




Orbe Investimentos

Relatório Trimestral

3º Trimestre 2010



A presente instituição aderiu ao
Código ANBIMA de Regulação
e Melhores Práticas para os
Fundos de Investimento.

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão da Orbe Investimentos, e não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na Instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID. Fundos de Investimento não contam com garantia do administrador ou do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura.

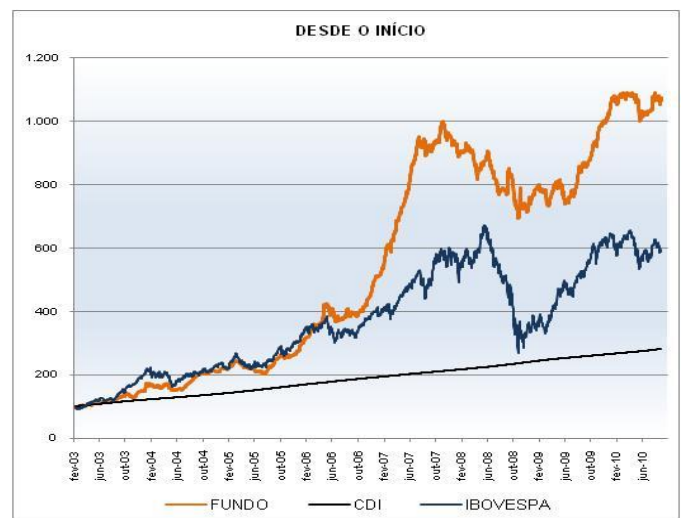
“Having great clients is the real key to investment success. It is probably more important than any other factor enabling a manager to take long-term time frame when the world is putting so much pressure on short-term results.”

Seth Klarman, Baupost Group, um dos mais bem sucedidos investidores da história.

Quando abrimos nosso fundo no dia 02 de fevereiro de 2003, ainda em formato de Clube de Investimentos, tínhamos uma estratégia definida de como criar valor para nossos sócios, investidores. A aplicação disciplinada da visão de investimentos que escolhemos, ainda naquela época pouco utilizada por gestores brasileiros, podia de fato se apropriar das enormes ineficiências que existiam, e ainda existem, nos preços dos ativos listados no Brasil.

É importante lembrar que naquela época nosso país ainda não era *Investment Grade*, Lula havia acabado de conquistar seu primeiro mandato sob uma égide de incertezas enorme, a Bovespa não negociava mais de R\$ 1 bilhão por dia, existiam menos empresas listadas e ainda nada de Novo Mercado¹.

Desde então muito mudou para quem vive de fazer investimentos no Brasil. Apesar de continuarmos ouvindo, com certa regularidade, gestores de fundos e investidores utilizando-se das mesmas técnicas e formas de lidar com o mercado daquela época, é fato que hoje em dia fazer investimentos em empresas, a visão de acionista verdadeiro de longo prazo, como aqui fazemos desde o início, ficou mais fácil.



Existe muito mais acesso a informação e o país hoje é o grande foco de atenção do mundo. Por motivos que não são captados pelos chavões do nosso governo, como o “nunca antes na história deste país”, o Brasil passou os últimos oito anos dando continuidade às reformas que começaram no início dos anos 90, e com isso alcançamos uma posição invejável.

O que isto tem a ver conosco? O que fazemos é diretamente relacionado às condições macro e micro da economia do nosso país, o ambiente ao nosso redor. Muito mais micro, pois nosso interesse é sempre encontrar os melhores ativos, empresas, para investir; mas sem dúvida, se as condições estruturais macroeconômicas não definem estabilidade no ambiente corporativo, não existe mágica.

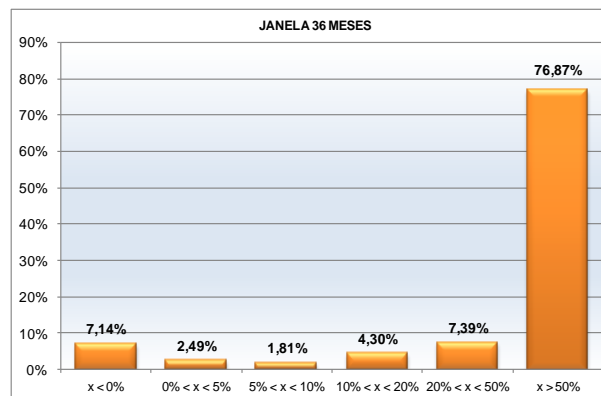
É nossa função nos apropriarmos tanto dos ganhos empresariais quanto dos ganhos institucionais que o Brasil conseguiu, refletindo tudo isto através de participações em companhias, retornos diferenciados para acionistas e um controle de portfólio que possa gerar retornos acima das médias de mercado.

Na gênese do que fazemos, o longo prazo é uma constante para a confirmação das teses de investimento. Repetimos isto incessantemente há anos, como um mantra. Assim, com quase 9 anos de Orbe Value, resolvemos compartilhar parte de nossas análises sobre como o próprio fundo se comportou, em resumo, o que a estratégia produziu ao longo de todos estes anos. Estudos estatísticos somente possuem algum valor diante de uma

¹ Novo nível de classificação da BM&FBovespa para os níveis diferenciados de governança corporativa das empresas, seguindo a ordem crescente de Nível 1, Nível 2 e Novo Mercado.

amostragem suficientemente grande e diversa de dados, e isto hoje temos. O Orbe Value é um dos poucos no mercado brasileiro com histórico tão longo, e gerido pela mesma equipe desde o início.

O primeiro estudo, e talvez mais importante, mostra o impacto do prazo de investimento no retorno para os cotistas. Conforme pode ser visto no primeiro gráfico ao lado, cerca de 77% dos nossos cotistas que deixaram seus recursos conosco por pelo menos 36 meses, quaisquer 36 meses da vida do fundo, independente do período, aproveitaram uma geração de alpha, o objetivo final de qualquer investidor racional, de 50 pontos percentuais ou mais sobre o índice Bovespa.

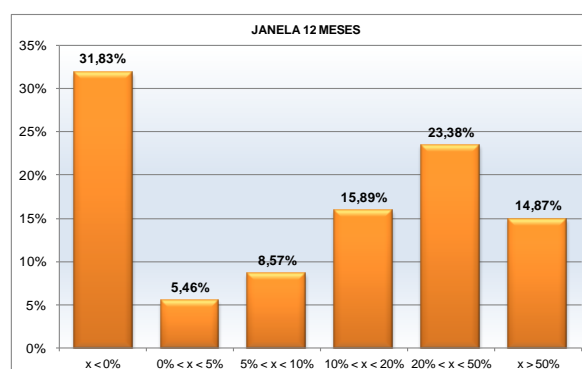


Isto significa que se em qualquer dado período de 3 anos ou mais, o Ibovespa houvesse retornado 50%, nossos cotistas ganharam 100%, ou mais, em 77% dos casos. Outros 12% tiveram ganhos adicionais, acima de mercado, entre 10% e 50%. Somente 7% de todos os cotistas que ficaram conosco por pelo menos 3 anos não observaram geração efetiva de valor sobre o Índice, por enquanto.

Se tivéssemos um histórico curto, certamente esta análise não faria sentido. Mas após mais de oito anos, fica bastante claro que nossa preocupação com a estrutura do portfólio (mesclando ações mais líquidas com menos líquidas e concentração limitada), nossa aderência a filosofia de investimento e mais do que isto, nossa capacidade de escolher boas empresas a bons preços não é algo ocasional e passageiro. Temos escolhido consistentemente boas empresas a bons preços e os nossos resultados não são derivados de algumas poucas “tacadas” em momentos esparsos e aleatórios da vida do fundo, como é certamente o caso em outros fundos. O gráfico acima é a imagem da consistência.

Esta mesma distribuição de retornos extraordinários sofre tremenda mudança quando analisamos janelas de 12 meses. *O que demonstra que de fato, nosso valor agregado é maximizado quando os cotistas seguem nossas recomendações de horizonte de investimento mínimo*, pois estas são baseadas nos horizontes de maturação esperados para cada investimento do portfólio.

No gráfico ao lado, na janela de 12 meses, cerca de 32% dos cotistas não enxergaram valor adicional em relação ao Ibovespa, comparado com apenas 7% nos períodos de 36 meses. A diferença de retornos é gritante quando investidores que decidem alocar em nosso fundo tentando aproveitar algum momento específico de mercado, de curto prazo. *Market Timing* e *Value Investing* são duas formas de se fazer investimento que de fato não combinam. Ou seja, se um investidor for investir conosco, que o faça por no mínimo 3 ou mais anos, nunca com horizontes menores de tempo, algo que sempre repetimos.



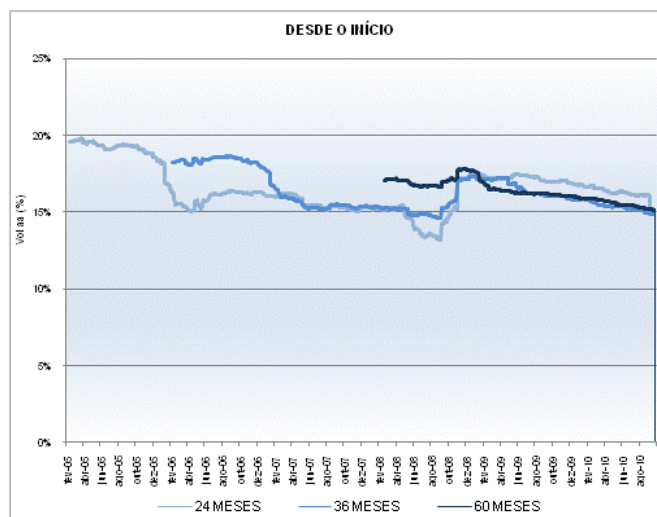
A pergunta que vem na seqüência seria: com que nível de riscos estes retornos são obtidos? Afinal, gerar este tipo de alpha, de retorno acima de mercado, em qualquer janela de pelo menos 36 meses, é um resultado longe do comum.

Na prática o *value investing* bem sucedido é notório por desafiar os conceitos acadêmicos de “risco X retorno”. Na nossa visão, nem sempre para alcançar maior retorno é necessário correr proporcionalmente mais risco e vice-versa. O gráfico abaixo mostra a volatilidade anualizada das cotas do Orbe Value, uma medida usual de risco utilizada. Ao longo de sua história, a volatilidade anualizada das cotas tratada em janelas de 24, 36 e 60 meses nunca passou de 20% ao ano, tendo trabalhado em média no intervalo de 15% a 18% ao ano, e reduzindo com o

passar do tempo, conforme refinamos o método de gestão de portfólio. Como dado de comparação, o Índice Bovespa possui uma volatilidade média de 35% ao ano.

Mesmo durante a crise mundial recente, período crítico quando mesmo fundos com, teoricamente, a mesma filosofia de investimento chegaram a cair 60% em 1 ano, e viram a volatilidade das suas cotas disparar, nosso fundo observou um impacto bastante limitado.

Outra pergunta que vale ser tratada é porque a volatilidade do mercado em geral é tão maior do que a do Orbe Value? Para respondermos a isso, precisamos entender a relação que existe entre o tipo de empresa que compõe nosso portfólio de participações e a composição das ações do Ibovespa (ou qualquer outro índice de Bolsa no Brasil).



As ações das empresas que compramos tendem a refletir mais o comportamento das receitas, margens e geração de caixa das atividades nas quais elas estão inseridas do que o bom ou mau humor “do mercado”. Afinal a Kroton Educacional não terá menos alunos se o déficit fiscal da Grécia aumentar; a Comgás não fornecerá menos para as residências e indústrias se o presidente do Banco Central americano não conseguir explicar ao congresso sua próxima decisão. Ou seja, a qualidade e situação das empresas nas quais focamos não é afetada pela importação das incertezas do mercado financeiro globalizado.

Apesar de fácil de demonstrar, muitos investidores não entendem que esta importação de incertezas destrói valor no longo prazo para um portfólio de renda variável e, como efeito colateral, prejudica a forma como o investimento deve ser observado. O investidor agindo de acordo com “o mercado” tende a procurar a melhor hora para entrar e a melhor hora para sair “dele” sem se ater que para o tipo de investimento que fazemos, não existe isto, pois não estamos “nele”, no Mercado, estamos somente nas companhias que investimos. Empresas boas e bem geridas são quase como um conceito absoluto em termos de bons investimentos, e sempre existirão, independente do momento de mercado. Cabe a um bom gestor encontrá-las constantemente.

Os ativos do Ibovespa constantemente importam a volatilidade do mercado externo – por vezes especulativo e irracional – e se distanciam do fundamento pelo qual se deveria investir no mercado de ações em primeiro lugar: comprar economia real, para conseguir elevados retornos absolutos, descorrelacionados com o mercado de curto prazo, através de participações em negócios reais.

Portfólio de participações

No dia primeiro de Outubro, o processo de integração do antigo Orbe Supra ao Orbe Value foi concluído. Agora temos apenas um portfólio, apenas uma carteira de participações, para a qual dedicamos toda nossa atenção, todas as nossas melhores idéias.

Como atualmente somente preparamos relatórios detalhados como este trimestralmente, queremos aproveitar este para dar aos cotistas uma visão geral atualizada da nossa carteira, agora composta também de algumas posições do Orbe Supra que mais nos deixam entusiasmados.

Na tabela abaixo, resumimos o portfólio de participações atual, uma carteira que deve ser mantida por um bom tempo ainda. Isto acontece dado o nível muito elevado de confiança que temos nestas empresas, nos seus níveis muito atrativos de preços na Bovespa, e também na mistura muito saudável que este conjunto de empresas e setores representa em nossa opinião.

Após a tabela, comentamos especificamente sobre cada uma das posições, nossa atual visão sobre cada companhia, e seus resultados recentes.

Posições relevantes (representam cerca de 85% do patrimônio do fundo):

| Empresa | Tipo de ação | Setor / segmento de atuação | Valor de mercado (R\$ milhões) em 11/10/2010 |
|------------|--------------|--|---|
| Kroton | Unit | Educação | 1.044 |
| Embraer | ON | Aeronáutica/Defesa | 8.727 |
| ABNote | ON | Cartões/Meios de pagamento | 1.008 |
| Comgás | ON/PNA | Distribuição de gás natural | 4.060 |
| Guararapes | ON/PN | Varejo integrado de roupas/acessórios | 4.948 |
| Itaú | ON | Serviços financeiros | 148.058 |
| Helbor | ON | Desenvolvimento imobiliário | 1.262 |
| Tempo | ON | Serviços/Seguros/Saúde | 799 |
| Indusval | PN | Serviços financeiros | 326 |
| Karsten | PN | Têxteis/Bens de consumo | 71 |
| Bematech | ON | Tecnologia/Automação/Varejo | 498 |
| Schulz | PN | Bens de capital/Autopeças e Compressores | 425 |

Kroton

A Kroton é, desde o ano de 2009, a nossa escolha para participar de um dos setores mais dinâmicos da economia brasileira atualmente, a educação. Mas não foi por causa da nossa convicção com o futuro do setor de educação no Brasil que investimos em Kroton, mas sim por seu modelo de negócio, posição competitiva e, claro, pelo valuation.

Nada na tese de investimento inicial se alterou, e a empresa vem, apesar dos problemas no caminho derivados da dificuldade da digestão de aquisições realizadas, evoluindo de forma muito satisfatória.

Uma incompreensão com o setor no Brasil principalmente por parte dos investidores estrangeiros, muito impactado pelas impressões atuais deste setor nos Estados Unidos, mantém os preços das ações em níveis incrivelmente baixos. Quando entenderem que este segmento no Brasil é similar ao que foi nos Estados Unidos no fim dos anos 70 e início da década de 80 (mesmo não inferindo que a educação aqui chegará perto do estágio de desenvolvimento da americana), e não ao atual cenário da educação superior privada americana, veremos uma apreciação excepcional no valor desta companhia.

A Kroton divulgou, com seus resultados do 2º trimestre, importantes informações sobre o estágio da integração com o IUNI e as conseqüências para os seus números. A integração de operações trará uma economia anual de custos da ordem de R\$ 40 milhões, superior aos números anteriormente projetados. Como grande parte da melhoria de estrutura de custos vem de redução de quadro de funcionários, os números de 2009 são muito poluídos por custos extraordinários da integração, como demissões por exemplo.

Apesar de afetarem os números de curto prazo, a nova companhia passará a partir deste segundo semestre a rodar com uma estrutura que produzirá já um Ebitda de ordem de R\$ 100 milhões por ano, sem qualquer novo crescimento. Apesar de já muito bom, ainda abaixo do que é a meta da companhia para 2012, após a total integração e otimização do modelo acadêmico, que é da ordem de 22-23% da receita líquida, algo que consideramos totalmente viável.

Também recentemente, muitas novas e positivas notícias começaram a fazer a roda do crédito estudantil se mover. O “novo” FIES, com início de pagamento somente 18 meses após a formatura e um fundo garantidor no lugar de avalistas, deve começar a impactar de forma relevante as companhias do setor, não só em captação de estudantes, mas principalmente em dois vetores importantíssimos para a saúde das companhias de educação: a inadimplência e a evasão escolar.

Além disso, diferente do que muitos investidores pensam, nossa percepção é que o valor médio das mensalidades irá subir nos próximos anos, conforme a disponibilidade de crédito se amplie, com os estudantes de classe média e baixa procurando escolas de maior prestígio e cursos de maior valor agregado. Tal fato aconteceu de forma marcante nos anos 70/80 nos Estados Unidos com alta média de 100% nos valores médios cobrados em educação superior, após a universalização do crédito estudantil.

Poucas companhias listadas na Bovespa, em nossa opinião, reúnem o conjunto de atributos da Kroton, com crescimento, gestão alinhada e profissional, negócio de baixo risco e ao mesmo tempo um valor de mercado extremamente defasado. Assim, continuará sendo uma das nossas maiores posições.

Embraer

Os resultados da Embraer seguiram em linha com que esperávamos para este ano, com alguma redução na receita em virtude do mix de produtos entregue, porém fortes sinais de melhora, em carteira de pedidos e margens.

O que realmente movimentou o mercado, no entanto, aconteceu no final de julho na feira aeronáutica de Farnborough, na Inglaterra. Nela, a companhia fechou novos acordos que se aproximam de U\$ 6 Bi de novos pedidos no total. As outras fabricantes como Boeing e Airbus (outros segmentos, mas mesmo setor) também celebraram acordos importantes, o que sinaliza uma recuperação relevante do setor aéreo comercial. Desde então, a Embraer já anunciou outras novas importantes vendas, como uma venda de 8 modelos 195 para a divisão de vôos regionais da Lufthansa.

Como já é notório, o mix de produtos da Embraer vem mudando com uma maior participação dos jatos executivos. Esta tendência deve se intensificar neste segundo semestre, com um aumento na cadência de produção do Phenom 300 e o início da produção do Legacy 650. Outro fato importante ocorrido foi a carta de intenções de compra da FAB, com a previsão de compra de 28 unidades do KC 380, o projeto de cargueiro ainda em desenvolvimento.

Neste 2º trimestre, a Embraer entregou 69 aeronaves, 18 a mais que em 2009, seguindo a tendência de mudança de mix de produtos, com mais unidades vendidas e preços unitários menores. Para o segundo semestre, esta tendência se intensificará, como já comentado acima, com a inclusão do Phenom 300 e Legacy 650 em seu

portfólio. O faturamento deste tri alcançou U\$ 1.354 MM, acumulando U\$ 2.345 MM no ano, levemente mais do que pensávamos para o meio do ano, uma vez que o segundo semestre é historicamente melhor.

O caixa, que no começo do ano passado podia ser uma preocupação, com a crise e desequilíbrio entre compras e clientes, agora tem uma situação bem confortável, apresentando cerca de U\$ 650 MM de caixa líquido. Esta geração de caixa foi possível graças a medidas como renegociação com fornecedores e racionalização dos materiais em processo, ambas iniciadas no início do ano passado. Com isso, o estoque também vem se reduzindo, hoje, alcança 20% menos que no mesmo período do ano passado. A forma como a empresa atravessou a crise é admirável.

Na nossa visão a Embraer é, entre as empresas mais líquidas, uma das mais incompreendidas pelo mercado financeiro. Seu negócio de aviação regional segue robusto, com crescente demanda dos países em desenvolvimento e com forte renovação de frota nos Estados Unidos e Europa pela frente, e sua posição nestes mercados segue de grande domínio.

Em jatos executivos, mercado que pode ter anos mais complicados a frente, a empresa é uma nova entrante, com market share ainda inexpressivo e novos e bem sucedidos produtos. No negócio militar/defesa a empresa tem também se aproveitando do crescimento das economias em desenvolvimento, e possui expressivas campanhas de venda bem sucedidas, como para os governos de Chile, Colômbia e Equador.

Por fim cerca de 15% da receita da empresa já vem da prestação de serviços, manutenção e treinamentos para a frota já existente, e isso tende a crescer com o desenvolvimento do negócio de jatos executivos, os quais demandam mais serviços do que os aviões regionais, que normalmente são de frotas de companhias aéreas com estruturas próprias.

Assim a companhia segue sendo uma das nossas maiores convicções, sendo um ativo especial, diferenciado, de enorme qualidade e a preço bastante abaixo do real valor.

Abnote

A ABnote, é uma das principais prestadoras de serviços para bancos, empresas de cartão de crédito e companhias telefônicas. Desde serviços gráficos como o controle, impressão e envio de contas telefônicas, até a produção de cartões de crédito e cartões para telefonia celular (os SIM cards), passando por sistemas e serviços de identificação.

Apesar da presença em setores de forte crescimento com o desenvolvimento do Brasil, a empresa tem uma característica que torna complexa a sua análise por investidores sem um conhecimento profundo do negócio: sua necessidade de re-invenção contínua, de acordo com a evolução das tecnologias de comunicação e meios de pagamento. E esta característica levanta dúvidas sobre seu sucesso neste processo.

Nós não temos estas dúvidas, pois temos analisado esta companhia continuamente por alguns anos, bem como alguns pares internacionais. O sucesso que a ABNote teve ao longo da sua história, aliado a sua posição competitiva e relacionamento de interdependência com os clientes, nos dão tranquilidade em relação aos próximos anos com relação a capacidade da companhia de continuar gerando expressivos fluxos de caixa para seus acionistas.

Em agosto a empresa anunciou, em parceria com a Cielo, a aquisição do controle de uma das mais relevantes empresas de tecnologia de pagamento remoto do Brasil, a M4U. Mais do que a aquisição em si, o fato de ter sido feita em parceria com a Cielo, demonstra bem nossa percepção de que novas tecnologias não deixarão a ABnote fora do mercado, pois será sempre uma das parceiras principais deste grupo de clientes com os quais cultivam relacionamentos há tanto tempo.

No recentemente divulgado 2º trimestre, a novidade mais importante foi a expressiva evolução na venda dos novos *smartcards*, que já são 60% da divisão de cartões, de melhor margem para a companhia, em substituição aos cartões indutivos (cartões telefônicos tradicionais) que seguem em franco declínio.

O Lucro Líquido do 2T10 alcançou R\$ 23,1 milhões, e EBITDA consolidado atingiu R\$ 39,0 milhões no 2T10. Com isso o EBITDA acumulado no ano atingiu R\$ 76,5 milhões. Acreditamos que com o fortalecimento do negócio de *smartcards* e a recuperação das margens dos negócios gráficos, a companhia entregue um EBITDA neste ano de cerca de R\$ 160 milhões, o que significa que está sendo negociada na Bovespa atualmente por apenas 6,5 vezes este resultado, deste ano.

Comgás

O resultado do 2T10 teve do lado positivo um forte crescimento do volume de gás, de 16%, logicamente ajudado pela fraca base de comparação do início de 2009 no consumo industrial, que agora vem se recuperando com força. Os volumes ainda foram menores do que em igual período de 2008, antes da crise, mas esperamos uma contínua recuperação, e agora no 3º trimestre, acreditamos em números bastante relevantes de recuperação dos volumes indústrias.

Além da recuperação acentuada do consumo industrial, o crescimento no mercado residencial permanece muito forte, ligeiramente acima de +12% em número de medidores em comparação anual. Com este ritmo, a companhia deve ultrapassar um total de 1 milhão de UDAs (Unidade Domiciliar Autônoma) ainda neste ano.

A importância do crescimento acentuado do negócio residencial não pode passar despercebida ao se analisar esta companhia. Enquanto os consumidores industriais geram um margem bruta unitária média de cerca de 29% em virtude de descontos expressivos, os consumidores residências geram uma média de 74% de margem bruta. Com isso, o forte crescimento da empresa no setor residencial irá permitir importantes ganhos de margem geral do negócio nos próximos anos. Como já está acontecendo.

A companhia continua investindo acima dos R\$ 400 milhões por ano, mínimo acertado com a agência reguladora do estado de São Paulo, e cerca de 70% dos valores investidos atualmente ainda são em expansão da rede, para captação principalmente de novos clientes residenciais. No último ano a empresa expandiu a rede em cerca de 600km de novas tubulações, alcançando novas áreas com cidades importantes e próximas a capital de São Paulo, como Santos, Osasco, Taubaté, Jundiaí e Piracicaba.

Com um EBITDA gerado de R\$ 312 milhões no segundo trimestre, continuamos enxergando um número da ordem de R\$ 1,2 bilhão para o ano completo. No atual valor de mercado da empresa na Bovespa este número representa um múltiplo (EV/Ebitda) de 4,6X, para um negócio monopolista, previsível e em expansão. Temos plena consciência que falta de liquidez gera descontos de *valuation*, mas este caso certamente é descabido.

Guararapes

O segundo trimestre da Guararapes não nos surpreendeu. Depois de um primeiro trimestre bastante forte, a companhia manteve o ritmo e impulsionada pelo dia das mães e namorados no período, entregou ótimos resultados. Ao mesmo tempo e mais importante do que isso: os planos de expansão continuam a pleno vapor, assim como os ganhos de produtividade principalmente em logística e assertividade de vendas.

Varejo é um negócio complexo, no qual o sucesso é construído gradualmente e com uma infinidade de detalhes. E a Guararapes/Riachuelo tem conseguido implementar com excelência um modelo verticalizado e de grande eficiência.

O grupo de maneira consolidada cresceu suas receitas em 13% no trimestre. O SSS - Same Stores Sales - foi de +7%, número ligeiramente menor que os concorrentes diretos, pois: i) em 2009 a companhia manteve

crescimento (mesmo que tímido) enquanto os outros perderam receita, ii) menor importância relativa do dia das mães para a empresa (Marisa e Renner são mais “femininas”, enquanto a Riachuelo vende forte também no dia dos pais), iii) a menor variação de temperaturas no Norte e Nordeste faz com que o 2T seja menos representativo proporcionalmente quando comparado com concorrentes com presença forte no sul, ou seja, sazonalidade menos acentuada.

Outros pontos importantes que, além do efeito pontual, mostram a mudança de atitude dos últimos anos, indo cada vez mais para moda, foi a parceria com Marcelo Sommer para uma coleção específica do dia dos namorados. Além disso, as campanhas com Ivete Sangalo têm tido um bom efeito e tudo isso junto vem mudando a imagem da Riachuelo com seus clientes, mostrando mais desenvolvimento de moda e qualidade, coisas que não só agora, mas principalmente com o tempo, afetam diretamente o preço de seus produtos.

Entrando em detalhes, a companhia confeccionou apenas no 2T10 quase 15 milhões de peças, um crescimento de 8% sobre o ano anterior e reflexo direto do aumento de vendas, visto que não há mais integração varejo/produção por fazer. Agora a companhia começa a desenvolver fornecedores externos para os produtos muito básicos, por exemplo, que consegue mais baratos localmente ou na Ásia. Mesmo mantendo a proporção das vendas de produção própria, é muito claro que a empresa continua aprendendo e produzindo com cada vez mais qualidade e valor agregado, além de desenvolvendo melhor as coleções, coisa que hoje tem extremo valor para a empresa. As instalações no Nordeste estão sendo ampliadas para absorver o crescimento da rede de lojas da companhia.

Como já amplamente divulgado a companhia contratou um financiamento do BNDES para expansão e pretende abrir pelo menos 30 lojas até o fim de 2011, ampliando a área em quase 30%. Para 2010 já existem 14 lojas contratadas e outras três praticamente certas, ainda se discutindo se ficam prontas antes do fim do ano (principalmente por serem em shoppings novos, que precisam ficar prontos). Até agora sete já foram abertas, lembrando que a expansão recente deixa 40% das lojas com menos de 5 anos, ou seja, ainda amadurecendo e crescendo sua venda por metro quadrado e rentabilidade.

Os imóveis próprios representam importante estoque de valor para a companhia e razoável geração de resultado com o shopping Midway em Natal. No fim desse ano entra em operação a última parte da expansão, resultado de 2011 deve ser cerca de 15% maior do que o de 2010.

Com isso tudo o resultado do grupo foi bastante positivo no 2T10, em linha com as nossas expectativas. A evolução das despesas com vendas e administrativas ainda são resultantes principalmente da mudança contábil por causa da criação da Midway financeira. O Ebitda chegou a 20,5% da receita e acumula já R\$ 220 milhões no ano. Lembrando que o 2o semestre é obviamente muito mais forte para a empresa, a Guararapes deve passar da faixa de R\$ 500 milhões de Ebitda ainda em 2010.

Os resultados são muito positivos. Mesmo já tendo afetado as ações da companhia de forma expressiva, ainda enxergamos ótimo potencial. Considerando os R\$ 500 milhões de Ebitda neste ano, o crescimento de 30% de área vendida entre 2010 e 2011, cenário ainda expressivo para novas etapas de crescimento (seja com lojas Riachuelo ou com lojas pequenas Pool, por exemplo, um nicho que a companhia deve começar a explorar em breve, em um modelo similar ao crescimento de Hering), além do patrimônio imobiliário, e do valor do negócio financeiro (cartões de crédito), não pretendemos vender nossas ações antes de uma faixa de R\$ 110-120/ação (cotação atual da ordem de R\$ 80/ação, compramos nossas primeiras ações por volta de R\$ 30,00).

Itaú

Nossa exposição ao banco Itaú Unibanco é derivada das distribuições pela redução de capital da Bahema (a terceira operação aconteceu no meio de Setembro). Apesar de termos “herdado” a posição, temos grande conforto com ela, e só iremos nos desfazer quando encontrarmos novas grandes oportunidades para alocar capital .

Além da nossa grande confiança no Banco Itaú, sua solidez e posição competitiva excelente, temos grande conforto em carregar esta exposição através das ações ON do Itaú. Em nossa opinião, incorretamente descontadas em relação ao preço de mercado das PNs, em virtude, na opinião “do mercado”, de liquidez inferior. Para nós, as ações ON do maior banco do país, negociando um volume médio de R\$ 8 milhões/dia, não deveriam ter desconto nenhum (se não um prêmio) para a versão PN, muito menos um desconto da ordem de grandeza do atual, de cerca de 30%.

Helbor

A Helbor é uma das empresas nas quais investimos que melhor desempenho teve, não apenas em termos de preço de ação, mas principalmente em relação às operações reais da companhia. Um processo muito bem sucedido e cuidadoso de crescimento de receitas e margens foi implementado de forma exemplar.

No primeiro semestre de 2010, a empresa vendeu R\$ 646,1 milhões, ou 76,6% a mais do no mesmo período do ano anterior. O EBITDA aumentou 126%, de R\$ 45,7 milhões para R\$ 103,3 milhões no primeiro semestre.

O mais importante é que apesar dos números incríveis recentes, nada indica que o fôlego irá acabar, e a empresa segue entregando boas novidades neste terceiro trimestre. Em julho lançaram dois importantes empreendimentos residenciais, um no RJ e outro em Curitiba. Na seqüência anunciaram os lançamentos oficiais, e enorme sucesso de vendas (100% na torre comercial e 95% nas torres residenciais), do empreendimento Casa das Caldeiras, um valor total de venda de cerca de R\$ 560 milhões de reais, sendo 50% da Helbor.

Além disso, acreditamos que a empresa ainda vá lançar até o final deste ano algo entre R\$ 200-300 milhões, e com isso as vendas totais no ano ultrapassarão facilmente R\$ 1 bilhão, colocando a empresa definitivamente entre as maiores do país. Ainda percebemos dos investidores em geral, quando analisando as empresas do setor imobiliário, um foco excessivo em coisas menos importantes, como VGV “potencial” e bancos de terrenos, às vezes ignorando o que realmente importa: velocidade de vendas, ciclo de produto, margens, estrutura de capital/balanco.

Conforme os negócios evoluem, mais investidores começam a ser atraídos pelas companhias mais capazes de gerar bons resultados efetivos e não apenas capazes de fazer boas apresentações para investidores. Com isso a Helbor vem ganhando mais e mais investidores interessados, e acreditamos que este processo ainda deverá trazer bons resultados para os acionistas antigos, como nós, por algum tempo.

Tempo

O segundo trimestre da Tempo mostrou alguns sinais de melhora importantes nos números divulgados. A companhia também complementou as boas notícias, já no início do terceiro trimestre, com a parceria com a Caixa Econômica Federal, e com a resolução bem sucedida da diligência da ANS, que atrasava a integração e crescimento de um dos negócios da empresa.

A empresa alcançou no segundo trimestre uma receita 14% superior a igual período do ano anterior, principalmente na área de negócios de assistência. Entretanto o restante dos números ainda mostra muitos efeitos do amplo processo de reestruturação interna pelo qual a companhia vem passando desde 2009, o que momentaneamente dificulta bastante sua interpretação.

Têm sido feitos grandes esforços para permitir uma gestão mais eficiente, com novos sistemas de gestão, contratações e demissões, re-estruturação organizacional (trazendo funções e custos do nível das unidades de negócios para a holding) e centralização dos processos; sempre com o objetivo de deixar as unidades mais leves. Aos poucos, os resultados começam a aparecer, apesar de um demonstrativo de resultados ainda poluído com despesas não-recorrentes, como custos de demissões e consultorias.

No segundo trimestre, a compra da Unibanco Saúde foi finalmente aprovada pela ANS e, agora, a companhia pode consolidar seus resultados e em algum ponto incorporá-la integralmente para reduzir seus custos de operação gerais. Também a seguradora tem 4,2% das ações da própria Tempo, causando agora uma participação cruzada que terá que ser resolvida em breve em função de lei brasileira.

Recentemente, já no terceiro trimestre, duas ótimas notícias foram divulgadas pela própria companhia: a primeira delas foi a criação de uma nova empresa, em parceria com a seguradora da Caixa Econômica Federal, para oferecer seguro saúde através das agências da Caixa. É muito difícil projetar os resultados que podem ser atingidos com esta parceria. Certamente, a um custo muito pequeno para a Tempo, o potencial de criação de valor deste negócio com a Caixa e seu canal de varejo é, sem dúvidas, enorme. Vamos acompanhar como a parceria evolui.

A segunda boa notícia vem do término, sem qualquer sanção para a companhia, de uma diligência técnica e fiscal pela qual passava desde junho de 2009, em virtude de questões trazidas com a aquisição da Associl pela Gama Odonto (unidade de seguro odontológico da Tempo). A resolução deste assunto após pouco mais de 1 ano tira o receio de uma eventual sanção para a empresa, bem como permite a Tempo voltar a crescer na unidade de planos odontológicos.

Indusval

Enquanto na Bovespa, o Indusval segue sendo o patinho feio entre os bancos médios recentemente listados, a companhia segue desenvolvendo seus negócios de forma racional e conservadora. Nós particularmente gostamos muito de uma companhia que é penalizada pelo mercado por seu conservadorismo, especialmente no negócio bancário. Então continuaremos expostos ao Indusval e acompanhando o cuidadoso trabalho dos seus gestores.

A companhia segue crescendo a carteira de empréstimos de forma lenta e mantendo o banco extremamente líquido. No segundo trimestre a carteira de crédito chegou a cerca de R\$ 1,7 bilhão, ante uma carteira de R\$ 1,25 bilhão no mesmo período de 2009. A inadimplência real caiu 4,3 pontos percentuais em relação ao início do ano passado, quando havia crescido com força em função da crise. Contudo a empresa manteve a postura conservadora e mantém uma provisão de perdas equivalente a cerca de 250% dos contratos em atraso.

Nos próximos trimestres divulgados pelo Indusval devemos ver um gradual crescimento da carteira de crédito e uma também gradual redução relativa das provisões, resultando em lenta mas contínua melhora da rentabilidade do banco. Com isso a atual cotação das ações do banco na Bovespa, a cerca de 0,7 vezes o valor patrimonial (que neste caso é dinheiro e não ativos antigos e depreciados) ficará cada vez mais sem sentido e temos convicção de que veremos nos próximos períodos expressiva valorização destas ações. De qualquer forma podemos aguardar isso acontecer com calma, visto que acreditamos receber em dividendos e juros sobre capital um mínimo de cerca de 8% ao ano.

Karsten

Ao analisarmos os resultados recentes da Karsten precisamos observar as transformações pelas quais a companhia passou nos últimos anos. Em 2003, cerca de 60% da receita era de produtos para exportação, e a margem bruta era da ordem de 40%. Em 2010, produzindo uma margem bruta de 38%, apenas 6% da receita foi relativa à exportação. A gestão profissional que assumiu a empresa em 2006, com o movimento dos membros da família para o conselho de administração, comandou uma expressiva mudança de modelo de negócio nos últimos 5 anos. Sem dúvida, em termos de modelo de negócio, a Karsten está mais sólida hoje do que no início da década.

A mudança de sua estratégia, executada fortemente entre 2006 e 2008, internalizando 50% das suas receitas foi impressionante, mas também traumática. Foi necessário criar uma marca popular, CasaIn, para competir de igual para igual com competidores internos e para uma emergente classe C e D que estavam comprando mais, porém a preços bastante competitivos. Para isso, a margem bruta se reduziu, chegando a 29% nos piores trimestres. Ao final de 2008, por uma falta de controles internos, a companhia ficou indevidamente exposta a derivativos

cambiais. Medidas severas foram tomadas na estrutura de gestão e nada similar pode acontecer novamente. O estatuto social da empresa alterado, e hoje todos os contratos financeiros precisam de aprovação do conselho de administração. O efeito prático dos derivativos foi a elevação da dívida da companhia em R\$ 50 milhões, cerca de 1,3 EBITDA, porém mais do que isso, foi a de atrapalhar a implantação do planejamento estratégico durante aquele período.

Desde que isso ocorreu, as mudanças na empresa foram ainda mais profundas. O antigo CEO, que entrou com a função de reestruturar o perfil das vendas, otimizar estoques e portfólio de produtos foi muito bem sucedido e saiu dando espaço a Alvin Rauh Neto (prata da casa), que está na indústria há 25 anos. A nova equipe vem capitaneando a continuidade do processo de mudança na companhia, voltando-a para ser uma empresa mais orientada a marcas, ao mercado interno e ao varejo de produtos de consumo.

A recente compra da Trussardi, concluída no 2o trimestre, foi mais um importante passo deste plano, e deverá adicionar relevante lucro operacional a companhia, especialmente a partir de 2011, quando as sinergias já terão sido efetivadas. A Trussardi é a marca *premium*, focada em clientes classe AAA. A marca Karsten é focada em clientes A e B. Já a marca CasaIn é focada em clientes C e D. A Karsten é agora a única empresa no Brasil com portfólio de marcas extenso aos segmentos de cama, mesa e banho. A empresa também iniciou, de forma já promissora, uma unidade de negócios de fornecimento corporativo, a Karsten Care, focada em hotéis, hospitais, etc.

Acreditamos que a Karsten está novamente pronta para trilhar o caminho de redução de despesas, aumento de margens e crescimento de vendas. Neste ano de 2010, esperamos um Ebitda de cerca de R\$ 40 milhões, com lucro líquido superior a R\$ 12 milhões (cerca de R\$ 0,83/ação). Este lucro representará dividendos mínimos de aproximadamente 5%, considerando o mínimo legal de 25% do lucro sendo distribuído, devido à baixa cotação da empresa na Bovespa. Os investidores em geral têm punido a companhia pelos resultados de 2008 e 2009, permanecendo cegos em relação ao seu futuro, que é o que realmente importa hoje, e é bastante promissor.

Bematech

Esta é outra das companhias que nos parece bastante incompreendida pelo mercado em geral. Enquanto vemos investidores aceitando pagar valores insanos pelos potenciais crescimentos da cadeia de varejo na Bovespa, a empresa que fornece para todas estas varejistas fica esquecida, de lado. Muitos justificam suas avaliações otimistas das varejistas com o processo de formalização dos negócios no Brasil (como, por exemplo, os esforços do governo de São Paulo com a Nota Paulista). Mas o mercado em geral parece não notar como este processo impacta muito positivamente a Bematech.

No segundo trimestre a empresa apresentou um receita 13,3% superior ao ano anterior. A margem Ebitda acumulada neste ano foi de 17,6%, cerca de 6,7 pontos percentuais acima do mesmo período do ano anterior. Ainda aquém da meta da própria companhia, de margem acima de 20%, que acreditamos ser possível ainda nos próximos trimestres.

O crescimento de receitas no segundo trimestre poderia ser maior, mas foi afetado negativamente pelo volume de vendas de software no período, afetado pela postergação de um prazo legal para a adoção de sistemas de gestão de varejo, com o qual a companhia contava. No restante do ano a nossa impressão é que a empresa deve mostrar fortes números, principalmente com o desenvolvimento de negócios com redes varejistas em forte expansão, retomada dos softwares e os avanços nos negócios de prestação de serviços e assistência para a rede instalada.

A Bematech passar por um processo similar a Tempo de re-estruturação interna, após muito crescimento, profissionalização da gestão e diversas aquisições. Se este processo em nossa opinião foi mais lento do que deveria ter sido, agora nos parece estar andando em ritmo forte, e na direção correta.

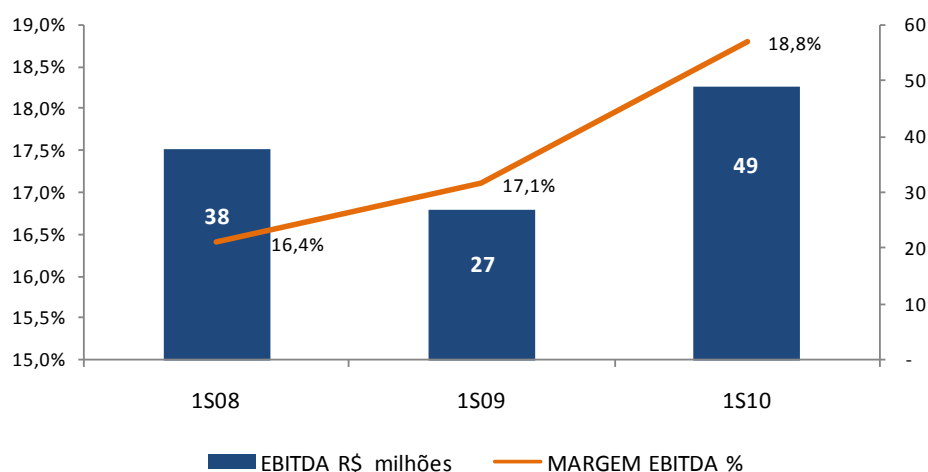
A empresa também não pára de inovar e se mantém muito a frente de qualquer potencial concorrente. Por exemplo, já em julho lançou sua solução de meios eletrônicos de pagamento, oferecendo aos varejistas uma alternativa às convencionais máquinas de cartão de crédito e débito. O BemaTEF Turbo é um pacote completo que inclui o *pinpad*, *software*, conexão VPN e toda a assistência técnica, e acreditamos que terá grande penetração na ampla rede de clientes que a Bematech já tem.

Em resumo, é uma companhia que já tem se aproveitado muito do crescimento e formalização do varejo no Brasil, e continuará neste processo por vários anos visto que sua posição competitiva e *market share* somente se fortalecem ano após ano. Entretanto, o valor de mercado nem de longe reflete o valor verdadeiro do ativo em nossa opinião, sendo mais uma das representantes do pequeno grupo de empresas gritantemente ainda sub-avaliadas na Bovespa.

Schulz

A Schulz, da qual somos acionistas desde o final de 2004, mais uma vez surpreendeu positivamente. Pela velocidade da redução de despesas em 2009, já esperávamos que quando os mercados para suas duas diferentes unidades de negócios reagissem, a companhia teria excelentes resultados.

No primeiro semestre de 2010, a receita líquida foi recorde: R\$ 340 milhões. A margem EBITDA também foi recorde para um primeiro trimestre: 18,8%, com um resultado de R\$ 49,2 milhões. Dada a sazonalidade do negócio, a companhia irá superar com facilidade a marca de R\$ 100 milhões de Ebitda para este ano.



Com os pedidos em carteira, a ocupação da capacidade da planta atingirá níveis muito elevados até o final do ano, e vemos mais resultados excelentes a frente. A companhia já divulgou a intenção de fazer mais um aumento de capacidade em 2011 para suprir a demanda, e a visão de romper assim a faixa de R\$ 1 bilhão de receita em 2011.

A posição competitiva da Schulz é invejável em seus dois negócios (compressores e peças para veículos). Como a companhia começou a investir em sua fábrica de autopeças somente na década atual, tem uma das instalações fabris mais modernas da América do Sul, senão a mais moderna. Desconhecemos, por exemplo, fábrica similar com processo de pintura automatizado na América do Sul - somente as próprias montadoras costumam investir em tal nível. O crescimento de vendas tem total relação com a boa qualidade nas peças e o atendimento aos clientes, coisas que alguns concorrentes simplesmente não conseguem atingir com suas fábricas antigas e a falta de escala para investir.

O foco em peças de segurança, com maior valor agregado e menos competidores, permite que a companhia atinja níveis de margem superior ao do resto da indústria. E também seja competitiva, mesmo nas exportações para a Volvo na Europa, por exemplo. Outros grandes clientes da empresa são Scania, Mercedes Benz, MWM International, ZF, Caterpillar, John Deere, Eaton e MAN.

Na divisão compressores, em que detém cerca de 75% do mercado brasileiro, a Schulz vem tendo muitos novos lançamentos de produtos e desenvolvendo novos canais para venda - abriu sua filial no Nordeste no 2o trimestre de 2010, para aproveitar o crescimento da região.

Esperamos resultados excelentes para 2010, e ainda muito superiores para 2011/2012. O múltiplo EV/EBITDA² para 2010 é de cerca de 6X, e para 2011 de 4,5X na nossa avaliação. Números incrivelmente baixos se comparamos com outras companhias listadas brasileiras, mesmo de negócios similares, como Romi e Randon. Assim, apesar de termos a empresa em nosso portfólio de participações há mais de 5 anos, e dos excelentes resultados já obtidos, não vemos ainda qualquer possibilidade de nos desfazermos desta posição, que se mantém um dos ativos mais baratos e de maior qualidade do nosso portfólio.

Estamos à disposição para qualquer esclarecimento.

Agradecemos a confiança,

Orbe Investimentos

² EV/EBITDA: Valor da Firma / Lucro Operacional antes de Impostos, Juros, Depreciação e Amortização - é uma métrica de avaliação para comparação com o valor x resultado operacional de outras companhias.

Orbe Value FIC FIA

Resumo Fundo

Fundo focado em comprar 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 mínima: R\$ 30.000

Aplicação máxima: R\$ 300.000

Resgate: Cotação 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.

Detalhes Estrutura

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

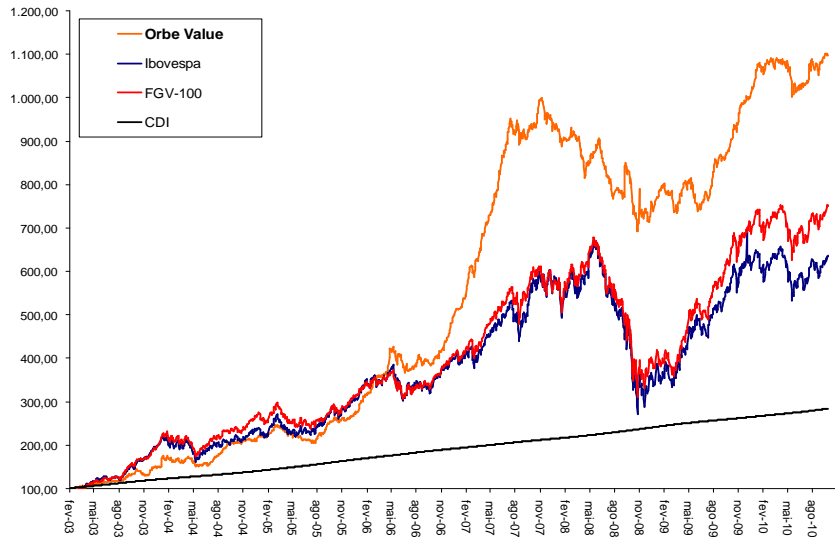
Categoria: Ações Outros

Orbe Investimentos: 11 3465-5600

www.orbeinvestimentos.com

BNY Mellon: 21 3582-3895

www.bnymellon.com.br



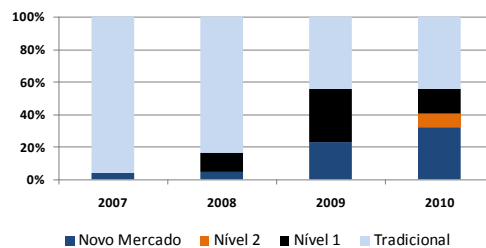
| | Orbe Value | FGV-100 | Ibovespa |
|----------------|------------|------------|------------|
| Ultimo mês | 1,95% | 5,99% | 6,58% |
| No ano | 6,29% | 5,40% | 1,23% |
| 12 meses | 25,08% | 20,77% | 12,86% |
| 36 meses | 17,67% | 28,86% | 14,83% |
| 60 meses | 327,86% | 158,48% | 119,83% |
| Desde o início | 997,27% | 649,33% | 534,58% |
| CAGR – fev/031 | 36,7% a.a. | 30,0% a.a. | 27,3% a.a. |

Rentabilidade últimos 12 meses

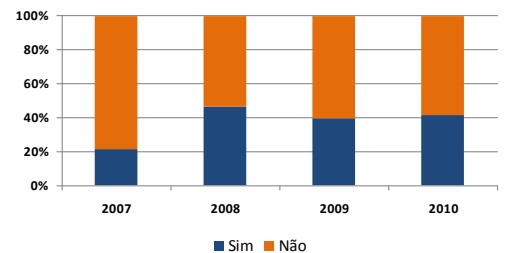
| | | | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|--------|-------|--------|-------|
| Set/10 | 1,95% | Jun/10 | -0,29% | Mar/10 | 0,08% | Dez/09 | 4,26% |
| Ago/10 | -0,84% | Mai/10 | -4,45% | Fev/10 | 1,39% | Nov/09 | 5,66% |
| Jul/10 | 5,25% | Abr/10 | 0,04% | Jan/10 | 3,31% | Out/09 | 6,82% |

PL Médio - 12 meses: R\$ 116 milhões

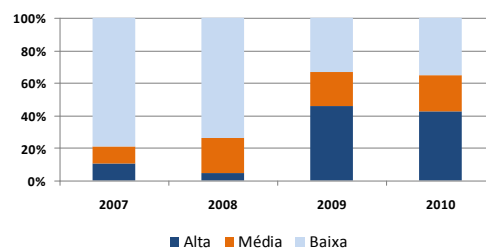
Governança Corporativa



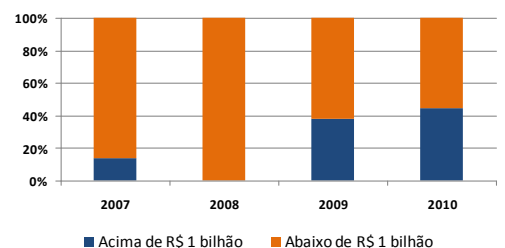
Participação em Conselhos de Administração



Liquidez



Valor de Mercado



Orbe Value Qualificado FIC FIA

Resumo Fundo

O fundo Orbe Value Qualificado FIC de FIA investe no mínimo 95% de seus recursos no Orbe Value Master FIA, fundo focado em comprar 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 mínima: R\$ 30.000

Aplicação máxima: Não há

Resgate: Cotização D+59, solicitado apenas no último dia útil do mês.

Financeiro D+62

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 FIA
CNPJ: 11.225.868/0001-06

Gestão: Orbe Investimentos

Administração: BNY Mellon

Custódia: Bradesco

Auditoria: KPMG

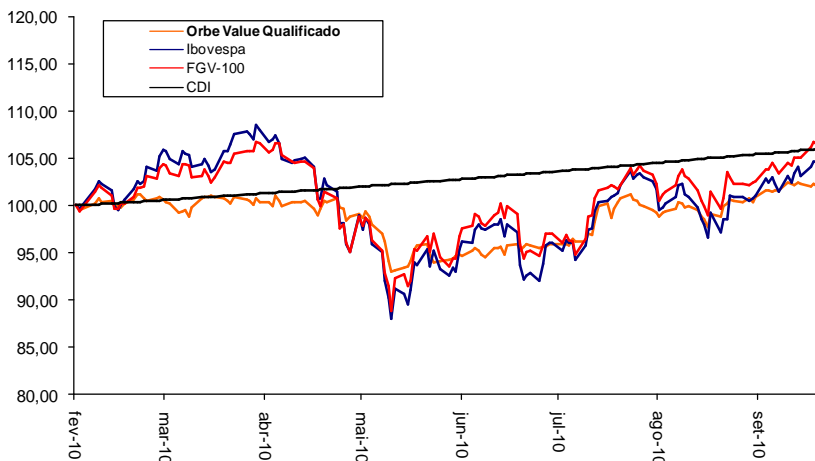
Código Anbid: 147.370

Categoria: Ações Outros

Orbe Investimentos: 11 3465-5600

www.orbeinvestimentos.com

BNY Mellon: 21 3582-3895

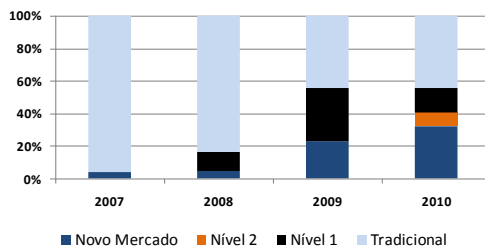


Rentabilidade últimos meses

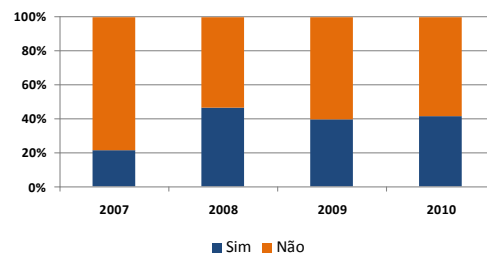
| | | | | | |
|--------|--------|--------|--------|-----------|-------|
| Set/10 | 1,93% | Jun/10 | -0,25% | Mar/10 | 0,01% |
| Ago/10 | -0,77% | Mai/10 | -4,42% | Fev/10 | 0,21% |
| Jul/10 | 5,28% | Abr/10 | 0,14% | Acumulado | 1,88% |

PL Médio - 12 meses: R\$ 7,2 milhões
Fundo teve início em Fev/2010

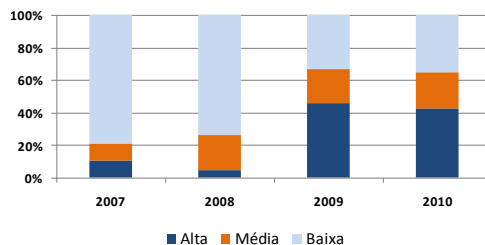
Governança Corporativa



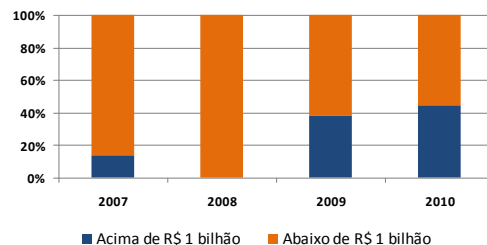
Participação em Conselhos de Administração



Liquidez



Valor de Mercado



Este fundo investe ao menos 95% de seu portfólio no Orbe Value Master FIA. Informações nos gráficos acima anteriores a 2010 são relativas ao portfólio do Orbe Value Master FIA ou Orbe Value Fic de FIA.

Orbe Icatu Previdência FIM

Resumo Fundo

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

Características

Público-alvo: pessoas físicas

Aplicação mínima: R\$ 10.000

Movimentação mínima: R\$ 500

Resgate: Cotação D+1

Financeiro D+5

Carência inicial resgate: 60 dias

Tx de administração total: 2,75% a.a.

Tx de performance: não há.

Taxa de carregamento (exigível na

saída): descendente de 3 a 1% até 36

meses. Nula acima de 36 meses.

Detalhes Estrutura

Orbe Icatu Hartford Previdência FIM

CNPJ: 10.922.429/0001-90

Gestão: Orbe Investimentos

Administração: BNY Mellon

Custodia: Bradesco

Auditoria: KPMG

Código ANBID: 243043

Categoria: Previdência Multimercado

e Renda Variável

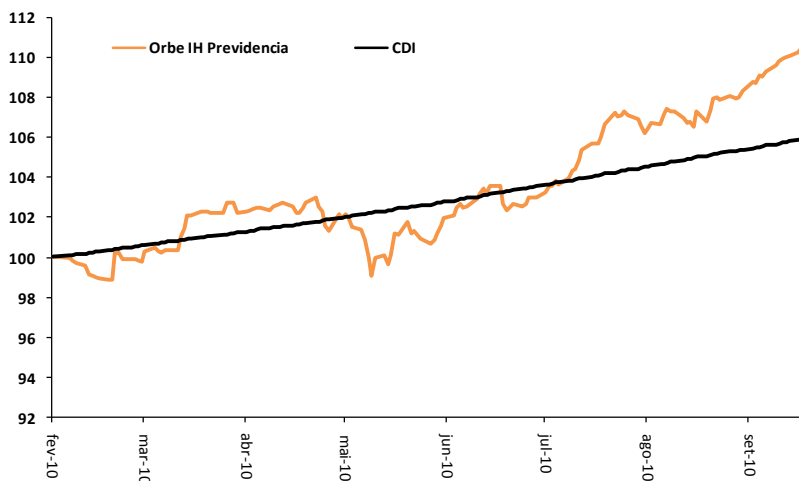
Orbe Investimentos: 11 3465-5600

www.orbeinvestimentos.com

BNY Mellon: 21 3582-3895

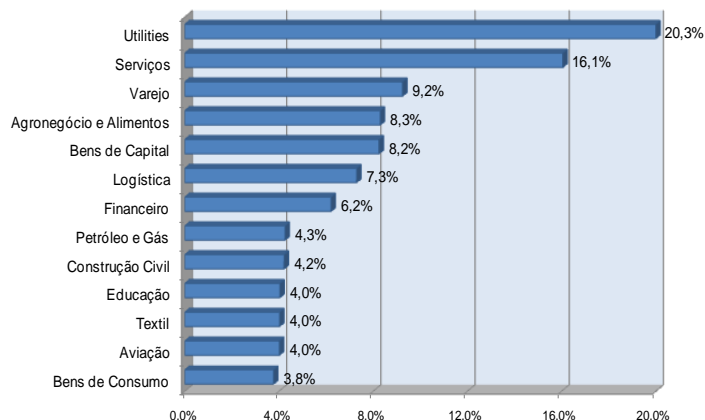
www.bnymellon.com.br

www.icatuseguros.com.br



Rentabilidade últimos meses

| | | | | | |
|--------|-------|--------|--------|------------------|---------------|
| Set/10 | 3,19% | Jun/10 | 0,58% | Mar/10 | 3,36% |
| Ago/10 | 0,67% | Mai/10 | -0,93% | Fev/10 | -1,06% |
| Jul/10 | 4,18% | Abr/10 | 0,45% | Acumulado | 10,77% |



Não considera Renda Fixa, Caixa e Dividendos a receber

Composição da Carteira Atual:

