

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Março/2012

"A question that sometimes drives me hazy: am I or are the others crazy?" - Albert Einstein

Encerramos o primeiro trimestre em alta de 10,84%, uma recuperação apenas parcial da queda de 2011. Acreditamos, entretanto, que ao analisar o que realmente importa no longo prazo, os últimos meses foram excelentes, com as nossas empresas em sua grande maioria entregando ótimos resultados e com diversas importantes novidades. Empresas fortes ficando mais fortes, ainda que os preços das suas ações no mercado ainda não reflitam o que vemos no mundo real.

Em momentos de alta volatilidade e grande incerteza como os últimos anos, é muito comum surgirem novos artigos e comentários proclamando a morte definitiva da estratégia que é comumente chamada de "buy & hold", e que representa em boa medida o que nós fazemos (acesse populares sites sobre investimentos, como o Seekingalpha.com, e faça uma busca por "buy and hold" e achará dezenas de artigos de críticos e também dos defensores da filosofia, muitos bem recentes).

Argumentam os críticos que é necessário aproveitar a volatilidade do mercado, que se deve alterar sua alocação de capital a cada momento, e assim por diante. Mas tais argumentos são normalmente puxados pelos interesses divergentes dos diferentes agentes de mercado, que vendem os seus serviços para os investidores e pouco ganhariam com alguém que comprasse ações da empresa X e permanecesse com elas por 10 anos.

Na nossa visão o buy & hold é a única forma de investimento realmente eficiente no longo prazo. Mais do que isso, acreditamos que o ser humano é na média péssimo em termos de operar o mercado, em timing, e portanto deveria reconhecer suas limitações e parar de tentar adivinhar as direções de curto prazo dos mercados e se dedicar a encontrar companhias das quais possa se tornar sócio de verdade.

Também vemos que a discussão em questão é usualmente levada de forma errada. Quase que se pode dizer que todos os críticos desta filosofia que envolve uma visão de longo prazo, poucos movimentos e a valorização dos fundamentos, partem de uma premissa equivocada de que os adeptos compram um conjunto de ações, vão para uma ilha deserta e voltam depois de 10 anos para verificar seus resultados.

O cerne do buy & hold é que um investidor, quando compra uma nova participação para seu portfólio, deveria fazê-lo com a intenção de ser um acionista de longo prazo naquela companhia. Partir deste pressuposto muda totalmente a forma da análise e a atitude deste investidor. Mas não quer dizer que ele não deva acompanhar de forma muito próxima cada empresa, e a cada momento re-avaliar se deve permanecer acionista.

Os assessores financeiros querem vender "Alocações Táticas" e outros serviços afins. E nesse processo nos parece que levam os clientes a um comportamento dirigido excessivamente pelo curto prazo. Mas o investidor médio, ou melhor dizer, a maioria dos investidores, é muito ruim em adivinhar a direção dos mercados no curto prazo, bem como seus assessores. O investidor médio é péssimo *trader*.

Freqüentemente vemos só vendas quando todos deveriam estar comprando, e vice-versa. Mais do que isso, hoje temos clareza, principalmente através da evolução do conhecimento sobre o ser humano nos campos da neurociência e finanças comportamentais, que diferente do que se acreditava décadas atrás, o ser humano tem péssima capacidade de tomar decisões racionais e embasadas, e pior, essa capacidade reduz dramaticamente quando é mais necessária, nos momentos de estresse e medo.

Um trabalho acadêmico recente do professor Michael Adler¹ da universidade de Columbia buscou entender, através do estudo da assimetria das distribuições de retornos (skewness) nos mercados dos países latino-americanos, qual o papel em cada momento de mercado dos fundamentos e qual o papel das emoções nas decisões dos investidores. A conclusão do trabalho, que não nos surpreende, é que os investidores nestes mercados, que são normalmente mais voláteis e menos líquidos do que os mercados americano ou europeu, em momentos de estresse comportam-se de forma muito mais emotiva e dão menos atenção aos fundamentos.

¹ "Changes of Skewness and Coskewness in Latin American Stock Returns: Behavioral vs. Fundamental Factors" - Adler, Michael and Qi, Rong - January, 2012.

Enquanto os mercados de ações costumam considerar mais os fundamentos em ambientes mais calmos e otimistas, nas crises (abundantes nos últimos anos), os vieses dos elementos de finanças comportamentais assumem com força as decisões dos investidores, que passam a se distanciar mais e mais do que seria um conjunto de decisões racionais e fundamentadas. E aí encontramos os exageros, o desespero, uma aparente incompreensão dos fundamentos e as decisões equivocadas que tanto prejudicam os resultados compostos de longo prazo que poderiam ser obtidos caso o investidor usasse mais fundamentos em suas decisões.

Nós desenhamos processos e temos excessiva cautela para evitar que nossas decisões sejam influenciadas por tais incentivos de curto-prazo e movimentos da massa. Nossa disciplina na aplicação da estratégia, que consideramos extremamente bem-sucedida ao longo da nossa história, é a melhor proteção contra tais vieses, e nos permite navegar com tranquilidade em meio a volatilidade de preços que continua a caracterizar o mercado atual.

Acompanhamento e Interações

No nosso relatório trimestral anterior passamos a divulgar parte de um conjunto de informações que acompanhamos internamente, sob a forma de um resumo das interações com empresas, executivos e especialistas realizadas ao longo do trimestre por nossa equipe, junto com uma breve explicação de como essas interações funcionam e como as classificamos. A idéia desta vez é explicar melhor o que buscamos com tais interações e qual o valor que agregam ao nosso processo de análise e, por conseguinte, na tomada de decisões.

Os nossos encontros com as empresas servem, basicamente, para cobrirmos três objetivos diferentes. O primeiro e mais intuitivo deles é que conseguimos obter uma carga de informações muito grande em curto intervalo de tempo através de pessoas com experiência e conhecimento, o que agiliza nosso processo de análise. O segundo objetivo é que nos obrigamos sempre a ir a qualquer reunião com opiniões próprias, e para isso é necessário muito preparo e estudo prévio. Deste modo nos forçamos, ao ter intensos e freqüentes contatos, a estar sempre preparados e atualizados sobre os acontecimentos de cada setor que acompanhamos. Por fim, para nós é fundamental discutir um mesmo assunto com pessoas em diferentes posições (empresa, fornecedor, cliente, colaborador, etc.) e que, portanto, detêm visões diferentes. Além disso, também é importante para nós que exista contato direto (e por isso preferimos reuniões presenciais a chamadas telefônicas ou troca de e-mails), pois tão importante quanto entender como funciona um modelo de negócios é conhecer as pessoas por trás, seus interesses e suas reais motivações.

Além disso, a dinâmica e o foco das interações são completamente dependentes do momento em que estamos. O que aconteceu do 4º trimestre do ano passado para o 1º trimestre deste ano ilustra bem essa mudança de prioridade nas nossas interações. Em função do pessimismo do mercado de ações na segunda metade do ano passado e as várias oportunidades de entrada em ótimas empresas a preços muito interessantes (alias, mercado deprimido

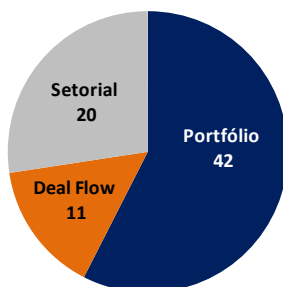
e oportunidade são sinônimos pra nós) o nosso foco se voltou para as empresas do nosso portfólio já que precisávamos reavaliar nossas posições vis-à-vis o universo de oportunidades que surgia.

Já neste primeiro trimestre de 2012, e com a nossa carteira de participações já tendo passado por alguma renovação no segundo semestre de 2011, nosso foco voltou a ser estudar todo o resto do universo de empresas listadas sem, é claro, deixar de acompanhar bem de perto a evolução de nossos investimentos correntes e seus setores. Isso está claramente ilustrado no gráfico ao lado

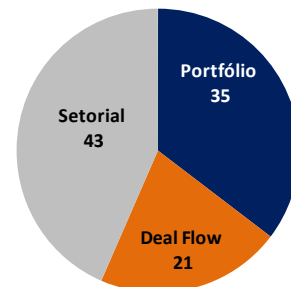
com o ganho de importância das nossas interações “setoriais”, que são como classificamos contatos com especialistas, consultores, executivos de empresas de capital fechado, que mais que dobraram.

Acreditamos que o nosso principal diferencial esteja exatamente no nosso conhecimento acumulado ao longo dos 10 anos de existência da Orbe, e outros tantos adicionais dos seus sócios, e a conseqüente capacidade de conhecer e entender empresas/setores. É a partir deste conhecimento que conseguimos aproveitar de forma ágil quando o mer-

Interações - 4T 2011



Interações - 1T 2012



cado nos brinda com oportunidades de comprar participações de companhias excelentes a preços excessivamente descontados.

Resultados e atualização do portfólio de participações

Ao longo de Março as companhias do nosso portfólio divulgaram seus resultados do 4o. trimestre de 2011. Trataremos a seguir destes resultados e de outras novidades recentes das companhias.

Minerva

O fechamento de 2012 foi bastante positivo para o Minerva. A empresa se aproveitou das condições mais favoráveis do câmbio e direcionou maior volume para exportação, e manteve no mercado interno produtos com melhores margens locais. A receita no trimestre cresceu expressivos 26% contra o mesmo período do ano anterior e atingiu R\$ 1,16 bilhão – no ano foram R\$ 4,3 bilhões, a maior da história da companhia.

A empresa vem repetindo melhorias trimestre após trimestre, e neste último de 2011 pudemos enxergar a melhor margem operacional dos últimos cinco anos. Ao mesmo tempo que se aproveita do dólar mais valorizado e do mercado interno crescendo fortemente, o Minerva entra no ponto mais positivo do ciclo de bovinos na região, com o ponto do ciclo de queda de preço do boi começando. Com isso esperamos para 2012 uma rentabilidade nos níveis mais altos já conseguidos pela empresa (cerca de 6 anos atrás, em outro momento do ciclo), mas agora em uma companhia diversas vezes maior.

As vendas do último trimestre do ano vieram da forte expansão da divisão de carnes, que cresceu 44% no comparativo com o mesmo período de 2010. Em contrapartida, a divisão de “Outros” registrou queda de 18% em função da menor venda de gado vivo para clientes venezuelanos, no momento em que a empresa entendeu que os riscos de crédito e câmbio estavam desproporcionais.

Os sinais que o Minerva vem apontando desde, pelo menos, o final de 2010, de que o ciclo pecuário estava chegando ao momento de inflexão e com isso se iniciará no país a fase de descarte de matrizes, ficaram definitivamente mais claros no início de 2012. Isso sugere que teremos aumento da oferta de gado já neste ano, tanto por termos mais fêmeas para abate, quanto, e principalmente, porque as crias do período de retenção das matrizes estão chegando à idade de abate. Deveremos observar boas notícias na rentabilidade da empresa nos próximos períodos com origem na reversão do ciclo de disponibilidade e preço do gado.

O Ebitda ajustado atingiu R\$ 116,4 milhões no quarto trimestre, o maior valor absoluto para um trimestre na história da empresa, e foi 37% maior que no mesmo trimestre do ano anterior. No ano foram R\$ 347,2 milhões, com margem de 8,7% (10,7% no 4o. trimestre).

O índice de endividamento líquido sobre Ebitda fechou o ano em 3,6x contra 4,0x no fechamento do ano anterior, devido aos recentes investimentos em green fields, que não geram EBITDA ainda. Com uma recente captação já em 2012 de Notes no valor de US\$ 350 milhões com vencimento em 2022 e a manutenção da atual geração de caixa, o Minerva não necessitaria rolar financiamentos ou buscar capital adicional por 5 anos. Uma das grandes preocupações de analistas é o alto volume da dívida do Minerva, mas quando se analisa seu perfil de longo prazo, claramente não há nenhuma dúvida da solidez e liquidez da empresa. O alto nível de endividamento é típico do atual momento da indústria de frigoríficos no Brasil. Sabemos que elevada alavancagem, nesse caso e em outras empresas que acompanhamos, é um meio para o crescimento, e não um fim, ou o fim – nenhum empresário gosta de gerar rentabilidade apenas para o capital de terceiros.

Com a maturação dos investimentos e geração de caixa, as dívidas são amortizadas e temos o ciclo positivo que gera menores despesas financeiras, mais caixa, mais amortização de dívida e assim sucessivamente, carregando o valor para o equity da companhia.

Nossa análise é que o caminho de crescimento do Minerva, com aumento de capacidade por investimentos em novas plantas, em detrimento de expansões megalomaniacas, e decisões de focar em mercados e canais que podem oferecer vantagens parece acertado – os resultados do fechamento de 2011 mostram isso.

A empresa segue com controle eficiente das contas de capital de giro que apresentaram melhoria no fechamento do

ano. Um efeito que é pontual e recorrente no final dos anos é um esforço para escoamento de estoques. Por outro lado, um efeito estrutural é o aumento da participação do mercado interno nas vendas da empresa que melhora o giro do capital empregado uma vez que o prazo de recebimento é mais curto, bem como o estoque apresenta maior rotatividade. As vendas no mercado interno representaram 43% do total em 2011 contra 34% no ano anterior.

Como pode ser observado no quadro abaixo, a empresa é benchmark no setor na gestão do capital de giro – vale aqui a ressalva que os modelos de negócio, bem como tamanho das empresas é bastante diferente o que explica parte

	Prazo médio últimos 4 anos			Minerva 4T11
	Minerva	JBS & Marfrig	BRFoods	
Estoques	45	58	67	18
Fornecedores	33	33	46	33
Recebimento	32	35	43	19
Ciclo Conversão de Caixa	44	59	64	4
Ciclo Operacional	77	92	109	37

da diferença, ainda assim é reflexo das escolhas realizadas, como o maior foco na distribuição pulverizada através de pequenos e médios varejistas.

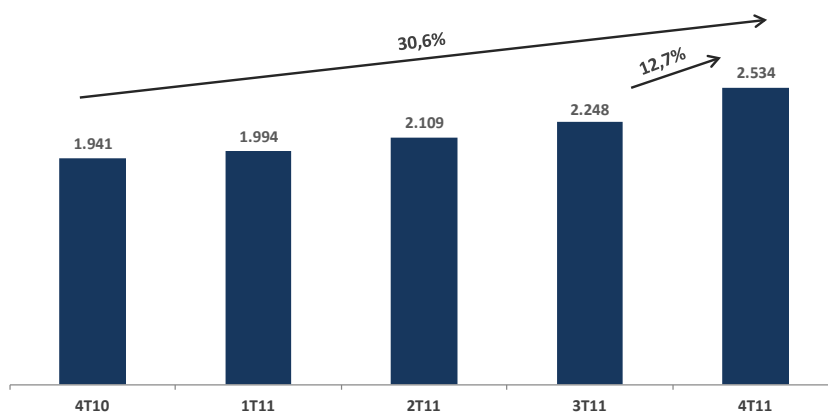
Um assunto que segue em pauta é o acúmulo de créditos tributários. A empresa fechou 2011 com o expressivo montante de R\$ 541 milhões em créditos a recuperar. No 4T11, houve a primeira recuperação trimestral de créditos de ICMS, após um acordo com o governo do Estado de São Paulo. Acreditamos que esta recuperação de ICMS continuará firme em 2012, o que será importante na geração efetiva de caixa da companhia e ajudará o mercado financeiro a enxergar menos riscos na desalavancagem da empresa, e ver seu real valor com mais facilidade.

Indusval

Neste trimestre o BI&P deu mais alguns passos em seu projeto de crescimento e modernização iniciados com a entrada dos novos sócios em 2011 (Warburg Pincus e Jair Ribeiro), consolidando uma tendência positiva em seus resultados. A melhoria de seu desempenho abarca quase todos os quesitos mensurados como ROE, NIM e eficiência.

A carteira de crédito Corporate continua sendo o grande propulsor de crescimento da carteira total. Somente neste trimestre, o nicho cresceu quase 50%, totalizando já R\$ 640 MM, bem acima da meta de R\$ 500 MM estipulada há um ano. A carteira de Middle Market ficou praticamente estável, dando continuidade à troca de créditos, melhorando a qualidade do passivo neste segmento. No entanto, a boa notícia é que esta substituição está terminando, e já devemos ver crescimento também aqui em 2012.

Carteira de Crédito



Com 2 vetores de desenvolvimento, o crescimento da carteira de crédito total para o próximo ano deve ser tão ou mais acentuado que em 2011. Abaixo segue a recente evolução da carteira de crédito total:

Mais do que a melhoria dos números, hoje o BI&P desfruta de um ambiente completamente diferente. A mudança de cultura em direção a uma forte e clara meritocracia nos faz olhar de forma ainda mais positiva para a nova administração. Agora um membro do nível 2 de governança da Bovespa - algo que contou com nossa participação direta - o banco também possui uma posição de caixa e Basileia bem confortáveis, se comparada aos demais competidores. Por isso encontra-se em uma situação propícia para seu crescimento e assim, poder ocupar um mercado que outros estão deixando por necessidade de adaptar seus balanços à regulação (adoção de Basileia 3). O "turnaround" do BI&P ainda tem um caminho pela frente e o ano de 2012 é crucial para as novas aspirações; mas gostamos muito do que vemos, e as perspectivas nos parecem excelentes.

O BI&P desfruta de um balanço folgado, com alto Índice de Basileia, enquanto outros bancos especialmente médios podem ter que reduzir o volume de créditos, já que estavam com Índices de Basileia mais próximos do limite de 11%; e há um aperto de fiscalização do Bacen - sem mencionar todas as discussões de Basileia III e os seus impactos para os bancos brasileiros. Assim, esperamos que o BI&P virá a tomar participação no mercado, ainda podendo selecionar ótimos créditos.

Mesmo com uma recente subida de suas ações, o Indusval (BI&P) ainda vale em Bolsa menos que seu valor patrimonial, enquanto cremos que, olhando a frente, um prêmio aqui já é devido em virtude da atual situação e crescimento do banco. Isso nos deixa bastante confortáveis com relação ao seu potencial.

ALL - América Latina Logística

Vários fatos importantes ocorreram neste trimestre em relação à América Latina Logística, alguns nos deixam ainda mais confortáveis com a nossa posição na companhia e ainda mais convictos que os fundamentos da empresa não justificam a acentuada queda no preço das ações, que motivou nosso investimento. Outros criam tensões e ruídos que novamente refletiram nas cotações das ações no curto prazo, mas que também duvidamos que destruam valor da companhia.

Em primeiro lugar, o risco que considerávamos mais latente, a redução por parte do governo dos tetos tarifários para as malhas ferroviárias brasileira, provou-se ser mais brando do que imaginávamos em um pior cenário. A ANTT divulgou a redução e a colocou em consulta pública em janeiro. Apesar de a mudança potencialmente impactar todas as malhas da ALL, a empresa ainda possui em diversos casos preços já abaixo do novo teto atualmente, ou seja, os novos tetos, ainda que implementados como proposto pelo governo, tem impacto limitado nas receitas e margens da companhia. Além disso, a empresa fez sugestões, principalmente de metodologia ao governo, e acreditamos que o modelo final será ainda mais favorável.

Um assunto amplamente divulgado pela mídia é a possibilidade da Cosan adquirir quase a metade das ações vinculadas do acordo de acionistas da ALL e, por tabela, atingir um quase-controle sobre ela. Não acreditamos que o sucesso dessa operação implique em grandes riscos à companhia, pois tanto o estatuto social quanto o acordo de acionistas da empresa criam, e criam ainda mais, barreiras que dificultam um único acionista exercer grande poder de decisão em assuntos relevantes. A operação não garantiria à Cosan uma maioria no conselho de administração. E certamente os outros grandes acionistas não estão dormindo. Enfim, na nossa visão o evento é um ruído, e uma parte de informação importante tem sido deixado de fora das conversas a respeito, o elevado preço pago pelo bloco de ações - R\$ 23/ação enquanto são negociadas em mercado agora por R\$ 9,22. **É importante lembrar que a proposta da Cosan tem que ser aceita por todos os integrantes do atual acordo de acionistas para se efetivar.**

A empresa continuou mostrando bons resultados operacionais e financeiros, com suas tradicionais fortes margens. Não vemos motivos para que tais fatores se deteriorem em um futuro que possamos enxergar. Pelo contrário, a conclusão do projeto da construção da linha que ligará Rondonópolis-MT à Malha Norte ainda neste ano, incrementará a receita e margens da companhia neste ramal.

Também foi oficialmente divulgado que a empresa está em negociações para vender sua unidade na Argentina. Ainda é difícil afirmar qualquer implicação sobre a possível venda das operações argentinas. Por um preço razoável - o que achamos bastante possível pois o ativo é estratégico para alguns potenciais compradores - a venda seria positiva, pois reduziria bastante a complexidade da empresa, sem comprometer sua rentabilidade (a operação argentina opera em um ambiente muito diferente da brasileira, e tem grande dificuldade de conseguir margens razoáveis).

Finalmente, continuamos bastante animados com a criação da Vetria Mineração, não apenas pelo fato que a empresa conseguirá extrair e vender minério de ferro de alta qualidade a baixos custos, agregando valor aos seus controladores, mas também pelo projeto expandir a capacidade da Malha Oeste da ALL sem que a empresa gaste nisto - sendo assim um grande exemplo de criatividade da companhia para gerar e extrair valor dos seus ativos únicos.

Magnesita

A despeito do momento complicado pelo qual ainda atravessa a indústria siderúrgica no mundo devido ao excesso de capacidade instalada, a Magnesita vem, através de esforços internos e da força da sua posição competitiva, conseguindo apresentar resultados saudáveis. A receita do 4º trimestre mostrou uma leve recuperação quando comparada ao trimestre imediatamente anterior, impulsionada principalmente pelo aumento de volume e preço da venda de minério. No acumulado do ano a receita líquida alcançou R\$ 2,318 bi, +1,9% na comparação com 2010.

Especificamente no mercado brasileiro no qual a companhia é líder com aproximadamente 70% de share, a estratégia prossegue sendo de manutenção de participação, de forma saudável. A expansão nas vendas para o mercado europeu e americano via ganho de market share evidencia a vantagem competitiva do modelo verticalizado da companhia que consegue oferecer preços competitivos quando comparados a de seus concorrentes não integrados que sofrem muito mais com as altas nos preços das matérias-primas.

Enquanto os preços dos principais minerais utilizados na produção de refratários continuam subindo pressionados pela política chinesa de restrição à exportação de ativos minerais, a Magnesita - muito acertadamente - mantém-se empenhada nos projetos que aumentarão o seu grau de auto-suficiência. Com a finalização da instalação de um novo forno HW4 (abril/2012) a Magnesita passará a ser auto-suficiente no sínter M-30, com impacto positivo na margem bruta da divisão de refratários.

Em paralelo, prosseguem com os esforços na redução de capital de giro, que neste 4º trimestre, viu o ciclo de conversão de caixa reduzido em outros 11 dias, e alcançou 135 dias contra os 161 dias do fim de 2010. Como resultado hoje a Magnesita opera com necessidade de capital de giro R\$ 91,4 milhões menor do que um ano atrás, o que a ajudou a bater recorde na geração de fluxo de caixa operacional no período.

O projeto da grafita, um importante catalisador para destravar o valor da companhia, que inicialmente estava previsto para entrar em operação no fim de 2012, ainda está em aprovação ambiental e teve seu startup ligeiramente postergado. A região onde a mina se encontra, no Vale do Jequitinhonha, é um lugar bastante pobre em fauna e flora, o que trabalha a favor da aprovação do projeto da empresa. O tamanho da reserva estimada de grafita é de 57 milhões de toneladas, mas estudos em andamento ainda podem indicar números maiores. Estes projetos de mineração, como a grafita inicialmente, e outros com dolomita e cromita que a empresa também possui, devem ser um importante gatilho de valorização da companhia na nossa visão.

A Magnesita também comprou a Metal Data. Trata-se de uma consultoria especializada em estudos geológicos e econômicos de recursos naturais no Brasil. A idéia é de que a consultoria trará o know-how que a Magnesita necessita para viabilizar economicamente a extração dos seus recursos minerais, inclusive a grafita, a dolomita e a cromita. Com esse passo fica clara a preocupação da companhia em conseguir destravar estes valores.

Mesmo com tudo caminhando bem, apesar dos tempos difíceis para as siderúrgicas, as ações da Magnesita ainda estão próximas do seu patamar mínimo. Sabemos que só deverão se recuperar com força quando houver uma melhora do humor em relação ao setor de siderurgia, ou acontecerem fatos relevantes que ajudem na percepção de valor pelo mercado, como a entrada de um sócio no negócio de grafita.

Suzano Papel e Celulose

Ao final do 3º trimestre, as condições de curto e médio prazos no mundo eram ainda um pouco cinzas para a Suzano em nossa opinião, e pretas, desprovidas de qualquer esperança, na opinião do mercado.

As receitas de celulose nos 9M11 estavam abaixo do acumulado de 2010, e com tendência de piora pelos preços em queda ao longo do 4º trimestre. No mercado de papel, tentativas de combate à importação ilegal de papéis de imprimir e escrever foram anuladas pelo câmbio valorizado que obrigava a Suzano a baixar seus preços médios para se manter competitiva. Adicionava-se a isso toda a especulação sobre o tamanho dos investimentos da companhia,

limites de dívida, venda de ativos e possível emissão de ações, fomentada no mercado em geral.

Os resultados do 4º trimestre confrontaram esta penumbra e mostraram boa evolução na divisão de papéis, que mais do que compensou a deterioração em celulose e indicaram ótimas perspectivas para o ano que se inicia.

Na divisão de celulose, houve crescimento de receita apesar dos preços ainda em queda, puxado pela recomposição de estoques mundiais de celulose, com os chineses se aproveitando dos preços baixos para repor estoques em baixa. O custo-caixa de produção de celulose da Suzano ficou bastante estável, ainda na casa dos R\$ 550/tonelada, ainda confortável em relação ao preço médio do produto.

O mercado de papel brasileiro evoluiu bastante. Embora a demanda total em 2011 tenha caído em relação a 2010 (-4.4%), no 4o. trimestre apenas houve evolução em relação ao 3º – pico da incerteza econômica e formação de estoques na cadeia. A boa notícia é que, neste ambiente restritivo de mercado, há grande lobby protecionista contra importações ilegais – grandes empresas que importam papel sem pagar impostos alegando uso educacional, mas que acabam de fato virando papel para suas impressoras.

A Suzano foi muito hábil em capturar este mercado aberto pela redução da importação, crescendo seu volume em 10.8%, enquanto o mercado cresceu apenas 3.3% no trimestre. Apesar do ganho de volume no mercado interno, o grande responsável pelo bom desempenho da divisão de papel foi o mercado externo – basicamente América do Sul e América Central. Com a desvalorização do Real, os produtos brasileiros ficaram mais atrativos e a Suzano aumentou suas exportações em 20% em volume, e com aumento de preços. Consolidando os mercados interno e de exportação, o aumento de volume em papéis foi de 11%, com queda de preço médio de 3.5% sobre o 3º trimestre. Assim, a divisão de papéis contribuiu de forma semelhante à de celulose para o aumento na receita do 4º trimestre, porém com impacto muito melhor sobre as margens, via queda menor dos seus preços.

O efeito na margem EBITDA, ignorando a conta extraordinária de “outros”, seria margem de 23% contra os 26,8% reportados, ainda muito saudável para uma empresa em um ponto de baixa do ciclo.

Já ao longo do 1º trimestre de 2012 houve severa mudança no mercado de celulose mundial, com os preços subindo cerca de 15% em US\$ em relação a Dezembro, e uma manutenção do Real desvalorizado na casa dos US\$/R\$ 1.80, o que ajuda a Suzano tremendamente. A época de paradas técnicas em plantas de celulose no hemisfério norte começa agora e deve manter a oferta de celulose saudável, segurando assim os preços. Para papéis, houve reajustes de preços que começaram a vigorar apenas nas últimas semanas do 1º trimestre da ordem de 3-4% e a demanda segue forte.

As ações da Suzano continuaram apanhando até o final do ano de 2011, e se recuperaram apenas parcialmente com a alta da Bolsa do 1º trimestre. Ainda assim, qualquer relatório sell side continua colocando todo o foco em algum evento de liquidez (emissão de ações), abdicando de projeções mais concretas sobre o potencial de geração de caixa da empresa ou sobre a qualidade de sua operação não só focada em celulose, mas também na parte de papel e embalagem.

O ciclo negativo parece ter cessado, embora ainda haja bastante insegurança no mercado pela possibilidade de uma oferta de ações, como Fibria anunciou recentemente. Essa possibilidade realmente existe, apesar de termos várias razões para duvidar que aconteça. Ainda que venha uma emissão, nós que pensamos bem mais a longo prazo achamos ótimo que nossa empresa tenha projetos de baixo risco e elevado retorno para investir capital, e queremos mais é que sigam em frente com os projetos que acreditarem adequados. Até o momento a Suzano nunca nos deu qualquer indicação para duvidar da capacidade dos seus gestores de tomar decisões de alocação.

Os preços da celulose e de papéis em boa recuperação, e o câmbio menos valorizado devem ajudar bastante a geração de caixa da empresa no mundo real, mas é possível que a ação só comece a se mexer novamente em direção ao seu valor justo quando a insegurança quanto ao seu endividamento for desmistificada. Por tudo que conhecemos e acompanhamos da empresa e setor, acreditamos estar protegidos por grande margem de segurança, ainda no caso de uma emissão de ações.

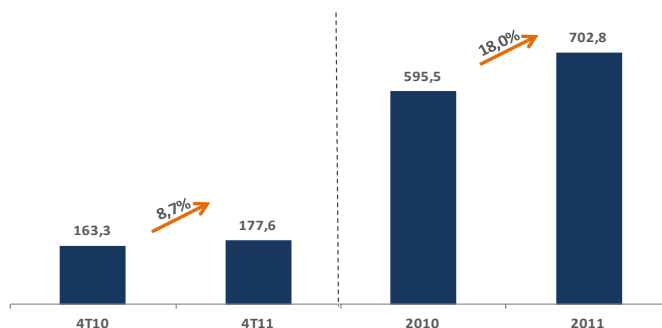
Schulz

No discurso, a maioria das companhias gosta de afirmar que não suspende os investimentos quando a situação de mercado se deteriora e a demanda se retrai. Vão mais além e afirmam que é durante esses períodos que é mais vantajoso investir porque o CAPEX fica mais barato e a expansão na capacidade produtiva os possibilita ganhar mercado de seus concorrentes quando, finalmente, a situação econômica melhora. Na prática, contudo, sabemos que são poucas as empresas capazes de manterem-se alinhadas ao discurso, a Schulz sendo uma dessas exceções.

Mais uma vez a companhia adotou a postura de seguir investindo em aumento de capacidade na divisão automotiva (novo forno de fundição e novos centros de usinagem) visando ganhar share de seus concorrentes e, na divisão de compressores, fizeram uso de campanhas de vendas agressivas, além do lançamento de novos produtos para garantir a posição de liderança que a companhia detém na região.

A receita líquida no ano foi de R\$ 702,8 milhões, expansão de 18% frente a 2010. Na comparação entre o 4º trimestre de 2011 com o de 2010, o crescimento na receita foi de 8,7% devido tanto ao bom ritmo de vendas para o mercado interno quanto ao crescimento das vendas para o mercado externo que já responde por 16,2% da receita da companhia.

Receita Operacional Líquida (em R\$ milhões)



Preocupado com a crise econômica mundial e seu impacto adverso na indústria brasileira, o governo acaba de lançar (início de março/12) um pacote de estímulos que deve beneficiar a Schulz diretamente com desoneração da folha de pagamentos

e na competitividade de seus produtos perante importações. Na prática, o gasto corrente estimado em 2,19% da receita bruta do setor será diminuída a 1%, além da postergação do prazo de recolhimento do PIS e CONFINS para o fim de cada ano. Além disso, a Schulz também deverá ser impactada diretamente com as medidas que melhorarão as condições de financiamento para compra de caminhões e ônibus, como mostra a tabela abaixo.

ÔNIBUS E CAMINHÕES - Produção Nacional		
	Condições atuais	Novas condições
Taxa de Juros fixa	10% a.a.	7,7% a.a.
Prazo Total	Até 96 meses	Até 120 meses
Part. Máxima (MPME)	Até 80%	Até 100%
Part. Máxima (Grandes empresas)	Até 70%	Até 90%
Procaminhoneiro	7% a.a.	5,5% a.a.

Assim, seguimos confiantes com a empresa, que segue posicionada para liderar seus mercados, e segue tomando decisões da forma como gostaríamos que todas as companhias fizessem.

Guararapes

O ritmo de crescimento da Guararapes no 4º trimestre foi menor do que os trimestres anteriores, em linha com concorrentes e a desaceleração geral do país, apesar de continuar mostrando boa evolução de vendas nas lojas já abertas há pelo menos um ano. A companhia encerrou o ano com robustos EBITDA de R\$ 603 milhões e lucro líquido de R\$ 364 milhões (ambos cerca de 8% acima de 2010).

A desaceleração do crescimento não impediu que o aperfeiçoamento de seu modelo integrado – que tanto enfatizamos como fonte de criação de valor – permitisse que a companhia auferisse margens operacionais superiores aos seus concorrentes, e cada vez mais próximas dos benchmarks dos principais players internacionais da indústria têxtil, como Inditex (Zara) e H&M. Estes indicadores devem continuar melhorando em 2012 na nossa visão, à medida que a empresa abre mais 30 lojas, sem incorrer nas perdas de eficiência ocorridas em 2011 por conta das 17 lojas reformadas no ano, e as recentemente abertas que operam com mais eficiência.

A notícia mais importante recentemente divulgada pela empresa, em linha com a estratégia de melhor cada vez mais sua rentabilidade com a integração da sua cadeia de valor, é que no último mês de março alguns departamentos passaram finalmente a operar com a reposição item a item, projeto que passou um ano em piloto no centro de distribuição de Manaus, o menor da empresa. A diferença que essa gestão unitária de estoque confere é brutal. Hoje quando uma loja da maioria dos varejistas de vestuário no Brasil vende uma camisa feminina branca tamanho médio, por exemplo, a reposição que aquela loja receberá trará outra camisa de mesma cor e tamanho, porém também outros tamanhos da mesma camiseta feminina branca, gerando assim um sobre-estoque das outras numerações. Com o novo sistema a cada item vendido, considerando modelo, cor e tamanho, apenas o mesmo item será repostado. Assim a empresa consegue gerir com maior eficiência seu estoque e no caso da Guararapes também sua produção, que é em boa parte definida com base nas vendas das lojas da Riachuelo.

Até o final do ano os demais departamentos também passarão a operar com o novo sistema e será um dos principais passos de um projeto que já se desenrola por sete anos na empresa – a gestão integrada da sua cadeia de valor, desde a tecelagem, até o financiamento do consumidor, e que gerará ainda mais diferencial em relação ao modelo de gestão tradicional e inflexível de suas concorrentes.

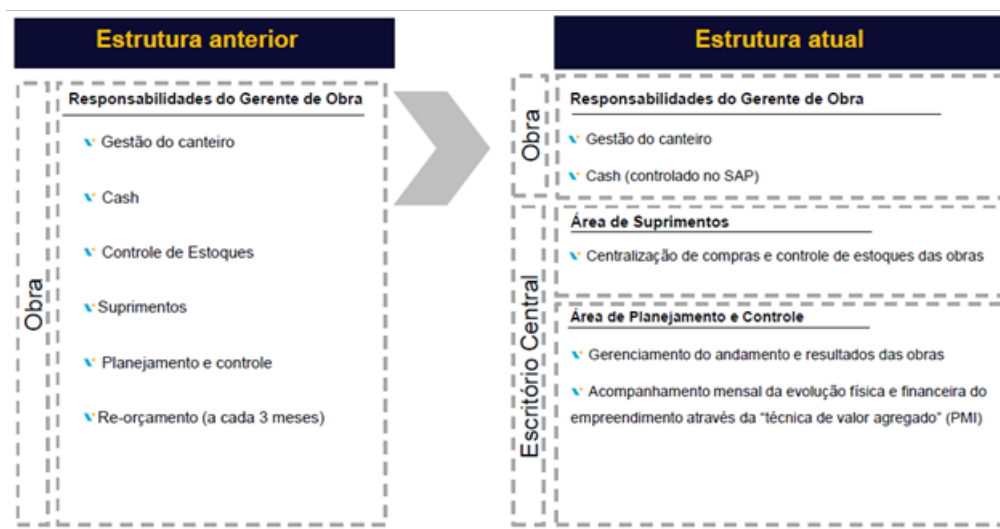
Viver

Durante o ano de 2011, algumas posições de comando da Viver foram trocadas, caso das vice-presidências de Incorporação e de Construção, dando continuidade ao projeto de profissionalização total da companhia capitaneado pelo novo controlador desde 2009. Para ocupar estes postos, a empresa trouxe pessoas com forte e bem sucedida experiência de mercado. A vice-presidência de Construção, por exemplo, foi ocupada por David Fratel, executivo com mais de 20 anos de experiência com passagens pela OAS e Pátria Investimentos (Real Estate). Nestes 6 meses de companhia, David implementou uma revisão total em todas as obras em andamento, especialmente nos canteiros que ficaram paralisados em razão da crise financeira da antiga Inpar.

Como resultado deste levantamento, a Viver ajustou seu orçamento de obras em cerca de R\$ 120 MM, um desvio relevante de 5% em relação ao VGV dos projetos. Este fato impactou os resultados da companhia em 2011, de forma extraordinária, não-recorrente. Além disso, estes desvios foram causados quase que totalmente pelo tempo de inatividade em canteiros, algo pontual e ainda conseqüência da antiga gestão e do processo de turnaround.

Além da revisão de orçamentos, houve uma reestruturação e centralização da área de suprimentos e controle de obras. As principais mudanças tangem à perda da autonomia do engenheiro de cada obra que outrora controlava os pedidos de compra. Na estrutura atual, toda a compra é gerenciada (centralizada) pelo sistema SAP na sede da empresa. Outro ponto importante diz respeito à margem de segurança que colocam em cada novo orçamento, que por sua vez impacta diretamente no resultado do departamento de construção. Ou seja, a partir de agora, se houver desvio de orçamento, a diferença sairá do bônus da equipe do novo VP, um alinhamento de interesse que nos agrada bastante.

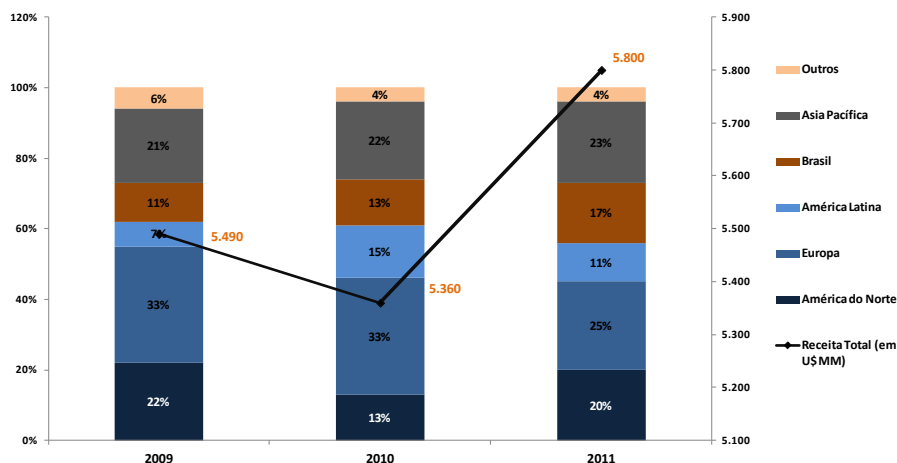
As principais medidas podem ser visualizadas no quadro abaixo:



Estes ajustes são um elemento da parte final de um processo de re-estruturação que começou na mudança do controle da empresa em 2009. Em virtude das dificuldades que são normais nestes processos, pelo ambiente de mercado, e por algum preconceito, as ações da empresa seguem negociando no mercado a preços baixíssimos na nossa visão, que nem de longe refletem o que a empresa é hoje. O mercado ignora os ativos, e ignora o volume gigantesco de recebíveis, que no final de 2011 já quase alcançou o nível de R\$ 2 bilhões. Assim, seguimos confiantes que as ações da empresa representam hoje o ótimo conjunto de boa empresa, mas a um preço tão baixo que o risco de perda permanente de capital é quase insignificante e o retorno pode ser enorme.

Embraer

O resultado da operação da Embraer foi excelente no último trimestre de 2011, como vinha sendo ao longo do ano. A receita auferida no ano, por exemplo, foi a 2ª maior da história da companhia, e com maior parcela de receitas recorrentes e mais diversificada regionalmente. A margem bruta também foi acima do esperado pelo mercado, novamente. Uma convergência de razões como melhor mix de produtos e menor custo de mão de obra em Reais foram os responsáveis pelas melhorias de margens. Abaixo podemos observar a evolução do faturamento e da dispersão geográfica de suas vendas:



Apesar de todos estes fatores positivos, em razão da concordata da controladora da American Airlines (assunto explorado no nosso relatório passado), a companhia achou correto efetuar uma provisão de caráter não-caixa e não-recorrente, de U\$ 360 MM, e isso impactou o resultado contábil do 4o. trimestre. Por outro lado, com a potencial reformulação de frota pela qual deve passar a AA, abre-se um relevante espaço para venda de aviões novos e parte deles muito provavelmente serão Embraer, dado o domínio dos produtos da companhia na atual geração de jatos médios.

Outro fato recente, de grande relevância, foi o plano governamental Brasil Maior. Sob o novo plano, a companhia terá direito a uma substituição da forma de cobrança do imposto previdenciário (INSS) sobre custos de folha, que passaria a ser calculado baseado em um percentual da receita em mercado interno. Como a Embraer vende uma pequena parcela em mercado interno, essa alteração de sistema de cobrança beneficia a empresa tremendamente. Estimamos que a economia tributária pode agregar até US\$ 100 MM de lucro anual, dependendo do mix de receitas entre mercado interno e externo.

Do ponto de vista mercadológico, a retomada do segmento comercial, que é o principal da companhia, continua em pleno curso. Nem as instabilidades dos mercados internacionais parecem afetar negativamente. A demanda mundial de passageiros tanto em âmbito doméstico quanto internacional segue aumentando, tanto em substituições de aeronaves antigas por companhias clientes, como na conquista de novos clientes. Aliado a isto, a posição competitiva da Embraer parece cada vez mais nítida, com o aumento crescente de participação frente à concorrência. Já o mercado executivo ainda não retomou sua força antiga. No entanto, por ser uma nova entrante, a Embraer compensa este mercado mediano com crescente ganho de market share. O mercado militar segue cheio de importantes novidades e potenciais boas surpresas. Talvez a principal delas seja o KC-390 que, ainda este ano, pode ter suas intenções de compra transformadas em pedidos firmes. Se isto ocorrer o backlog da companhia poderia sofrer um acréscimo relevante de quase 25%.

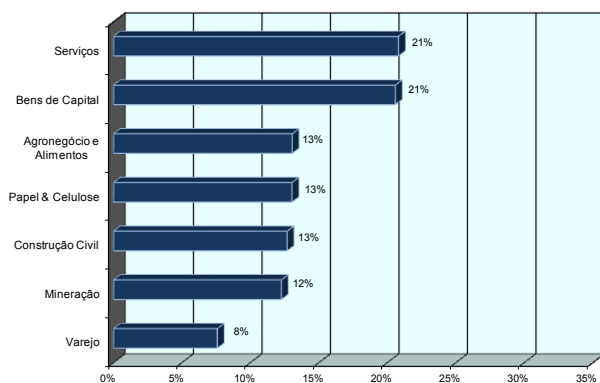
As ações da Embraer têm experimentado boa valorização nos últimos meses, o que parece mostrar que o mercado percebeu o grande potencial, nos diversos segmentos da empresa, que embasou nosso investimento nesta excepcional companhia.

ORBE VALUE FIC FIA

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

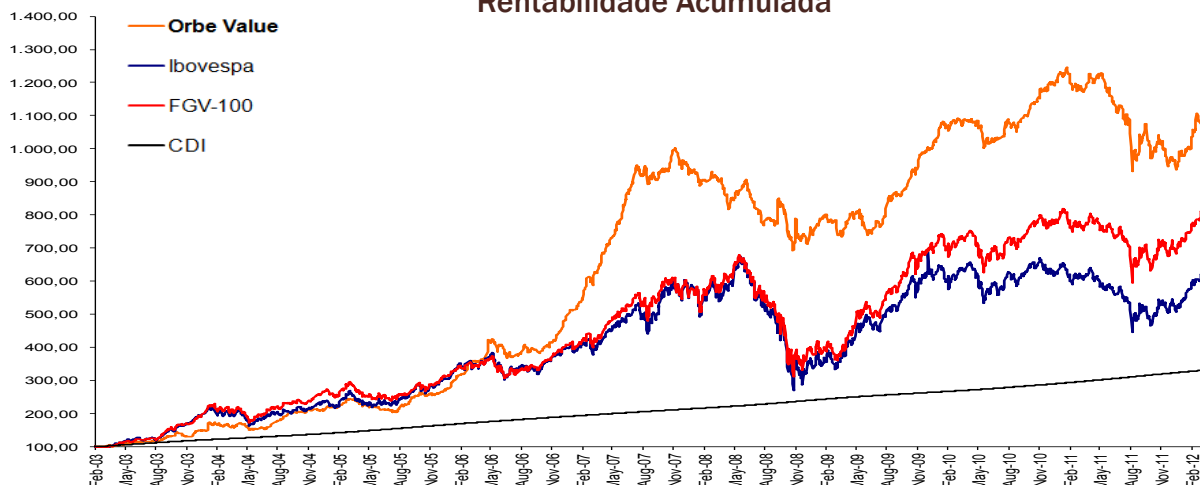
ORBE VALUE FIC de FIA	Rentabilidade	Ibovespa	FGV-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$	Rentabilidade Mensal	Orbe Value	FGV-100
Desde início (Fev/2003)	1001,10%	489,62%	708,45%	233,02%	-48,32%	2030,65%	Março/2012	1,86%	2,40%
Nos últimos 60 meses	64,93%	40,84%	85,89%	68,16%	-11,13%	85,60%	Fevereiro/2012	8,10%	5,22%
Nos últimos 48 meses	25,33%	5,81%	36,82%	51,05%	4,17%	20,31%	Janeiro/2012	0,66%	7,08%
Nos últimos 36 meses	44,51%	57,63%	105,04%	34,01%	-21,30%	83,62%	Dezembro/2011	2,90%	1,80%
Nos últimos 24 meses	1,76%	-8,33%	10,26%	23,00%	2,31%	-0,54%	Novembro/2011	-5,87%	-3,21%
Nos últimos 12 meses	-8,89%	-5,94%	3,31%	11,39%	11,87%	-18,56%	Outubro/2011	1,67%	9,82%
Ano de 2008	-18,50%	-41,22%	-34,09%	12,38%	31,94%	-38,23%	Setembro/2011	-1,71%	-5,87%
Ano de 2009	35,62%	82,66%	87,65%	9,88%	-25,49%	82,02%	Agosto/2011	-5,97%	-2,52%
Ano de 2010	18,91%	1,04%	10,21%	9,75%	-4,31%	24,26%	Julho/2011	-3,45%	-5,30%
Ano de 2011	-19,07%	-18,11%	-10,58%	11,59%	12,58%	-28,12%	Junho/2011	-4,68%	-3,51%
Ano de 2012	10,84%	13,67%	15,38%	2,46%	-2,86%	14,11%	Mai/2011	-3,33%	-0,41
Março de 2012	1,86%	-1,98%	2,40%	0,81%	6,61%	-4,45%	Abril/2010	1,51%	-0,91

Investimento por Setor Econômico



	Orbe Value	Ibovespa	FGV-100
Melhor retorno mensal	16,89% abr/06	15,56% fev/05	19,12% abr/09
Pior retorno mensal	-11,23% out/08	-24,80% out/08	-18,56% out/08
Meses positivos	72	66	70
Meses negativo	38	44	40
PL médio 12 meses	R\$80 milhões		

Rentabilidade Acumulada



ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

Resumo Fundo

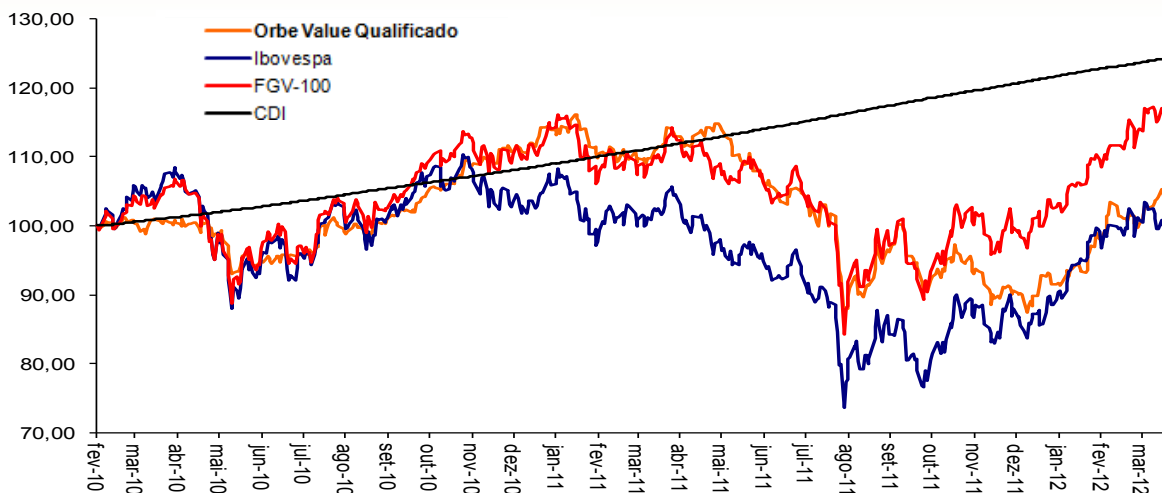
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

Características

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

Detalhes Estrutura

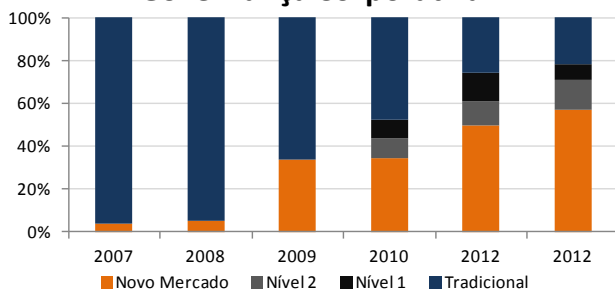
Orbe Value Qualificado FIC de FIA
 CNPJ: 11.225.868/0001-06
 Gestão: Orbe Investimentos
 Administração: BNY Mellon
 Custodia: Bradesco
 Auditoria: KPMG
 Código Anbid: 242.454
 Categoria: Ações Outros



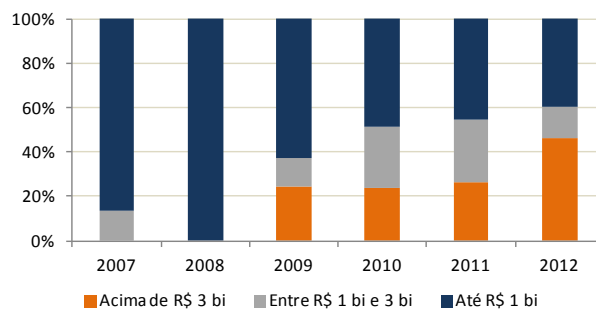
Orbe Value Qualificado	
Março/2012	1,88%
No ano	10,88%
Desde o início - fev/10	3,03%

Rentabilidade últimos 12 meses					
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 40 milhões					
Patrimônio em 30/03/2012: R\$ 43 milhões					
Mar/12	1,88%	Nov/11	-5,79%	Jul/11	-3,41%
Fev/12	8,08%	Out/11	1,69%	Jun/11	-4,65%
Jan/12	0,70%	Set/11	-1,46%	Mai/11	-3,34%
Dez/11	2,97%	Ago/11	-6,03%	Abri/11	1,55%

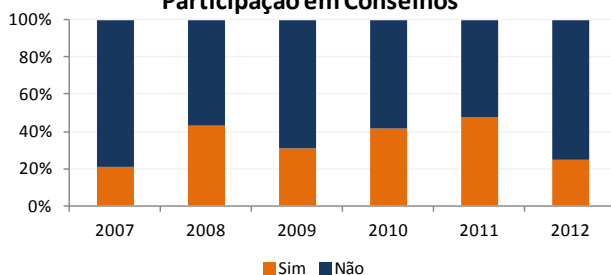
Governança Corporativa



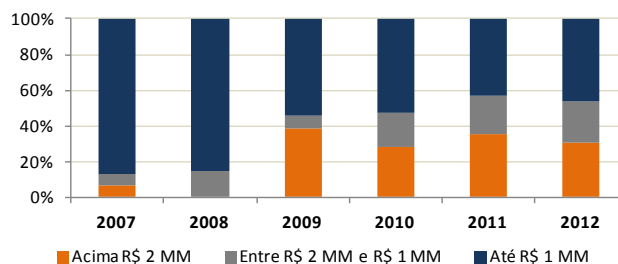
Valor de Mercado



Participação em Conselhos

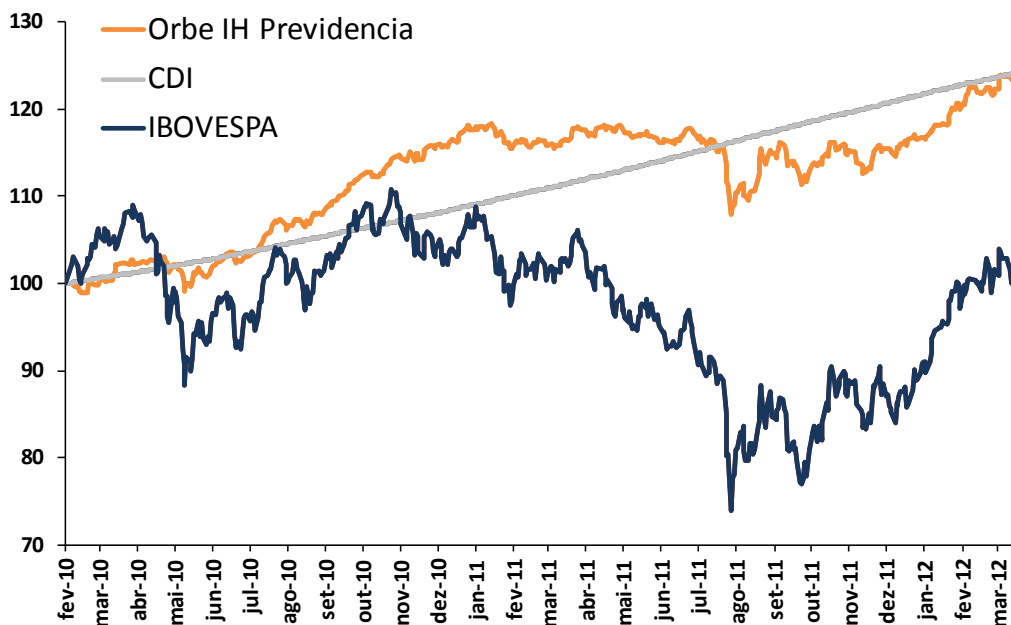


Liquidez



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

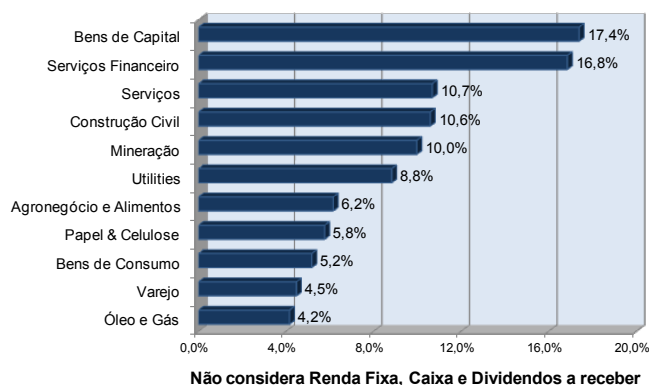
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 19 milhões

Mar/12 1,42%	Nov/11 -1,62%	Jul/11 -1,30%
Fev/12 3,07%	Out/11 2,53%	Jun/11 -0,15%
Jan/12 1,54%	Set/11 -0,85%	Mai/11 -0,42%
Dez/11 2,07%	Ago/11 -1,38%	Abr/11 0,82%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM

Último mês	1,42%
2012	6,14%
12 meses	5,73%
Desde o início (fev/2010)	23,75%

Investimento por Setor Econômico



Composição da carteira atual:

