




Orbe Investimentos

Relatório Trimestral

1º Trimestre 2010



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



Este é o primeiro relatório trimestral completo que preparamos, seguindo a nova política de divulgação de informações iniciada em 2010. Faremos relatórios detalhados apenas trimestralmente, coincidindo com os períodos de divulgação de resultados das empresas investidas e outros mais sintéticos mensalmente.

É importante deixarmos claro que esta é a primeira mudança de formato na divulgação de informações desde que a Orbe Investimentos começou em 2002. Desde então, escrevíamos todos os meses relatórios imensos, completos e cheios de informação. A mudança para o novo formato vem não apenas por solicitações de nossos clientes, que gostariam de informações mais objetivas de tempos em tempos, mas também por uma questão de alinhamento entre a visão de longo prazo do fundo e a divulgação dos dados das empresas.

Não deixamos de escrever por causa desta alteração. Somente reduzimos o quanto faremos isso publicamente, o que nos deixa mais focados em nossas tarefas mais importantes, como buscar boas empresas e acompanhar nosso portfólio de participações. Efetivamente, preferimos usar nosso tempo para investir melhor os recursos dos nossos fundos a escrever sobre como investir melhor.

Neste relatório trimestral, discutiremos um pouco um tema ao mesmo tempo importante e desconfortável para os investidores. Tema que aparece em diversos foruns de discussão e que deveria estar sempre na mente de todos os investidores. Afinal, investimentos devem ser acompanhados e avaliados de forma comparativa, ou seja, utilizando índices de mercado, *benchmarks* genéricos?

Inicialmente partimos do que pensamos aqui na Orbe Investimentos: rentabilidade comparada é um jogo bastante perigoso. Certamente para um gestor de fundos que pretende manter seu emprego é muito melhor que sejam utilizados critérios simples e simplistas de *benchmarking*. Isso porque não interessará nunca se ele é um investidor bom ou ruim, mas o quão bom ou ruim é em comparação com médias, com um índice de mercado qualquer.

No Brasil, o índice mais óbvio para se comparar o desempenho de investimentos de renda variável é o Ibovespa. Um índice que não representa a economia real do país, muito concentrado em setores que representam apenas pequena parcela do PIB, e enormemente baseado no humor do investidor estrangeiro, que entra e sai do país de acordo com suas crenças pessoais sobre seu próprio país e o que acham que o nosso país é.

Em nossas conversas no exterior é incrivelmente comum sentarmos em mesas de negociação com grandes investidores convictos em dizer que o Brasil é um excelente país para investir porque possui reservas minerais enormes, grandes plantações de cana-de-açúcar e o maior rebanho bovino do mundo. O que não deixa de ser verdade, mas de forma alguma deveria ser uma perspectiva exclusiva para país.

Assim, voltando ao ponto inicial, muito nos assusta ver investidores brasileiros, com acesso e entendimento das informações sobre o país, tomarem suas decisões de forma comparativa e ainda pior, utilizando um indicador ineficiente e viesado. Os índices de mercado, notadamente o concentrado Ibovespa, são na maioria das vezes um referencial circular, com os ativos mais líquidos ganhando maior importância, o que os torna mais líquidos, e assim ampliando sua relevância, retro-alimentando a própria composição do indicador, e assim por diante. Torna-se uma armadilha circular.

Assim, nada significa compararmos a performance de investimentos de renda variável com índices como o Ibovespa. Nada se pode concluir, pois as variáveis passíveis de comparação são muito díspares. Um portfólio de ações, como os nossos, costuma conter poucas empresas, mas de diversos setores diferentes, pois procuramos as melhores de cada setor; propositalmente, nossa diversificação setorial é muito mais extensa do que em índices de mercado, pois queremos estar em setores pouco dependentes de fluxos externos e mais voltados à economia real.

Um portfólio de ações eficiente, em nossa opinião, não deve seguir os índices de mercado, mas sim antecipá-los em alguns anos, ou seja, deve estar hoje composto pelas empresas que ganharão representatividade nos índices no futuro, ganhando com isso rentabilidades diferenciadas e independentes de fluxos de capitais.

Esta forma de pensar um portfólio é simples, porém próxima do impraticável para a maioria dos gestores de investimentos, pois são funcionários que querem manter seus empregos. E sim, isto faz toda a diferença. A maioria está mais preocupada com a reunião semanal com os chefes e com os bônus anuais do que em fazer a coisa certa para o longo prazo. Isto é um fato, e é certamente um dos motivos para que a maioria dos fundos de investimentos no Brasil possuam estratégias e resultados tão convencionais. Resultados convencionais e fáceis de entender não precisam ser explicados, somente lidos. Todos ficam confortáveis e ninguém perde a cesta de Natal.

Se analisarmos pesquisas relativas a este assunto no mercado americano este fato é confirmado. Vemos que as melhores alocações em ações no longo prazo geram retornos médios anuais de 19% ao ano, enquanto, no mesmo período as médias de mercado tem sido de cerca de 12% ao ano. É enorme a diferença em capitalização composta que é gerada por este tipo de diferença, e isso sugere que muitos gestores de fundos de ações com resultados próximos aos índices não estão de fato fazendo seu trabalho, apesar de os clientes ficarem tranquilos. Ao longo de 20 anos, meros 12% ao ano rendem 865%, o que é ótimo. Entretanto, 19% ao ano, geram 3.143% de retorno - a diferença é gritante.

Uma questão importante, é que não podemos considerar que gestores de fundo são completamente imbecis. Não são. Existe um incentivo bem claro para agirem de forma tão convencional. Afinal, se estes dados são públicos porque então eles teimam em forçarem seus resultados a ficarem mais próximos dos índices (claro, além de sua segurança pessoal)? Foi constatado que não é por falta de capacidade de escolher boas oportunidades de investimentos, mas porque os clientes e alocadores sentem-se mais confortáveis em ficarem super diversificados, deixando os resultados mais homogêneos e sem sustos. É mais fácil de explicar um resultado comparativo e gera menos desconforto para os clientes.

Em uma pesquisa recente¹ foram analisadas mais de 9000 decisões de aplicação e resgates de fundos de ações por clientes institucionais nos EUA entre 1994 e 2003. As gestoras que tiveram mais aplicações foram as que tiveram os melhores resultados dos últimos 3 anos antes de serem contratadas: +2,9% a mais do que os índices em média. Depois da decisão os retornos nos 3 anos subseqüentes foram de pífios 0,03% acima do índice de referência. A verdade também aparece do outro lado, pois os gestores que obtiveram mais resgates tiveram nos 3 anos anteriores à decisão um retorno médio de -1% em comparação com o mesmo índice (*vale notar que não foram mal se o resultado for visto de forma absoluta*), mas após o resgate, tiveram retornos nos 3 anos subseqüentes de incríveis 4,2% acima dos *benchmarks* ao ano.

A conclusão é fácil: investidores institucionais, teoricamente sofisticados e experientes, de forma geral tem o péssimo hábito de entrar na hora errada e sair antes dos melhores retornos. Isto tem alguma coisa a ver com a performance comparativa? Claro. Afinal, fundos de ações ativos não se guiam pelos índices, e por isto possuem períodos de maturação diferentes e não-correlacionados. Aparentemente,

¹ Goyal e Wahal, 2008, The Selection and Termination of Investment Management firms by Plan Sponsor, journal of Finance

estes investidores não levaram essa pequena diferença em consideração na análise de alocação. Avaliação de qualidade de um investimento, comparando-o com índices de mercado em períodos curtos é, portanto, absolutamente ineficiente.

Para nossa surpresa estamos vendo que muitos estrangeiros e grandes investidores locais (institucionais principalmente) já perceberam o “truque do *benchmark*” e como os gestores de fundos de ações se apropriam deste truque para explicarem porque seus fundos não possuem bons retornos no longo prazo. Se analisarmos o passado até Keynes já havia percebido a influência do incentivo incorreto nas pessoas².

Em resumo, existem diversas formas de avaliar qualidade de investimentos, mas, certamente é preciso entender qual o foco, o processo decisório, riscos, prazos e a dinâmica de retornos; não só olhar para um índice de referência distorcido, fazer avaliações rasas e apresentá-las como se fosse a redescoberta da roda. Mas, a priori, alocadores e investidores institucionais são remunerados para estarem perto dos gestores e entenderem com o maior grau de precisão possível qual a dinâmica de investimento disponível em cada mercado. Não é isto que vemos acontecer. A maioria deles não faz isto, pois é incômodo, desconfortável e potencialmente enervante para quem ainda não entende a inutilidade da performance comparativa de curto prazo.

Neste relatório, além dos resultados do 4º trimestre de 2009 de diversas das empresas do nosso portfólio de participações, também trataremos de dois novos investimentos realizados recentemente, em Comgás (comentado em Fevereiro mas não explicado) e em Tempo Participações (TEMP3).

² “That is better for reputation to fail conventionally, than to succeed unconventionally.”

Orbe Value FIC FIA

Resumo Fundo

Fundo focado em comprar participações acionárias com foco de longo prazo em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão fundamentalista.

Características

Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo

Aplicação mínima: R\$ 30.000

Aplicação máxima: R\$ 300.000

Resgate: Cotação D+59

Financeiro D+62

Taxa de administração: 2,3% a.a.

Taxa de performance: 20% sobre o que exceder o FGV-100, anualmente, com marca d'água permanente.

Detalhes Estrutura

Orbe Value FIC de FIA

CNPJ: 05.382.556/0001-03

Gestão: Orbe Investimentos

Administração: BNY Mellon

Custodia: Bradesco

Auditoria: KPMG

Código Anbid: 147.370

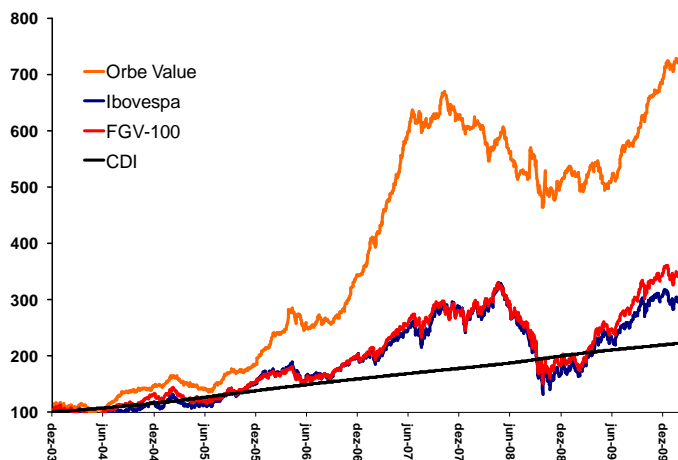
Categoria: Ações Outros

Orbe Investimentos: 11 3465-5600

www.orbeinvestimentos.com

BNY Mellon: 21 3582-3895

www.bnymellon.com.br



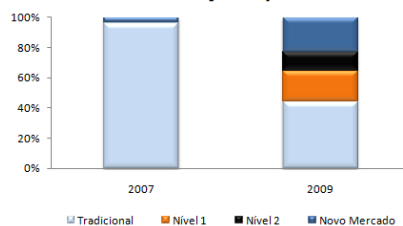
	Orbe Value	FGV-100	Ibovespa
Ultimo mês	0,08%	4,31%	5,82%
No ano	4,82%	3,14%	2,60%
12 meses	42,01%	85,97%	71,95%
36 meses	62,08%	68,60%	53,64%
60 meses	354,92%	171,82%	164,45%
Desde o início	982,05%	633,25%	543,19%
CAGR – fev/031	39,2% a.a.	32,0% a.a.	29,7% a.a.

Rentabilidade últimos 12 meses

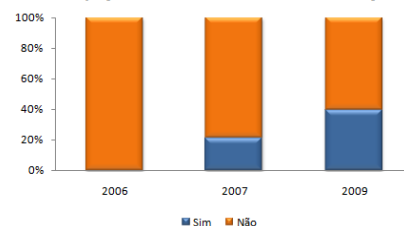
Mar/10	0,08%	Dez/09	4,26%	Set/09	0,79%	Jun/09	1,19%
Fev/10	1,39%	Nov/09	5,66%	Ago/09	6,13%	Mai/09	-6,0%
Jan/10	3,31%	Out/09	6,82%	Jul/09	7,06%	Abr/09	5,70%

Patrimônio médio 12 meses: R\$ 104,6 milhões

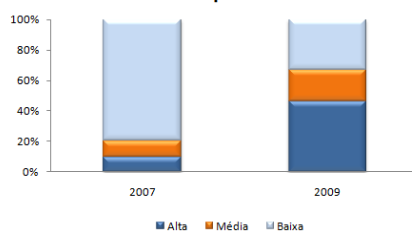
Governança Corporativa



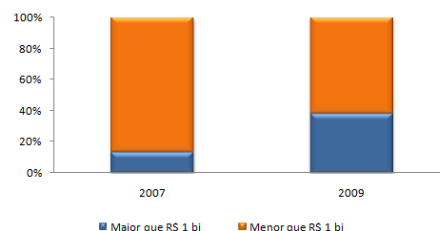
Participação em Conselho de Administração



Liquidez



Valor de Mercado



¹ CAGR: retorno médio anual composto (Compounded Annual Growth Rate)

O Orbe Value encerrou o primeiro trimestre do ano em alta de 4,82%, marcando novamente sua maior cota histórica.

O trimestre foi muito importante para o fundo, com desinvestimentos importantes e, em contra-partida, a aquisição de 3 novas participações para o portfólio: Comgás e outras 2 que serão futuramente detalhadas.

Também foi um período de notícias e acontecimentos importantes para o fundo, como os recordes históricos na produção de veículos, tanto leves quanto pesados, que beneficiaram diretamente uma parcela importante das empresas do nosso portfólio. Também notável a aquisição da IUNI pela Kroton, um movimento extremamente relevante de consolidação de mercado, na nossa opinião, realizado pela compradora com muita disciplina e diligência.

Além disso, destacamos algumas informações que passam despercebidas diante de manchetes mais interessantes para as pessoas comuns. Vamos a algumas: o consumo de gás natural no país foi de 35,7 milhões de m³ por dia de média, o que significa 25,8% a mais do que o primeiro trimestre de 2009. Já a expansão orgânica da carga no sistema de energia elétrica nacional foi de 9,5% no trimestre em relação ao ano passado, em virtude também da retomada da atividade econômica.

Estes dois últimos pontos afetam de forma significativa duas de nossas posições, Energias do Brasil (ENBR3) e Comgás (CGAS3/5). Elas também nos ajudam a confirmar um ponto que tem balizado muitas das nossas teses de investimento recentes de que o país não cresce e se desenvolve somente com aço e tijolos, mas também com serviços de infra-estrutura. Portanto, acreditamos que os investidores estão pagando preços excessivamente otimistas por ações de empresas mais glamorosas e “de crescimento”, deixando a preços excessivamente baixos empresas que, na verdade, também têm muito para crescer com o país nos próximos anos. Negócios mais estáveis e de risco operacional bastante reduzido. Empresas como Comgás e Energias do Brasil deveriam negociar com elevado prêmio em comparação com empresas de outros setores. Por causa da empolgação com crescimento do país de alguns investidores, aliada a uma falta de compreensão do impacto deste crescimento nos negócios das empresas, algumas oportunidades de investimento têm aparecido em setores pouco analisados pelos investidores de forma geral.

Novo Investimento: Comgás

Conforme já comentamos brevemente nos relatórios sintéticos ao longo do trimestre, montamos, no começo deste ano, uma posição de Comgás. A companhia tem o monopólio legal (até 2029), e natural, da distribuição de gás canalizado na região do Estado de São Paulo (de maior concentração de população e atividade econômica) e nesta área comercializa 30% de todo o gás natural vendido no Brasil.

Diferentemente do que pode parecer para muitos, é um negócio de elevado crescimento (sim, estamos falando sério). Desde a privatização da companhia (em 1999 a British Gas adquiriu o controle em um leilão do Estado), o volume de gás distribuído teve um expressivo crescimento composto anual da ordem de 10%, contra um crescimento anual médio do PIB brasileiro de cerca de 3% no mesmo período. Esse crescimento, aliado a ganhos de eficiência e escala, permitiu um crescimento do EBITDA da Comgás neste mesmo período de 25,6% ao ano.

Tudo isso feito em um período no qual passamos por diversos problemas macroeconômicos e, mais importante, por problemas com o fornecimento de gás, que era da Bolívia, fazendo o governo desestimular o consumo. Vemos com muito entusiasmo os próximos anos para a Comgás, quando veremos o país crescendo e o governo passando a estimular o consumo deste produto de forma agressiva, em virtude do nosso caminho para a auto-suficiência, consequência das novas reservas

descobertas (para esclarecimento, gás natural sai dos mesmo poços de petróleo, estes que a Petrobrás têm descoberto em abundância).

Para muitos de nós parece não fazer sentido, no nosso contexto atual, que a empresa de gás possa crescer tanto. Mas o que o nosso dia-a-dia muitas vezes não nos permite perceber é que muito do uso de gás no Brasil (dependendo da região ainda 90%) é de gás de botijões, pois a rede de tubulações de gás tinha alcance muito limitado. Apenas após a privatização das companhias, as redes começaram a ser expandidas, e a oferta de gás canalizado, mais prático e econômico, começou a ser acessível a mais indivíduos. Ainda existe um incrível espaço de crescimento, e nada parece indicar que a Comgás não consiga continuar crescendo a taxas de 10% ao ano por diversos anos a frente.

Assim, a companhia que recentemente perdeu glamour e liquidez, e parece um tanto esquecida, é uma das mais interessantes oportunidades da Bovespa. Aliada a um valuation, na nossa opinião bastante atrativo, possui um modelo de negócio pulverizado e monopolista, além de uma série de potenciais catalisadores nos próximos anos como o interesse da Petrobrás pelas distribuidoras de gás e de outros players como a Cosan.

Resultados do 4o. trimestre das empresas do portfolio

Kroton

Apesar de ter tido um resultado de 4o trimestre que surpreendeu negativamente alguns, o que vimos nos números da Kroton não passou de uma faxina geral, em sua maioria contábil, e parte integrante da atual fase de reestruturação e preparação para o crescimento pela qual a empresa passa após a entrada da Advent International (fundo de Private Equity) como acionista.

Na prática, a novidade mais relevante da Kroton foi a aquisição da IUNI, em nossa opinião um dos maiores e melhores alvos de consolidação que havia no mercado. Não só pelo preço pago, que se não foi uma pechincha, certamente não foi inadequado dada a relevância do ativo e sua qualidade, como também pelos benefícios estratégicos e operacionais que a operação trouxe. Com a compra, a Kroton praticamente dobra de tamanho, alcançando 84 mil alunos e ficando em 4º lugar no ranking de maiores grupos do Ensino Superior. Sua receita líquida pro-forma em 2009 seria de R\$ 612 milhões.

As operações da IUNI contam com as marcas UNIC (Mato Grosso), UNIME (Bahia) e FAMA (Amapá e Pará). Possui um ticket médio líquido de R\$ 542 por mês, um valor *premium* nas cidades em que opera. Apresentou taxa média de crescimento anual de alunos entre 2006 e 2009 de 17%, fechando o último exercício com margem EBITDA de 23%. A compra permitirá diversos ganhos de sinergia, como unificação de cargos executivos, centros acadêmicos e maior poder de barganha com fornecedores. Os valores estimados para elas são de R\$ 20 milhões anuais, com a maior parcela capturada a curto prazo.

Além disso, um dos grandes benefícios da aquisição é o fato de as faculdades estarem em áreas geográficas totalmente complementares. Concomitantemente a isso, permitirá à compradora utilizar as melhores práticas da adquirida, principalmente no que diz respeito à captação de alunos, custos administrativos reduzidos e um modelo curricular híbrido, com utilização de EAD (ensino a distância) em parte do curso de graduação, aumentando assim a rentabilidade do negócio. Por tudo isso, achamos que a aquisição é um divisor de águas na história da Kroton, sendo muito positiva no longo prazo.

Gostamos de lembrar que o Ensino Básico, que em 2009 representou 30% da receita líquida, com 265 mil alunos em 720 escolas associadas, tem mostrado ótimo crescimento, possui uma margem bem interessante e é um negócio com muito valor. Além do crescimento para o mercado privado, a partir deste ano a empresa passa a atuar no mercado de escolas públicas, já tendo acrescentado com isso 24 mil alunos no início deste ano.

Por fim, a Kroton tem trabalhado em todas as frentes de negócio para melhorar seus resultados, tendo contratado inclusive a Consultoria INDG para melhorar uma série de processos. Se isso tudo realmente

for bem feito, podemos esperar resultados muito bons a partir de 2010 e em maior grau 2011. Com a compra da IUNI e a incorporação de suas melhores práticas, 2010 será o ano mais importante na vitoriosa história da empresa até aqui. Assim, continuamos confiantes que às cotações atuais, a empresa negocia na Bovespa com desconto significativo em relação aos seus pares e seu valor intrínseco.

As ações de Kroton acumulam queda de cerca de 10% no ano. Acreditamos que este movimento é pontual, porque há um grande vendedor – possivelmente um ex-executivo que se desligou da companhia no final do ano, ocasião em que suas ações também ficaram liberadas para negociação.

Empresa	Kroton	Anhanguera	Estacio	SEB
Receita Líquida 2010E	616.000	1.039.000	1.049.000	462.000
Valor Mercado Atual	1.000.000	3.000.000	1.650.000	950.000
EV/EBITDA 2010	8,9	16,8	12,5	10,9
EV/EBITDA 2011	6,4	12,0	11,0	9,4
EV/EBITDA 2012	5,0	8,7	8,5	7,8
P/L 2010	13,4	31,2	17,3	16,9
P/L 2011	11,0	18,9	14,1	13,8
P/L 2012	8,0	11,2	10,7	11,0

Fonte: Bradesco

Na tabela acima, inserimos uma análise recente do Bradesco sobre o setor. O Bradesco iniciou sua cobertura do setor de educação em setembro/2009 com um relatório muito detalhado. É interessante notar como a análise de uma mesma equipe posiciona as empresas em números de forma tão distinta. Kroton está subavaliada quando comparada às concorrentes, mesmo tendo várias vantagens qualitativas em nossa visão. Como sempre, esperamos que com o tempo o valor de Kroton alcance o das concorrentes.

Bematech

O ano de 2009 começou e terminou em condições totalmente diferentes para a Bematech. Enquanto no início do ano o medo da crise fez com que as vendas caíssem muito, no final a empresa já demonstrava volumes recordes de impressoras fiscais, receitas de software e serviços. Ao longo do ano pôde se perceber uma evolução constante nos negócios da companhia, que terminou com boa rentabilidade, além de indicar perspectivas bastante interessantes para 2010.

A margem EBITDA do 4T09 chegou a 21%, ainda abaixo do que acreditamos que a companhia tenha potencial de apresentar, principalmente com a boa evolução sendo demonstrada pela área de *software*. As receitas recorrentes em *software* e serviços são parte cada vez maior da receita, o que é muito positivo para dar maior estabilidade ao negócio e em linha com nossa visão sobre o futuro da Bematech. Os custos ainda estão inchados por rescisões e integrações em curso de empresas adquiridas, o que acreditamos ter melhora consistente ao longo dos próximos trimestres.

No ano passado, também houve algumas mudanças na Gestão Executiva, integração e incorporação de várias empresas e captura de sinergias devido ao fim do processo de pagamento pelas aquisições feitas. Uma das principais mudanças foi a saída do CEO e co-fundador, Marcel Malczewsky, com sua ida para o Conselho de Administração. Quem assumiu seu lugar foi o Vice-Presidente de Operações, Carlos Costa Pinto, que vinha fazendo um ótimo trabalho desde sua entrada em 2007. Em nossa opinião, a mudança foi positiva, pois a tendência é que se dê mais atenção para os custos e despesas operacionais, já que o *background* do Sr. Carlos é de Operações. Também houve a contratação da Sra. Monica Molina para Diretora de Relações com Investidores, egressa da antiga Datasul, e que tem um histórico muito bom na

estruturação de áreas de RI. Estamos muito otimistas com as medidas colocadas em prática pelos novos executivos.

Por fim, seu caixa líquido terminou o trimestre em cerca de R\$ 50 milhões, o que abre espaço para futuras aquisições que complementem a atuação da empresa. Considerando a melhora consistente dos resultados, que deve continuar ao longo de 2010, as perspectivas de crescimento e a posição competitiva, em nossa opinião, a empresa está extremamente subavaliada no mercado, razão pela qual confiamos muito no resultado de longo prazo deste investimento de nossa carteira de participações.

Na próxima assembleia, haverá algumas mudanças no conselho de administração da Bematech. Provavelmente o conselho voltará a ter 7 representantes, tendo entre seus membros os fundadores, representantes dos Angels (investidores pessoa física) que apoiaram a companhia no início, Vilar (ex-presidente da Votorantim Cimentos) e o Luiz Eduardo Baptista Pinto da Rocha (presidente da Sky) – este último chega agora ao Conselho da companhia e com certeza terá muito a agregar com sua experiência em serviços.

Schulz

A Schulz é a companhia mais antiga em nossa carteira atualmente. Compramos nossa posição no fim de 2004 quando a companhia valia cerca de míseros R\$ 60 milhões. Desde então a Schulz terminou seu processo de reinvenção entrando de forma extremamente bem sucedida em um novo negócio, multiplicou seu tamanho e atualmente já tem um valor de mercado de cerca de R\$ 400 milhões. Ainda assim, temos convicção de ser um das melhores oportunidades da Bolsa, pois um valor razoável para esta companhia em nossa opinião é da ordem de grandeza do dobro do atual.

Dois mil e nove não foi diferente dos anos anteriores. Com grande parcela de sua receita atrelada à venda de autopeças para pesados, e a outra parte no segmento de compressores, a Schulz acabou de terminar relevantes investimentos na expansão de seu parque fabril.

Durante a crise, a gestão da companhia atuou com muita propriedade, fez os cortes necessários, investiu em novos produtos e modos de atender ainda melhor seus clientes e conseguiu passar de maneira bastante saudável pela crise. Junto com isso, inaugurou uma filial no Nordeste para atender melhor o pujante mercado da região, especificamente com os seus compressores que atualmente detém cerca de 70% do mercado nacional.

Damos muito valor para companhias com estrutura financeira saudável e gestão conservadora. A Schulz nunca deixou sua alavancagem financeira chegar a níveis preocupantes, sempre manteve relevante posição em caixa, conhecendo seu mercado e sabendo de sua volatilidade em alguns períodos. Assim, a empresa pôde, mesmo fazendo os cortes necessários, manter seus principais talentos, mesmo que para isso fosse necessário sacrificar uma pequena parte de suas margens no curto prazo.

É óbvio que a companhia sofreu durante o ano, independente das medidas anti-cíclicas do governo em relação ao IPI e financiamentos do BNDES para caminhões, o mercado sofreu, e a Schulz junto. Suas vendas se retraíram cerca de 25% e a margem não foi tão positiva quanto em 2008 (quando apresentou as melhores margens brutas da história). Toda essa queda foi muito concentrada no primeiro semestre, mas no último trimestre a empresa já teve receitas comparáveis com as de 2008, mesmo com preços naturalmente menores por conta das matérias primas mais baratas. Com toda essa complexa conjuntura, a Schulz ainda conseguiu gerar caixa e entregou no ano completo um Ebitda de R\$ 63 milhões.

As perspectivas são bastante positivas. O mercado vem melhorando trimestre a trimestre, tendo sido o primeiro trimestre de 2010, recorde na produção de veículos pesados no Brasil, e a Schulz vai capturar este crescimento.

Com a indiscutível qualidade de seus produtos e projetos, é importante entender algo de seus processos. A Schulz quando consegue novos clientes ou novas peças de seus clientes atuais, costuma primeiro produzir a peça bruta e com o tempo agregar valor com a usinagem. Deste modo, é natural conforme a companhia ocupa uma nova capacidade, ter margens relativamente menores, e aos poucos elevá-la a níveis históricos (ou melhores, por causa da melhor produtividade das novas capacidades).

A empresa começou a encher sua capacidade na nova área de autopeças, que havia sido inaugurada logo antes da crise, e deve acabar de fazer isso durante o primeiro semestre de 2010. Sendo assim, conhecendo a empresa há anos e tendo acompanhado as mais diversas transformações e expansões, confiamos plenamente na gestão e mesmo já tendo expressiva rentabilidade com a valorização do preço de suas ações em bolsa, acreditamos ainda haver, como já comentado, um enorme potencial para suas ações.

Banco Indusval

O resultado do Indusval no 4T09 já mostrou melhora em alguns indicadores. Apesar de não mostrar crescimento da carteira de crédito, a queda no nível de inadimplência, somada à queda nos custos de captação e a recuperação de alguns créditos vencidos permitiram um lucro líquido positivo no trimestre mesmo que num patamar ainda reduzido. Apesar da melhora da inadimplência, o ainda alto nível de créditos atrasados e um caixa livre em nível elevado não permitiram ainda um resultado nos níveis históricos apresentados pelo Banco.

O indicador Operações de Crédito/Ativos Totais ficou no patamar de 60%, baixo para um banco deste nicho de mercado, enquanto o índice de Basiléia em 22,5% corrobora o conservadorismo que tem sido a marca registrada do Banco desde o final de 2008. A gestão, escaldada com a crise, adotou postura muito conservadora em 2009, o que apesar de correto na nossa opinião, reduziu a rentabilidade no ano. Esta postura está sendo revista para os próximos períodos em vista da evidente melhora da condição econômica do país.

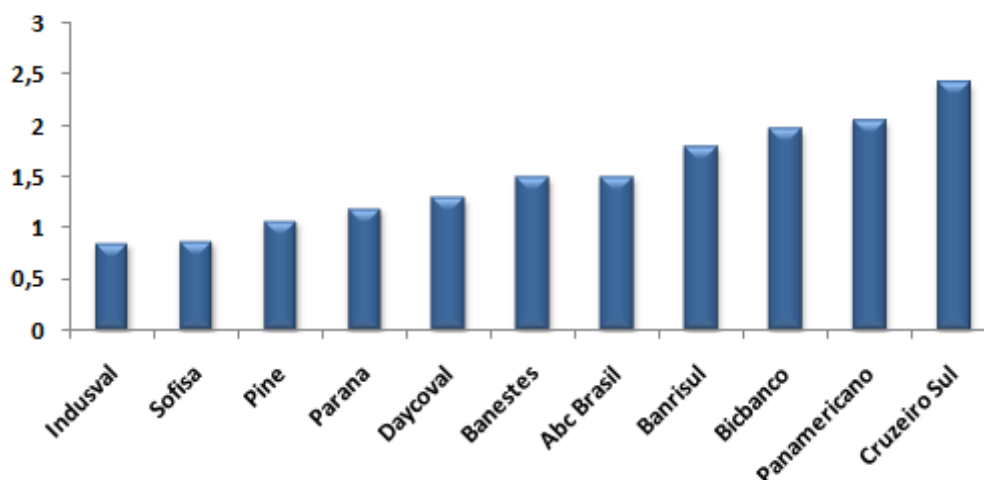
A PDD total do balanço manteve-se no patamar de R\$ 133 milhões no 4T09, como havia sido no 3T09. Isso acontece porque apesar da provisão feita no trimestre, houve recuperação de créditos vencidos, que zerou a evolução do indicador. O total de PDD sobre os NPL (*non performing loans*) de 60 dias está em 138%, o que é um indicador de conservadorismo enorme, pois mesmo que se considerassem todos os créditos em NPL atuais perdidos, ainda assim haveria “sobra de PDD” para novos casos problemáticos.

Os Depósitos a Prazo médios, incluindo DPGE (depósitos a prazo com garantia especial), cresceram no trimestre, devido às despesas de juros e às captações feitas no fim do 3T09, que carregaram a média apenas agora. O DPGE passou a representar 40% dos depósitos e 28% da captação total. Praticamente todos os depósitos do banco atualmente possuem cláusulas de não-liquidez, o que é fundamental para dar segurança em eventuais crises futuras.

Valendo 80% do valor patrimonial e com um *dividend yield* acima de 7%, estamos muito tranquilos quanto ao nosso investimento em Indusval, que possui uma margem de segurança muito grande e sobre o qual temos ótimas perspectivas no médio e longo prazo, conforme a carteira de crédito retome o crescimento ao longo deste ano. Veja no gráfico abaixo uma comparação do preço/valor patrimonial com outros bancos médios.

A assembléia de Indusval será nos próximos dias e acreditamos que será instalado o conselho fiscal no banco, com nosso apoio, sempre com o objetivo de aprimorar a transparência e governança.

Comparativo de P/VPA dos Bancos Médios



Fonte: Orbe Investimentos e Econômica

Karsten

O resultado da Karsten teve vários pontos positivos neste quarto trimestre de 2009, principalmente no que diz respeito ao capital de giro e reduções de estoques de R\$ 11 milhões em relação ao 4T08. As Contas a Receber foram reduzidas em R\$ 32 milhões, o que liberou muito caixa para a companhia reduzir seu nível de endividamento.

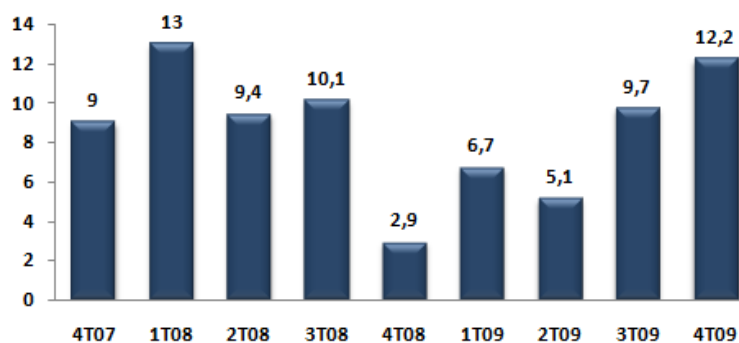
No 4T09, a Receita Bruta no mercado interno subiu 6,1%, com volume 5,2% maior. No ano, a evolução do mercado interno foi de 9,3%, com receita 5,5% maior. As exportações novamente carregaram a receita para baixo, o que fez com que no Consolidado a receita no ano fosse 1% menor que em 2008. No 4T09, as exportações representaram apenas 5% da receita.

Houve ainda um aumento considerável na margem bruta, de 9,4% em relação ao 4T08 e 9% em relação ao 3T09; o principal fator responsável por isso foi a mudança na contabilização da depreciação, de acordo com a nova lei contábil, o que fez com que a empresa aumentasse a vida útil estimada de seus bens, melhorando assim seu resultado operacional, mas sem impacto no EBITDA. Não fosse isso, a margem bruta seria de 33%, ainda assim acima do 4T08 e 3T09.

Além da margem bruta, houve melhoras expressivas nas despesas de vendas, gerais e administrativas, que caíram 29% em relação ao 4T08.

Isso permitiu que a Karsten apresentasse EBIT (lucro operacional) de R\$14,7 milhões, com margem de 16,8%, maior em muito tempo para a empresa e um importante sinal de recuperação da crise. O EBITDA, desta forma, foi 320%

Ebitda Trimestral (R\$ Milhões)



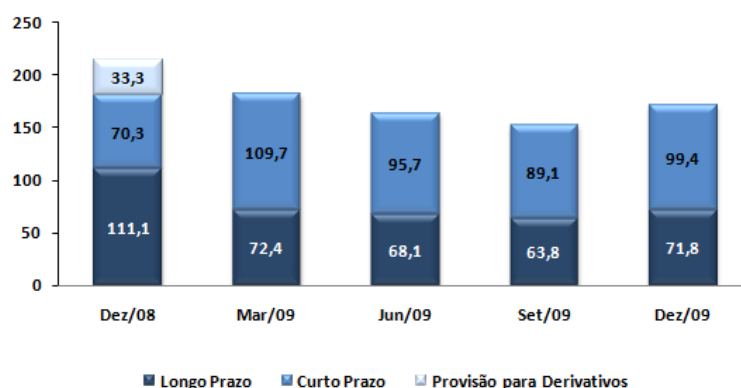
Fonte: Orbe Investimentos e Econômica

maior que no 4T08 e 26% maior que no 3T09 do ano, como pode ser visto no gráfico ao lado, que mostra de forma clara a recuperação do negócio.

O resultado financeiro continuou pesando no resultado final, porém, apresentaram expressivas melhoras devido à queda na SELIC, menor saldo de dívida e o rebalanceamento de dívidas mais caras por mais baratas. Assim, o lucro líquido foi de R\$ 8,6 milhões no ano.

A dívida vem sendo reduzida, conforme gráfico ao lado. E o EBITDA deve continuar em crescimento, como pode ser observado nos dois últimos trimestres.

Composição da Dívida (R\$ Milhões)



Fonte: Orbe Investimentos e Econômica

Permanecemos muito otimistas com as melhoras operacionais realizadas pela empresa, além da melhoria de cenário com o crescimento de vendas para o mercado interno. Com o processo de redução de exportações concluído, a partir de 2010 a Karsten deve começar a apresentar crescimento na receita consolidada, e com níveis de rentabilidade novamente bastante bons, o que aumenta nossa confiança nos resultados de longo prazo da companhia.

Na próxima assembléia, ainda em abril/2010, haverá eleição dos membros do conselho de administração. Provavelmente, será eleito um membro com bastante experiência em varejo e que poderá ajudar a Karsten em uma maior aproximação com seus clientes. Traremos maiores detalhes a respeito em futuros relatórios.

Orbe Supra FIA

Resumo Fundo

Fundo focado em comprar participações acionárias com foco de longo prazo em empresas listadas na Bovespa, com visão fundamentalista disciplinada. Foco especial em empresas menores e ainda menos conhecidas.

Características

Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo

Aplicação mínima: R\$ 50.000

Aplicação máxima: R\$ 5.000.000

Resgate: Cotização D+89

Financeiro D+92

Data de resgate: último dia de cada trimestre.

Taxa de administração: 1,0% a.a.

Taxa de performance: 30% sobre o que exceder o IPCA + 9% a.a., com marca d'água permanente.

Detalhes Estrutura

Orbe Supra FIA

CNPJ: 08.773.809/0001-68

Gestão: Orbe Investimentos

Administração: BNY Mellon

Custódia: Bradesco

Auditoria: KPMG

Código Anbid: 186.813

Categoria: Ações Outros

Orbe Investimentos: 11 3465-5600

www.orbeinvestimentos.com

BNY Mellon: 21 3582-3895

www.bnymellon.com.br



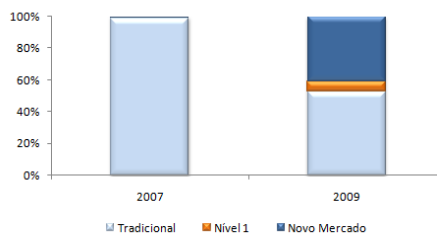
	Orbe Supra	FGV-100	Ibovespa
Ultimo mês	-0,87%	4,31%	5,82%
No ano	-0,94%	3,14%	2,60%
6 meses	22,83%	18,18%	14,39%
12 meses	40,32%	85,97%	71,95%
24 meses	-17,71%	24,09%	15,42%
Desde o início	18,61%	42,31%	33,34%
CAGR – jun/07	6,2% a.a.	13,2% a.a.	10,7% a.a.

Rentabilidade últimos 12 meses

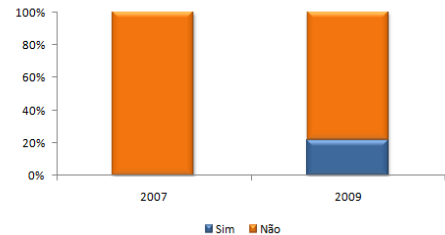
Mar/10	-0,87%	Dez/09	6,42%	Set/09	-1,32%	Jun/09	0,18%
Fev/10	-1,69%	Nov/09	13,5%	Ago/09	5,19%	Mai/09	1,50%
Jan/10	1,64%	Out/09	2,65%	Jul/09	6,84%	Abr/09	1,30%

Patrimônio médio 12 meses: R\$ 46,3 milhões

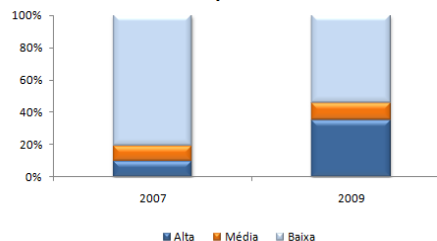
Governança Corporativa



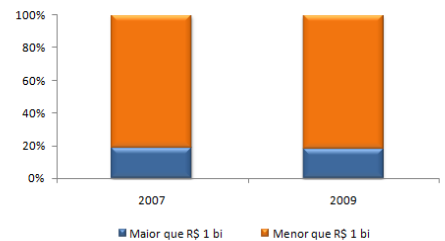
Participação em Conselho de Administração



Liquidez



Valor de Mercado



¹ CAGR: retorno médio anual composto (Compounded Annual Growth Rate)

O Orbe Supra encerrou o trimestre com suas cotas em pequena variação negativa de -0,94%. Mais expressiva no Supra do que no Orbe Value foi a condição atual do mercado, no qual um pequeno grupo constituído pelas ações da Vale e das siderúrgicas sobem expressivamente, levantando com isso o índice da Bolsa, enquanto o resto mercado, especialmente na camada menos líquida, fica de lado, em parte esquecido.

Os resultados das empresas do Supra, como Guararapes, Le Lis Blanc, Helbor e Providência, como comentaremos melhor abaixo, foram excelentes em sua enorme maioria. Mas como sempre vemos se repetir, o mercado financeiro não tem sintonia perfeita com a evolução das empresas, muito pelo contrário, e disso nascem as oportunidades. Acreditamos que o Supra hoje, pelo seu tamanho e condições de resgate está com um portfólio semelhante ao do Orbe Value no início de sua vida, entre os anos de 2003 e 2004. Estamos muito satisfeitos com os resultados das empresas que temos em sua carteira.

Recentemente terminamos de montar mais uma nova posição para o Orbe Supra, em Tempo Participações (TEMP3), e agora comentaremos em detalhes nossa visão sobre a oportunidade.

Nova Posição: Tempo Participações

A história da Tempo começou na década de 1990 com a criação da USS, bem sucedida empresa focada em assistências especializadas (explicaremos mais a frente). Em 2000 a GP Investimentos (grande fundo de *private equity* brasileiro) adquire o controle da companhia, aporta capital e começa uma agressiva seqüência de aquisições com a intenção de formar uma companhia para dar suporte e escala às seguradoras no mercado brasileiro. Com o tempo, a companhia passa a oferecer de maneira pioneira “seguros de saúde pós-pagos”, ou auto-gestão, um nicho bastante explorado em outros países, mas completamente incipiente no Brasil. No fim de 2007 a companhia realiza seu IPO para seguir a estratégia de consolidação, que no total integrou cerca de 20 empresas.

A companhia tem até hoje a GP e seu fundador como principais acionistas, representando aproximadamente 30% da empresa, sendo metade para cada um. Após o período de crescimento acentuado e diversas aquisições, agora entrou em uma fase de consolidação e busca de ganhos de eficiência. Recentemente trocou membros importantes da gestão, estabelecendo um plano para otimizar as operações e absorver as sinergias entre as diversas companhias da Holding, além de melhorar a relação com os investidores, visto que ainda hoje acreditamos que a Tempo Participações sofre de um problema de falta de entendimento do mercado de ações sobre o que ela de fato faz e como ganha dinheiro. E este é um dos motivos de seu preço estar tão atraente. A gestão atual também está preparada para um longo e intenso período de crescimento, com profissionais experientes e vindos de cargos importantes em companhias como Oi e Unibanco.

A Tempo tem um modelo de negócios bastante complexo que será sintetizado de maneira simplificada neste relatório. A empresa é uma prestadora de serviços para o setor de seguros no Brasil. Isso significa que por um lado é uma prestadora de serviços para grandes companhias de seguro, e por outro atua diretamente no mercado oferecendo seguros com divisões específicas para clientes. Essencialmente atua em três grandes áreas, com subdivisões dentro delas:

1. Segmento Saúde:

- a. Divisão que atende grandes empresas e órgãos do governo oferecendo planos administrados (*pós-pagos*) e terceirização de serviços administrativos. Basicamente, a companhia atende grandes corporações que tem um risco diversificado em saúde, ou seja, que o risco estatístico de ter grandes picos de gastos com saúde são muito baixos. Deste modo, a contratante paga uma taxa

para a Tempo e tem acesso à rede de médicos e hospitais credenciados da companhia, porém arca com o custo dos atendimentos. Resumindo, quando um funcionário fica doente ele vai ao médico indicado pela Tempo (do mesmo modo que com seguradoras e planos de saúde), a conta é paga pela Tempo que cobra o valor integral da empresa. Sendo assim, a empresa perde a previsibilidade de seus custos, visto que não tem mais uma taxa fixa de plano de saúde para arcar, porém, no caso de grandes corporações com um grande número de funcionários, os custos com este tipo de seguro podem ser reduzidos em até 30% se o formato for este administrado pela Tempo – basicamente uma questão de estatística e somente válido para empresas com mais de 2000 vidas. Órgãos públicos e multinacionais acostumadas com o modelo fora do Brasil por vezes utilizam-se deste serviço, porém de uma maneira geral, ainda é muito incipiente no país. Acreditamos que por falta de conhecimento das empresas-contratantes.

A Tempo nesta área concorre diretamente com as grandes seguradoras e age como tal, realizando toda a auditoria de controle de custos. A contratante fica responsável por todos os custos pagos inicialmente pela Tempo com médicos, internações, exames e operações que se façam necessários. A grande premissa que suporta a adoção deste modelo é a comprovação estatística de que, para populações suficientemente grandes, o custo mensal de pagamento de seguro para cada membro desta população compensa a cobertura de custos extraordinários altos em casos de ocorrências médicas específicas. É importante notar que a Tempo Saúde tem sua rede credenciada regulada pela ANS, porém a venda dos produtos não é controlada. Isso significa que os preços estipulados pela Tempo dependem única e exclusivamente da negociação entre a Tempo e seus clientes. Isso é bem diferente do modelo de seguradoras e planos de saúde, com diversas vantagens inclusive.

- b. A companhia adquiriu em 2009 as operações de seu antigo cliente, Unibanco Saúde. Com isso a Tempo passou a oferecer (a partir de Abril 2010, quando ocorreu a aprovação da ANS) uma gama mais completa de serviços. Além da carteira com cerca de 70.000 vidas focada em pequenas e médias empresas, a companhia recebe a autorização e o *know how* para oferecer seguros *pré-pagos* comuns, ou seja, concorrer com as grandes seguradoras de saúde. Deste modo, agora ao abordar um cliente a Tempo tem um leque completo de possibilidades, com planos pré ou pós-pagos, dependendo da necessidade específica de cada cliente.
 - c. O segmento saúde também atua através da Med-Lar. Esta divisão oferece serviços de *homecare* (atendimento em casa a doentes sérios) e fornecimento de médicos através de redes especializadas para outros planos de saúde. Também possui dinâmica bastante diferente da prestação de serviços de administração de Planos Administrados. A companhia tem uma rede de credenciados em todo o país e atende as próprias seguradoras (Amil, Unimed e outras) que, por causa do custo do profissional, preferem terceirizar este serviço.
 - d. Por fim, a Tempo CRC oferece soluções para seguradoras usualmente menores e principalmente entidades públicas e fundações que já fazem auto-gestão. O pacote de serviços oferecido pela Tempo não só é rentável por si, como também gera ganhos de escala para suas próprias operações. Com este pacote os contratantes garantem acesso à rede de médicos credenciados da Tempo, além de poderem terceirizar a gestão dessa rede (inclusive processamento e auditoria de contas), *call center* e praticamente qualquer área de *back office* de uma seguradora.
2. Segmento Odonto: seguros odontológicos têm baixíssima penetração no Brasil. O setor está crescendo fortemente (triplicou entre 2001 e 2008) e é muito pulverizado, sendo que as dez maiores empresas não chegam a um *market share* de 50%. As características do negócio também são um pouco diferentes: a companhia, ao conseguir um cliente, tem despesas relativamente grandes em um primeiro momento, quando o indivíduo que nunca foi segurado precisa resolver

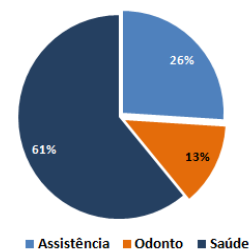
os problemas passados. Após isso, porém, as despesas do seguro são consideravelmente menores e mais previsíveis do que as despesas de seguros de saúde.

O segmento de seguros odontológicos da Tempo tem uma rede de 13,5 mil profissionais credenciados que são oferecidos tanto aos clientes do segmento Saúde, como a outras empresas e pessoas físicas diretamente. Os principais clientes da Tempo são grandes empresas, porém a base de clientes pessoa física é cada vez mais relevante. Após a venda para o Bradesco da Odontoprev, a GAMA Odonto, marca da Tempo, ficou como a maior empresa independente de seguros odontológicos do Brasil, com cerca de 850.000 clientes, deixando-a como um player relevante e estratégico no setor.

3. **Segmento Assistência:** É a origem da Tempo, no qual opera através da marca USS e realiza assistências especializadas. Com um leque mais amplo de serviços, possui também a base mais diversificada de clientes e o maior número de coberturas: mais de quatro milhões de veículos, três milhões de residências e nove milhões de pessoas. Aqui, a empresa é contratada por grandes seguradoras para atender seus clientes de automóvel, vida e residência. Basicamente a Tempo passa a fazer todo o serviço das companhias, deixando-as apenas com a administração da sinistralidade e o esforço comercial. Isso significa que um cliente que sofre um sinistro com o carro liga para a seguradora, mas é atendido pela Tempo, que encaminha o guincho e o veículo para a oficina mecânica, faz a perícia e o pagamento, para depois receber da seguradora. O mesmo acontece para residências quando é necessário um chaveiro ou encanador; ou no segmento vida, quando é requisitado serviço funerário entre outros. Atualmente, a Tempo tem forte atuação em várias das principais seguradoras do mercado e está iniciando a sua entrada em clientes pessoa física diretamente.

As receitas da Tempo somaram R\$ 749 milhões em 2009, sendo que mais de 60% foram originadas pelo segmento de saúde, mesmo sem consolidar os resultados do Unibanco nos números. O Ebitda ajustado às despesas não recorrentes que surgiram somou R\$ 63,5 milhões, lembrando que a área de Odonto tem margens mais interessantes, e por isso participação proporcionalmente maior na geração de caixa da companhia.

Composição da Receita Líquida por Serviço



Fonte: Orbe Investimentos e Econômica

É possível discorrer longamente sobre o modelo de negócios da Tempo e possibilidades de crescimento. No entanto, o mais importante é atentar para suas características principais e escalabilidade do negócio. A empresa atua com um modelo *asset light*, ou seja, tendo a plataforma eletrônica para sua operação, não há investimentos pesados a serem feitos para crescer. Seus mercados de atuação são consideravelmente interessantes e apresentam ao longo dos anos taxas de crescimento expressivas. Acreditamos que a Tempo pode conseguir parte deste crescimento e mais do que isso, vai conseguir aumentar sua participação no mercado, principalmente nos segmentos de saúde e odontologia.

Por outro lado, a companhia realizou diversas aquisições ao longo dos anos que não foram completamente integradas. Exemplo disso é que só agora está integrando todas as plataformas de operação das diferentes companhias adquiridas no segmento odontológico. Tudo isso deve trazer relevantes melhoras operacionais que refletirão diretamente nos seus resultados ao longo dos próximos períodos.

Mais importante do que todas as oportunidades à frente, porém, são as pessoas que terão ou não a capacidade de transformar estas possibilidades em números. A Tempo terminou a reestruturação de sua gestão apenas no fim de 2010, e a fez com extremo cuidado. Foram contratados executivos

reconhecidamente competentes, com visões de negócio inteligentes e experiência para selecionar as melhores oportunidades.

Com isso tudo, acreditamos que a Tempo é uma companhia ainda pequena perto do potencial existente nos mercados em que atua, com melhoras relevantes operacionais que estão sendo realizadas e surtirão efeitos nos resultados, caixa líquido positivo e gestão extremamente competente. Com isso tudo, acreditamos que a companhia esteja consideravelmente sub avaliada pelo mercado, e que trará grandes alegrias em breve.

Guararapes

O modelo de produção integrada no segmento de varejo vem se fortalecendo, sendo que um símbolo disso foi a GAP ter sido recentemente superada pela Zara como maior varejista de roupas do mundo. Marcas globais como Zara, H&M, Unicco e Forever 21 têm crescido substancialmente mais do que as companhias cuja produção não é integrada e entregado recorrentemente margens de lucro de dois dígitos. A questão não é necessariamente ter a indústria própria, como até mesmo a H&M não tem, mas sim estabelecer relações duradouras e contratos de longo prazo com fornecedores integrados. Esta ligação entre indústria e varejo que costuma funcionar melhor sob o mesmo controle acionário e sem conflitos de interesse ou divisão de margens é o que consegue trazer eficiência, produtos de maior valor agregado e margens mais saudáveis e sustentáveis.

A Guararapes teve um excelente 4T09 e, mesmo considerando os resquícios da crise no início do ano, excelentes 12 meses. O ano teve uma evolução trimestre a trimestre com um posicionamento em relação à moda cada vez melhor. A ampliação prática do conceito *fast fashion*, aumento do giro de estoque, maior eficiência fabril, e conseqüentemente mais valor agregado com menos capital empregado são os benefícios desta forma integrada de se trabalhar. O foco da empresa nos últimos períodos tem sido gerar mais eficiência em suas operações e ampliar o conceito de moda, de maior valor agregado, colocando cada vez mais elementos e os trazendo cada vez mais rápido para as coleções.

A empresa também voltou a dar atenção às suas marcas próprias e próximo do dia dos namorados fez a primeira campanha em anos da *Pool*, tradicional marca de jeans da companhia. No fim de 2009, lançou uma coleção exclusiva desenvolvida e assinada pela cantora Ivete Sangalo, seguindo exemplos internacionais de sucesso. A indústria e o varejo também tiveram seu primeiro ano inteiro totalmente integrados, ou seja, a indústria vendendo 100% da sua produção nas lojas da rede, e vice-versa, sendo que melhoras na eficiência fabril continuam sendo feitas constantemente.

As receitas da empresa em 2009 atingiram R\$ 2,1 bilhões, um crescimento de quase 15% sobre o ano anterior. As receitas do último trimestre crescerem 23% para R\$ 745 milhões, demonstrando que a companhia conseguiu entregar produtos e preços competitivos na melhor época do ano para o varejo. A cada vez maior integração da fábrica com o varejo tem exigido investimentos no parque fabril, e conseqüente maior eficiência e assertividade.

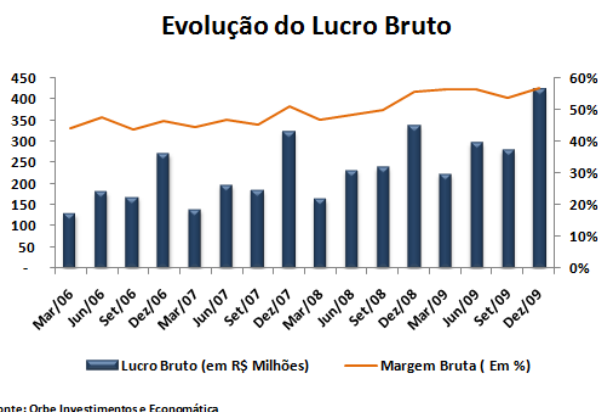
Em 2009 a companhia diminuiu a produção e mesmo assim atendeu mais e melhor a Riachuelo, com cada vez mais conteúdo de moda e valor agregado. Isso tudo vem expandindo as margens da Guararapes, conforme se observa nos números ao lado.

Isso tudo trouxe um Ebitda consolidado de R\$ 441 milhões, o maior da história da Guararapes. Mais importante do que isso, porém, são as perspectivas da companhia. A empresa contratou recentemente seu primeiro financiamento do BNDES para iniciar uma política agressiva de crescimento, que deve trazer cerca de 30 novas lojas nos próximos dois anos. Estas ainda devem ser construídas nos moldes

das lojas que conhecemos hoje, porém investimentos em logística e inteligência de mercado estão sendo feitos para que, conforme necessário, a Riachuelo expanda seu modelo de lojas menores em praças que não suportem lojas de 2.500 metros. Três dessas já existem, e no futuro novas surgirão.

É importante notar que todo este crescimento potencial não está baseado em premissas que exijam terminar com a Renner ou expulsar a C&A do Brasil. Atualmente as principais varejistas brasileiras vendem por volta de 700 milhões de peças por ano, ou 20% do mercado. A Riachuelo em si tem apenas algo entre 1,2% e 1,5% do mercado como um todo, obviamente por causa da informalidade, que vem diminuindo ano a ano. Cartões de crédito, nota fiscal eletrônica, SPED e outras atitudes restritivas do governo estão forçando as empresas a virem para a formalidade, e por mais que não façamos projeções de terminar com a informalidade (nem nada próximo a isso), acreditamos que vai diminuir lentamente e trazer ótimos resultados para os varejistas formais brasileiros.

Sendo assim, mesmo já tendo ganhos superiores a 50% em nossa posição, acreditamos que a Guararapes seja a mais bem posicionada e preparada varejista têxtil no mercado brasileiro atualmente, e que a valores atuais tem relevante *upside* pelo que é hoje, e ainda maior quando consideradas as perspectivas para o futuro.



Helbor

Mais uma vez a Helbor nos surpreendeu positivamente, tendo terminado um ano que era pra ser muito difícil, com resultado excelente e com perspectivas ainda melhores para os próximos anos. Tanto no ano quanto no último trimestre, pode-se ver um crescimento muito forte nas vendas contratadas, o que confirma o acerto nas estratégias de venda e de produtos da companhia (dos 23 lançamentos realizados em 2009, nove empreendimentos tiveram 100% das unidades vendidas, e todos mais de 50%). Junto a Cyrela, a Helbor foi a empresa com maior eficiência em vendas, medidas por velocidade de venda, no ano passado. Somado a isso, o mercado tem se mostrado ávido por imóveis em todas as regiões de atuação da empresa, devido a fatores amplamente conhecidos, como aumento na renda, queda nos juros e acesso a financiamento, o que têm beneficiado diretamente nosso investimento na companhia. Isso fez com que em 2009 a Helbor registrasse o maior volume de lançamentos da sua história.

Em termos de receita líquida, houve crescimento de 140% no trimestre e 90% no ano, atingindo R\$ 655 milhões, devido à maior quantidade de canteiros de obra e o forte ritmo de lançamentos. Devido ao baixo crescimento das despesas, o EBITDA cresceu 157% no trimestre e 90% em 2009, alcançando R\$ 129 milhões, com margem de 20%, apesar das mudanças contábeis do setor que fizeram com que a margem bruta contábil caísse (Ajuste a Valor Presente e Apropriação dos juros das Debêntures no Custo). As despesas administrativas representaram apenas 3,4% da receita no ano, posicionando a Helbor como uma das empresas mais eficientes do setor. Considerando todos estes fatores, a margem líquida foi de 12% no ano de 2009, permanecendo em um patamar muito positivo.

Outro fator muito importante para nós é que o estoque tem se mantido num patamar baixo, inclusive tendo caído em relação ao 3T09, apesar de todos os lançamentos e compras de terrenos efetuados no período. Houve grande sucesso na linha Offices, de imóveis comerciais, que tiveram demanda bastante grande no ano passado. Sabemos que o controle dos estoques é algo fundamental para a rentabilidade de uma empresa de construção civil, razão pela qual acompanhamos tão de perto este indicador e gostamos tanto de Helbor, que possui uma estratégia muito clara de carregar poucos estoques.

Por tudo isso, continuamos muito tranquilos em relação ao nosso investimento na empresa, que sofre certo preconceito no mercado devido a sua liquidez reduzida e que, por isso, negocia com desconto em relação aos pares. Para nós da Orbe Investimentos, isso apenas significa oportunidade de investimento, pois apesar de o mercado demorar mais para reconhecer o valor das empresas menos líquidas, acreditamos que no longo prazo isso não se mantém, principalmente quando a empresa entrega resultados consistentes ao longo do tempo, como é o caso da Helbor.

Recentemente a companhia anunciou um aumento de capital no valor de R\$ 150 milhões, a ser realizado neste mês. Achamos a decisão acertada, pois com isto pode aproveitar o bom momento do mercado imobiliário brasileiro para rentabilizar estes recursos. Além disso, está fazendo o mesmo processo que as outras grandes companhias listadas fizeram, que foi captar recursos com ofertas de ações. Os controladores já indicaram que vão subscrever o total de suas participações em novas ações (inclusive eventuais sobras), nos dando uma indicação relevante que as ações ainda têm bons anos pela frente.

Nome	Valor Mercado (Mil)	P/VPA	EV/EBITDA 12M	P/L 12M	RenPat(med)12M	MrgLiq 12M	Δ RL YoY (em %)
Brookfield	3.525.781	1,5	12	14,6	10,3	11,1	129
CC Des Imob	655.342	1	9,3	11,3	8,9	11,3	-11
Cyrela Realty	8.925.195	2,3	10,3	10,8	24,4	17,8	44
Direcional	1.314.336	2	12,3	13,7	16,4	20,9	43
Even	1.145.344	1,3	9,2	9,2	14,9	10,7	41
Eztec	1.173.484	1,3	7,0	7,2	19,1	32,2	51
Gafisa	5.100.204	1,7	13,9	14,9	10,8	7,1	74
Helbor	800.693	1,5	9,4	8,2	20,0	12	90
Inpar S/A	893.017	0,8	-139,1	45,3	1,8	2,7	-14
MRV	5.757.544	2,4	14,8	15,3	17,6	21,1	48
PDG Realt	5.809.182	2	17,7	14,1	15,3	17	61
Rodobensimob	653.820	1	21,3	23,5	4,5	6	15
Rossi Resid	3.389.718	1,5	13,4	12,3	12,4	13,9	28
Tecnisa	1.300.659	1,5	12,5	11,8	13,2	15,6	44

Fonte: Orbe Investimentos e Economática

Não gostamos de utilizar múltiplos de comparação entre empresas que possuímos, simplesmente porque olhando para o passado, há muitas coisas escondidas – fora diferenças contábeis entre as empresas que podem resultar em grandes diferenças nos múltiplos. Entretanto, é uma forma de analisá-la frente aos seus concorrentes. Como pode se perceber pela tabela acima, a Helbor ainda tem múltiplos cerca de 20% inferiores aos da concorrência, mesmo tendo crescido 90% sua receita líquida em 2009 – o 2º maior crescimento do setor. Com a nova capitalização e a melhoria na relação com investidores, mais bancos (Bradesco, Santander) têm começado a criar relatórios *sell-side* sobre a Helbor. Com isso, nossa expectativa é que mais investidores sejam atraídos para as ações da companhia, com consequente valorização e maior liquidez.

Le Lis Blanc

O 4o trimestre é o mais forte para companhias de varejo como um todo, e na Le Lis não é diferente. A empresa em 2009 diminuiu seu ritmo de crescimento por causa das incertezas econômicas, mas mesmo assim abriu seis lojas: duas da Bo.Bô e quatro lojas da Le Lis (três novas e uma expansão). No início de 2010, a companhia já abriu mais uma loja e inaugurou outra, fechando março com 14.503 metros quadrados de área de vendas e 41 lojas.

Mesmo com uma expansão de área menor do que poderia ser por causa das incertezas econômicas, 2009 foi um ótimo ano. A empresa consolidou o crescimento feito em 2008 e fez relevantes ajustes de

produtividade. Isso fez com que a Le Lis atingisse em 2009 R\$ 400 milhões de receita, com crescimento acima de 35% em relação ao ano anterior..

A margem bruta manteve-se estável próxima dos 65%. Assim como observamos em outras companhias, porém, a LeLis teve uma melhora relevante durante o ano, tanto por causa do mercado, como também pelos ajustes internos realizados. Isso tudo a levou ao seu maior lucro bruto da história no 4º trimestre de 2009, mais de R\$ 56 milhões, com uma margem de quase 69%.

Seu modelo de negócio inclui uma grande parcela de custo variável. Sendo assim, mesmo no campo de despesas com vendas e administrativas, parte do custo cresce com a receita pela contratação de vendedoras, comissões, aluguéis e acertos na estrutura administrativa. Mesmo assim, a empresa vem trabalhando duro para melhorar a eficiência das operações e devemos ter resultados mais positivos ao longo de 2010.

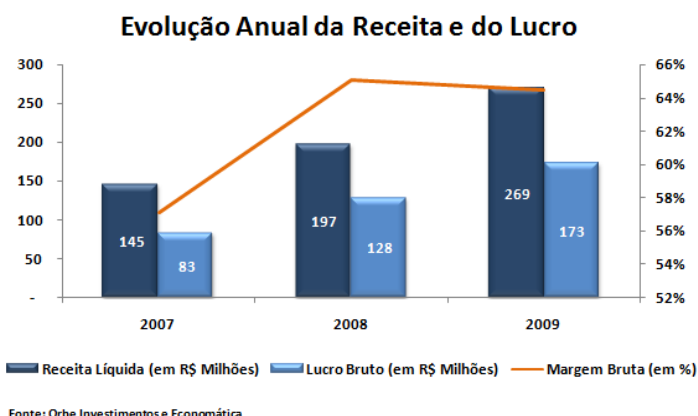
Todo este trabalho a levou ao maior Ebitda histórico, mas mais importante do que isso, foi que as margens atingiram 20,7% no último trimestre somando R\$ 17 milhões. Junto com os outros trimestres a companhia atingiu quase R\$ 40 milhões no ano fechado, mesmo com um primeiro semestre bastante fraco. Isso significou uma melhora de mais de 50% no Ebitda ajustado sobre os resultados do ano anterior.

As perspectivas são bastante interessantes pois a LeLis contempla na mesma empresa várias variáveis que gostamos e conhecemos seus efeitos no longo prazo, e por isto deveremos ver em 2010 um pouco mais de melhora da eficiência operacional e expansões mais agressivas na área de vendas. Vale lembrar que mesmo com os generosos dividendos e agressivos investimentos realizados desde a abertura de capital, a companhia ainda conta com cerca de R\$ 25 milhões em caixa, que devem sustentar com tranquilidade os planos de crescimento dos próximos períodos.

Monteiro Aranha

Investimos em Klabin, seja diretamente ou através de Monteiro Aranha há mais de três anos. A companhia é a maior produtora de celulose de fibra longa (à partir de Pinus) e de seus produtos derivados. Neste sentido, é grande produtora ou líder em mercados como papel Kraft, papel cartão, sacos industriais, papelão ondulado e madeira para a construção civil. Mesmo saindo da mesma matéria prima, seus mercados de atuação têm dinâmicas bastante diferentes, e assim enfrentaram a crise de maneiras também diferentes.

2009 foi o primeiro ano com a capacidade da nova fábrica de cartões em operação. Este parque consumiu um investimento de R\$ 2,2 bilhões e entrou em operação em Setembro/08. No início do ano enfrentou um cenário complexo que englobava o enfraquecimento da demanda geral de papéis, a pouca visibilidade de perspectivas para o mercado externo, incertezas mesmo no mercado interno, principalmente em papéis para embalagem de bens exportados, mercado de toras de madeira deprimido por causa da construção civil no exterior e ainda crédito extremamente restrito e com custo elevado.



Todas estas características foram mudando aos poucos durante o ano de 2009: a demanda reaquecendo antes no Brasil do que fora dele e aos poucos os preços retornando para números mais atraentes. Com isso, a Klabin teve um primeiro semestre fraco, principalmente o 2º trimestre, recuperando-se gradualmente durante o 2º semestre. Observando o ano completo, a Klabin conseguiu atingir resultados muito parecidos com 2008, o que é algo positivo. O volume foi praticamente estável, assim como a receita, que teve queda de somente 4%.

A geração de caixa também foi bastante positiva. A margem bruta manteve-se em 26% e o Ebitda cresceu um ponto percentual para 25%, somando R\$ 747 milhões em 2009. Tais margens foram bastante positivas considerando a ociosidade que a companhia enfrentou (30% na parte de cartões que é seu principal produto, por exemplo) e o cenário de queda na maioria dos preços, principalmente no início do ano.

As perspectivas são interessantes. O primeiro movimento é, agora com o mercado mais aquecido, completar sua capacidade em todas as vertentes de produto, o que já deve trazer melhoras expressivas de volume e algum efeito positivo nas margens. O ano de 2010 trará também investimentos relativamente pequenos, voltados principalmente para aumentar a eficiência em plantas específicas.

Com isso tudo, a companhia tem diminuído seu endividamento líquido, que atualmente está em R\$ 2,5 bilhões, menos de três vezes a geração de caixa da empresa. Para seu foco em papel e celulose e atuante em mercados consideravelmente resilientes, o endividamento é baixo, e no caso da Klabin tem um perfil de extremo longo prazo e custo também baixo.

A Klabin começa a planejar grandes expansões para o longo prazo. Os dois grandes projetos são construir uma nova planta de celulose com capacidade entre 1,3 e 1,5 milhão de t/ano (atualmente tem 1,7 milhão) e instalar uma nova máquina de papel cartão de cerca de 500 mil toneladas/ano, levando a produção para 1,3 milhão. Estes investimentos são previstos para estarem operando até 2015. Vale notar que é opção estratégica da companhia investir em papel cartão pela eficiência que tem na área, crescimento e resiliência do mercado consumidor.

Para a matéria prima da planta de celulose, a companhia pretende renovar suas florestas, lembrando que as novas possuem produtividade quase 50% maior do que as antigas por desenvolvimentos realizados ao longo do tempo. A empresa também está substituindo aos poucos algumas de suas florestas por eucalipto, visto que este conseguiu nos últimos anos substituir algumas aplicações do Pinus e pela maior produção de cartão, que naturalmente utiliza-se de eucalipto junto com Pinus. Além de tudo isso, a empresa pretende aumentar marginalmente sua área plantada.

Com os resultados que vem sendo entregues e perspectivas que a Klabin tem, a consideramos um grande investimento e muito descontada em Bolsa. Mais do que isso, investimos na companhia através da holding Monteiro Aranha, de forma similar ao nosso investimento em Bahema, comprando um bom ativo com descontos ainda superiores na holding. É uma questão de tempo para este desconto ser percebido.

A Monteiro Aranha além na Klabin, tem investimentos na valiosos na Ultrapar, e na Owens Illinois do Brasil (maior fabricante de embalagens de vidro do Brasil), desenvolvimentos imobiliários e caixa líquido. Este conjunto de ativos já está atualmente bastante descontado na bolsa e acreditamos que seus setores de atuação aliados à competentes equipes de gestão e melhores práticas de governança corporativa e divulgação de resultados devem ainda trazer grandes alegrias para os acionistas desta holding.

Orbe IcatuHartford Previdência

Conforme divulgamos em comunicados anteriores, neste primeiro trimestre de 2010 (em Fevereiro) começou a funcionar o **Orbe IcatuHartford Previdência**, fruto da parceria entre a Orbe Investimentos e a Icatu Hartford Seguradora, para oferecer produtos de previdência com viés realmente de acumulação ótima de longo prazo. Poucos tipos de produtos de investimentos tem mais sinergia com o que fazemos na Orbe do que produtos de previdência, naturalmente de longo prazo.

Nos primeiros seis meses do fundo os resultados não podem ser divulgados conforme legislação brasileira, mas outros detalhes estão a disposição na nossa área comercial. Entre em contato para esclarecer qualquer dúvida sobre o produto através do telefone 11-3465-5600

Agradecemos a confiança.

Orbe Investimentos