
Setembro/2010	1,95%	5,99%
Agosto/2010	-0,84%	-1,41%
Julho/2010	5,25%	8,22%
Junho/2010	-0,29%	-2,35%
Maiço/2010	-4,45%	-4,54%
Abril/2010	0,04%	-3,05%

	Rentabilidade	Ibovespa	%Ibovespa	FGV-100	%FGV-100	CDI	%CDI	US\$	Rentabilidade em US\$
Desde o início (fev/2003)	1108,51%	526,87%	210%	682,52%	162%	198,97%	557%	-53,81%	2516,17%
Nos últimos 60 meses	235,66%	80,72%	292%	125,20%	188%	71,97%	327%	-25,03%	347,71%
Nos últimos 48 meses	81,02%	49,74%	163%	79,93%	101%	50,97%	159%	-20,57%	127,89%
Nos últimos 36 meses	37,55%	12,50%	301%	32,43%	116%	35,61%	105%	-6,88%	47,72%
Nos últimos 24 meses	58,61%	67,59%	87%	98,47%	60%	20,30%	289%	-29,7%	125,46%
Ano de 2007	11,69%	-2,54%	-	6,72%	174%	10,42%	112%	-8,6%	22,13%
Ano de 2008	82,00%	43,65%	188%	39,53%	207%	11,82%	694%	-17,2%	119,68%
Ano de 2009	-18,50%	-41,22%	-	-34,09%	-	12,38%	-	31,9%	-38,23%
Ano de 2010 = 12 meses	35,62%	82,66%	43%	87,65%	41%	9,88%	361%	-25,5%	82,02%
Dezembro de 2010	18,91%	1,04%	1811%	10,21%	185%	9,75%	194%	-4,3%	24,26%

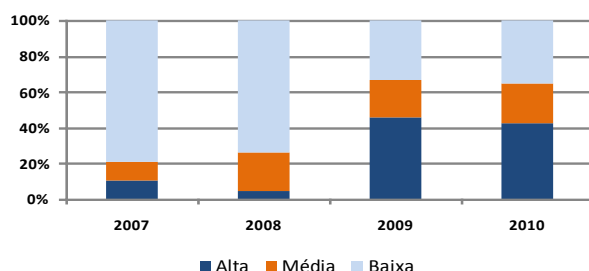
Governança Corporativa



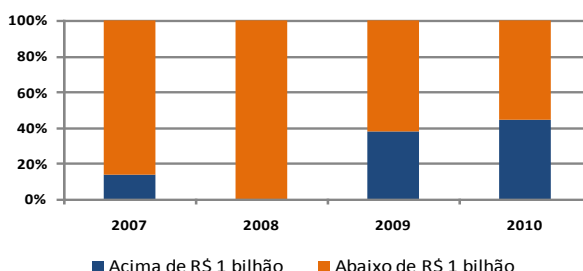
Participação em Conselhos de Administração



Liquidez



Valor de Mercado



ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

Resumo Fundo

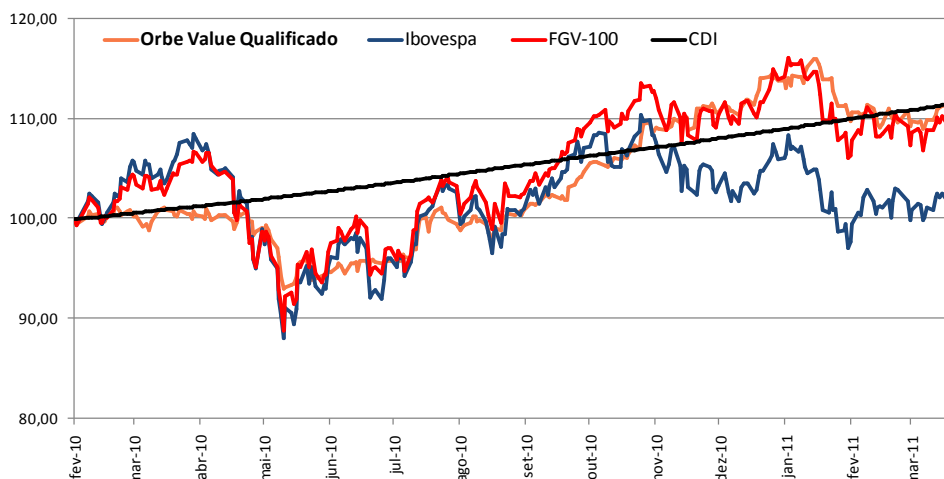
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

Características

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

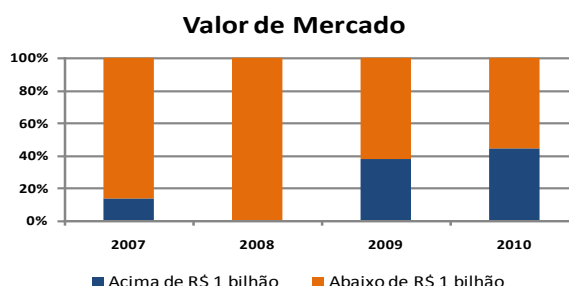
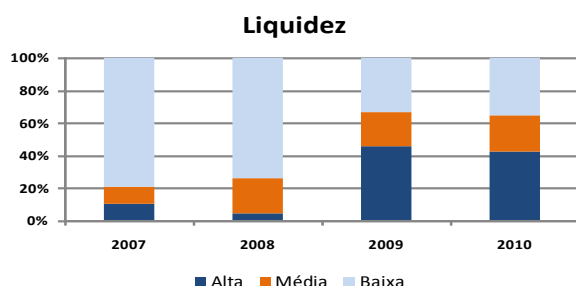
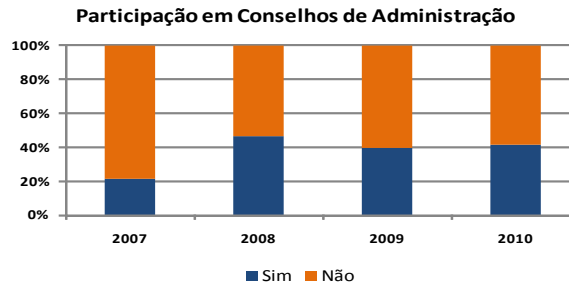
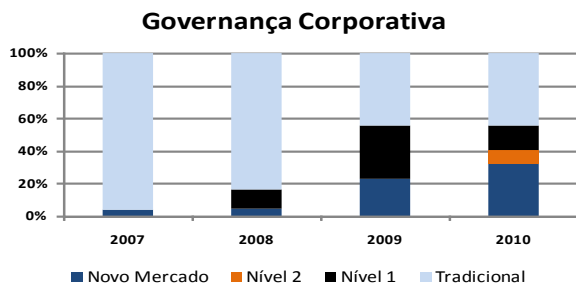
Detalhes Estrutura

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



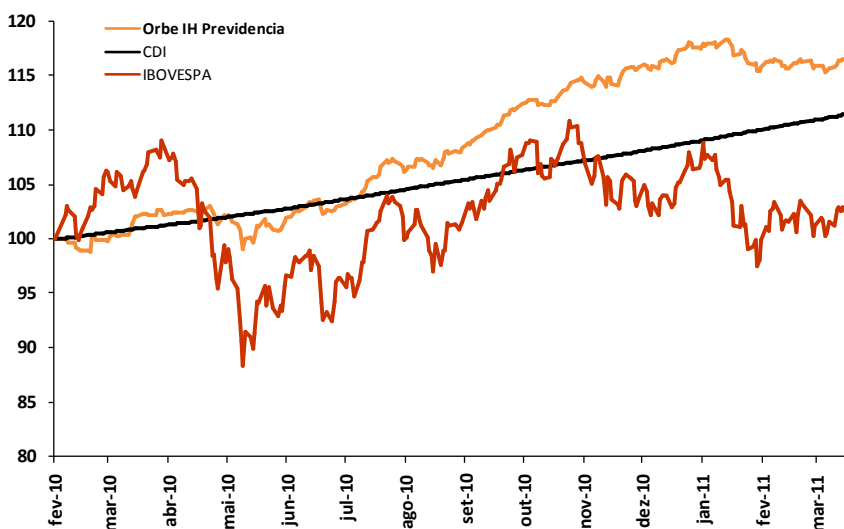
Orbe Value Qualificado	
Março /2011	1,36%
No ano	-1,41%
Desde o início - fev/10	12,52%

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 23 milhões		
Patrimônio em 31/03/2011: R\$ 41 milhões		
Mar/11 1,36%	Nov/10 4,22%	Jul/10 5,28%
Fev/11 -2,64%	Out/10 4,55%	Jun/10 -0,25%
Jan/11 -0,11%	Set/10 1,93%	Mai/10 -4,42%
Dez/10 2,82%	Ago/10 -0,77%	Abr/10 0,14%



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

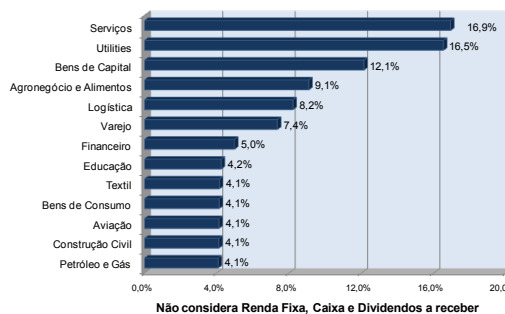


Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 3,7 milhões		
Mar/11 0,76%	Nov/10 1,46%	Jul/10 4,18%
Fev/11 -0,76%	Out/10 2,00%	Jun/10 0,58%
Jan/11 -0,40%	Set/10 3,19%	Mai/10 -0,93%
Dez/10 2,33%	Ago/10 0,67%	Abr/10 0,45%

Rentabilidade acumulada desde o Início: 17,04%

Investimento por Setor Econômico



Composição da carteira atual:

