

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - Setembro/2012

"If I were given one hour to save the planet, I would spend 59 minutes defining the problem, and one minute resolving it." - Albert Einstein

Encerramos o trimestre vendo um mercado com humor ligeiramente melhor. As quotas do Orbe Value se valorizaram 10% no trimestre (+4,13% em Setembro). Começamos a ver uma leve retomada do interesse por ações no Brasil, e mais leve ainda pelas ações menos líquidas e óbvias. Vamos acompanhar como serão os próximos períodos, mas a manutenção deste movimento pode trazer de volta os volumes que se reduziram muito nas ações menos líquidas desde 2011, e com isso movimentos relevantes de recuperação de preços destas ações, que continuam muito mal precificadas.

Temos repetido, talvez até excessivamente, como os preços atuais de algumas ações refletem pobremente o valor das empresas que representam. Parte da repetição se dá em função da longa duração do ciclo de baixa no mercado, que, apesar de já apresentar alguma recuperação neste ano, continua a penalizar demais boas empresas em função de incertezas específicas ou macroeconômicas. Outra parte advém da nossa experiência de mais de uma década buscando ineficiências de curto prazo que geram precificações incorretas, e como nos entusiasmos ao explorar tais oportunidades.

Tal entusiasmo, presente nestes períodos de desvalorização de ativos, faz com que muitas vezes pareçamos otimistas ao pregar um descolamento entre valor justo e preços de ações. Ora, preços são reflexos das expectativas atuais sobre os fluxos de caixa futuros gerados por um ativo investido, descontados por uma taxa de retorno exigida razoável e ajustada ao risco do ativo. Suponhamos um investidor qualquer. Para cada R\$ 1 que ele aloque em ações, esperará receber amanhã o mesmo montante, acrescido de remuneração que compense uma aplicação alternativa (digamos, a poupança, que geraria cerca de R\$ 0.06 ao ano neste exemplo) mais o risco que correu ao investir nas ações de uma empresa (como um bom conservador, digamos que este investidor exigiu R\$ 0.14 adicionais para que estivesse indiferente entre a aplicação em poupança ou em ações). Ou seja, R\$ 1.20 investidos em ações em um ano equivalem a R\$ 1 nas mãos deste investidor atualmente. Quanto maior a sua propensão ao risco, menor o retorno exigido – um segundo investidor menos conservador poderia exigir apenas R\$ 1.10 como suficientes para justificar colocar sua poupança em um ativo de menor previsibilidade de retorno.

A partir disso, pode-se imaginar então que nós apenas temos expectativas melhores que a média das pessoas em relação aos fluxos futuros esperados para nossas empresas, ou que nossa propensão ao risco é maior (a taxa de retorno exigida menor) do que a do investidor comum que forma o mercado, aumentando nosso apetite por ações quando o resto não está disposto a apostar suas fichas em renda variável.

A verdade é que fazemos análises contínuas e muito profundas para determinar o tamanho e risco destes fluxos de caixa futuros para cada uma das nossas empresas, bem como quais taxas de retorno podemos esperar caso os fluxos sejam reinvestidos, e não distribuídos. Empresas aumentam o valor para seus acionistas ao alocarem seu capital a

taxas que extrapolem seu custo de oportunidade, e o nosso processo de análise tenta dissecar ao máximo os processos, projetos e pessoas que definirão o uso do caixa gerado por cada uma de nossas empresas investidas.

Desta forma, nos sentimos sempre muito confortáveis quando afirmamos que um dos nossos ativos está barato (ou inversamente, quando vendemos algum ativo, que consideramos caro ou já corretamente precificado). E também, como deveriam ser bons investidores em valor, somos em muitos casos investidores de balanços, comprando o que uma companhia tem hoje com desconto, e dando menos importância aos seus fluxos futuros, que são pouco previsíveis em diversos casos.

Nosso conforto não deriva somente do montante de trabalho e conservadorismo colocado em nossas próprias projeções e avaliações. Parte relevante desta equação advém da compreensão de quais premissas o mercado assume implicitamente nos preços praticados diariamente nas Bolsas. Poderíamos defender de forma embasada todas nossas premissas de investimento para cada uma de nossas empresas, e como a somatória delas chega a um valor muito superior ao observado no mercado. Um exercício mais válido (e mais simples do que defender nossas próprias expectativas), no entanto, é fazer a engenharia reversa: quais fluxos de caixa futuros justificariam a atual cotação de um papel na Bovespa? E quão realistas tais premissas parecem ser, confrontadas com o mundo real? Abaixo, apresentamos esta análise, de forma simplificada, para ALL (ALLL3).

ALL – Preço atual e expectativas implícitas

Um exemplo interessante para este exercício é a ALL, cujas vantagens competitivas e possibilidades de geração de valor já discutimos diversas vezes em nossos relatórios com foco qualitativo.

Seguem abaixo os principais dados das demonstrações de resultados da ALL nos últimos cinco anos:

(em R\$ milhões)	2007	2008	2009	2010	2011
Fluxo Operacional					
Receita Líquida	2,112	2,499	2,439	2,754	2,943
CMV	1,323	1,407	1,595	1,692	1,734
Lucro Bruto	789	1,092	844	1,061	1,210
Margem Bruta	37%	44%	35%	39%	41%
SG&A (despesas adm. e de vendas)	159	126	240	156	160
EBIT (Lucro antes de Juros e Impostos)	629	966	604	905	1,049
Margem EBIT	30%	39%	25%	33%	36%
IR Ajustado p/ alíquota efetiva	49	12	-255	37	-17
NOPAT (Lucro operacional após impostos)	580	954	858	868	1,066
Fluxo de Investimentos					
Variação Capital de Giro	-591	-17	38	-9	-8
Depreciação (+)	194	314	381	358	400
Capex ¹	792	636	783	868	872
FLUXO DE CAIXA DE INVESTIMENTOS	-1,188	-338	-364	-519	-480
FCFF (Fluxo de caixa livre para a firma)	-608	616	494	349	586

¹ Capex: investimentos em ativo fixo

Alguns itens precisamos destacar: o modelo de negócios monopolista² da empresa garante que sua capacidade de transporte esteja quase sempre completamente tomada, causando pouca variação de receitas, que crescem a medida que a empresa investe em sua infra-estrutura, ampliando capacidade e eliminando gargalos.

As margens também são bastante saudáveis e, exceção rápida em 2009, com a crise mundial afetando fortemente as exportações de grãos brasileiras, bastante estáveis. A empresa trabalha com um ciclo de caixa sadio, demandando pouca ou nenhuma alocação de capital de giro à medida que sua receita cresce. Por fim, seu alto volume de investimentos dos últimos anos é derivado de um forte programa de expansão de capacidade (projeto Rondonópolis principalmente), e de uma necessidade de investimentos em manutenção da ordem de R\$ 325 milhões por ano.

Por fim, é importante notar que aqui não estamos considerando como a empresa financia suas operações. Portanto, não olhamos as despesas financeiras – o custeio da dívida – tampouco dividendos – a remuneração do capital dos acionistas – como parte da equação neste momento. O fluxo de caixa livre para a firma (FCFF) é todo o caixa que as operações (menos investimentos) geram para remunerar credores e acionistas que financiam a empresa.

Nestes últimos 5 anos, as receitas da empresa cresceram (8.5% a.a.) e seu ROIC (retorno sobre capital investido) foi similar ao seu custo de capital (aprox. 10% a.a.), ou seja, a empresa não destruiu valor, apesar de um intenso plano de investimentos, situação macroeconômica desafiadora e crescente pressão de custos que todos os negócios no Brasil enfrentaram neste período.

Antes de entrarmos nas projeções, ou expectativas, precisamos adotar uma taxa de desconto para os fluxos futuros incertos. Como ilustramos no começo do relatório, precisamos descontar tais fluxos a uma taxa ajustada por risco para saber o seu valor hoje. A forma mais comum para isso é considerar como taxa de desconto o custo de capital ponderado para a empresa (WACC), que pondera o custo dos dois financiadores da empresa: credores (capital de terceiros) e acionistas (capital próprio).

A tabela abaixo calcula de forma simplista esta média ponderada dos custos de capital da ALL. As taxas de juros que ela paga sobre suas dívidas atualmente giram em torno de 13.5% a.a.. Se considerarmos uma inflação de 6% a.a., esta taxa real fica em 7.5%. Como despesas financeiras são dedutíveis do imposto, precisamos ajustar esta taxa pelo benefício fiscal gerado. Para o custo dos acionistas, ao invés de utilizarmos o modelo CAPM, ao qual já fizemos tantas críticas, podemos usar o custo de capital de terceiros como parâmetro, adicionando um prêmio pelo risco do equity de 5%, chegando assim a 12.5% a.a. Com tais premissas teríamos um WACC real de 7.7%.

WACC	7.70%
Equity/Ativo	30%
Custo Real do Equity	12.50%
Dívida/Ativo	70%
Custo Real da Dívida	7.50%
Taxa Efetiva de Imposto	25%

² O negócio de ferrovias é normalmente um monopólio natural, já que não há uma ferrovia paralela competidora nem há interesse de se criar uma, uma vez que o investimento não traria retorno ao capital investido.

Podemos então finalmente olhar para o futuro da ALL. Como exercício, vamos ignorar qualquer crescimento, qualquer novo projeto ou novos negócios. Existem apenas dois eventos que são certos e causarão alguma alteração nos fluxos da empresa: a conclusão ainda em 2012 do projeto Rondonópolis (cerca de 2.600 TKUs adicionais transportados por ano, que representam 5% a mais de capacidade para a empresa) e o início em 2013 do contrato com a Eldorado Celulose (cerca de 1 milhão de toneladas/ano - contrato take-or-pay). A tabela abaixo mostra o resultado futuro da companhia, e já inclui as projeções de margens que seriam necessárias para simular as estimativas embutidas no preço de mercado das ações (ou seja, a única coisa abaixo diferente do cenário atual da empresa são margens de lucro significativamente inferiores às atuais e históricas - explicaremos porque a seguir).

<i>(em R\$ milhões)</i>	2012	2013	2014	2015	2016
Fluxo Operacional					
Receita Líquida	2,943	3,121	3,121	3,121	3,121
CMV	2,060	2,185	2,185	2,185	2,185
Lucro Bruto	883	936	936	936	936
<i>Margem Bruta</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>	<i>30%</i>
SG&A (despesas adm. e de vendas)	177	190	190	190	190
EBIT (Lucro antes de Juros e Impostos)	706	747	747	747	747
<i>Margem EBIT</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>	<i>24%</i>
IR Ajustado p/ Tax Shield	133	140	140	140	140
NOPAT (Lucro operacional após impostos)	574	606	606	606	606
Fluxo de Investimentos					
Variação Capital de Giro	-3	0	0	0	0
Depreciação (+)	335	342	341	340	340
Capex (-)	500	350	350	350	350
Manutenção/Expansão	350	350	350	350	350
Investimentos Rondonópolis	150	-	-	-	-
FLUXO DE CAIXA DE INVESTIMENTOS	-167	-8	-9	-10	-11
FCFF (Fluxo de caixa livre para a firma)	406	598	597	596	596
Perpetuidade					7,750

Haverá um pequeno aumento de receita em 2013 em função dos dois projetos citados acima. De resto, assumimos um cenário conservador com total estagnação de receita. Com exceção de projetos novos como Rondonópolis, a empresa tende a reinvestir aproximadamente o mesmo valor da depreciação de sua base de ativos, sem causar grandes distorções na sua geração operacional de caixa. As projeções são reais, ou seja, não consideram inflação.

Aplicando a taxa de desconto aos fluxos estimados, chegamos ao valor da companhia. Para alcançarmos o valor do seu equity, ou valor das ações da companhia, precisamos ainda tirar a proporção de valor devida aos credores, que equivale ao montante de dívida atual que a empresa carrega. Esta conta está demonstrada abaixo. O valor estimado por ação está quase igual ao preço da ação ao final de Setembro:

Cresc. Perpetuidade	0%
Taxa de Desconto WACC	7.70%
Valor Presente Fluxos de Caixa (1)	R\$ 2,225.90
Valor Presente Perpetuidade (2)	R\$ 7,196.34
Valor da Firma (1) + (2)	R\$ 9,422.24
- Dívida Líquida 2011	R\$ 3,532.00
Valor do Equity	R\$ 5,890.24
Nº de Ações (em milhões)	687.664
Valor Estimado	R\$ 8.57

Podemos agora questionar as premissas que geraram tal estimativa - ou seja, o que precisaria acontecer para justificar os atuais preços das ações de forma objetiva (deixando de lado medo e incerteza). A mais gritante das premissas são as margens necessárias, muito abaixo de qualquer número observado pela empresa. Em relação às margens mais recentes, precisamos tirar ¼ da margem bruta observada em 2011, e montante similar em relação às margens médias dos últimos 5 anos.

Precisaríamos perpetuar um cenário onde a ALL opera, para sempre, com rentabilidade menor até do que a observada no seu pior ano recente – 2009, o ano onde a crise financeira de 2008 atingiu o mundo real. Mesmo o temor justificável em relação aos efeitos da revisão tarifária pelo governo já foi dissipado com a divulgação dos novos tetos tarifários (com o resultado final tendo efeito apenas marginal sobre a empresa), o que reduz ainda mais possibilidades reais que justifiquem tamanha deterioração, permanente, de margens.

Em segundo lugar precisaríamos observar a ausência de qualquer crescimento real, ao contrário do que a empresa vem apresentando ao longo de sua história (9% ao ano nos últimos 5). Vale notar que também não colocamos qualquer crescimento na perpetuidade; em outras palavras, é como se a ALL ficasse congelada no tempo para sempre, e gerando fluxos 25% menores do que ela proporciona atualmente. Cenário que é totalmente estranho para uma empresa com o time de gestores excelentes que a ALL tem, e em um negócio de logística, com tanto potencial futuro e necessidade no Brasil.

Premissas - Preço Atual de ALL em bolsa (02/10/2012)			
	Futuro	Real (média 2007 a 2011)	2011
Margem Bruta	30%	39%	41%
Margem EBIT	24%	33%	36%
Crescimento Receita (acima da inflação)	0%	3%	1%
Custo de Capital (equity)	12%		

Isto equivale a dizer que os fluxos adicionais gerados pelo projeto Rondonópolis não compensarão o capital investido, que todos os outros projetos em andamento – Ritmo, Brado, Vetria e outros – não gerarão valor algum, e que suas operações atuais são incapazes de gerar ganhos adicionais aos seus acionistas, apesar de todas as recentes

evoluções que a ALL tem mostrado neste sentido. Ou então que as reformas propostas pelo governo compensarão negativamente quaisquer valores que possam ser gerados, até o fim de suas concessões. E mesmo assim, a atuais preços de mercado, este ativo ainda pode gerar uma taxa de retorno de 12.5% para seus acionistas, além da inflação, todos os anos!

ALL talvez seja o caso mais emblemático, mas certamente não é o único. O mesmo acontece com a Schulz, onde soluções nos resultados do 1º semestre, causados por uma mudança na regulamentação dos motores de caminhão (o chamado Euro 5), que afetou e deverá continuar afetando toda a indústria até meados de 2013, parecem ser perpetuados como condição normal de operação da empresa. A Schulz, por sua vez, acaba de concluir uma importante expansão de capacidade e vem mantendo sua posição de liderança absoluta no negócio de compressores, além do invejável trabalho de redução de custos aproveitando o ambiente mais delicado, que garantiu margens muito saudáveis a despeito da queda sensível nos volumes da divisão automotiva, e vai permitir as melhores margens da história com a retomada do mercado.

Enredo parecido ocorreu com Minerva até meados deste ano, com a ação sofrendo as conseqüências de um mercado perpetuando um momento ruim do ciclo do gado. À medida que o ciclo começou a se inverter (o que deve continuar e se intensificar ao longo de 2013) e os resultados disso começaram a aparecer, as expectativas do mercado rapidamente se ajustaram para um cenário mais condizente com a realidade, causando uma apreciação de mais de 120% de suas ações neste ano.

Uma pessoa que não espere o fim do mundo para o fim do calendário Maia em 2012 (nós estamos nesse grupo) poderia claramente ver grandes oportunidades nestes ativos a estes preços. Existem sérios estudos recentes³ que mostram que estimativas implícitas em preços negociados de ações correspondem usualmente por apenas uma fração pequena dos fluxos efetivamente gerados pelas empresas nos anos seguintes – ou seja, independente de quem parece mais ou menos otimista, na realidade o mercado geralmente, em seus momentos não eufóricos, peca por um excesso de pessimismo nas suas expectativas sobre o que empresas podem criar. De nossa visão, não achamos que grande parte do mercado esteja sempre barata. Não é isso. Mas em momentos de tamanha incerteza como o atual, o mercado em seus excessos comuns acaba privilegiando fortemente empresas aparentemente mais conhecidas, líquidas e previsíveis, deixando de lado verdadeiras oportunidades. Contudo, pequenos exercícios como o de ALL tendem a mostrar como excessos podem criar oportunidades. Nós fazemos do nosso trabalho procurar os casos onde tais distorções são mais latentes, e nos aproveitamos delas para fazer nossos investimentos com as maiores probabilidades de sucesso.

O que justifica então que tais ações estejam sendo negociados no atual patamar?

Entram aqui as distorções comuns de mercado acionário, como a questão de expectativas tratada acima, e também outra que gostamos sempre de destacar: a visão esotérica e infundada de que algo que está caindo é por que é ruim, e cai mais, ou vice-versa, o que implicitamente sugere uma perpetuação de cenários atuais. A mente do ser humano é naturalmente assim, e precisamos lutar contra esse instinto. Não se consegue imaginar que ano que vem será diferente deste e as decisões de investimentos, que deveriam ser de muito longo prazo, são distorcidas pelos acontecimentos recentes e não pelo que os fundamentos dizem sobre como deverá ser o futuro.

³ Platt, H., Platt, M., Demirkan, S. (2010). Free Cash Flow, Enterprise Value, and Investor Caution. Journal of Private Equity, 13(4), 42-50.

Recompras X IPOs X Expectativas

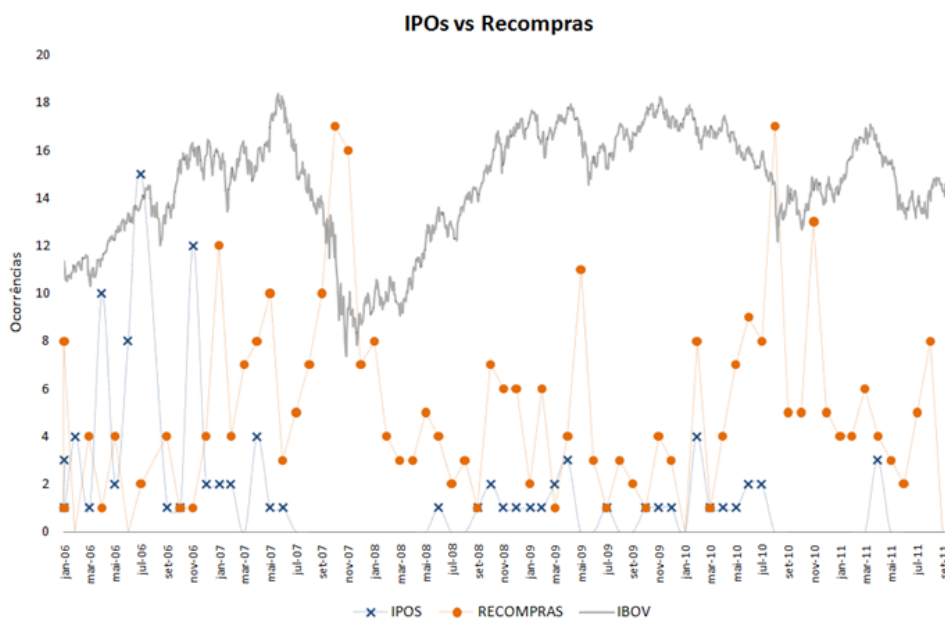
O mercado financeiro – e outros onde há concentração significativa de fornecedores estabelecidos – é um caso raro onde uma tendência de preços é retro-alimentada por seus agentes, dificultando a reversão, ao invés de facilitá-la. Em um setor comum, quando ativos caem de preço, os participantes têm mais incentivo a comprá-los (ou vender quando os preços sobem), criando assim uma resistência a movimentos bruscos de preços. Em mercados muito concentrados, um competidor que aumente preços (provavelmente à custa de market-share) tende a puxar movimentos similares de seus concorrentes, aumentando o lucro da indústria como um todo (um fator muito bem observado na indústria de mineração ao longo da última década, por exemplo).

No mercado financeiro, onde há enorme pulverização de agentes, tal fenômeno de retro-alimentação é particularmente extraordinário, porém compreensível: como preços de ações são baseados em expectativas intangíveis, uma queda indica uma mudança esperada em relação ao futuro. Como o futuro é incerto, um movimento de venda por alguém que detém uma ação (e é visto como conhecedor do ativo que possui) tende a influenciar a opinião de outros agentes, dando força ao movimento. Assim nascem tanto as bolhas especulativas, quanto as quedas desesperadas. A engenharia reversa exemplificada acima no caso de ALL é uma ótima ferramenta para entender o que é precificado pelos agentes de mercado, e assim separar o joio do trigo: entender o que são fundamentos, e o que é apenas temor e incerteza. No nosso próximo relatório trataremos do momento da reversão das expectativas dos agentes de mercado, e o grande impacto que isso costuma trazer nos preços das ações, usando como exemplo nosso bem sucedido investimento em Minerva, citado brevemente acima.

O fato é que os exageros de mercado, em seus extremos absolutos, são mais fáceis de identificar – o mesmo não acontece quando estamos no meio do caminho entre um extremo e outro, ou quando olhamos casos isolados, empresas únicas, pois estas análises vêm carregadas de opiniões específicas sobre seu futuro.

Contudo, de forma agregada, observando tendências, é bem mais fácil entender o que acontece nos mercados, e entender qual fase do ciclo tradicional do mercado estamos atravessando. O boom de IPOs tradicionalmente é um indicador de que as coisas vão bem demais: quanto mais inelástica a demanda de investidores por um ativo, maior o incentivo para que um proprietário se desfaça de parte dele. Na mão contrária, em momentos de medo excessivo, empresas conscientes e com executivos perspicazes e alinhados recomparam suas próprias ações por preços com grande desconto, na visão deles, que são os grandes conhecedores dos ativos e suas reais perspectivas, gerando mais valor de longo prazo quanto mais profundo o movimento de queda nos preços for.

O gráfico a seguir ilustra esta tendência com clareza: a cada queda abrupta do mercado, o volume de IPOs some, enquanto o número de anúncios de programas de recompra aumenta. Com tendências de alta sustentada do índice, os IPOs voltam a aumentar até a próxima queda. Programas de recompra obviamente são muito mais comuns do que anúncios de ofertas, mas a correlação da frequência destes eventos com o momento de mercado é um claro termômetro do estágio do seu ciclo.



A Orbe Investimentos é grande entusiasta de programas de recompra feitos com os incentivos corretos. Ações recompradas suficientemente baratas aumentam a nossa participação sobre o valor de uma empresa a um custo pequeno, e se mostra uma utilização de caixa da empresa que gera valor ao seu acionista. Como temos por hábito (ou mandato) comprar ações muito descontadas, é comum que empresas nas quais investimos possuam programas de recompra em execução. Atualmente, Embraer (Jan/12), ALL (Ago/11), Minerva (Dez/11), Schulz (Fev/12), Indusval (Out/11) e Magnesita (Ago/12), possuem relevantes programas em aberto. Isto representa mais da metade do nosso portfólio de participações atual! O número de programas de recompra (seria uma somatória dos pontos no gráfico acima ao longo do último ano) para nós é um ótimo indicador do nível de disparidade entre as expectativas do mercado e a visão dos empresários sobre seus fluxos futuros de caixa. Com adequada dose de ceticismo, costumamos confiar mais na opinião, e decisões, dos empresários.

A longa seca de IPOs e o crescente aumento de programas de recompra em aberto são claros indicadores para nós do que o exercício de engenharia reversa com ALL tenta demonstrar: há barganhas no mercado, criadas por incertezas e liquidez reduzida no universo de empresas menores no qual atuamos, o que gera muita volatilidade, pouca direção e enormes distorções.

Análises profundas de casos de investimento – e não do comportamento de curto-prazo do mercado como um todo – deixa uma imagem clara de perda de correlação entre fundamentos e preços. Alguns enxergam isto como risco, nós como oportunidade.

ORBE VALUE FIC FIA

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

Rentabilidade

ORBE VALUE FIC de FIA Rentabilidade	Ibovespa	FGV-100	CDI	US\$	Rentabilidade em US\$	
Desde início (fev/2003)	938,49%	440,86%	684,87%	246,46%	-42,41%	1703,16%
Nos últimos 60 meses	11,36%	-2,13%	34,97%	65,43%	10,42%	0,85%
Nos últimos 48 meses	28,50%	19,45%	70,74%	48,20%	6,08%	21,14%
Nos últimos 36 meses	18,38%	-3,81%	26,50%	33,27%	14,20%	3,66%
Nos últimos 24 meses	-5,36%	-14,77%	4,74%	21,99%	19,86%	-21,04%
Nos últimos 12 meses	2,94%	13,09%	21,22%	9,43%	9,50%	-5,99%
Ano de 2008	-18,50%	-41,22%	-34,09%	12,38%	31,94%	-38,23%
Ano de 2009	35,62%	82,66%	87,65%	9,88%	-25,49%	82,02%
Ano de 2010	18,91%	1,04%	10,21%	9,75%	-4,31%	24,26%
Ano de 2011	-19,07%	-18,11%	-10,58%	11,59%	12,58%	-28,12%
Ano de 2012	4,54%	4,27%	12,02%	6,60%	8,25%	-3,43%
Setembro 2012	4,13%	3,70%	6,34%	0,54%	-0,32%	4,47%
PL médio 12 meses	R\$ 66 Milhões					

Análise de Desempenho

	Orbe Value	Ibovespa	FGV-100
Melhor retorno mensal	16,89% abr/06	15,56% fev/05	19,12% abr/09
Pior retorno mensal	-12,03% mai/12	-24,80% out/08	-18,56% out/08
Meses positivos	76	67	74
Meses negativos	40	47	42

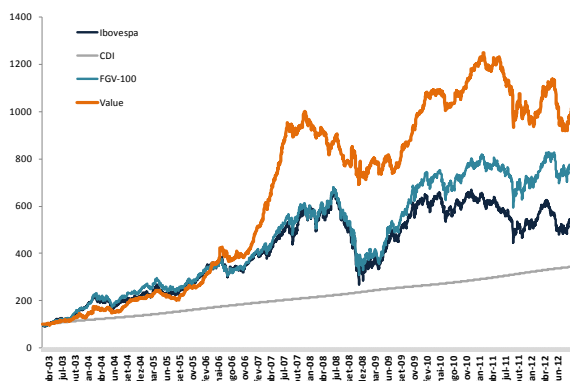
Índice de Sharpe em relação a CDI **13,72**
Correlação Orbe Value X Ibovespa **0,36**
Correlação Orbe Value X FGV-100 **0,37**

Dados a partir de fevereiro/2003

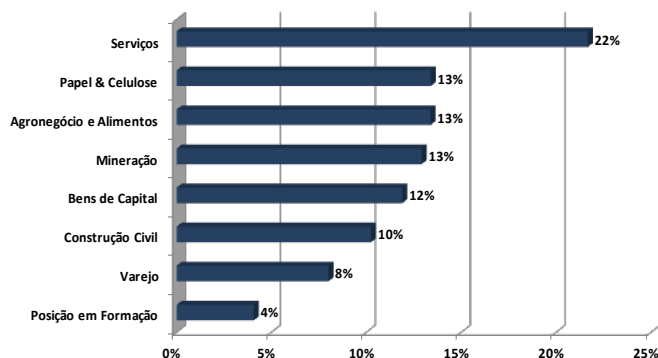
Correlação determina o grau com que a movimentação de duas variáveis é relacionada. Seu coeficiente varia de -1 (totalmente inversa) a +1 (totalmente positiva)

Rent. %	set/12	ago/12	jul/12	jun/12	mai/12	abr/12	mar/12	fev/12	jan/12	dez/11	nov/11	out/11
Orbe Value	4,13	4,73	0,88	-5,06	-12,03	2,66	1,86	8,10	0,66	2,90	-5,87	1,67
FGV-100	6,34	-1,13	0,32	-3,81	-12,57	1,41	2,40	5,22	7,08	1,80	-3,21	9,82

Rentabilidade Acumulada



Investimento por Setor Econômico



ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

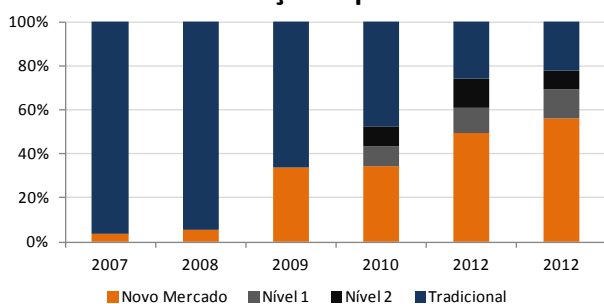
Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
<p>O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.</p>	<p>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.</p>	<p>Orbe Value Qualificado FIC de FIA CNPJ: 11.225.868/0001-06 Gestão: Orbe Investimentos Administração: BNY Mellon Custódia: Bradesco Auditoria: KPMG Código Anbid: 242.454 Categoria: Ações Outros</p>



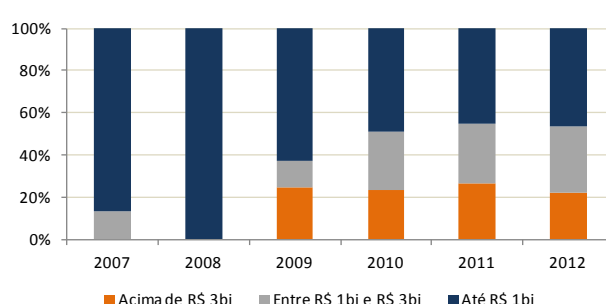
Orbe Value Qualificado	
Setembro/2012	4,16%
No ano	4,79%
12 meses	3,37%
18 meses	-13,47%
24 meses	-4,44%
Desde o início - fev/10	-10,70%
PL Médio	R\$ 39 Milhões

Rent. %	set/12	ago/12	Jul/12	Jun/12	ma/12	abr/12	mar/12	fev/12	Jan/12	dez/11	nov/11	out/11
Orbe Value	4,16	4,68	0,90	-5,02	-11,88	2,64	1,88	8,08	0,71	2,97	-5,79	-1,69
IGPM + 7%	1,56	1,57	1,91	1,23	1,59	1,42	1,00	0,50	0,70	0,57	1,07	1,10

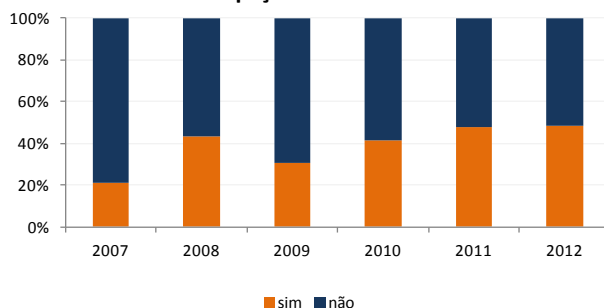
Governança Corporativa



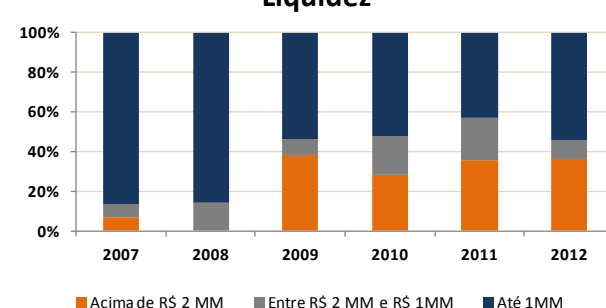
Valor de Mercado



Participação em Conselhos



Liquidez



ORBE ICATU PREVIDENCIA FIM

Resumo Fundo

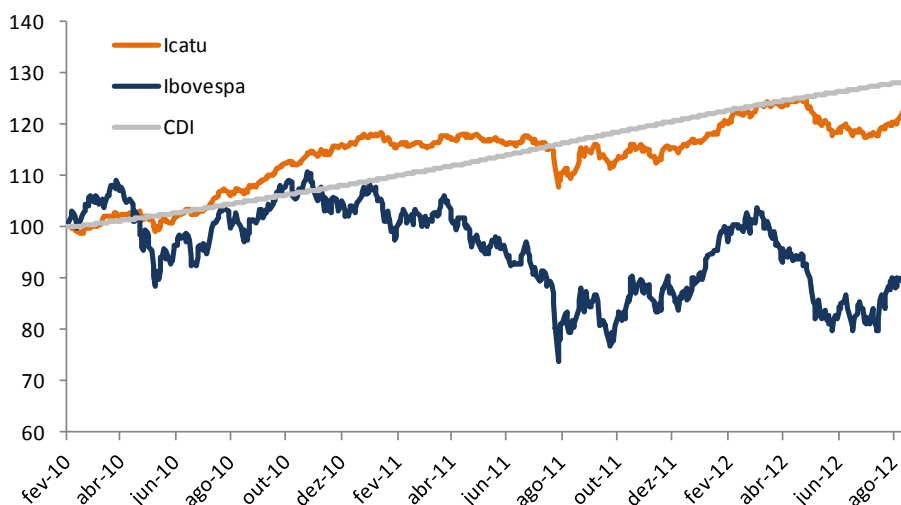
Fundo de previdência com objetivo de agregar rentabilidade diferenciada através do investimento de até 49% do patrimônio seguindo a estratégia fundamentalista de longo prazo em ações de empresas listadas na Bovespa.

Características

Público-alvo: 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

Detalhes Estrutura

Orbe Icatu 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



Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

Rentabilidade últimos 12 meses

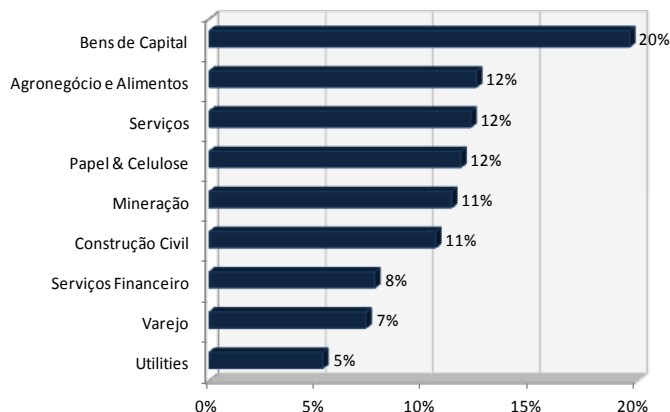
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 25 milhões

Set/12	2,31%	Mai/12	-3,72%	Jan/12	1,54%
Ago/12	2,65%	Abr/12	0,85%	Dez/11	2,07%
Jul/12	0,21%	Mar/12	1,42%	Nov/11	-1,62%
Jun/12	-1,09%	Fev/12	3,07%	Out/11	2,53%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM

Último mês	2,31%
2012	7,28%
12 meses	10,47%
Desde o início (fev/2010)	25,08%

Investimento por Setor Econômico



Composição da carteira atual:

