

## ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Setembro/2011

O mês de setembro fechou de forma semelhante ao que vinha sendo aquele que foi o pior trimestre dos mercados financeiros ao redor do mundo desde 2008. O Ibovespa no Brasil adicionou mais 7,4% de queda ao ano já bastante ruim, enquanto o Orbe Value caiu mais modestos 1,7%. Ainda vimos o stress de mercado afetar as taxas de câmbio com mais força nesta fase da crise, com o dólar saltando quase 17% no mês.

Neste relatório trimestral trataremos de três assuntos principais. Em primeiro lugar discutiremos um pouco o argumento que tem circulado, principalmente fora do Brasil e entre comentaristas inadequadamente informados em nossa opinião, de que o Brasil passou (ou passa) pela formação de uma "bolha" de crescimento, crédito e preços de ativos, e que como todas as bolhas, seria insustentável. Apesar de acharmos esse argumento tremendamente falho, ele tem pautado muitas das decisões de investidores internacionais, e portanto merece grande atenção.

Em seguida trataremos do que temos feito diante deste mercado tão instável, as mudanças de portfólio neste último trimestre (foram diversas, em virtude das condições de mercado), e oportunidades decorrentes.

Por fim, mas o mais importante em nossa visão, discutimos os resultados mais recentes das empresas do nosso portfólio de participações e outras novidades deste universo.

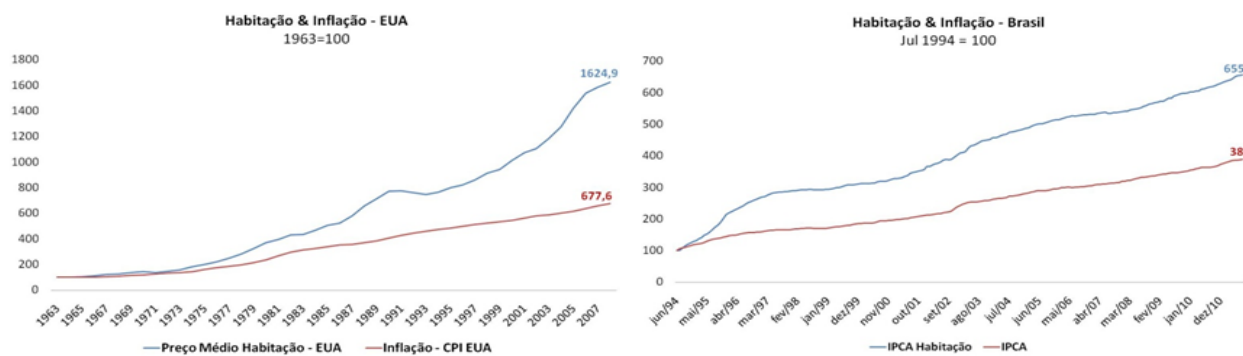
### Bolhas?

Não é novidade que a Bolsa brasileira tem um dos piores desempenhos mundiais neste ano (só perdemos para Itália, em queda de 26,5%, e claro, a Grécia, que desaba 43,5%). Entretanto isso parece contraditório com o discurso geral de que as grandes fontes de capital, grandes investidores, estão fugindo das regiões desenvolvidas e buscando alternativas de longo prazo em países emergentes. Então entra também um componente que é a grande migração de capital saindo de ações e se aninhando em renda fixa, aproveitando as seguidas altas – até recentemente – da taxa SELIC brasileira.

Assim, é intrigante a motivação que fundamenta este recente repúdio às ações brasileiras, ainda mais forte que a aversão generalizada a risco global, muito bem fundamentada devido à seriedade da situação nas grandes economias mundiais. Até pouco tempo atrás o Brasil era uma economia de enorme potencial, de grande crescimento por meio de seu vigoroso mercado interno e de muito desenvolvimento por vir. Tornou-se entretanto "bom demais para ser verdade", e suspeitas sobre a capacidade do nosso país de seguir sua trajetória ascendente tornaram-se regra nos noticiários mundiais. Após um crescimento de PIB de 7.5% em 2010, o discurso começou a se alterar. Seria esse crescimento e desenvolvimento recente todo o potencial que o Brasil tinha a entregar?

O cerne das suspeitas que rodeiam a economia brasileira está na possibilidade de terem se formado bolhas, principalmente de crédito, fomentando um padrão de consumo incompatível com a evolução da renda local, e nos preços de ativos. Obviamente não seria a primeira vez que isto acontece no mundo, como visto tão recentemente na explosão da bolha imobiliária nos EUA, ainda tão fresca na memória da grande maioria dos agentes financeiros.

Há, de fato, uma similaridade entre o comportamento dos preços no mercado imobiliário norte americano e o mercado brasileiro pós-Plano Real – considerando as grandes diferenças de prazo – como podemos observar nos gráficos abaixo. Nos dois casos, há um movimento de longo prazo (longuíssimo, no caso dos EUA) de valorização de ativos imobiliários acima da inflação, e muitos se pegam neste argumento para gritar "bolha" na direção do Brasil atualmente.



As similaridades, no entanto, param por aí.

Parece-nos inconcebível argumentar a favor da existência de bolha de crédito por aqui atualmente. Com exceção do aumento de preços dos ativos, nenhuma das características típicas da construção de uma bolha verdadeira – excesso de liquidez, operações de crédito fora do sistema financeiro, ausência de atuação do governo, transferência de risco e alavancagem especulativa – nos parece presente de forma significativa no Brasil ainda.

Hyman Minsky, economista americano que ganhou notoriedade por sua teoria sobre ciclos econômicos e crises financeiras, e que talvez seja o mais importante e melhor teórico sobre formação de bolhas que já houve (o próprio estouro de bolhas, o ponto de inflexão de ciclos, é chamado por alguns de “momento Minsky”), cita em suas obras sobre o assunto que o processo de formação das bolhas se inicia com algum choque macroeconômico que aumenta o otimismo e a confiança de investidores em lucros futuros, incentivando a demanda por crédito para aproveitar estas chances.

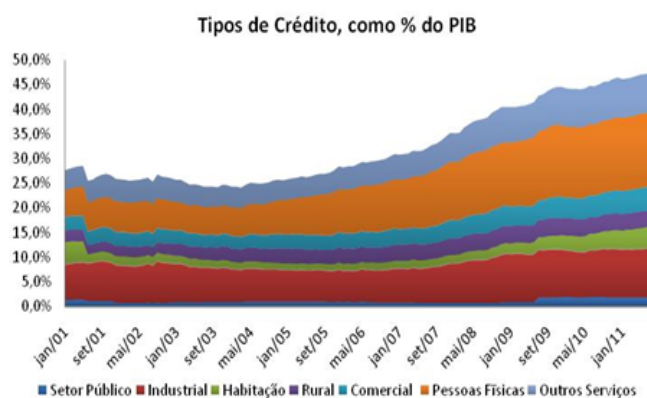
Então o aumento no crédito gera aumento da demanda, impulsionando aumentos de preços, que por sua vez tornam novos projetos economicamente viáveis, gerando mais demanda por crédito, em um sistema de feedback positivo. Comumente, governos tentam intervir e dificultar o acesso ao crédito, fazendo com que bancos criem inovações financeiras fora de seus balanços fiscais, o que ficou tão caracterizado na última crise americana como “shadow banking”. A continuidade de aumento de preços cria um movimento de euforia, no qual a aversão ao risco é continuamente diminuída.

A falsa segurança de incremento de valor dos ativos dá razão a movimentos especulativos, onde crédito – normalmente muito barato e garantido por um ativo com valor inflado pelo ciclo – passa a ser utilizado para fazer apostas de incremento de valor dos mesmos ativos, gerando uma magnânima referência circular. Os ganhos advindos destas operações puxam novos investidores a repetirem a aposta, e os valores dos ativos continuam a subir... até que não sobem mais, e toda esta alavancagem financeira desmorona e os fundamentos se estabelecem novamente.

No cerne de todo o processo está o papel do crédito como combustível de um comportamento pró-risco, retro-alimentado pela demanda que impulsiona a valorização dos ativos, incentivando mais tomada de crédito. É neste ponto que, em nossa visão, confunde-se a expansão do crédito no Brasil por bolha, quando na verdade ainda é consequência natural do crescimento da renda, e do desenvolvimento do país, e perfeitamente sob controle.

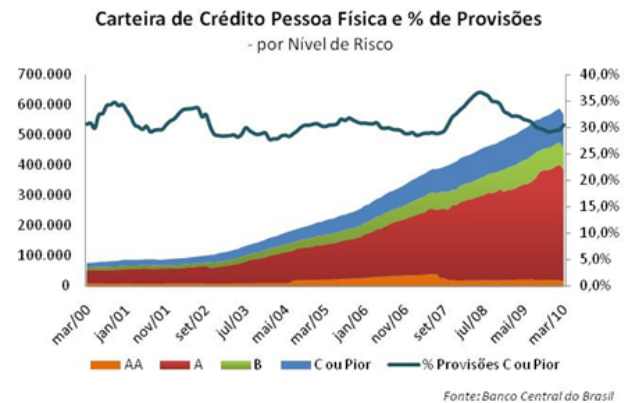
Embora a expansão do crédito no Brasil seja notável, todo este crescimento deu-se sobre uma base muito pequena, e uma baixa penetração anterior do sistema. Desta forma, o nível de penetração do crédito no PIB ainda é relativamente baixo, em torno de 45%, contra 203% nos EUA, 162% nos países da OCDE e níveis similares ao brasileiro atual em países da América Latina, Rússia e Índia.

Em segundo lugar, não se deveria falar de crédito como algo uniforme, de fonte única, uso concentrado e risco similar. Existem diversas formas de crédito, e no Brasil, não surpreendentemente, apenas uma vem ganhando participação relativa ao longo dos anos: o crédito a pessoa física, como mostra o gráfico ao lado.



Uma bolha de crédito aqui implicaria, portanto, em um crescente risco nos empréstimos cedidos ao grupo de pessoas físicas, motor do aumento de crédito como percentual do produto interno bruto. No entanto, se observarmos o gráfico da composição desta carteira por níveis de risco, veremos que pouco se alterou ao longo de toda a última década, com a participação de níveis de risco alto sendo inferior a 20% do montante total, e provisões e taxas de inadimplência em níveis bastante constantes ao longo do tempo.

Vale notar, nos gráficos a seguir, como há pouca variação mesmo na taxa de inadimplência com menos de 90 dias, equivalente a empréstimos com vencimentos mais recentes. Uma escalada neste indicador mostraria uma tendência de aumento da inadimplência média do crédito total.

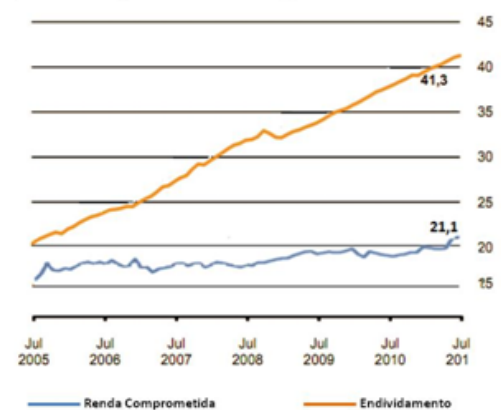


Fonte: Banco Central do Brasil

Não é só pelo lado dos cedentes de crédito – instituições financeiras – que as informações de crédito à pessoa física nos dão conforto. Também pelo lado do usuário – o consumidor tomador de crédito – há dados que mostram segurança em relação ao uso do dinheiro emprestado.

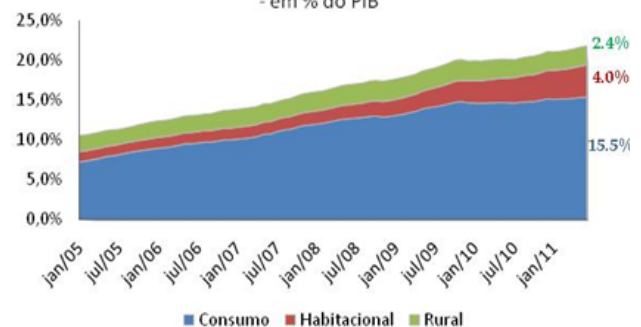
O primeiro é o nível de dívida como proporção da renda do brasileiro, bem como o percentual da sua renda comprometida com o pagamento de juros. Muito se diz do nível de comprometimento de renda brasileiro comparado ao norte-americano pré-crise de 2008, que girava em torno de 14%. Como sempre, o número fora de contexto nos diz muito pouco. A situação americana era de excesso de liquidez e taxas baixas de juros; ou seja, podia-se ter muita dívida com baixo custo de rolagem. A natureza do problema era outra – o principal da dívida a ser pago, que, no caso dos EUA, ainda ultrapassa 100% da renda média do cidadão norte-americano. No caso brasileiro, como o custo da dívida é extremamente alto, é impossível assumir muito financiamento sem rapidamente comprometer parcela relevante da sua renda. Como imaginar a tomada de crédito especulativo, fator central que caracteriza a formação de uma bolha na teoria de Minsky, que compense um custo médio de captação superior a 40% a.a?

Comprometimento da Renda e Endividamento (% da Renda) – Nova Metodologia Banco Central



Esta impossibilidade é ainda mais evidente quando observamos os tipos de crédito assumidos pela pessoa física. Olhando o gráfico ao lado, podemos identificar como a grande maioria do uso de crédito pela pessoa física no Brasil é para consumo de curto prazo. Mesmo com o crescimento acelerado do financiamento imobiliário, apenas 23% do crédito destinado à pessoa física é considerado de longo-prazo, parcela menor que a de curtíssimo prazo (vencimento em 3 meses, típica de contas de consumo pulverizado), que chega a 31%.

Crédito p/ PF, por destinação - em % do PIB



1. A taxa média de captação gira em torno de 12,5% a.a, enquanto o custo de empréstimo para a pessoa física gira em torno de 46,5%, totalizando um spread de 33%, conforme dados do Bacen para Abril/2011.

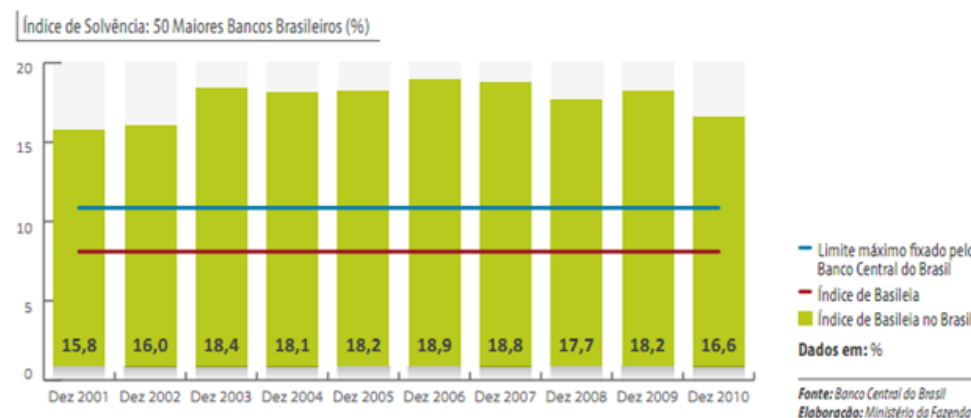
Isto significa que inexistente um risco de crédito no Brasil? Claro que não. Uma parcela baixa da renda comprometida só não representa risco caso haja, de fato, alguma renda. Um retorno da taxa de desemprego para níveis mais elevados, frente aos atuais 6.5%, geraria perdas acima das provisionadas na carteira de crédito das instituições financeiras.

Contudo também é importante notar que o sistema financeiro nacional é extremamente robusto, fortemente regulado, com índices de liquidez atuais bastante acima das exigências impostas pelo índice de Basileia. Mesmo com as adequações propostas no Basileia III, estudos mostram que, apesar de haver um grande enxugamento do capital de referência no sistema financeiro, ainda haverá folga no enquadramento dos bancos brasileiros às novas regras.

O recente “Relatório de Estabilidade Financeira” do Banco Central do Brasil ajuda a aumentar a confiança na solidez do sistema. O trecho abaixo exemplifica a solidez das instituições financeiras ao risco de crédito:

“Elevando-se o nível de inadimplência média do sistema de 3,6% (atual) até 14%, constata-se que treze IFs (instituições financeiras) ficariam desenquadradas, as quais representam 8,6% dos ativos totais do sistema”.

Desenquadradas, no caso, significa abaixo do índice de Basileia de 11% estabelecido pelo BC no Brasil, e não insolventes. O risco de insolvência é ainda menor: apenas com taxas de inadimplência atingindo 16% chegaríamos a 0.05% dos ativos do sistema sob risco de default.



Mas se tantos dados apontam a inexistência de uma bolha, de onde surge tanto receio?

Os principais argumentos estão baseados no enorme custo do crédito brasileiro, e como ele compromete parcela relevante da renda do cidadão. Como dito, esta afirmação parte de uma base de comparação um tanto injusta com os EUA, onde o estoque de dívida total e a parcela de financiamentos de longo prazo são muito mais relevantes. Ainda, durante a explosão de crédito imobiliário nos EUA que culminou na crise sub-prime, “inovações” financeiras como empréstimos com taxas de juros com desconto regressivo atraíram credores sem condições de pagar as parcelas se tais descontos fossem retirados. Foram estes credores que, marginalmente, iniciaram o processo de aumento significativo da inadimplência, que culminou com o pânico que se seguiu naquela época.

O segundo argumento é o crescimento da taxa de inadimplência, apesar da contínua redução no desemprego. Olha-se aqui um movimento pontual de curto prazo, e ignora-se a tendência de longo prazo, na qual o índice de inadimplência no Brasil mantém-se pacificamente dentro de sua média histórica. Existe uma curva de aprendizado das instituições financeiras brasileiras, e de varejistas por exemplo, que estão passando a servir uma nova classe média, e novas regiões do país. Mas não parece cabível, em virtude dos fundamentos, o argumento de que a qualidade do crédito esteja se deteriorando, e sim, o mais razoável é que as profundas mudanças pelas quais o país passa tragam desafios e necessidade de aprendizado tanto por parte dos tomadores como de quem concede crédito. Mas o sistema ainda parece claramente sólido, controlado, conservador e sub-alavancado.

Por fim, usam-se exemplos como a fraude do banco Panamericano ou os preços de imóveis em escalada contínua em São Paulo e Rio de Janeiro para argumentar problemas no sistema e euforia. Creemos que os dados apresentados sejam suficientes para mostrar que tais exemplos, ausentes de qualquer representatividade, não encontram sustentação empírica para fomentar um temor de bolha. Apenas dizer que o preço dos imóveis em São Paulo subiu muito, e portanto existe uma bolha, é um argumento incompleto. Se os preços dos ativos tem fundamento baseando seu movimento, não há como se chamar de bolha.

O crédito ainda será um dos motores do crescimento, mas na nossa visão ele ainda continuará fluindo e representando um bom catalisador para a economia nacional, e não um "mal" como parece ter se tornado na visão mais recente ao redor do mundo, obviamente muito influenciada pela crise global que tem sim parte de suas raízes em crédito descontrolado.

Enfim, com o que podemos ver nas evidências nós não acreditamos que o Brasil tenha passado por uma formação de bolha, ou que exista uma se formando hoje, mas sim por um período de desenvolvimento e crescimento dotado de fundamentos. E portanto, se as bases são sólidas, ainda vemos muito mais pela frente e confiamos que as empresas das quais participamos ainda vão tirar grande proveito do que virá nos próximos anos.

## Composição de Portfolio, liquidez e a estrutura do passivo

Em um período turbulento como o que o mercado passa nos últimos meses é válido um breve comentário sobre como estamos como empresa. Derivado de nossa obsessão pelo controle do passivo, prazos de resgate, adequação de prazos e liquidez, desde o início da empresa e com o que aprendemos em 2008, podemos dizer que estamos muito bem, principalmente pelas modificações estruturais que fizemos nos últimos anos. Vale ressaltar também que estamos com captação líquida positiva em 2011 de aproximadamente R\$ 90 MM, principalmente de investidores institucionais nacionais e estrangeiros. E por isso estamos nos aproveitando muito deste momento atual. Enquanto outros vendem, podemos comprar na crise.

Temos hoje em nossa base de cotistas pouco capital de intermediários, e os 5 mais relevantes representam hoje conjuntamente somente 10% do nosso patrimônio sob gestão. Temos relacionamento direto com uma base de mais de 700 investidores ativos. Depois de 2008, apesar da dificuldade de entendimento de alguns agentes do mercado, montamos nossa estrutura master-feeder com o intuito de proteger o fundo e sua estratégia de alocações especulativas ou de curto prazo. Com isto grande parte dos recursos novos tanto nos fundos locais (feeders) quanto off-shore está alocada em fundos com lock-up (permanência obrigatória) e limites máximos de saída por período (gates), protegendo os investidores de longo prazo daqueles desesperados ou mal assessorados.

Estas mudanças deixaram nossa empresa muito mais sólida e estável, o que nos proporciona liberdade e tranquilidade para continuarmos alocando nas empresas que consideramos as melhores oportunidades, independente de pressões de curto prazo.

Este ano, inclusive, por causa do enorme espectro de oportunidades que temos visto, continuamos com nossa estratégia de não abrir mão de ter ativos de excelente qualidade nos portfólios, com grande margem de segurança, porém que também apresentem um nível de liquidez adequado. O mercado hoje permite que tenhamos um portfolio mais líquido, com as vantagens e também conseqüências que decorrem disto, como um ligeiro aumento da correlação de curto prazo com o Índice Bovespa e menos descolamento da rentabilidade – de curto prazo logicamente.

Não deixamos de ser investidores de longo prazo, mas não somos investidores unicamente focados em small caps. Quem nos conhece e nos acompanha há alguns anos sabe disto com clareza. O nível de preços de companhias como Embraer, Suzano, Magnesita e Minerva simplesmente nos faz questionar se ativos valendo a mesma coisa, porém menores e menos líquidos, fazem sentido no ambiente atual. Em nossa visão, não fazem e há um bom tempo.

Jamais compramos ativos ilíquidos por gostar de falta de liquidez, o que adoramos são grandes descontos para valor intrínseco. E hoje isso existe em abundância.

Realizamos poucas, mas importantes mudanças no nosso portfólio de participações nos últimos meses. Em primeiro lugar vendemos duas posições: Helbor e Comgás. Ambas foram investimentos tremendamente bem sucedidos, sendo Helbor, comprada na crise de 2008, como sabem, um dos melhores investimentos de toda nossa história. E exatamente pelo seu sucesso, e pela estabilidade do preço das suas ações até Agosto/Setembro deste ano, mesmo com diversas outras ações do mercado sendo dizimadas, decidimos ser adequado vender estas duas posições para concentrar os recursos nas nossas empresas preferidas que muito caíram, e assim passaram a apresentar margem de segurança ainda maior. Usamos o capital para aumentar posições em empresas antigas do portfólio (Kroton, Guararapes, Embraer, Suzano, Minerva), bem como montamos posições em duas novas empresas, sobre as quais falaremos oportunamente.

Também alocamos caixa disponível, e de novos aportes de cotistas (detalhado mais abaixo), para aumentar as posições e montar estas duas novas citadas acima.

### Troca de Posição

Outro movimento foi uma troca tática. Ainda no início de setembro, trocamos nossa posição em ações de GP Investimentos por uma posição direta nas ações da Magnesita, sua controlada. Quando compramos GP ao longo do último trimestre de 2010, nossa visão baseava-se em uma exposição a um negócio de gestão de ativos com histórico de sucesso. Comprávamos uma carteira de ativos valiosos, composta por empresas de força competitiva relevante em seus mercados de atuação, mas com desconto através da "holding" GP. Parte relevante deste desconto sumiu, a medida que com a crise do mercado o valor dos ativos principais de GP caiu em Bolsa muito mais do que o valor das próprias ações da holding (no caso de Magnesita queda superior a -50%, contra -30% de GP).

Dentre as empresas da GP, um dos investimentos mais relevantes, tanto em termos de volume financeiro quanto de força do modelo de negócios, é certamente a Magnesita, empresa que observamos e admiramos há tempos. À época que investimos em GP, a Magnesita ainda se via envolta em incertezas quanto à estruturação de sua dívida e sofrendo com forte competição da sua maior concorrente, a europeia RHI. A empresa ainda terminava de integrar as suas operações com a LWB, em uma aquisição que lançou a empresa brasileira à posição de 3ª maior fornecedora de refratários do mundo. Neste cenário, os preços observados no mercado de ações, em nossa visão, não refletiam corretamente os riscos que observávamos naquele momento.

Hoje a situação é praticamente inversa.

As ações da Magnesita caíram 50% desde então, enquanto a empresa re-estruturou sua estrutura de capital, deu início a um novo plano de investimentos em ativos minerais que deve gerar importante valor; avançou fortemente em sua expansão internacional e consolidou-se como fornecedora global de diversos grandes grupos do setor siderúrgico mundial, mantendo ainda seu amplo domínio no mercado brasileiro.

A Magnesita, através de um alto grau de auto-suficiência no suprimento de matéria-prima para seus refratários, possui forte controle nos seus custos de produção, enquanto o restante da indústria no mundo sofre com as restrições de acesso a recursos da China – detentora de mais de 80% das reservas de minérios usados em refratários.

Tal diferencial tem embasado seu plano de expansão, que aborda as siderúrgicas oferecendo serviços de gestão de refratários. Nestes pacotes, ao invés da empresa vender o produto cada vez que o cliente necessita trocá-los (estes insumos garantem resistência térmica aos fornos industriais), a Magnesita assume todo o custo de colocação dos refratários, e cobra por tonelada de aço produzida pelo cliente. Alinham-se assim os interesses da empresa e do seu cliente, ambos focados em controle de custos e alta produtividade. Como a Magnesita é líder em custo na maioria dos clientes que atende, ela cria uma barreira de entrada significativa que permite que a empresa seja invariavelmente o fornecedor de maior relevância dentro do seu cliente. Este posicionamento tem sido o motor de

expansão da empresa nos mercados europeu e norte-americano, onde sua presença tem crescido de forma marcante.

Esta força do modelo verticalizado permite a empresa ainda estender seu negócio para outras frentes. Tradicionalmente uma fornecedora de refratários focada na indústria siderúrgica, a empresa tem crescido fortemente também em refratários industriais em geral, usados majoritariamente nas indústrias de cimento e de vidros, entre outros. Ainda, as minas que suprem as fábricas de refratários da Magnesita vendem seus excedentes para outras empresas e outros setores, aproveitando os altos preços praticados em função da escassez de oferta conseqüente das políticas chinesas de controle de minerais.

São estas características que fazem com que a Magnesita seja hoje a empresa de maior potencial dentro da carteira da GP, em nossa opinião. Como o preço de suas ações no mercado se deteriorou tanto, vimos uma opção de exposição direta ao maior potencial da carteira a preços relativamente bem mais atrativos. Julgamos que os potenciais fatores de valorização de Magnesita daqui para frente – melhorias de margens por menor pressão competitiva, maturação de investimentos em ativos minerais e de contratos de performance recentes, e recuperação da indústria siderúrgica – sejam mais diretos e de maior visibilidade que aqueles da GP, um holding complexa e um tanto mal compreendida.

## Resultados recentes e evolução das companhias de nosso portfólio de participações

Em nosso relatório de 2008, escrevemos:

“Acreditamos que a crise é muito séria. A consequência disso é que esta crise não vai desaparecer em algumas semanas, como outras no passado. Acreditamos, entretanto, que o preço de um grande número de ações na Bovespa já carrega um excesso de pessimismo não fundamentado, visto que, além da decomposição do cenário econômico, estas ações vêm passando por uma pressão de venda enorme em virtude dos resgates de fundos americanos e europeus no mercado local”.

Não temos medo de repetir as exatas mesmas palavras para a situação de mercado atual, e tampouco temos dúvida de que nosso portfólio está montado para extrair ganhos ainda muito maiores do que se seguiram nos anos de 2009 e 2010. Dito isto, esperamos que nossos comentários sobre as empresas que compõem nossa carteira passem aos nossos cotistas a mesma segurança que temos hoje em relação aos nossos investimentos.

### Embraer

A Embraer continua mostrando capacidade de retomada de receitas e pedidos. O aumento da incerteza na economia internacional foi contraposto por aumentos de margens e pedidos de aeronaves maiores, mostrando a força da empresa em se manter presente mesmo em situações como a atual. Desta forma, apesar do menor número de aeronaves entregues no primeiro semestre a Embraer conseguiu auferir o mesmo nível de receita e com melhores margens, se comparado ao mesmo período do ano passado.

A maior contribuição dos Serviços Aeronáuticos e um mix diferente de produtos foram os responsáveis. O aumento de importância do segmento de Serviços está atrelado ao crescimento natural do portfólio de produtos da companhia, especialmente no mercado executivo onde é nova entrante. Este movimento é extremamente saudável para Embraer, pois possibilita mais receitas recorrentes, com maiores margens, que giram em torno de 30%.

Enquanto o mercado executivo, menor e novo para a empresa, segue uma recuperação mais lenta, isso não acontece no segmento comercial. Nele, a retomada de pedidos está em curso. Acrescenta-se a isto o melhor desempenho da Embraer em captar estes novos pedidos se comparada a sua maior concorrente Bombardier, formando um efetivo ganho de market-share, como pode ser observado no quadro abaixo. Aqui cabe uma explicação: o índice “Book-to-Bill”, que aparece abaixo, é um índice entre número de ordens que entraram no backlog e o número de aeronaves efetivamente entregues. Ou seja, quando esta divisão é menor que 1, “queimou-se” parte da carteira de pedidos, com mais entregas do que pedidos novos. De forma contrária, quando este indicador é maior que 1, houve crescimento de backlog.

Regional Jets						
Novos Pedidos	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	12M
<b>Embraer</b>	18	37	31	40	22	130
<b>Bombardier</b>	8	6	-4	3	0	5
<b>Total</b>	26	43	27	43	22	135
Entregas	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	12M
<b>Embraer</b>	29	20	30	20	25	95
<b>Bombardier</b>	6	9	22	10	9	50
<b>Total</b>	35	29	52	30	34	145
Book-to-Bill	2T10	3T10	4T10	1T11	2T11	12M
<b>Embraer</b>	0,62	1,85	1,03	2,00	0,88	1,37
<b>Bombardier</b>	1,33	0,67	-0,18	0,3	0,00	0,10
<b>Total</b>	0,74	1,49	0,52	1,43	0,65	0,93



Para ser ter uma idéia, atualmente o backlog da canadense acumula 70 aeronaves de médio porte, em contrapartida, a Embraer possui 261 unidades na sua carteira de pedidos. Fato que demonstra o maior sucesso comercial das aeronaves da atual geração da fabricante brasileira.

Em razão da melhora operacional e do ambiente competitivo favorável no mercado de aeronaves comerciais, a empresa sentiu-se confortável para mudar o seu guidance para 2011, revendo favoravelmente a previsão de receita e de lucro operacional para o ano fechado. Isso ainda aconteceu antes da mudança recente de patamar do dólar, que beneficia as margens da companhia ainda mais. O nosso racional de investimento segue o mesmo e é balizado em 3 pilares que vem se confirmando: (i) a recuperação do mercado de aviação comercial regional, (ii) a participação crescente no mercado executivo e (iii) as novas perspectivas do mercado de defesa para a companhia.

Fato freqüente na Bolsa recentemente, as ações da Embraer sofreram queda forte ao longo dos últimos meses, apesar de resultados que reforçam nossa confiança na empresa. Com a disparada do dólar recente, boa parte desta queda foi recuperada. Ainda assim, a empresa vale hoje pouco mais da metade do que valeu no pré-crise de 2008, quando tinha ainda um leque de produtos muito mais restrito, e perspectivas de ampliação das suas fontes de receita muito mais incertas do que as atuais, com um risco de execução superior. Não temos dúvidas que Embraer pode voltar a valer ao menos tanto quanto ela já apresentou no passado, a medida que sua carteira de pedidos se recupere ainda mais, entregue resultados nos seus novos segmentos de atuação, e claro, o mercado mude de humor.

## Indusval

O banco Indusval segue implantando sua re-estruturação em parceria com seus novos sócios, representados pelo banqueiro Jair Ribeiro e o reconhecido private equity Warburg Pincus. Segundo os próprios, este último trimestre divulgado foi de “preparação da casa”, definindo os pontos que irão nortear as operações do banco daqui por diante. Neste período, a nova junta diretiva definiu a visão, missão, assim como as equipes, as metas e os planos de ação para cada departamento.

Temos certeza que grande parte dos frutos desta reformulação estratégica aparecerão somente no final do ano ou começo do próximo. No entanto, já é possível observar relevantes melhoras. O crescimento de mais de 20% na carteira de clientes do segmento corporate é uma delas. Além disso, o custo de funding já apresenta redução com uma maior diversificação das fontes de captação. Outro fato positivo a ser ressaltado é que, após as contratações e reestruturações, o custo recorrente de pessoal praticamente não se modificou, mostrando a preocupação na contenção de despesas.

O foco do banco a partir de agora está na excelência em crédito corporativo, com profundo conhecimento dos seus clientes e setores, tendo como vantagem competitiva a Sertrading que detém uma base de informações corporativas relevante, derivada de sua expertise em comércio exterior.

Com a posição de caixa e índice de Basileia muito confortáveis, se comparada aos demais competidores, o banco está em posição muito propícia para o crescimento de sua carteira de crédito, enquanto concorrentes no mesmo espaço se encontram muito apertados adequando-se às novas exigências da Basileia III. Apesar da solidez de balanço, e de todas as perspectivas, o Indusval segue valendo apenas 75% do seu patrimonial.

## Suzano Papel & Celulose

As ações da Suzano continuam sendo absurdamente penalizadas no mercado por um medo generalizado de que a empresa terá que emitir ações para adequar sua estrutura de capital frente aos financiamentos necessários para seu plano de investimentos em expansão.

Como descrevemos em nosso último relatório trimestral, não compartilhamos desta visão. Não existem consequências reais caso a empresa ultrapasse sua meta de 3,5x dívida líquida/EBITDA. Níveis mais altos de alavancagem devem ser facilmente acomodados com a geração de caixa dos projetos investidos, uma vez que se tornem operacionais. Temos plena confiança na capacidade de execução da equipe de gestão para extrair altas margens de geração de caixa destes projetos, conforme tem sido seu histórico até aqui.

Chegamos até a ver hoje argumentos absurdos de que o dólar mais valorizado prejudica a empresa, dado que cerca de metade da sua dívida está atrelada à moeda americana. Mais uma vez, ignora-se o fato de que tais dívidas possuem vencimentos muito longos – o que torna o efeito da depreciação cambial quase inteiramente contábil – e que as exportações da empresa – estas sim beneficiadas de imediato e continuamente – tendem a sofrer um impacto bastante positivo do novo patamar cambial. Não há dúvida de que o mau humor do mercado em relação a empresa está em seus níveis máximos históricos.

Os resultados do 2º trimestre ajudaram a fomentar os temores de mercado. Problemas não recorrentes na planta 2 de Mucuri após paradas de manutenção causaram perda de parte da produção de celulose no trimestre. Isso, atrelado a momentânea maior dependência de madeira de terceiros enquanto a empresa repõe seu estoque florestal parcialmente desgastado durante 2008 e 2009 aumentaram seu custo-caixa médio. O câmbio anteriormente apreciado estava causando importação maior de papel. A soma destes fatores comprimiu, pontualmente, as margens EBITDA da empresa.

O que parece ser deixado de lado é que tal margem comprimida foi de 27,5% no semestre, extremamente saudável para qualquer companhia, ou que a Suzano possui R\$ 3 bilhões em caixa, suficientes para pagar as amortizações de dívida programadas até meados de 2014, mesmo se não houvesse qualquer geração de caixa adicional. O valor de mercado atual da empresa, de R\$ 3,2 bilhões (ou R\$ 4,1 bilhões se contarmos a diluição das debêntures), é de profícuos 2,5x EBITDA 12M atual da empresa (valor de equity), ignorando todo o potencial futuro de seus promissores projetos de expansão.

Temos impressão, entretanto, que a empresa também vem sofrendo por comunicar-se de forma ineficiente com acionistas e analistas de forma geral. Em momentos de crise a comunicação precisa ser mais transparente e objetiva possível, e nenhum tipo de dúvida deve ficar sem o devido esclarecimento. A empresa, historicamente tão boa em sua comunicação corporativa, tem infelizmente deixado a desejar neste quesito justamente neste momento delicado para o mercado. Temos tentando incentivá-los a atender o mercado melhor, e assim desfazer os equívocos de compreensão que tanto pesam sobre o preço das suas ações atualmente. E seguimos confiantes e adicionando à nossa posição na empresa.

## Kroton

A Kroton mostrou através do resultado do segundo trimestre que está no caminho correto de crescimento, com recuperação aumento de suas margens. Este crescimento foi experimentado tanto de maneira orgânica – start up bem sucedido da pós-graduação EAD e aumento geral das matrículas – quanto inorgânica, com aquisições que aumentaram sua base em quase 6.500 alunos. Mesmo com a venda da SUESC, unidade deficitária no Rio de Janeiro, a quantidade de alunos do Ensino Superior ao final de julho era 98.039 contra 89.108 ao final do 1T11 (88.094 no 2T10).

A empresa adicionou 2.200 alunos aos seus cursos de EAD (Ensino a Distância) no período, chegando a 3.300 alunos. Esses cursos começaram a ser oferecidos no início de 2011 com o programa de pós-graduação em 18 cursos e nas bases de apoio (Rede de Satélites), que são as unidades de ensino superior da empresa, bem como escolas associadas do ensino básico. Como comparação, a Estácio fechou o segundo trimestre do ano com 34.000 alunos matriculados em cursos EAD, destes 31,4 mil em cursos de graduação, mas que tiveram início em 2009. Isto mostra o enorme potencial de crescimento que a empresa possui neste segmento, visto que começou este ano.

O pedido de autorização para cursos de graduação EAD, que têm maiores exigências do MEC, foi protocolado e a expectativa é iniciar oferta no 2S12. Três novas aquisições (dois grupos) ocorreram ao longo do segundo trimestre. A primeira, e maior, foi a aquisição da FAMA (Faculdade Atenas Maranhense) que conta com duas unidades no estado do Maranhão e agrega 5.000 alunos de graduação à companhia. A outra aquisição foi da Faculdade Educacional de Ponta Grossa no estado do Paraná e agrega 1.486 alunos em cursos de Direito e Administração.

Ainda em linha com a estratégia de melhoria na rentabilidade do negócio, dois desinvestimentos foram realizados no período. i) venda da SUESC, no Rio de Janeiro, que conta com 2.261 alunos – além da alienação da faculdade, o imóvel onde ela opera foi também vendido por R\$ 48,5 milhões; ii) fechamento de uma das unidades em Belo Horizonte (Guajajaras) com movimentação dos alunos para outras unidades próximas – até o momento não houve aumento da evasão dos alunos transferidos.

A empresa tem se beneficiado do Novo FIES, fundo do governo federal para financiamento ao estudante do ensino superior, que permite aos alunos de baixa renda acesso a faculdades pagas. Em 2010 o programa foi reformulado buscando aumentar a atratividade tanto para alunos quanto para as instituições de ensino (para alunos, por exemplo, taxa anual de 3,4% e para as escolas, o processo de reembolso ficou mais rápido e simples). Hoje 18,2% dos alunos utilizam o FIES e o ticket médio é 9,2% superior a média dos demais.

A empresa conseguiu, mantendo a base de alunos, aumentar o ticket médio em 7% tanto no ensino fundamental (R\$ 375,19) quanto superior (R\$ 591,54). Pós-graduação ficou estável em R\$ 158,20. Com isso, a receita líquida consolidada da empresa teve crescimento de 9% no período em comparação com mesmo trimestre do ano anterior e atingiu R\$ 168,8 milhões. No primeiro semestre de 2011 a receita foi de R\$ 363,9 milhões, 7% maior que no 1S10.

Por fim, uma vez que as despesas operacionais estão controladas e com melhorias marginais advindas de ganhos com diluição de custos, o EBITDA acumulado do primeiro semestre foi de R\$ 62,9 milhões, em linha com a expectativa de superar R\$ 100 milhões para o ano de 2011, o que deve acontecer com folga.

Em 4 de agosto a empresa finalizou o aumento de capital de R\$ 363,8 milhões (líquidos de comissões) com emissão de 19,7 milhões de novas units a R\$ 19,25 cada uma. Os recursos estão sendo utilizados no plano de crescimento orgânico e inorgânico da empresa. Hoje a empresa já tem cinco novas aquisições em processo de due diligence e, caso sejam efetivadas aumentarão em aproximadamente 36% a quantidade de alunos em ensino superior.

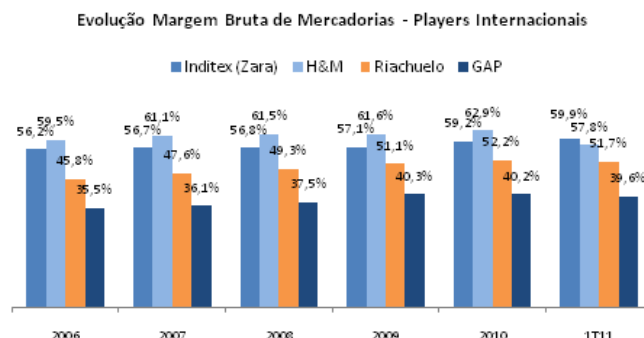
A Kroton recebeu no mês de julho prêmio anual de Empresa com Maior Evolução em Relações com Investidores da IR Magazine Brazil. Apesar de para nós, investidores de longo prazo, ser mais importante o que percebemos da empresa do que prêmios e menções na mídia, no caso da Kroton as duas coisas andam juntas. O nível de transparência e disclosure de informações é realmente exemplar, o que permite o acompanhamento de toda execução da estratégia da empresa de perto. No final, a correta comunicação é decisiva para que outros vejam na empresa as qualidades que vemos, e isso se reflita nos preços das suas ações.

## Guararapes

A Guararapes segue sendo, para nós, acionistas de longo tempo da empresa, um dos casos de maior dissonância entre valor de negócio e visão do mercado sobre ela. Mesmo em condições de mercado que beneficiaram empresas focadas no consumo brasileiro, o desconto de Guararapes sobre seus pares comparáveis continua gritantemente alto. Se adicionarmos a isto todas as perspectivas da empresa de tornar-se efetivamente o primeiro ator nacional de varejo plenamente integrado – confecção, varejo e financeira – esta distorção de valor torna-se ainda maior.

O resultado da Guararapes foi bastante positivo no segundo trimestre, com crescimento de receita (+19% 2T11x2T10) e aumento da rentabilidade. Este último como consequência das ações que a empresa vem tomando para:

- (i) integrar as operações (fluxo de informações de venda),
- (ii) melhorar a logística (novo software de controle de estoque dos CDs por sku),
- (iii) otimizar o sortimento das lojas (menos estoque por sku, mais skus e importados básicos) e
- (iv) incrementar a velocidade na produção (algumas linhas de produção da Guararapes já trabalham com lead time de seis dias).



É sempre bom lembrarmos que o segundo trimestre é historicamente forte para o varejo em geral, e em especial para os produtos que são opções para presentear em duas datas comemorativas importantes: dia das mães (maio) e dia dos namorados (junho).

Um indicador que não é divulgado, mas foi citado pelos gestores da empresa durante a apresentação de resultados, sintetiza o final esperado de todo esse processo de ganho de eficiência na loja. O IMA (índice de mercadorias antigas), que mede a quantidade de SKUs (stock keeping units, a menor medida de estoque) sem venda nos últimos 120 dias, já chegou a cair 50% em algumas lojas – esse efeito reduz a necessidade de demarcações, aumentando, portanto, a rentabilidade do negócio.

Além do crescimento de receita observado nas lojas, +14% 2T11x2T10, chama atenção uma importante expansão da margem bruta de mercadorias no período, que atingiu 55,9%, a mais alta para um trimestre na história da empresa. Desta forma, a companhia se aproxima cada vez mais da meta de igualar no longo prazo a margem bruta de players internacionais mais eficientes.

Para os próximos anos, e aí sim uma novidade bastante importante, a empresa espera acelerar o processo de expansão da rede. Revisaram para cima (de 30 para 40 lojas por ano) o plano para 2012 e 2013. Para tal, uma vez que nem todas as localidades têm potencial para receber uma loja no formato atual (2.500m<sup>2</sup> de área de venda média), dois outros formatos serão utilizados: i) lojas compactas: hoje já existem, com todas as seções e categorias da loja padrão, porém com sortimento um pouco reduzido e cerca de 1.500m<sup>2</sup>; e ii) “Riachuelo Mulher”: apenas departamentos do feminino com vestuário, calçados, lingerie e acessórios (área de venda entre 700m<sup>2</sup> e 1.000m<sup>2</sup>) – a primeira loja, e por hora única, será inaugurada em 2012.

O resultado da financeira do grupo foi ainda mais expressivo que o observado no varejo, com crescimento de 54% na receita líquida. Durante o segundo trimestre, o grupo fechou uma nova linha de financiamento com o BNDES no montante de R\$ 271,5 milhões – dinheiro que será utilizado no seu plano de expansão orgânica. Está é apenas a segunda vez que a empresa lança mão de uma linha de financiamento de grande monta e ainda assim de maneira bastante cautelosa e com linhas baratas e de longo prazo.

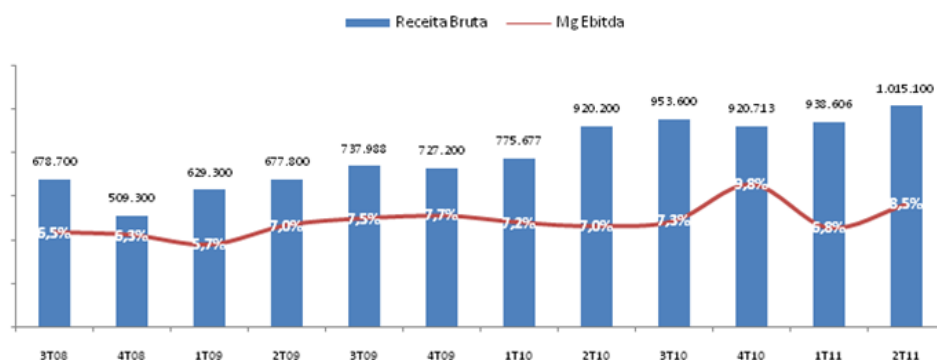
Se somarmos o valor integral da nova linha do BNDES à dívida atual da empresa temos um total bruto de R\$ 696,5 milhões. A relação Dívida Líquida/Ebitda12meses ficaria em ainda muito confortáveis 0,8 vezes.

Assim a Guararapes possui recursos sobrando para financiar seu plano de crescimento com folga, e segue sendo umas das nossas grandes preferidas, negociando a praticamente a metade do seu valor justo, entregando resultados com consistência, e executando seu plano com disciplina.

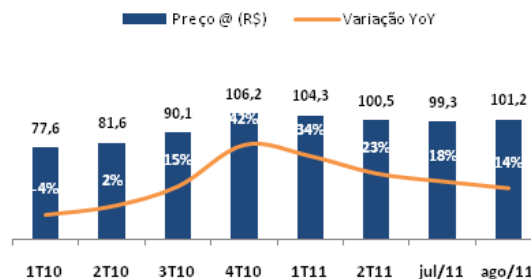
### Minerva

Em agosto fizemos mais uma visita à sede, e principal planta da empresa, em Barretos durante o IV Minerva Day. O evento propiciou uma ótima oportunidade para ouvirmos cada diretor ou responsável pelas principais áreas apresentando suas estratégias e modelos de gestão que suportam o negócio e têm gerado os bons resultados recentes. Esta oportunidade foi importante para solidificar nossa visão que estamos investidos em uma empresa focada na entrega de bons resultados, que busca posicionamento diferente de seus concorrentes (que não têm mostrado bons resultados), com gestores que passam confiança na execução dos objetivos e operando em um mercado com grande potencial de crescimento e com vantagens competitivas incontestes a nível global.

Apesar de viver um cenário desafiador da oferta de gado no país dado o crescimento da demanda interna, a rentabilidade foi satisfatória com ganhos gerados por maior eficiência na compra de gado (período de safra e compras à vista, com desconto), boa utilização da capacidade instalada (que dilui custos fixos) e eficiente alocação da distribuição de produtos, próprios e de terceiros, entre mercado interno e externo.



O preço do boi gordo, 80% do custo das mercadorias vendidas pelo Minerva, cedeu por ser o segundo trimestre o pico da safra, porém continuou em patamar elevado, 23% acima do mesmo período no ano anterior, o que prejudicou a rentabilidade bruta da empresa. Ao longo dos últimos meses as cotações seguem estáveis, no mesmo patamar de R\$ 100/@, tendo cedido mais um pouco apenas agora no fim de setembro.



Em busca de melhores preços, a empresa realizou no segundo trimestre do ano 60% das compras de boi com pagamento à vista. Nas operações de compra de gado à vista o Minerva consegue descontos em torno de 2,5% ao mês, o que gera melhor rentabilidade do caixa.

Apesar de no segundo semestre a estiagem reduzir a oferta de gado no país, os levantamentos de gado em confinamento, um deles realizado pelo Beefpoint, consultoria especializada na cadeia produtiva de carne bovina, mostram aumento forte dessa atividade.

A pesquisa, que ouviu os 50 maiores confinadores brasileiros, mostra expectativa que em 2011 a quantidade de gado confinado seja 15% maior que em 2010, auxiliando bastante na oferta dos animais para abate. Mais um indicador que corrobora a afirmação anterior é que as vendas de sal mineral e proteinado, utilizados no processo de engorda, estão na máxima histórica no Brasil.

As fazendas de confinamento da própria empresa estão com 100% da capacidade tomada (80 mil cabeças). Importante notar que o volume total esperado de oferta de gado em confinamento ainda é muito baixo no país: projeção de 1,5 milhões de cabeças em 2011 contra um abate médio trimestral de 5,2 milhões de cabeças, contudo vem evoluindo rapidamente.

O Minerva realizou importantes investimentos em capacidade, principalmente em projetos greenfield (“do zero”), nos últimos anos para preparar sua estrutura para crescer. Esse processo foi bastante diferente daquele realizado pelos seus principais concorrentes, JBS e Marfrig, que focaram crescimento em fusões e aquisições altamente alavancadas e com diversos focos geográficos e de tipo de produto.

A empresa preparou sua rede de unidades tanto em capacidade quanto em distribuição geográfica para enfrentar os desafios apresentados da oferta de gado: i) tributário, uma vez que existem diferenças na cobrança do ICMS entre estados e em alguns os frigoríficos não conseguem se creditar do imposto da cadeia, ii) problemas de ordem climática ou sanitária que afetam rebanhos em regiões específicas e iii) se beneficiar de oportunidades de arbitragem na compra de gado em diferentes localidades.

A taxa de ocupação de capacidade da empresa foi 76,7% no segundo trimestre, 4,2 p.p. maior que no primeiro. Com isso, a empresa já retomou o patamar histórico, que é benchmark dentre os frigoríficos brasileiros – a ocupação de capacidade de abate bovino do Marfrig no mesmo período foi de 64%, mesmo fechando quatro plantas de abate (4.000 cabeças/dia) que corresponderiam a 13% da capacidade total da empresa.

As vendas da empresa no mercado interno aumentaram 59% no comparativo ano contra ano e representaram 44% da receita da companhia, enquanto no 2T10 foram 34%. As vendas ao exterior, por sua vez, cresceram 5,3%. O principal fator que impacta o aumento das vendas no mercado interno é a estratégia da empresa de focar em um canal de distribuição mal explorado: pequeno e médio varejos. As vendas para esse canal representaram 60% do total do mercado interno no 2T11. A empresa tem como meta abrir um novo cento de distribuição, para explorar uma nova região brasileira, a cada trimestre. Hoje são 11 centros de distribuição em operação, conforme comentado abaixo. Recentemente anunciaram a abertura da operação de Fortaleza para este mês de Outubro.

Já faz algum tempo que o mercado de varejo de alimentos vem se redesenhando no país. Passado o período de hiperinflação, quando fazia sentido para o consumidor, principalmente de baixa renda, fazer grandes compras mensais e estocar produtos, hoje outros fatores como comodidade têm maior relevância no momento das compras. Soma-se ao anterior a maior dificuldade de deslocamento nos grandes centros urbanos (hipermercados são mais distantes das casas das pessoas) e aumento da renda do brasileiro (pode pagar mais por comodidade e qualidade/produtos frescos).

Para quantificar este movimento de mudança com um exemplo, vale citar a pesquisa anual da revista “Supermercado Moderno” que registrou pela primeira vez em cinco anos redução das vendas dos hipermercados (-5,9%) na comparação 2010x2009 – nesta mesma comparação a receita dos supermercados cresceu 12%.

Já alguns fatores que são importantes sobre as vendas do Minerva ao exterior: i) apenas uma das sete plantas da empresa está na lista de embargo da Rússia, principal destino da carne brasileira; ii) o Brasil como maior exportador de carne do mundo, e agora com apenas 3 players respondendo por 90% das exportações, é price maker para o produto e com isso tem conseguido repassar nos preços de exportação os aumentos de custos de produção locais.

A venda dos demais produtos do portfólio do Minerva (basicamente produtos de terceiros, gado vivo e alimentos processados da MDF) representou 19% do faturamento no segundo trimestre. O faturamento da divisão de outros produtos apresentou retração significativa de 24% na comparação 2T11x2T10 com forte queda da exportação de gado vivo, principalmente para a Venezuela, maior clientes desse produto. As compras do país já voltaram ao normal no terceiro trimestre e devemos ver boa melhora nos resultados dessa divisão. A MDF segue prospectando clientes para crescer. Segundo a empresa, hoje já é responsável por 70% do fornecimento de proteínas animais da rede Subway no país. A rede norte americana é a que mais cresce hoje no mundo, já ultrapassou o McDonald’s em quantidade de lojas e deverá encerrar 2011 com 850 pontos de venda no Brasil.

No mercado interno, a venda de produtos de terceiros é um dos drivers de crescimento e aumento da rentabilidade sobre capital empregado do Minerva, além de otimizar sua rede de distribuição e fidelizar os clientes ao oferecer: i) uma cesta completa de produtos de proteína animal e complementares (vegetais, laticínios, etc.) e ii) velocidade na entrega (pedidos são entregues em 24 horas). O prazo de pagamento oferecido pela empresa aos seus clientes de pequeno porte também é importante neste processo – hoje o prazo médio de recebimento são 15 dias, e a taxa de inadimplência menor que 1% - por serem tickets pequenos, e uma rede de clientes muito grande e dispersa. O sistema de distribuição da empresa conta hoje com 11 centros de distribuição que atendem até 1.259 municípios brasileiros.

Com o fim dos grandes projetos de investimento, a partir de agora observaremos um constante processo de desalavancagem do balanço da empresa. Após a captação de R\$ 200 milhões com emissão de debêntures ocorrida em maio, a dívida líquida deverá ser de cerca de R\$ 1,0 bilhão.

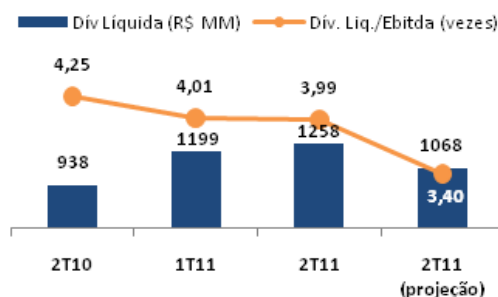
É sempre importante lembrarmos que o endividamento da empresa tem perfil de longo prazo, e o caixa atual de R\$ 614 milhões cobre 152% da dívida de curto prazo.

Outro evento importante em relação às ações da empresa foi a Oferta Pública de Aquisição dos bônus de subscrição emitidos pela empresa (BEEF11). A OPA tinha por objetivo evitar diluição do capital da empresa e foi realizada com sucesso ao adquirir no dia 31 de agosto 94,9% dos bônus em um desembolso de R\$ 18,0 milhões (R\$ 0,65 por bônus).

No caso de Minerva também é importante acompanharmos a atual situação dos concorrentes. Todo este setor passa pela mais importante transformação em décadas no Brasil, e nos parece inevitável que outros movimentos ainda aconteçam. Diversos boatos têm surgido no mercado e o momento atual é um jogo de xadrez complexo, em que fica bastante difícil prever os próximos movimentos. É justamente neste ambiente de incerteza que vemos oportunidades relevantes no caso de Minerva.

Mas o que temos certeza é que estes próximos movimentos virão em breve, e que Minerva está entre todos os seus concorrentes na situação mais confortável para sair ao final do processo mais forte e criar grande valor para nós acionistas.

As ações da empresa, no entanto, não refletem em nada tal perspectiva, colocando a empresa em um mesmo cesto com suas concorrentes, e ignorando todos os diferenciais competitivos e solidez financeira da empresa em sua avaliação. Minerva é hoje uma de nossas maiores posições, comprada a preços extremamente atrativos, e acreditamos que será um resultado semelhante ao nosso investimento em Vigor entre 2006 e 2008 quando o caso estiver maduro.



## Tempo

Neste último trimestre várias medidas foram tomadas como consequência da posse do novo CEO da Tempo, o Sr. Marcos Couto. A primeira delas foi a aprovação do plano de expansão geográfica de sua divisão comercial, contemplando todos os segmentos da Tempo Assist, com o objetivo de capturar oportunidades de negócios fora do eixo Rio-São Paulo onde a empresa era anteriormente concentrada. Ainda em 2011, serão inaugurados 4 novos escritórios comerciais. Essa estratégia foi bem sucedida para a Ace, companhia de seguros que o novo CEO anteriormente presidia.

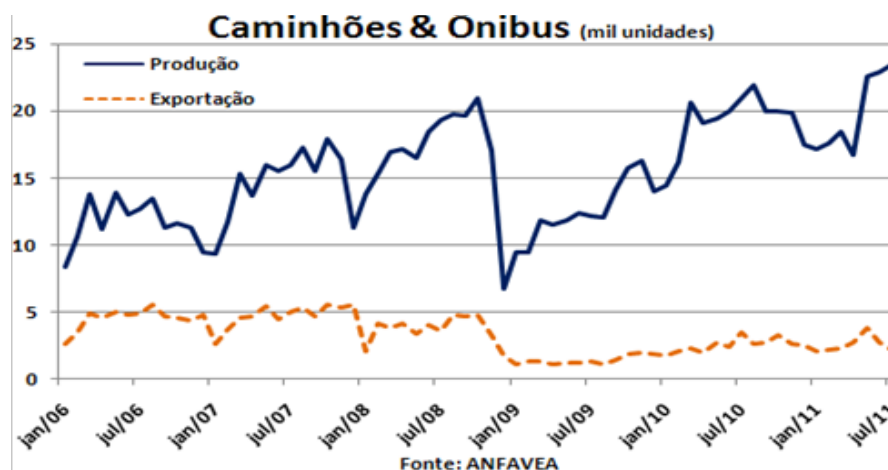
O segundo movimento foi o lançamento da nova marca Tempo Dental, unificando todas as operações de planos odontológicos da companhia sob uma única identidade comercial, já com todos os sistemas integrados. Ainda falando do segmento Odonto, houve mudança de comando com a contratação do Sr. Julio Cesar Felipe, que tem mais de 20 anos de experiência em empresas do setor como Prodente, Interodonto, Fleury e Canada Life, para liderar um processo de expansão desta linha de negócio.

A parceria com a Caixa Seguros parece estar em vias de ser finalizada, e os planos da empresa são que neste último trimestre a Caixa Seguradora Saúde esteja totalmente operacional. Com mais de 20 milhões de clientes da Caixa entre seus clientes potenciais, a nova empresa já nasce com grandes perspectivas. Somente com esta parceria seria possível esperar um Ebitda adicional gerado de ordem de R\$ 25 milhões/ano, 40% do atual, apenas pela prestação dos serviços de back-office para a nova companhia, o que contratualmente será feito pela Tempo, sem considerar a participação acionária da Tempo de 25% nesta nova joint-venture.

### Schulz

O resultado da Schulz, neste 2º trimestre, veio em linha com a retomada de crescimento consistentemente apresentado desde a ruptura pontual provocada pela crise de 2008. O mercado interno segue bastante aquecido e, apesar do cenário externo não tão animador, a empresa vem conseguindo expandir as exportações com conquista de novos clientes.

Como podemos observar no gráfico abaixo, a produção nacional de veículos pesados (caminhões e ônibus) já superou os níveis pré-crise. Isso impacta muito positivamente a divisão automotiva da Schulz, que hoje opera com 100% da sua capacidade tomada, e por isso está investindo na expansão de capacidade que deve estar operando ainda neste ano.



A receita bruta da companhia passou de R\$ 191,1 milhões no 1T11 para R\$ 231,3 MM no 2T11, um aumento de 21%. Já as exportações da companhia cresceram 38,2% no trimestre (de R\$ 20,3 milhões para R\$ 28 milhões). Além disso, a Schulz tem se esforçado para aumentar a participação de produtos usinados, que possuem maiores margens, no mix de produtos exportados. Na comparação dos trimestres (ano contra ano), o EBITDA neste segundo trimestre foi 3,2% maior, alcançando R\$ 29,2 milhões.



Esperamos elevado volume de vendas para o segundo semestre de 2011, já que as montadoras de pesados têm trabalhado no limite da capacidade, a demanda segue aquecida, e as datas de implementação do Euro-5 devem manter esta forte demanda. O Finame, linha indireta do BNDES de financiamento, desembolsou R\$ 19 bilhões em 2011 até setembro para a compra de caminhões. Assim, com demanda forte, nova capacidade operando, e mais competitiva com o patamar atual do dólar, a companhia deve ter mais uma vez no segundo semestre um período de mais recordes e boas surpresas para nós acionistas.

Agradecemos a confiança e nos colocamos a disposição,

Orbe Investimentos

## ORBE VALUE FIC FIA

### Resumo Fundo

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.

### Características

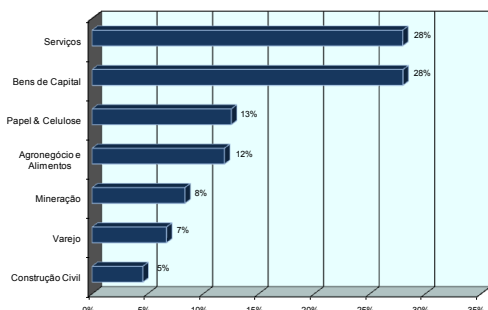
Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo.  
 Aplicação Inicial: R\$ 30.000  
 Aplicação Mínima: R\$ 10.000  
 Aplicação máxima: R\$ 300.000  
 Resgate: Cotização: D+59  
 Financeiro: D+62  
 Taxa de administração: 2,3% a.a.  
 Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o FGV-100, anualmente, com marca d'água permanente.

### 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

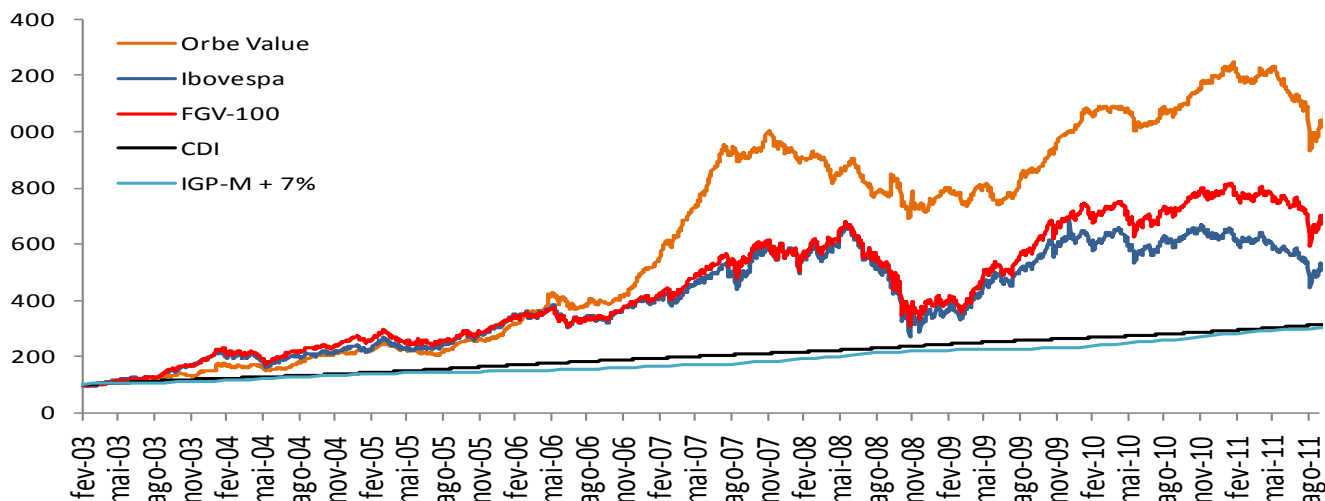
ORBE VALUE FIC de FIA	Rentabilidade	Ibovespa	FGV-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$	Rentabilidade Mensal	Orbe Value	FGV-100
Desde início (fev/2003)	908,84%	378,24%	547,46%	216,59%	-47,40%	1818,12%	Setembro/2011	-1,71%	-5,87%
Nos últimos 60 meses	161,02%	43,55%	90,10%	69,85%	-14,71%	206,03%	Agosto/2011	-5,97%	-2,52%
Nos últimos 48 meses	8,18%	-13,46%	11,34%	51,17%	0,84%	7,28%	Julho/2011	-3,45%	-5,30%
Nos últimos 36 meses	24,83%	5,62%	40,85%	35,42%	-3,13%	28,86%	Junho/2011	-4,68%	-3,51%
Nos últimos 24 meses	15,00%	-14,94%	4,36%	21,79%	4,3%	10,26%	Mai/2011	-3,33%	-0,41%
Nos últimos 12 meses	-8,06%	-24,64%	-13,59%	11,48%	9,5%	-16,00%	Abril/2010	1,51%	-0,91%
Ano de 2007	82,00%	43,65%	39,53%	11,82%	-17,2%	119,68%	Março/2011	1,33%	2,06%
Ano de 2008	-18,50%	-41,22%	-34,09%	12,38%	31,9%	-38,23%	Fevereiro/2011	-2,65%	-0,42%
Ano de 2009	35,62%	82,66%	87,65%	9,88%	-25,5%	82,02%	Janeiro/2011	-0,19%	-1,73%
Ano de 2010	18,91%	1,04%	10,21%	9,75%	-4,3%	24,26%	Dezembro/2010	2,68%	3,36%
Ano de 2011	-17,81%	-24,50%	-17,37%	8,70%	11,3%	-26,15%	Novembro/2010	4,16%	-2,53%
Setembro de 2011	-1,71%	-7,38%	-5,87%	0,94%	16,8%	-15,87%	Outubro/2010	4,59%	3,79%

### Investimento por Setor Econômico



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

### Rentabilidade Acumulada



## ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

### Resumo Fundo

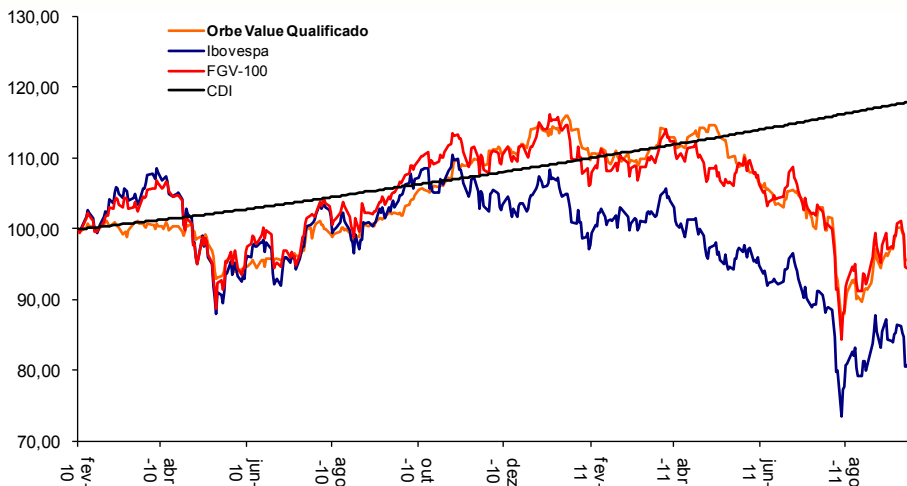
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplina visão fundamentalista.

### Características

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

### Detalhes Estrutura

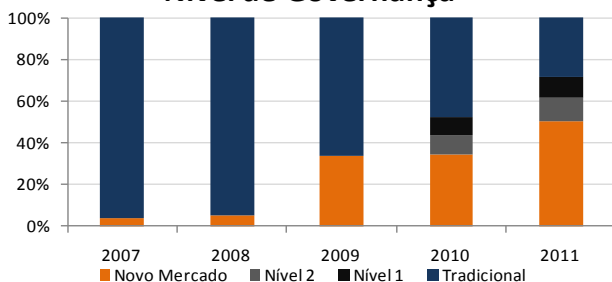
Orbe Value Qualificado FIC de FIA  
 CNPJ: 11.225.868/0001-06  
 Gestão: Orbe Investimentos  
 Administração: BNY Mellon  
 Custodia: Bradesco  
 Auditoria: KPMG  
 Código Anbid: 242.454  
 Categoria: Ações Outros



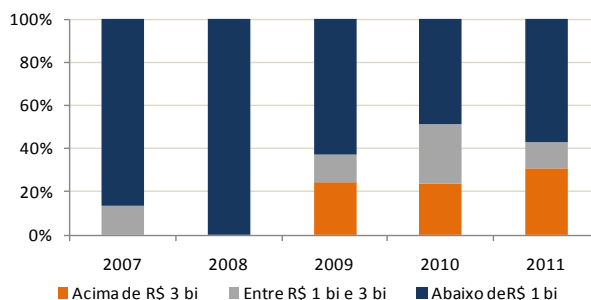
Orbe Value Qualificado	
Junho/2011	-1,46%
No ano	-17,48%
Desde o início - fev/10	-5,81%

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 40 milhões		
Patrimônio em 30/09/2011: R\$ 39 milhões		
Set/11 -1,46%	Mai/11 -3,34%	Jan/11 -0,11%
Ago/11 -6,03%	Abri/11 1,55%	Dez/10 2,82%
Jul/11 -3,41%	Mar/11 1,36%	Nov/10 4,22%
Jun/11 -4,65%	Fev/11 -2,64%	Out/10 4,55%

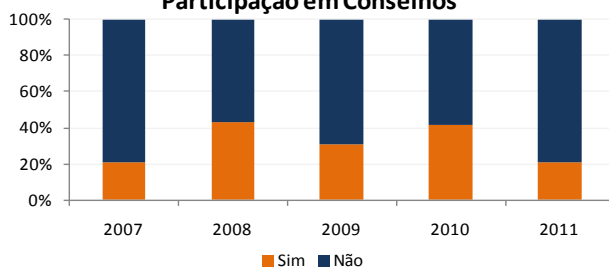
### Nível de Governança



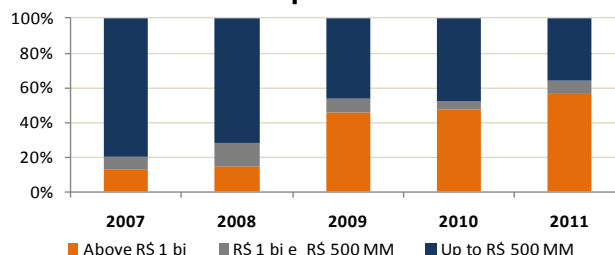
### Valor de Mercado



### Participação em Conselhos

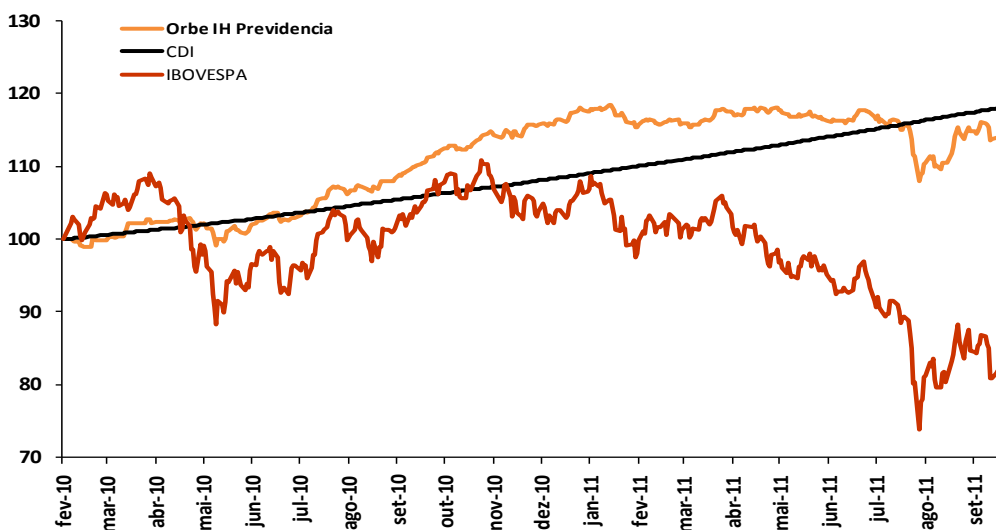


### Liquidez



## 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

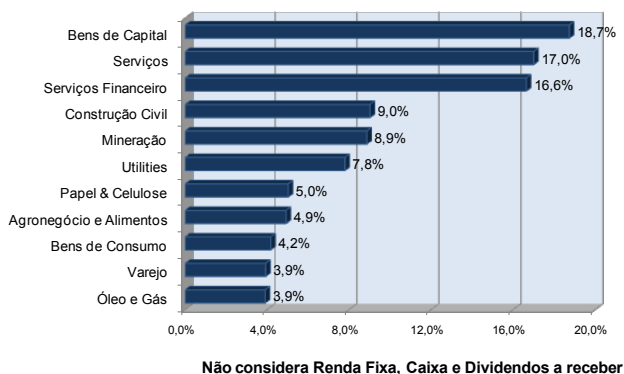
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 11 milhões

Set/11	-0,85%	Mai/11	-0,42%	Jan/11	-0,23%
Ago/11	-1,38%	Abr/11	0,82%	Dez/10	2,34%
Jul/11	-1,30%	Mar/11	0,76%	Nov/10	1,47%
Jun/11	-0,15%	Fev/11	-0,76%	Out/10	2,00%

#### ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM

Último mês	-0,85%
2011	-3,49%
12 meses	2,22%
Desde o início (fev/2010)	13,23%

### Investimento por Setor Econômico



### Composição da carteira atual:

