

ORBE INVESTIMENTOS

Relatório Trimestral - 1º Trimestre 2013

*"Some people see the glass half full. Others see it half empty.
I see a glass that's twice as big as it needs to be." - George Carlin
(humorista, ator e autor norte-americano, vencedor de cinco Grammys)*

Após um resultado levemente negativo de -0,72% em Março, o Orbe Value FIC FIA encerrou este primeiro trimestre de 2013 em alta de +5,63%, com o Ibovespa no mesmo período em queda de -7,55% e o FGV-100 com -6,53%.

Nosso resultado positivo evidentemente não vem de nenhuma mudança de humor do mercado como um todo, que na verdade segue muito ruim e desanimado para equities no Brasil. Entretanto, como já vêm acontecendo desde o final de 2012, alguns casos específicos do nosso portfolio iniciaram movimentos de reação, muito em virtude do exagero de pessimismo nos últimos tempos que finalmente começou a ceder. Os preços, excessivamente baixos, começaram a atrair novos investidores. As maiores contribuições para a performance recente foram, do lado positivo Suzano +16,5%; ALL +3,1% e Schulz +8,3% e do lado negativo Magnesita -8,9%, Indusval -4,0% e Guararapes -3,9%.

Ainda há um longo caminho para que os preços das ações de nossas companhias reflitam seu valor intrínseco de forma mais adequada. Assim, esperamos ainda muito valor a ser extraído nos próximos períodos, na medida em que a distância entre preço de mercado e valor justo das companhias vem abrindo ao longo dos últimos períodos apáticos de mercado financeiro, mas com muito, de positivo, acontecendo nas empresas no mundo real.

Debatemos nos últimos relatórios como ineficiências baseadas em expectativas infundadas dos agentes de mercado criam distorções (descompasso entre o valor de mercado e o valor intrínseco das companhias) que geram boas oportunidades de investimento, e como mecanismos de mercado criam gatilhos de valorização – ou seja, situações nas quais o valor fica em evidência e por isso mesmo é mais facilmente reconhecido pelo mercado - que acabam forçando uma revisão pra cima das expectativas.

Paul Sonkin, gestor renomado do fundo value Hummingbird, descreve de forma muito clara os diferentes tipos de gatilhos para as ações. Ele categoriza os catalisadores de valorização entre dois tipos – internos e externos. Nos internos, o valor intrínseco aumenta com melhoria dos negócios enquanto que nos externos a companhia ganha mais reconhecimento no mercado, o que tende a suprimir os erros de precificação. O esquema a seguir mostra exemplos de catalisadores.



Fonte: "Investment Philosophy", Hummingbird Fund

No entanto, o que acontece quando não existem tais gatilhos?

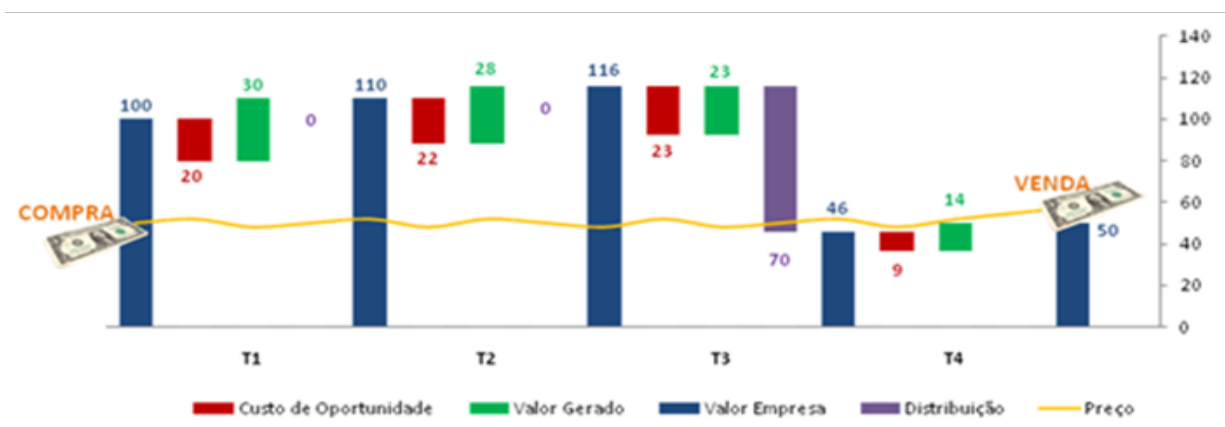
No restrito mercado de ações brasileiro, existe um grupo de ativos, normalmente de menor tamanho e liquidez, cujas cotações se mostram muito menos sensíveis – às vezes até imunes – aos gatilhos que deveriam iniciar um processo de valorização. São empresas cujos resultados raramente são noticiados nos jornais, que não possuem qualquer cobertura de analistas sell side, não possuem suficiente liquidez para gerar interesse de grandes fundos, e normalmente não possuem uma área bem estruturada e dinâmica de relações com investidores.

Erros de precificação não são distribuídos uniformemente em todas as áreas do mercado de capitais. Na verdade, a propensão é muito maior nas ações de menor liquidez e, portanto muito menos acompanhadas pelos agentes de mercado. Em tais casos, podem-se passar anos sem que a defasagem entre preço e valor se corrija. Tais situações testam a disciplina e resiliência do investidor de valor em lidar com investimentos que não parecem gerar "resultado", em termos de rentabilidade imediata (embora possam aumentar o seu valor ao longo deste período).

Investimentos que não tenham um gatilho claro de valorização no curto prazo podem na prática ser excelentes, se não houver risco escondido de destruição relevante do valor do ativo. Boas empresas, com modelos de negócios sólidos geridos por equipes competentes, reinvestem seus recursos a taxas acima do seu custo de capital. Isto gera valor adicional ao acionista. Muitas vezes isto não é refletido no preço da ação. Como a empresa está reinvestindo seu capital de forma eficiente, é bem provável que decida não distribuir dividendos. Uma ação que não se valoriza e que não remunera através da distribuição do caixa gerado invariavelmente assusta o investidor, que prefere não "pagar para ver" e concentrar-se nos investimentos mais "certos", com maior chance de valorização rápida. Confunde-se preço com valor, e assume-se que a ação que não se move na direção esperada reflete algo de errado na empresa que o investidor não está vendo.

Na verdade, o que acontece nestas circunstâncias é um aumento no desconto entre o que a ação vale e por quanto ela está precificada no mercado – a sua margem de segurança. Vemos isto como oportunidade pura. Nestes casos, aumentamos nossa exposição, por ver maior chance de ganhos substanciais também maiores. Poucas empresas conseguem re-aplicar seu capital de forma a gerar valor por tempo indefinido. Enquanto conseguem fazê-lo, geram mais valor para o acionista. Quando não conseguem mais, acumulam caixa, e em algum momento distribuem todo este capital em forma de dividendos, recompras de ações. De uma forma ou de outra, o investidor paciente acaba recebendo o valor devido, já existente e aquele gerado, mesmo que a ação não se mova no curto prazo no mercado.

Imaginemos um investidor X, que compra as ações de uma empresa por \$ 50, convicto que o valor real deste ativo é \$ 100. A empresa, de modelo estável e bem gerida, ainda está em fase de expansão em um mercado atrativo, e consegue aplicar seus recursos de forma a gerar valor acima da rentabilidade exigida pelo seu investidor. A figura abaixo ilustra a situação hipotética.

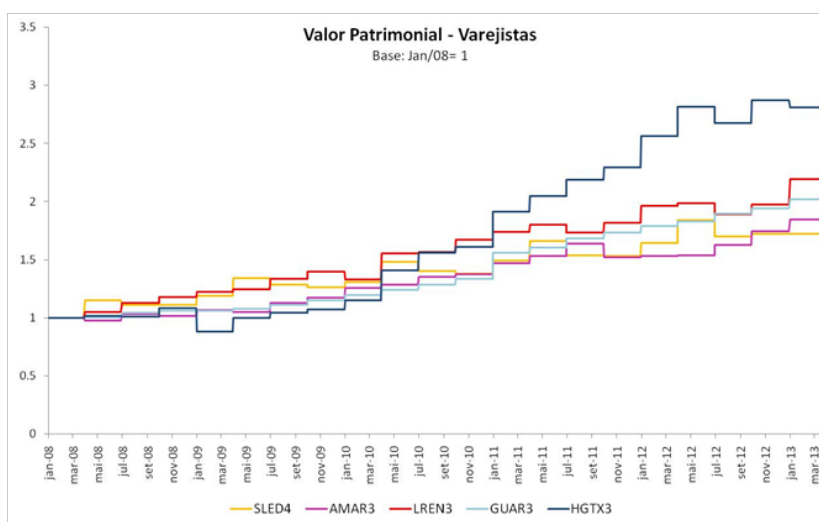


Na medida em que a base de ativos da empresa cresce através destes retornos excepcionais (valor gerado acima do chamado custo de oportunidade, do período T1 para T2 e assim por diante), replicar tais resultados torna-se mais difícil, com novos investimentos tendo retornos marginais decrescentes. Em algum momento, a taxa de retorno viável tende a convergir para o custo de oportunidade (momento T3).

Nestes casos, o bom gestor da empresa, ciente de que não pode mais agregar valor ao seu acionista, liquida e distribui os ativos que não geram retorno apropriado, reduzindo o tamanho da empresa para uma estrutura enxuta que permita novamente investir com altos retornos. Nestas distribuições, o investidor X, que perdurou longos períodos sem valorização da ação, recebe um dividendo vultoso, e o valor residual dos ativos restantes na empresa acaba convergindo para o preço da ação. É o que acontece no momento T4 na figura-exemplo acima. O investidor X, paciente,

embora jamais tenha observado alta nos preços de mercado das ações da empresa, as vende ao mesmo preço que comprou, mas obtendo um retorno de 140% em 3 anos, ou 33% ao ano.

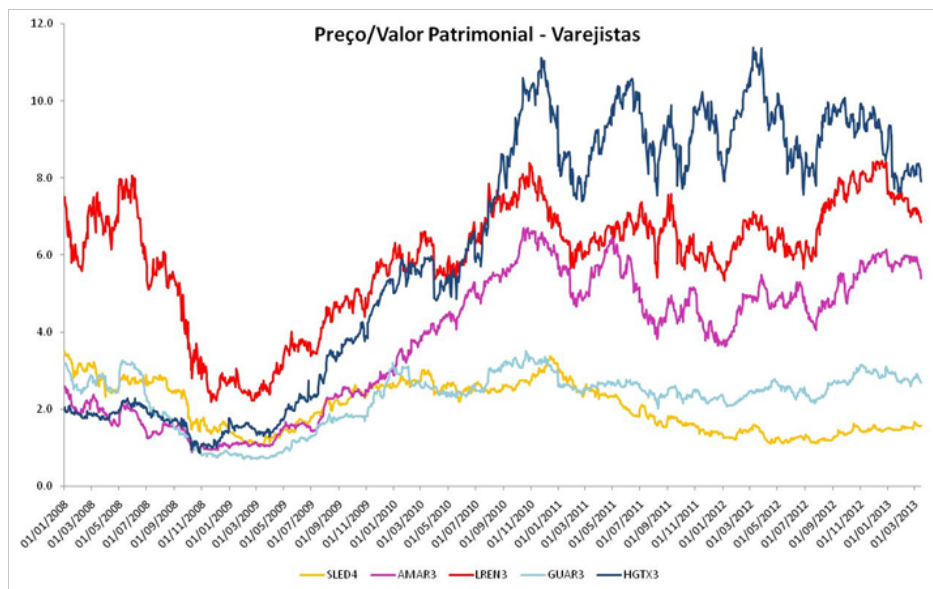
Evidente que no mundo real, não é tão fácil chegar a consensos em relação ao valor de uma empresa, muito menos se suas operações estão ou não gerando valor adicional. É comum que empresas sejam avaliadas em múltiplos de seu valor patrimonial, de acordo com seu patamar de rentabilidade e perspectivas de crescimento. Warren Buffet defende o uso do valor patrimonial como ferramenta de acompanhamento do aumento de valor intrínseco das empresas nas quais a Berkshire Hathaway investe¹. O valor patrimonial por ação reflete todo o resultado gerado pela empresa que não é distribuído, ficando, portanto, acumulado na empresa em forma de ativos. E como Buffet atesta, a velocidade com que o valor patrimonial de uma empresa aumenta ou diminui é também um bom indicador da saúde de suas operações. O gráfico abaixo ilustra a evolução do valor patrimonial de 5 empresas que possuem forte atuação no varejo brasileiro, segmento que entregou excelentes resultados nos últimos anos.



Sem surpresas, podemos observar uma clara tendência de evolução para todas as empresas, com uma taxa nominal anual média de crescimento de 20%, bastante atrativa se pensarmos em um custo de oportunidade razoável desejado por qualquer investidor em ações.

No entanto, quando olhamos para como as ações destas empresas se comportaram no período, tal padrão está longe de ser observável. O gráfico abaixo mostra a relação do preço das ações das empresas em função do seu valor patrimonial (múltiplo Preço/Valor Patrimonial). Logicamente, pensaríamos que empresas que apresentaram taxas tão atrativas de valorização do seu patrimônio teriam maior procura por seus papéis, aumentando o prêmio pago frente ao seu valor de balanço atual. No entanto, o gráfico mostra que este padrão só é observado nas empresas de maior liquidez dentre as varejistas selecionadas.

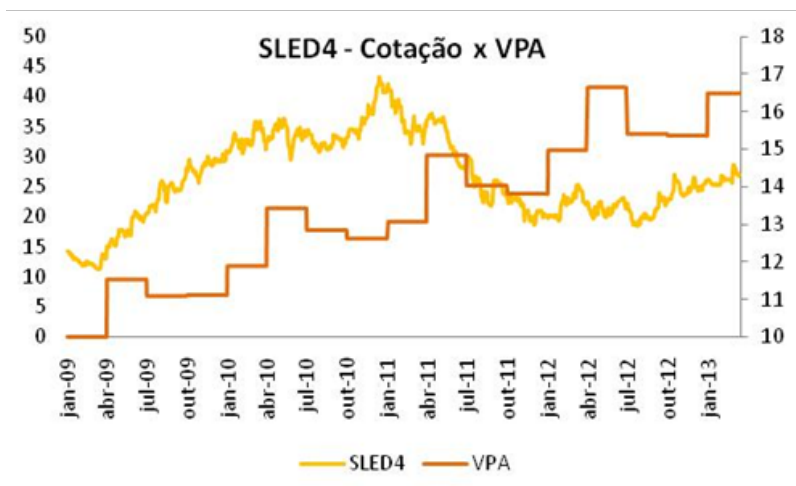
¹Carta aos acionistas da Berkshire Hathaway de 1999, entre outras.



As duas empresas que apresentaram decréscimo na sua relação de preço x valor patrimonial são duas posições relevantes dentro de nossa carteira de investimentos: Saraiva e Guararapes. Entendemos que, nos dois casos, a falta de valorização relativa é incoerente, e função de baixa visibilidade e liquidez.

O caso menos extremo é o de Guararapes, cujas ações ainda apresentaram valorização relevante no período. Entendemos que tal ganho não reflita com justiça a criação de valor apresentada pela empresa, mas houve ao menos um reconhecimento parcial do mercado.

O caso mais extremo é o de Saraiva, que apresentava uma saudável relação de valorização das ações em linha com o seu crescimento patrimonial até final de 2010. No entanto, nos 2 anos entre janeiro de 2011 e 2013, a ação desvalorizou-se -40%, enquanto seu valor patrimonial aumentou em 15%. Uma oportunidade rara, em uma empresa tão bem gerida. Como acompanhamos Saraiva há bastante tempo, pudemos nos mexer rápido e montamos nossa posição no 2º semestre de 2012, a preços próximos a R\$ 20/ação. Uma verdadeira, e rara, pechincha.



É interessante pensar no conceito de geração ou destruição de valor ao longo do tempo no caso da Saraiva. A empresa trabalha com um modelo de economic value added (EVA) que norteia decisões desde a esfera da alta gestão até o gerente de loja, na hora de definir promoções em alguns de seus produtos, por exemplo. Toda decisão é ponderada sob a ótica de geração de valor para o acionista. Em 2012, por exemplo, a empresa propositadamente reduziu sua atuação no e-commerce, retirando do catálogo produtos nos quais a competição por preços com seus concorrentes era predatória. Isto se refletiu já nos números do 2º semestre, que mostraram pela primeira vez evolução de margens nesta divisão de negócios.

A Saraiva desfruta ainda de uma posição de liderança absoluta no varejo de livros no Brasil, em um modelo integrado entre sua editora e suas lojas que permite que a editora filtre seu conteúdo de acordo com os padrões de demanda observados na ponta de venda. Ainda, a força de distribuição das livrarias é um enorme incentivo para que a editora capte autores. A robustez da editora fica clara na participação da Saraiva no Programa Nacional de Livros Didáticos do governo federal, na qual está entre os 4 fornecedores que dominam as licitações todo ano. Enfim, um modelo de negócios sólido, com gestão competente, que consistentemente tem gerado valor aos seus acionistas. Mas que o mercado prefere deixar cair no esquecimento ou penalizar por medos desmedidos de entrada da Amazon no Brasil, sendo que o mercado editorial oligopolista local já se preparou com enorme eficácia para barrar tal empreitada.

Ainda no universo de empresas de menor porte, entendemos que a nossa Schulz seja um caso similar. Em meados da década passada, a empresa criou o agressivo plano de entrada no setor automotivo e expansão de seu faturamento para R\$ 1 bilhão, meta que deve ser alcançada em 2013. A Schulz tem aumentado o seu valor patrimonial a uma taxa anual de 15% desde que investimos na empresa, há 9 anos. Neste entremeio existiu a crise de 2008, que congelou o crédito – vital para a compra de ativos caros como os caminhões e máquinas agrícolas produzidos pelos clientes da empresa – e o ano de 2012, onde a implementação do Euro V causou uma paralisia no mercado nacional de caminhões que só agora começa a dar sinais de recuperação. Excluídos estes anos, a empresa teria crescido seu valor patrimonial a uma taxa ainda mais expressiva de 21% a.a. É este tipo de geração de valor que nos deixa confortáveis com as ações desta empresa tão bem gerida, independentemente da incapacidade do mercado de precificar tal valor de forma coerente no curto prazo.

A manutenção de defasagem relevante entre preço e valor por longos períodos não é exclusiva às ações de pequeno porte, entretanto. Dentre as ações mais líquidas que temos em carteira, já citamos o caso alarmante de ALL, na qual o valor patrimonial e o preço da ação têm mantido trajetórias frontalmente opostas desde Janeiro de 2010. Durante os últimos 3 anos, o valor patrimonial da empresa cresceu a uma taxa média de 3.5% ao ano. Cabe aqui um parêntese: o resultado contábil da ALL é distorcido para baixo por provisões e despesas contábeis que afetaram negativamente seu resultado, mascarando a real geração de valor da empresa nos últimos anos. Neste mesmo período, o preço de sua ação caiu a uma taxa anual de -35%!

Embora sempre torçamos por uma valorização das ações que investimos, deveríamos, enquanto assumirmos a posição de compradores, torcer para que estas ações caíssem, aumentando a distorção entre o preço que pagamos e o valor que iremos receber, em algum momento. Quanto menos pagamos por um valor que se mantém ou aumenta ao longo do tempo, maior o retorno proporcionado por este investimento. A alta da ação, embora sirva como um conforto de ganho aparente, joga contra o investidor de valor focado no longo prazo.

Como gestores, focamos nossos esforços em encontrar ativos cujos preços reflitam pobremente seu valor justo. Parte do processo de análise é o estudo de potenciais gatilhos de valorização, riscos de destruição de valor ao longo do tempo e solidez do modelo de negócio. Tais variáveis são cruciais na definição do prazo de investimento que estamos dispostos a incorrer. Como é a regra dentre as empresas que temos no portfólio, poderíamos passar anos sem observar a valorização nas nossas ações, sem perder a tranquilidade na qualidade dos nossos investimentos. Não é a toa que o prazo médio de investimento de uma ação em nossa carteira é de 4 anos, enquanto comumente no Brasil o giro anual de carteiras de investimentos é de mais de 100%, implicando em uma troca completa de portfólios a cada ano de existência dos fundos. Esse tipo de movimentação constante de portfólio bate frontalmente com nossa visão de agir como acionistas de empresas, usando o mercado apenas como ferramenta para participar como sócios em negócios, e não como um fim em si.

Carteira LATAM

A partir de Abril, nossos fundos passarão a alocar uma parcela de seus recursos na nossa estratégia VALUE LATAM (dentro do limite legal de até 10% do patrimônio), como havíamos anunciado na nossa última carta trimestral, em Janeiro, e foi aprovado em assembleia recente. O fundo ORBE VALUE LATAM possui seus próprios relatórios trimestrais discutindo os detalhes de sua carteira, para os que se interessarem, e também passaremos a comentar sobre seus resultados neste nosso relatório

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)	1030,79%	416,18%	708,69%	257,70%	-42,35%	1861,39%
Nos últimos 60 meses	28,71%	-7,57%	34,97%	62,39%	15,13%	11,79%
Nos últimos 48 meses	48,41%	37,70%	102,27%	44,07%	-13,02%	70,62%
Nos últimos 36 meses	4,50%	-19,92%	8,76%	32,23%	13,07%	-7,58%
Nos últimos 24 meses	-6,43%	-17,84%	1,92%	19,75%	23,64%	-24,32%
Nos últimos 12 meses	2,70%	12,65%	-1,35%	7,51%	10,52%	-7,08%
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	7,76%	7,40%	21,77%	8,40%	8,94%	-1,08%
Março de 2013	-0,72%	-1,87%	-3,74%	0,54%	1,94%	-2,61%
PL médio 12 meses	R\$ 65,7 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	80	71	78
Meses negativos	42	51	44

Índice de Sharpe em relação a CDI **14,12**
 Correlação Orbe Value X Ibovespa **0,36**
 Correlação Orbe Value X FGV-100 **0,37**

Dados a partir de fevereiro/2003

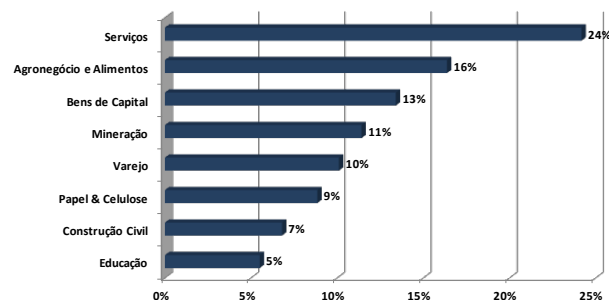
Correlação determina o grau com que a movimentação de duas variáveis é relacionada. Seu coeficiente varia de -1 (totalmente inversa) a +1 (totalmente positiva)

Rent. %	mar/13	fev/13	jan/13	dez/12	nov/12	out/12	set/12	ago/12	jul/12	jun/12	mai/12	abr/12
Orbe Value	-0,72	2,53	3,76	2,92	-3,19	3,46	4,13	4,73	0,88	-5,06	-12,03	2,66
FGV-100	-3,74	-3,34	0,46	6,22	1,83	0,49	6,34	-1,13	0,32	-3,81	-12,57	1,41

Rentabilidade Acumulada



Investimento por Setor Econômico



ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

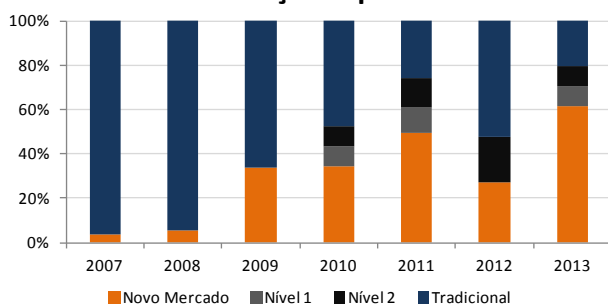
Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada visão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



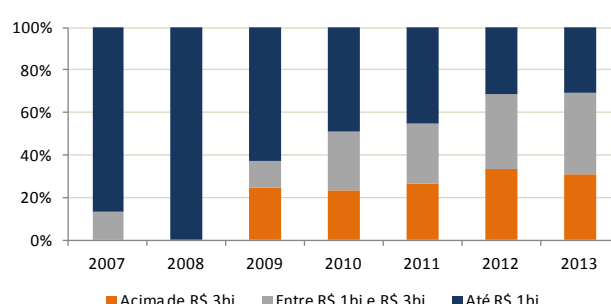
Orbe Value Qualificado	
Março/2013	-0,67%
No ano	5,81%
12 meses	3,18%
18 meses	12,86%
24 meses	-5,52%
Desde o início - fev/10	6,31%
PL Médio 12 meses	R\$ 35,3 Milhões

Rent. %	mar/13	fev/13	jan/13	dez/12	nov/12	out/12	set/12	ago/12	jul/12	jun/12	maio/12	abr/12
Orbe Value	-0,67	2,62	3,81	2,92	-3,12	3,49	4,16	4,68	0,90	-5,02	-11,88	2,64
IGPM + 7%	1,50	1,51	1,52	1,53	1,54	1,55	1,56	1,57	1,91	1,23	1,59	1,42

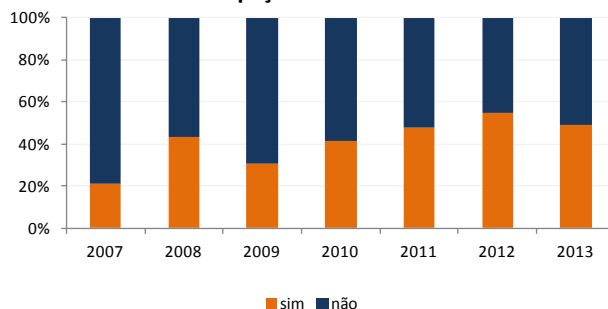
Governança Corporativa



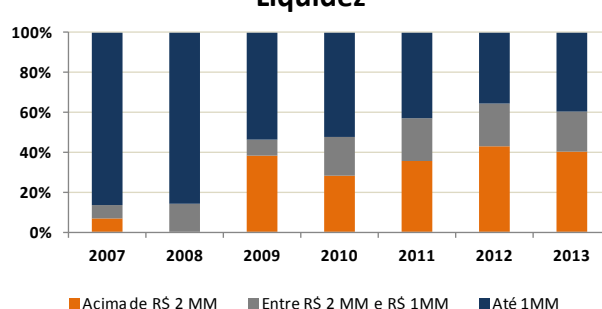
Valor de Mercado



Participação em Conselhos

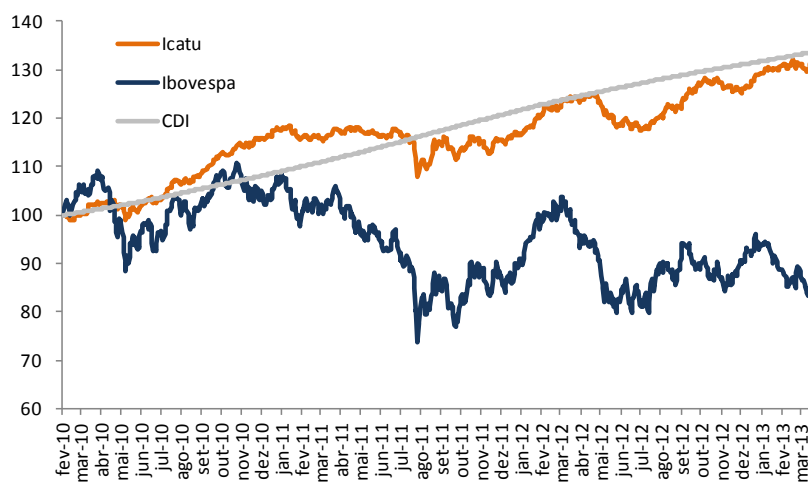


Liquidez



ORBE ICATU PREVIDENCIA FIM

Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
Fundo de previdência com objetivo de agregar rentabilidade diferenciada através do investimento de até 49% do patrimônio seguindo a estratégia fundamentalista de longo prazo em ações de empresas listadas na Bovespa.	Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo. Aplicação Inicial: R\$ 10.000 Aplicação máxima: Não há. Aplicação Mínima: R\$ 500,00 Resgate: Cotização: D+1 Financeiro: D+ 5 Taxa de administração: 2,75% a.a. Taxa de performance: Não há	Orbe Icatu Previdencia FIM CNPJ: 10.922.429/0001-90 Gestão: Orbe Investimentos Administração: BNY Mellon Custodia: Bradesco Auditoria: KPMG Codigo Anbid: 243043 Categoria: Previdência Multimercado e Renda Variável

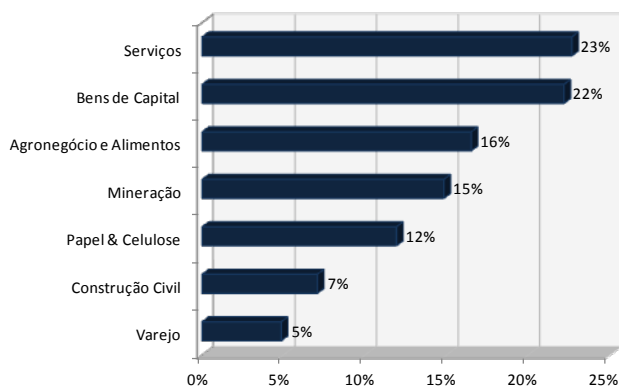


Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 25 milhões		
Dez/12 1,60%	Ago/12 2,65%	Abr/12 0,85%
Nov/12 -1,24%	Jul/12 0,21%	Mar/12 1,42%
Out/12 1,77%	Jun/12 -1,09%	Fev/12 3,07%
Set/12 2,31%	Mai/12 -3,72%	Jan/12 1,54%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM	
Último mês	1,60%
2012	9,55%
12 meses	9,55%
Desde o início (fev/2010)	27,72%

Investimento por Setor Econômico



Composição da carteira atual:

