

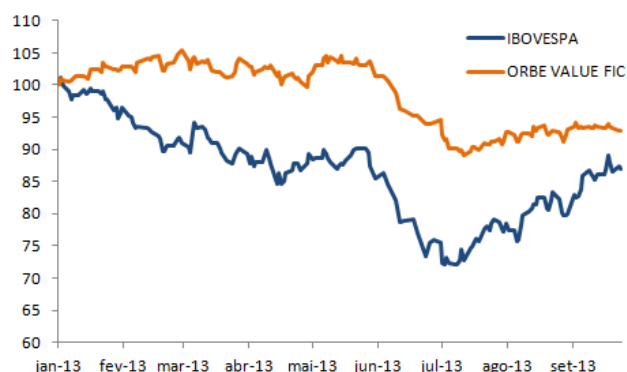
## Orbe Value FIC FIA

Relatório Trimestral - 3º Trimestre 2013

*"If you can remember that stocks aren't pieces of paper that gyrate all the time – they are fractional interests in businesses – it all makes sense." - Seth Klarman*

Os mesmos que achavam que o Brasil era o país mais promissor do mundo há 3 anos, hoje em dia colocam nosso país na categoria dos destinos mais indesejáveis. Estavam errados na euforia antiga, e estão errados também agora. Nosso país foi seriamente mal administrado nos últimos anos. Fato. Mas como uma empresa de fundamentos fortes que passa pela mão de gestores ruins por um período, isso representa uma excelente oportunidade de investimento de longo prazo e não um ativo definitivamente corrompido.

No terceiro trimestre o Orbe Value teve variação -0,4%, mantendo sua situação no ano, uma queda de -5%, contra quedas do Ibovespa de -14,1% e de -10,1% do FGV-100. Evitamos grande parte da volatilidade neste ano, como mostra o gráfico ao lado, mas ainda assim, como um fundo long-only, temos sentido parte do peso das vendas de estrangeiros e dos fundos locais que têm sofrido resgates relevantes. Mas temos aproveitado as oportunidades. Já temos 3 novas posições montadas recentemente, sobre as quais falaremos neste relatório e futuramente em detalhes.



Nosso Orbe Value Latam, no qual o Orbe Value começou uma posição no segundo trimestre conforme discutido, encerrou o trimestre com leve queda de -1%, seguindo praticamente zerado no ano, apesar dos resultados horríveis das bolsas dos mercados onde atuamos – há um relatório específico ao final deste.

### Ilusão de Poder e o Poder da Ilusão

É normal do ser humano superestimar seu nível de compreensão do mundo. Nossa necessidade mental por coerência, tão bem ilustrada por Daniel Kahneman no extraordinário "Thinking Fast and Slow", faz com que descubramos ordem e padrões onde não existem. Todas as ciências que lidam com sistemas dinâmicos, como a biologia, a economia, a psicologia e a meteorologia, por exemplo, trabalham sempre com muitas possibilidades, e poucas certezas. Karl Popper defendeu que a ciência é estruturalmente hipotética, e evolui à medida em que refutamos hipóteses falsas e as substituímos por outras, mais próximas à realidade – até que estas sejam novamente refutadas. A busca pela verdade é constante, e a certeza deve ser passageira.

Por esta necessidade de busca de ordem e coerência, o ser humano força-se a trabalhar com convicções que muitas vezes não encontram suporte em fatos, e muitas vezes, tampouco na lógica conceitual – apostas arriscadas em um jogo de probabilidades definidas, mas que "desta vez é diferente".

A percepção que temos poder de influência sobre eventos exógenos – como chacoalhar com força os dados para rolar os números desejados – é chamada de ilusão de controle ou ilusão de poder. Diversos estudos mostram que sua existência é importante para nossa saúde mental, estando associada ao bem-estar, causando otimismo e aumentando confiança e autoestima.

Embora importante para a saúde, em investimentos a ilusão de poder é muito prejudicial. A falsa ideia de que temos profunda compreensão dos riscos que tomamos e do valor que compramos quando alocamos nosso capital pode custar muito caro. Por mais profunda que seja a análise realizada de uma empresa, nossa visão será sempre limitada e facilmente influenciada por números que corroboram nosso ponto de vista. Afinal, é sabido que tendemos a ignorar dados que apontem o contrário do que achamos correto, ou seja, procuramos dados que validem nossas teses iniciais e fazer o contrário exige muita disciplina e força de vontade.

Talvez o exemplo mais claro da ilusão de poder seja atribuímos a valorização de curto-prazo das ações que temos em carteira à nossa capacidade de escolher bons ativos (a desvalorização, no entanto, em geral é culpa dos outros, ou do “mercado”) no momento correto. O mercado é imprevisível – quanto menor o prazo analisado, mais errático é o seu comportamento. Análises gráficas e técnicas, que tanto insistem em prever movimentações de curto-prazo, têm sido refutadas empiricamente à exaustão, mas o efeito de ego inflado, causado pelo que parece ser um acerto de timing da compra ou venda de um papel, é sedutor demais para a maioria.

A ilusão de controle faz com que aloquemos capital demais em posições de alto risco – uma subestimação constante das probabilidades de destruição de valor. Plenamente (e enganosamente) confiantes das nossas habilidades em escolher os papéis que vão subir em breve, acabamos também sendo muito mais ativos do que deveríamos na compra e venda de ativos.

Mas há algo mais traiçoeiro com investidores do que a ilusão de poder: o poder da ilusão. Ilusão de rentabilidades extraordinárias. Investidores desatentos, atentos, novos, experientes, focados em ganhos absolutos ou relativos; quase todos somos atraídos para ativos cuja performance recente é surpreendentemente distinta. A boa intenção do aviso obrigatório da CVM que diz que “rentabilidade passada não significa rentabilidade futura” é ineficaz. Por probabilidade, todo fundo que subiu mais que seus pares tende a regressar à média rendendo menos em períodos futuros. Isso é acentuado pelo montante de recursos que fundos de boa performance normalmente acumulam – é muito mais difícil replicar rentabilidades quando seu patrimônio administrado cresce demais, uma vez que seu universo de possíveis investimentos é limitado por questões como liquidez ou valor de mercado (experimente comprar uma posição relevante nas Indústrias Romi – recente investimento nosso comentado mais adiante, com um patrimônio de R\$ 1 bilhão, por exemplo).

Adicionalmente, se dá demasiada (ou exclusiva) atenção à rentabilidade entregue, ignorando quais as decisões e níveis de risco incorridos para atingi-la. Um fundo que compre 100% do seu patrimônio em uma única empresa pré-operacional pode até observar uma rentabilidade astronômica em um período de bonança, porém o risco corrido para atingir tal rentabilidade teria sido completamente desproporcional: no pior cenário, a empresa pré-operacional vale zero, e todo o fundo viraria pó com ela. Qualquer semelhança com a novela do império X não é coincidência. Alguns puderam ficar milionários investindo em OGX em 2009 e 2010. Estavam certos? Correr o risco de perder todo seu capital, de forma definitiva, é algo que jamais faríamos com nossos próprios recursos, muito menos com os recursos de nossos investidores.

Ainda assim, o poder da ilusão, da rentabilidade, certamente teria angariado diversos investidores para este fundo, e seu gestor teria sido remunerado com gordas taxas de administração e performance.

O cerne da questão é que rentabilidade de curto prazo é um instrumento imperfeito de avaliação da capacidade de decisões.

Ainda assim, é usado como o principal, senão único, critério de seleção para boas ações, investimentos e gestores de recursos ano após ano. A premissa implícita é a eficiência do mercado em precificar os ativos nele negociados – não é preciso repetir o quanto somos descrentes na teoria dos mercados eficientes. Quanto menor o prazo utilizado para avaliar tal rentabilidade, menor a chance da racionalidade esperada no mercado se transformar em coerência na precificação do ativo.

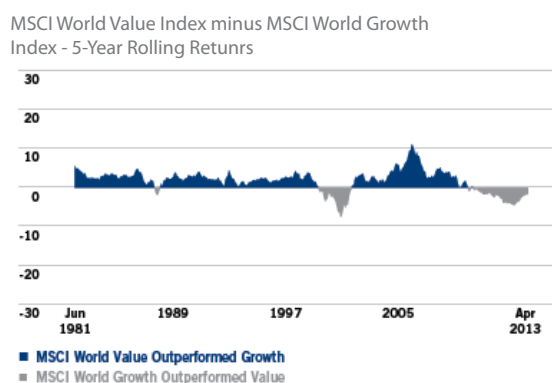
Nicholas Taleb publicou um artigo recente que mostra que, com o aumento no número de fundos e gestores, aumenta também o número de resultados excepcionais gerados por movimentos randômicos do mercado (ou seja: acaso, sorte). Em finanças comportamentais, estuda-se o viés de resultado, que faz com que a qualidade de decisões sejam avaliadas de trás para frente: o bom resultado melhora a avaliação da qualidade da decisão, mesmo que tenha sido esdrúxula (a sorte burra). Em um mercado onde há cotas diárias, o gigantesco volume de informações produz novos heróis e vilões diariamente e o capital tende a seguir os heróis, mesmo que estes tenham vencido sua batalha com a sorte ou ajuda divina da pedrada de Davi em Golias.

James Montier, em seu brilhante livro “Value Investing”, mostra com dados dos EUA, que no primeiro ano de um investimento, 60% da variação do preço de um papel é explicada por mudanças nos parâmetros básicos de valuation: mudança nos múltiplos, prêmio por liquidez, mudança de beta; enfim, coisas sobre as quais temos muito pouco controle. No entanto, em um horizonte de 5 anos, cerca de 80% da variação do preço é explicada pelos fundamentos das próprias companhias (e o preço que pagamos); exatamente o que está no centro das decisões de investimentos de value investors.

O foco excessivo em rentabilidade é um grande inimigo do investidor. Quanto mais atenção se dá a ela, mais estamos sujeitos à ilusão do poder, e mais suscetíveis a comprar sonhos impossíveis de enriquecimento rápido. Não existe almoço grátis.

Para finalizar esta introdução e em seguida falarmos de novas posições, mostramos abaixo duas informações muito importantes para entender o ambiente de investimentos atual. Foram compiladas pela própria equipe do James Montier citado acima.

A primeira informação, usando os dois MSCI World Index, o de Value e o de Growth, vemos que ao longo dos últimos 3 anos estamos em um período raro, que em ativos “growth” tiveram performance melhor que ativos “value”. Só existem 2 períodos nos últimos 30 anos em que essa situação aconteceu em períodos longos de observação. São usados abaixo os retornos de longo prazo, no caso 5 anos, dos dois índices, como evidentemente sempre deve ser feito para se analisar desempenhos.



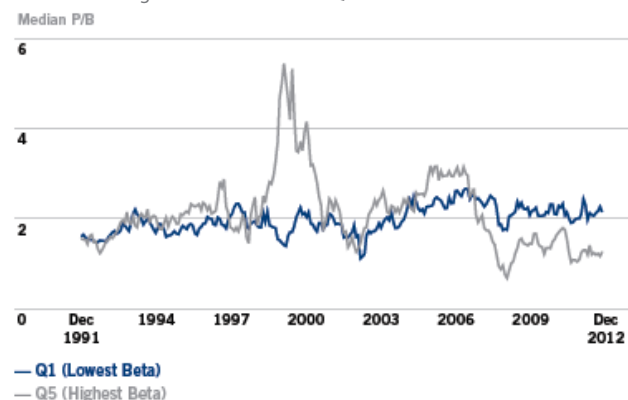
Source: SSgA & MSCI, as of 21 May 2013

Outra informação muito interessante é sobre a mudança nos parâmetros de valuation dos ativos baseados nos níveis de risco (entendido como volatilidade). Usualmente ativos de maior beta são percebidos como de maior risco. Entretanto essa característica sozinha não costuma definir seus preços. Em fases de euforia os ativos de maior risco percebido (e maior retorno esperado) ficam com prêmios em relação aos ativos com ilusão de maior segurança, estabilidade. Em momentos de aversão ao risco o cenário se inverte, mas nunca como aconteceu recentemente. Desde a crise de 2008 os ativos percebidos como de maior risco negociam com descontos absurdos em relação aos considerados mais seguros. No gráfico abaixo vemos o múltiplo Preço/Valor Patrimonial dos ativos, distribuídos pelo beta dos ativos em grupos do menor beta (Q1) aos de maior beta (Q5):

Essa lógica, além de ser temporária e eventualmente irá reverter, carrega também uma enorme falha: a percepção de risco vir da volatilidade das cotações diárias e não do risco fundamental do negócio que o ativo representa.

Assim, como todos os exageros e extremismos nos mercados, o momento de distorção atual representa um interessante ponto na história para aqueles que como nós, buscamos acumular participações de boas empresas a bons preços.

Median P/B - Highest and Lowest Beta Quintiles



Source: SSgA & MSCI as of 31 December 2012

## Romi (ROMI3)

Uma das nossas posições mais recentes, falaremos mais agora sobre a Romi. A companhia é a produtora líder brasileira de máquinas-ferramenta. Estas máquinas são empregadas no processo de conformação dos mais variados tipos de peças de metal em praticamente todos os setores da economia. Uma máquina-ferramenta hoje em dia basicamente é um robô que conta com ferramentas que, via atrito com uma peça de metal bruta, processo chamado de remoção de cavaco, confere-lhe o formato desejado. Cabe ressaltar que há uma infinidade de tipos e tamanhos de máquinas-ferramentas para diversos tipos de aplicações, com alto grau de customização. São equipamentos de produtividade para indústrias.



ROMI DCM 620-5X

A companhia ainda tem próximo de 30% de suas receitas advindas dos negócios de fundição e máquinas para plástico. A fundição atende tanto à demanda própria da Romi de peças fundidas para a produção de suas máquinas, quanto pedidos de terceiros, e é especialmente capacitada para produzir peças de grande porte (para usina eólicas). Quanto à divisão de máquinas para plástico, a companhia é a maior produtora de máquinas injetoras do Brasil e líder entre as produtoras de máquinas sopradoras.

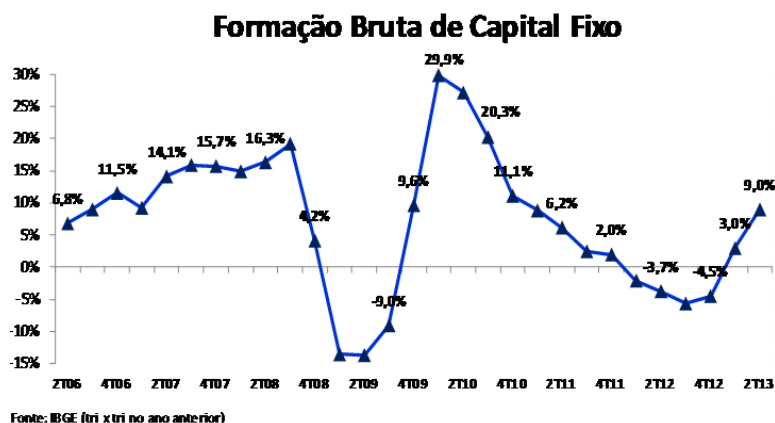
A Romi que era tradicionalmente reconhecida por sua gestão familiar, em 2007 deu início ao processo de profissionalização da gestão e ampliação das práticas de governanças corporativas passando a ser listada no Novo Mercado da Bovespa. A ação ganhou liquidez, chamou atenção e os preços das ações foram a níveis nunca vistos antes (um pico de R\$ 21/ação no fim de 2007, comparado com nível de R\$ 4,5 em que compramos mais cedo neste ano).

Entretanto os anos seguintes certamente não foram de resultados empolgantes para a Romi. Muito pelo contrário.

Para entendê-los, temos de analisar a dinâmica de mercado de bens de capital, de investimentos em capacidade produtiva, no qual as máquinas da Romi estão incluídas.

A demanda por máquinas depende da necessidade das indústrias de expandir e modernizar sua capacidade produtiva. Por esta razão, o índice de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que mede o nível de investimentos correntes em ativos fixos que proporcionarão ampliação da capacidade produtiva, funciona como um bom termômetro do mercado para a Romi. Por sua vez, o empresário só decide investir quando acredita que sua capacidade produtiva atual será insuficiente para abastecer a demanda futura. O fato de a demanda depender de expectativas que os animem a investir, marca a dinâmica de elevada ciclotimia do segmento, típico do setor de bens de capital.

Logo depois de ter se recuperado do tombo causado pela crise financeira de 2008, o nível de investimento da economia brasileira passou por uma longa sequência de quedas por diversos motivos dentre os quais o fraco crescimento da economia local, falta de confiança dos empresários e atrasos em projetos relevantes como os investimentos da Petrobras. Outro fator também desfavorável durante esse período foi o câmbio. Como a competição se dá majoritariamente com máquinas importadas, o ambiente de Real valorizado de 2011 contribuiu para a entrada de uma enxurrada de máquinas importadas no mercado brasileiro, ao mesmo tempo que o industrial local sofria para competir globalmente.



Os resultados da Romi não passaram incólumes por este cenário. Além da ciclotimia da indústria, que é um fator exógeno, a Romi, por ser praticamente a única fabricante de máquinas-ferramenta no Brasil, não consegue terceirizar tanto quanto gostaria a manufatura de vários componentes e é obrigada a produzi-los internamente. Assim sendo, a queda de volume foi especialmente danosa aos resultados, dada a parcela alta de custos fixos.

A longa sequência de maus resultados desapontou o mercado que, na nossa visão, e como lhe é de costume, reagiu exageradamente se livrando da ação "a qualquer preço". Tomado pelo mau humor que o ambiente macroeconômico de baixo crescimento econômico e fraco nível de investimentos ensejaram, o mercado passou a ignorar todas as vantagens do modelo de negócios da companhia. Essa não foi a primeira vez que vimos uma empresa desapontar o mercado e sabemos bem que são esses os exatos momentos nos quais podem surgir boas oportunidades de descaçamento entre preço e valor. E foi essa a conclusão que chegamos depois de meses de estudos que incluíram muitas idas e vindas à Santa Barbara D'Oeste, reunião com diretores de área, conversa com clientes e concorrentes, etc.

A Romi tem uma série de diferenciais competitivos que, em seu conjunto, nos deixa confortáveis em acreditar que tão logo o cenário macroeconômico dê sinais de melhora e a FBCF retome para níveis mais saudáveis, como de fato já vem ocorrendo desde que montamos nossa posição, a companhia apresente plenas chances de voltar a entregar bons resultados. Outro pilar da nossa tese de investimento decorre da visão, aparentemente oposta à opinião consensual, de que a economia não vai seguir indefinidamente com os baixos níveis de investimento. O modelo de crescimento econômico que predominou nos últimos períodos, exclusivamente pautado no consumo, mostra sinais

claros de esgotamento. Agora dependemos mais do que nunca do aumento de produtividade, o que só é alcançado se o país voltar a investir.

Entre os diferenciais competitivos que nos chamaram a atenção, estão a agilidade e a capilaridade dos serviços de pós-venda, que incluem assistência técnica, reposição de peças e até treinamento para operação das máquinas. Todos estes, diferenciais competitivos bastante interessantes e difícil de serem replicados por concorrentes estrangeiros, como pudemos constatar através de nossas conversas com clientes e competidores.

Pelo fato de o consumo de bens de capital ser muito sensível às condições de crédito, outra grande vantagem da Romi é sua capacidade de conceder ela própria, via BNDES, o pacote de crédito cunhado FINAME Fabricante. A Romi é uma das únicas produtoras de máquinas-ferramenta que dispõe dessa facilidade aos seus clientes finais, já que este tipo de linha só é disponibilizado para produtos com índice mínimo de conteúdo local. Essa é sem sombra de dúvida uma ferramenta de vendas importantíssima ao trazer agilidade e diminuir a dependência do financiamento bancário, que é muito moroso e de difícil acesso para clientes de menor porte e sofisticação.

Não obstante a Romi também vem realizando um forte trabalho interno visando principalmente diminuir o grau de alavancagem operacional e o tempo médio de produção das máquinas (conhecido como lead time) de modo a se tornar menos dependente de volume para gerar rentabilidade e conseguir responder com mais agilidade a variações de demanda. Esses esforços já vêm surtindo efeitos bastante palpáveis. Só nos últimos 3 trimestres, por exemplo, a empresa já diminuiu o capital de giro empregado em cerca de R\$ 100 MM via redução principalmente dos volumes em estoque. Isso ajudou a reafirmar nossa confiança no management, vital em todas as nossas decisões de investimento.

Os dois anos de baixo ou negativo nível de investimentos da economia, e por não acreditarmos na teoria da desindustrialização do país, nos leva a crer que o pior momento para a Romi já ficou para trás. Mais importante do que isso até, aproveitamos o momento de maior pessimismo para comprar, o que nos permitiu pagar o preço que julgamos bastante abaixo do real valor da companhia.

Em paralelo, o governo vem tomando uma série de medidas pró-industriais e anunciando investimentos que também devem ajudar essa fase de retomada, por mais lenta que seja. A forte queda da produção de caminhões no ano passado, em razão da adoção do Euro 5, que acompanhamos tão bem em razão da nossa participação em Schulz, foi um elemento importante na queda de dinâmica do mercado e a recuperação forte neste ano está ajudando muito.

A própria desvalorização cambial recente também deve ser um fator muito importante, assim como a redução do custo de energia, a desoneração da folha de pagamentos e até a imposição de aumento nas alíquotas de importação de vários produtos manufaturados. Por tudo isso, acreditamos ter boas indicações de que a Romi vá ver, ainda que lentamente, melhora na carteira de pedidos e conseqüente melhora para níveis mais adequados de rentabilidade.

No atual nível de preço (já bem acima do que compramos nossa posição há alguns meses), a companhia vale em Bolsa o equivalente a 60% do seu valor patrimonial. Outra forte evidência de que a empresa está subavaliada é que executaram recentemente agressivo programa de recompra das suas próprias ações, comprando a preços acima dos atuais, cerca de 4% do seu capital.

Além disso existem 3 ativos imobiliários importantes, mas não operacionais, que são contabilizados a valor de custo no balanço da companhia, mas que tem valor de mercado muito superior a isto, e na nossa opinião, com chances de serem monetizados em breve.

Acreditamos que quando adquirimos um pedaço da companhia, se considerássemos a valor a ser liberado em capital de giro, mais seus imóveis não-operacionais, levamos os negócios da empresa praticamente de graça. Esse é o tipo de investimento que gostamos. Agora é sentar, monitorar, e esperar.

## Nova Posição: Sonae Sierra (SSNR3)

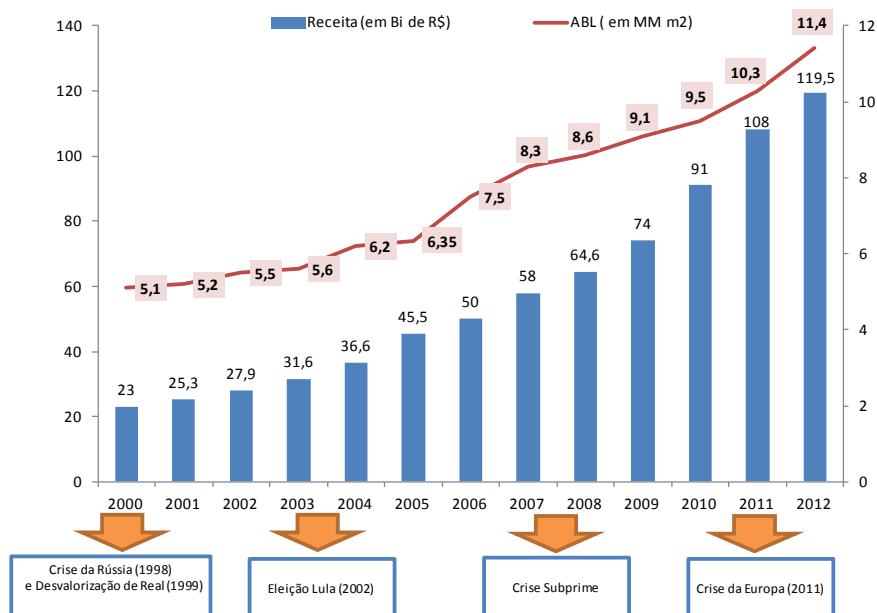
A Sonae Sierra Brasil (SSBR) é uma das principais incorporadoras, proprietárias e operadoras de Shopping Centers do Brasil. Por meio de um modelo verticalmente integrado, atua em todas as fases passando pelo processo de projeto, construção e reforma de shoppings, gestão de ativos e serviços de comercialização de lojas. Hoje a empresa está presente nos mercados de São Paulo, Amazonas, Minas Gerais, Paraná e Goiás, totalizando 9 shoppings e 274 mil m<sup>2</sup> de ABL (Área Bruta Locável). Criada há 10 anos, a SSBR é fruto de uma associação entre duas das maiores empresas do setor de shoppings do mundo. Uma europeia, a Sonae Sierra, e outra norte americana, a DDR. Juntas elas detêm mais de 14 milhões em ABL espalhadas pelo mundo e possuem posição de grande destaque em seus mercados.

O modelo de negócio consiste em desenvolver e operar shoppings estratégicos (referência da região), com o objetivo de criar uma barreira de entrada regional. Além disso, gerem seu portfólio como um asset manager ativo, adquirindo ou vendendo de acordo com seu preço-alvo para cada ativo. Em geral, desenvolvem os shoppings até que a valorização passe a ser marginal. A partir deste momento, a SSBR realiza seus ganhos vendendo o imóvel. Este comportamento pode ser verificado nas vendas recentes de participações em três empreendimentos de dezembro de 2012.

Ficamos bastante impressionados com o perfil de atuação da companhia, pois é bastante diferente do que temos observado em alguns concorrentes, que pensam exclusivamente em crescer sem pensar na efetiva geração de valor aos acionistas – sim, acreditamos que imóveis podem perder valor e portanto, comprá-los a qualquer preço pode destruir valor. Nossa tese de investimento tem como fundamento a visão desta companhia como um caso de value investors em seu segmento de atuação, em uma indústria permeada de outros cujo interesse primário é o crescimento.

Desde a estabilização econômica brasileira, o setor de shoppings vem apresentando um crescimento expressivo mesmo em períodos turbulentos. Fatores como expansão do crédito, aumento do poder de compra da classe média, escassez de shoppings, além da baixa penetração de shoppings na matriz do varejo nacional foram, e continuam sendo, alguns catalisadores de valor deste segmento e o que trouxe diversos concorrentes a este mercado.

Abaixo é possível observar a evolução crescente mesmo em tempos de crise tanto do ABL (em MM m<sup>2</sup>, na linha vermelha) quanto das vendas totais em shoppings (em R\$ Bi coluna azul).



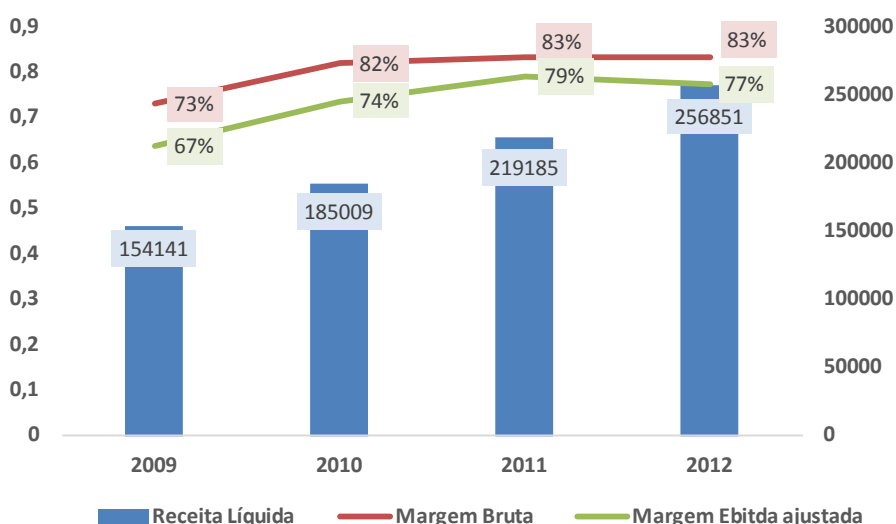
Esse histórico excelente de crescimento não só fez os preços das ações do setor dispararem no passado como trouxe aos empreendedores uma falsa percepção de “blindagem” contra crises. Desta forma, o mercado de shoppings no Brasil passou a atrair uma grande quantidade de investidores, muitos deles sem experiência. Nossa tese de investimento tem como ponto focal que com o crescimento da oferta indiscriminada neste segmento, acreditamos que existam oportunidades para empresas profissionais, capitalizadas, de adquirirem excelentes imóveis/projetos a preços interessantes tendo como filosofia o conceito de valor, através de medidas de avaliação adequada e gestão. A Sonae Sierra possui este posicionamento em nossa visão.

Acreditamos nisto, tanto pelo perfil de seus controladores, que possuem tamanho e experiência em mercados mais maduros, quanto pela situação forte balanço da operação brasileira após a venda de ativos a excelentes preços no final de 2012.

O plano de crescimento desenvolvido há 3 anos pela empresa já está quase finalizado. Nele foi realizado um investimento total em torno de R\$ 800 milhões, aumentando em 50% o ABL próprio com a construção de 3 projetos (Uberlândia, Londrina e Goiânia). Recentemente, 2 projetos já foram entregues e começaram a operar, restando apenas por entregar projeto de Goiânia, que deve estar funcionando ainda em Outubro.

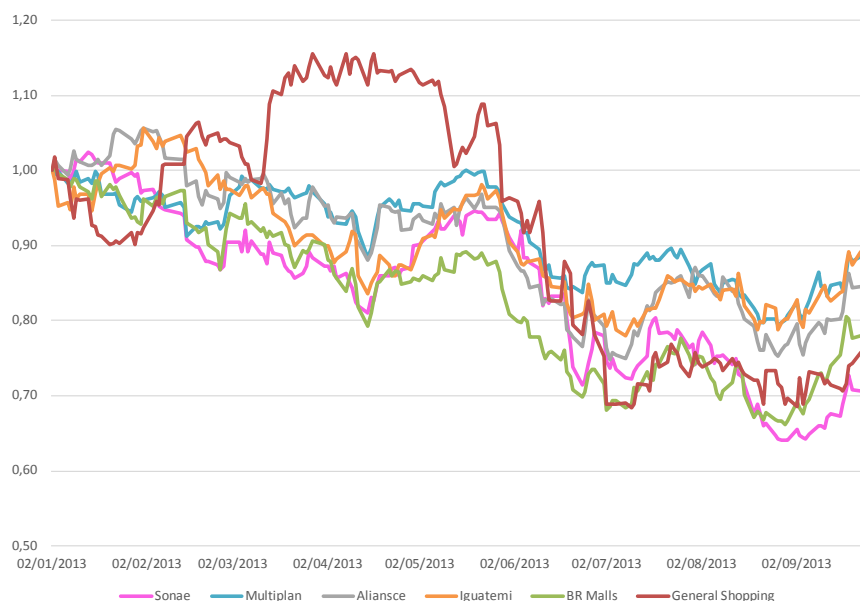
No contexto atual, o risco de execução de construção dos novos projetos já foi praticamente extinto. Todo este aumento de ABL deve impactar positivamente e de forma relevante os resultados da empresa nos próximos anos. No entanto, é importante ressaltar que nos posicionando neste momento na empresa, não estamos pagando por grande parte deste investimento que vem sendo feito já há alguns anos.

O resultado da Sonae Sierra vem mostrando evolução positiva tanto pela qualidade de seus ativos como pelo aquecimento do mercado em geral. As margens são bastante estáveis também. Isso ocorre pelo fato de seus contratos com os lojistas serem de longo prazo e corrigidos por inflação.



Apesar dos resultados positivos, as ações das empresas do setor começaram a sofrer bastante principalmente pelo grande êxodo de recursos de estrangeiros, além das notícias de desaquecimento do varejo. Abaixo a evolução das ações de shopping neste ano:





No caso da SSBR, a queda no preço de suas ações tem sido ainda mais intensa, pois há uma preocupação sobre a desaceleração do seu SSS (Same Store Sales). Sobre isso, existem alguns mitigadores. O primeiro deles é que seu SSR (Same Store Rent), o que é cobrado dos lojistas que utilizam as suas lojas, segue forte e blinda as receitas da companhia por mais 1 a 2 anos. Além disso, o aumento do portfólio via ramp-up dos novos projetos, tende a inverter a tendência de seu SSS. Isto ocorre naturalmente pela renovação do portfólio, já que os projetos novos têm um período de grande crescimento de vendas antes de sua maturação. Além disso, o perfil asset manager ativo, adquirindo ou vendendo de acordo com seu preço alvo, do qual tanto gostamos, não é bem visto pelo mercado que espera crescimento a qualquer custo, ou seja, crescer independentemente do preço pago (algo que definitivamente não concordamos). Este é um ponto importante, pois uma vez que SSBR anuncie um novo projeto, saciando a necessidade do mercado por crescimento, isso pode servir como gatilho para o preço de suas ações.

Em suma, um setor que propiciou raras chances de entrada para investidores pouco dispostos a pagar por crescimento como nós, enfim parece oferecer uma boa oportunidade. No caso de Sonae, da mesma forma que achávamos que o mercado a superestimava em um passado recente, neste momento, parece haver uma reação exacerbada sem motivo razoável.

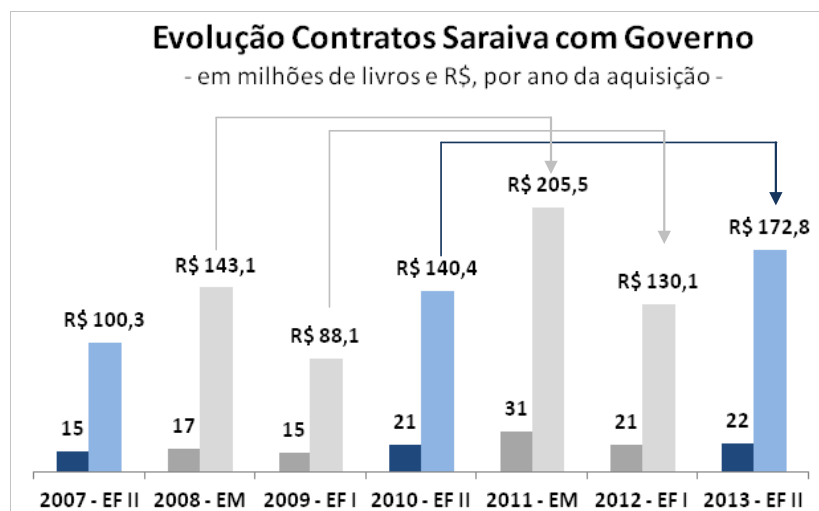
**Saraiva**

A Saraiva, posição que temos aumentado ao longo do ano, divulgou no último mês o resultado obtido no programa de compra de livros do governo federal – o Programa Nacional do Livro Didático 2014 (PNLD). Apesar da face de varejo da Saraiva ser, por motivos óbvios, a mais visível da empresa, o negócio editorial é a maior fonte de valor da companhia, na nossa visão.

As compras do programa nacional são feitas com base na escolha de cada professor, em cada uma das mais de 130 mil escolas espalhadas pelo país. A empresa conseguiu resultado muito positivo quando comparado ao programa de 2011, conforme vemos na tabela abaixo. O programa do governo funciona em ciclos trienais. Em cada ano se compra os livros para as séries de determinado grupo e repõe apenas os livros consumíveis dos demais grupos.

	Ensino Fundamental 1 1ª a 5ª série	Ensino Fundamental 2 6ª a 9ª série	Ensino Médio
Ano 1	<b>Novas adoções</b>	Reposição	Reposição
Ano 2	Reposição	<b>Novas adoções</b>	Reposição
Ano 3	Reposição	Reposição	<b>Novas adoções</b>
Ano 1	<b>Novas adoções</b>	Reposição	Reposição
...	...	...	...

Como ocorrido nos últimos anos, o contrato da Saraiva cresceu. Para o próximo ano letivo será 4% maior em volume de livros (22 milhões) e 23% maior em receita, totalizando R\$ 173 milhões. De qualquer forma, apesar de bastante relevante, vale notar que as vendas para o governo representam entre 10% e 15% da receita total do grupo.



Apesar do Ministério da Educação não ter divulgado ainda os dados completos do programa, a Abril Educação comunicou os dados do seu contrato e não apresentou resultado tão positivo quanto o da Saraiva, aliás, muito pelo contrário. Para o PNLD 2014 o contrato será 34% menor em volume de livros e 12% menor em receita quando comparamos ao último ciclo em 2011, sugerindo forte ganho de market share para a Saraiva. As quatro principais editoras do Brasil somam, em média, 80% das vendas para o PNLD.

Também ainda em setembro a Saraiva comunicou início da operação de varejo em aeroportos. A primeira loja já foi aberta no aeroporto de Guarulhos e já estão em negociação para ao menos duas novas. O projeto de abrir lojas em aeroportos não é novo, porém a estrutura estatal de administração era, no mínimo, desorganizada, e com o início do programa de privatizações o relacionamento com operadores profissionais facilitou as negociações. Soma-se ao anterior um momento ainda muito mais interessante para a Saraiva proporcionado pela dificuldade apresentada pela Laselva, hoje líder absoluta em operações dentro de aeroportos no país, que entrou em recuperação judicial no primeiro semestre deste ano.

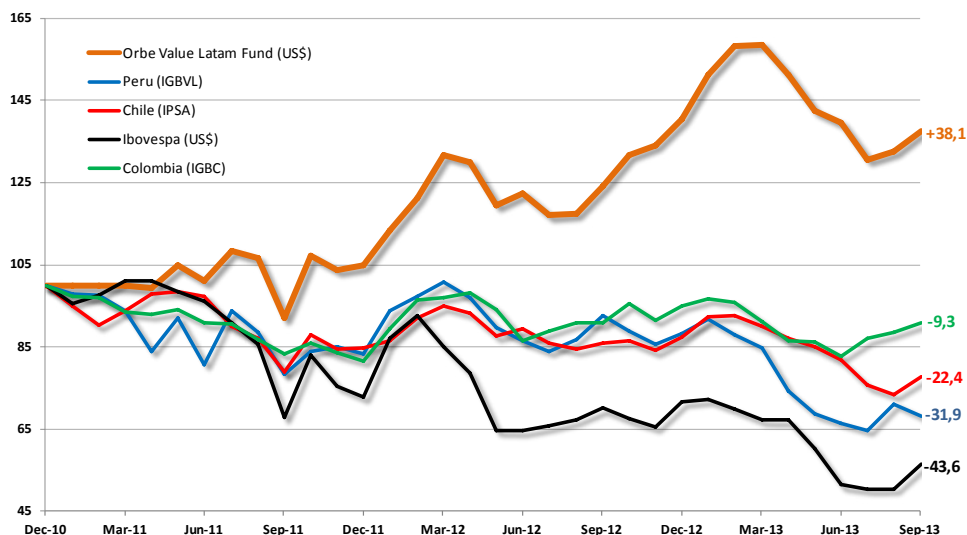
Assim, como em tantos outros casos em nosso portfólio, a Saraiva é uma empresa que claramente segue gerando muito valor nas suas operações no mundo real, enquanto a discrepância entre seu preço na Bovespa e seu valor intrínseco segue crescendo em virtude dos mercados financeiros ruins recentes. E nós vamos satisfeitos acumulando participação.

Agradecemos a confiança,

Orbe Investimentos

## Orbe Value LATAM

Relatório Trimestral - 3° Trimestre 2013



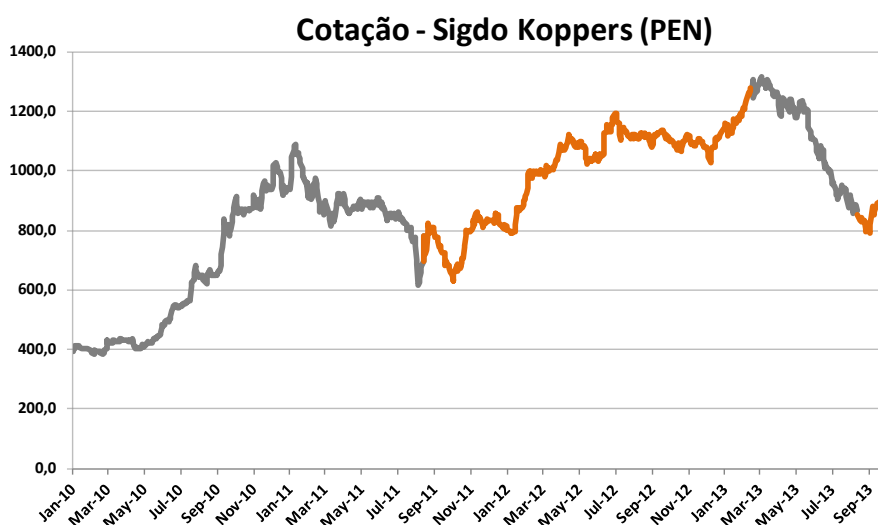
O Orbe Value Latam encerrou o terceiro trimestre de 2013 em leve queda de 1,1%. Com este resultado o acumulado no ano, sempre já em dólares, é uma queda de -1,8%. Os índices das Bolsas dos nossos países alvo apresentam os seguintes resultados acumulados em 2013: Chile -15,4%, Peru -29,1% e Colômbia -10,9%.

O ano tem sido incrivelmente interessante, pois as fortes quedas nos mercados (a Bolsa do Peru é a pior Bolsa de valores no mundo em 2013), causadas pela aversão a risco de investidores internacionais, potencializada pela menor liquidez destes mercados, têm permitido o surgimento de grandes oportunidades.

Neste ano já compramos duas novas empresas para o fundo, uma no Chile e uma no Peru. Como ainda seguimos aumentando nossa posição e a liquidez de ambas é restritiva, comentaremos em detalhes apenas em relatórios futuros.

Também compramos novamente uma posição na holding Sigdo Koppers, após termos vendido nossa posição anterior no começo do ano. A companhia chilena controla, entre outros negócios correlatos, a chilena Enaex, segunda maior empresa de explosivos do mundo e líder absoluta na América Latina. É um negócio complexo mas indispensável para os clientes, empresas de construção e mineração, com enormes barreiras de entrada e grandes margens.

Em virtude da volatilidade exagerada do mercado, pudemos vender nossas ações na companhia por PEN 1.300/ação, e as recomparamos seis meses depois por incríveis PEN 800/ação – praticamente o mesmo preço que pagamos por nossas ações há 2,5 anos, quando montamos nosso primeiro portfolio Latam (veja gráfico abaixo). Hoje é uma companhia maior e mais lucrativa, e nós temos muito mais conforto com os seus gestores e a estratégia que vem sendo implementada.



Além das novidades do portfólio citadas acima, as demais companhias do nosso portfólio seguem apresentando resultados muito bons no mundo real, e em diversos casos aproveitamos o stress do mercado dos últimos meses para aumentarmos de forma expressiva nossa exposição.

Adicionamos grande exposição a Credicorp e Ferreyros no Peru, e a SAAM no Chile, e estas são hoje as maiores posições do fundo, somando 35% dos ativos.

Ao longo do terceiro trimestre a peruana Grana y Montero, nossa mais bem sucedida posição nestes primeiros anos de operação do Latam concluiu de forma bem sucedida seu processo de aumento de capital com emissão de novas ações na NYSE. A operação certamente vai ajudar a trazer liquidez e visibilidade a esta extraordinária companhia.

Além dos benefícios para ação, a operação fortalece o capital da companhia em cerca de USD 400 milhões. Estes recursos levantados serão usados para o prosseguimento do plano de diversificação geográfica na América Latina, além da intensificação da presença da companhia em concessões. De maneira sucinta, o planejamento estratégico da GyM é que, a médio prazo, parte importante das receitas venha também do Chile e da Colômbia. Além disso, a presença maior em concessões vem mudando o perfil da companhia, tornando-a cada vez mais estável e previsível.

Neste último trimestre a empresa já deu passos concretos neste sentido. O primeiro deles foi a aquisição de uma construtora chilena (DSD) focada nos ramos de óleo & gás, celulose, energia e mineração. De certa forma, os segmentos de atuação da DSD são complementares aos da Vial y Vies, construtora anteriormente adquirida. A junção destas 2 empresas servirá como plataforma de crescimento para a GyM no Chile.

Outro fato interessante foi o aumento da participação em uma de suas principais concessões, a rodovia Norvial. Esta rodovia é particularmente interessante porque é rota obrigatória (única) para quem vai ao norte do Peru, região que mais cresce no país. Este fato é refletido em números, já que nos últimos anos, a Norvial tem crescido seu faturamento em 7% a.a com margem Ebitda de 80%. Pelo que foi divulgado até o momento, a empresa pagou US\$ 19,2 milhões pela fatia de 16,9% da concessão. Desta forma, a empresa peruana estaria aumentando sua participação na concessão por 4,5X EV/Ebitda, valor que nos parece interessante.

Em suma, continuamos bastante satisfeitos com GyM, não só pelos resultados excelentes dos últimos trimestres, mas também com a sinalização que utilizará os recursos levantados de forma criteriosa e com agilidade, dando continuidade ao seu planejamento estratégico.

## 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)	916,86%	379,73%	677,55%	271,81%	-36,16%	1492,78%
Nos últimos 60 meses	25,82%	5,65%	66,81%	59,19%	16,49%	8,01%
Nos últimos 48 meses	15,91%	-14,92%	23,59%	43,16%	25,41%	-7,58%
Nos últimos 36 meses	-7,33%	-24,62%	2,33%	31,04%	31,63%	-29,59%
Nos últimos 24 meses	0,80%	0,03%	18,43%	17,55%	20,25%	-16,18%
Nos últimos 12 meses	-2,08%	-11,55%	-2,30%	7,41%	9,82%	-10,84%
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%
Ano de 2013	-5,01%	-14,13%	-10,13%	5,62%	9,13%	-12,95%
Mês Atual	0,64%	4,65%	3,16%	0,70%	-6,01%	7,07%

### 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	82	73	80
Meses negativos	45	54	47

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

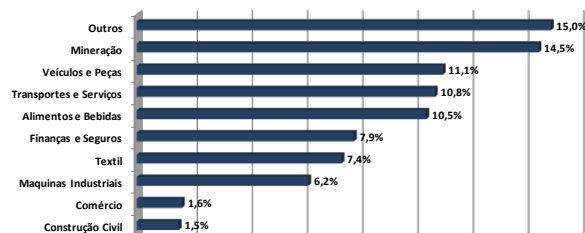
Correlação determina o grau com que a movimentação de duas variáveis é relacionada. Seu coeficiente varia de -1 (totalmente inversa) a +1 (totalmente positiva)

Rent. %	set/13	ago/13	jul/13	jun/13	mai/13	abr/13	mar/13	fev/13	jan/13	dez/12	nov/12	out/12
Orbe Value	0,64	2,09	-3,09	-7,15	-0,02	-2,71	-0,72	2,53	3,76	2,92	-3,19	3,46
FGV-100	3,16	3,69	2,89	-5,97	-5,19	-2,01	-3,74	-3,34	0,46	6,22	1,83	0,49

### Rentabilidade Acumulada



### Investimento por Setor Econômico



## ORBE VALUE QUALIFICADO FIC FIA

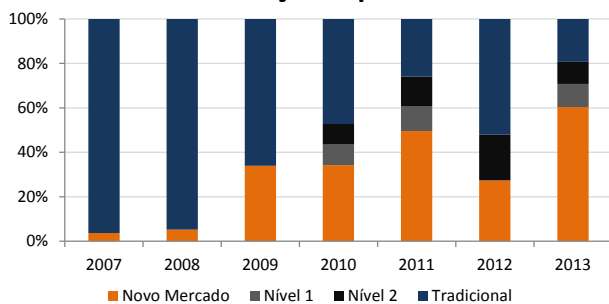
Resumo Fundo	Características	Detalhes Estrutura
<p>O fundo Orbe Value Qualificado FIC FIA, é um veículo que investe no mínimo 95% dos seus recursos no Orbe Value Master FIA. Tem como objetivo adquirir participações acionárias, com foco de longo prazo, em empresas listadas na Bovespa, com disciplinada 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>



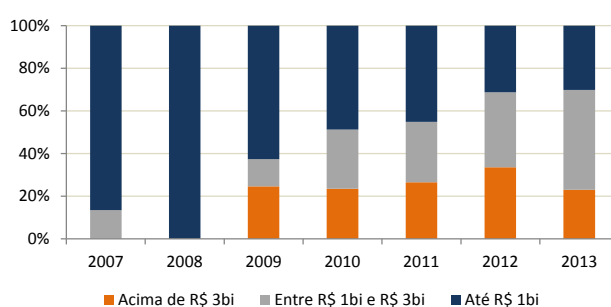
Orbe Value Qualificado	
Setembro/2013	0,68%
No ano	-4,20%
12 meses	-1,14%
18 meses	-6,58%
24 meses	2,18%
Desde o início - fev/10	-3,75%

Rent. %	set/13	ago/13	Jul/13	Jun/13	mai/13	abr/13	mar/13	fev/13	jan/13	dez/12	nov/12	out/12
Orbe Value	0,68	2,35	-3,14	-7,11	0,10	-2,45	-0,67	2,62	3,81	2,92	-3,12	3,49
IGPM + 7%	2,07	0,71	0,83	1,32	0,57	0,71	0,77	0,86	0,91	1,25	0,54	0,59

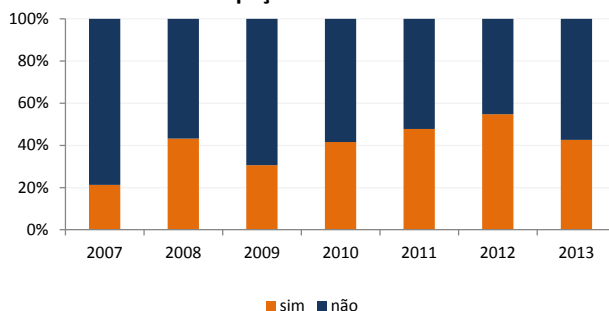
### Governança Corporativa



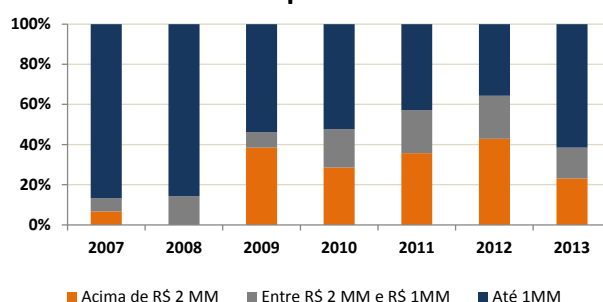
### Valor de Mercado



### Participação em Conselhos

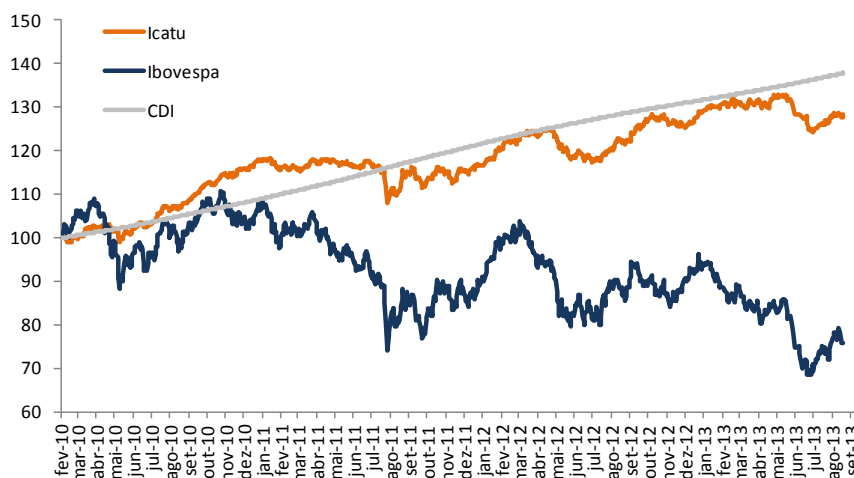


### Liquidez



## 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 Previdência 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

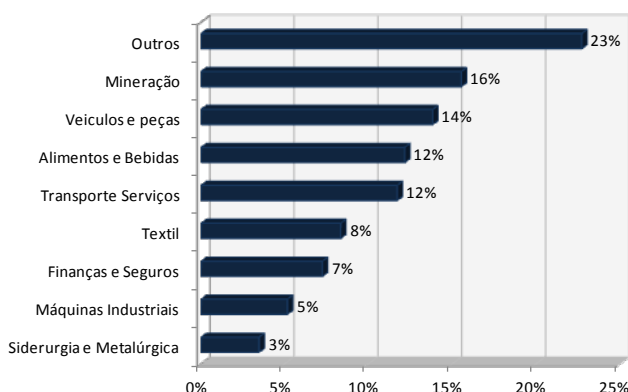


### Rentabilidade Mensal - Orbe Icatu Seg Prev

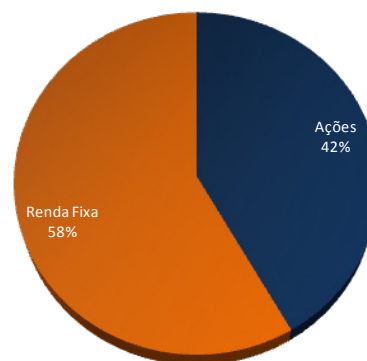
Rentabilidade últimos 12 meses		
Patrimônio médio 12 meses: R\$ 26,6 milhões		
Set/13 0,61%	Mai/13 0,48%	Jan/13 1,88%
Ago/13 1,68%	Abr/13 -0,66%	Dez/12 1,60%
Jul/13 -1,08%	Mar/13 -0,03%	Nov/12 -1,24%
Jun/13 -2,96%	Fev/13 1,25%	Out/12 1,77%

ORBE ICATU PREVIDÊNCIA FIM	
Último mês	0,61%
2013	1,08%
12 meses	3,22%
Desde o início (fev/2010)	29,10%

### Investimento por Setor Econômico



### Composição da carteira atual:



## ORBE VALUE LATAM

### Resumo Fundo

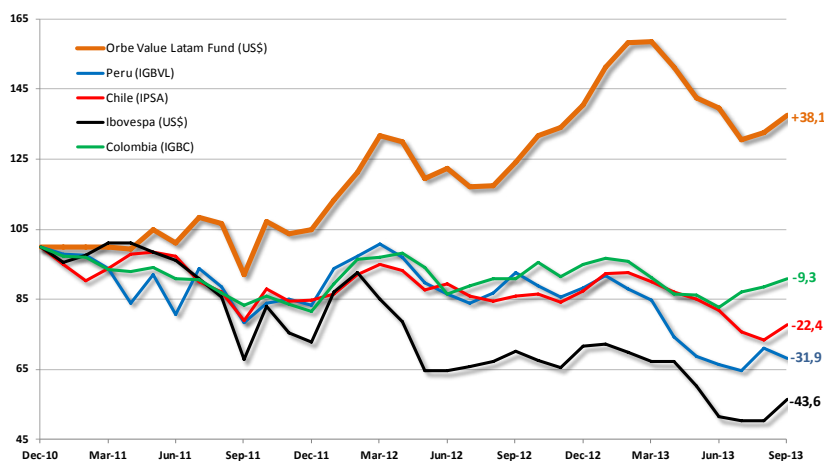
Fundo offshore focado em investimentos de longo prazo de capital em países da América Latina, fora o Brasil. Foco principal no Peru, Chile e Colômbia, dada a estabilidade política desses países e o conjunto de grandes oportunidades presentes.

### Características

Público-alvo: pessoa física ou jurídica que busque retornos absolutos elevados de longo prazo.  
 Aplicação Inicial: US\$ 100.000  
 Aplicação Mínima: US\$ 50.000  
 Aplicação máxima: Não existe  
 Resgate: Trimestral  
 Prazo do Resgate: 3 meses  
 Taxa de administração: 2% a.a.  
 Taxa de performance: 20% acima LIBOR + 6%, anualmente, com marca d'água permanente.

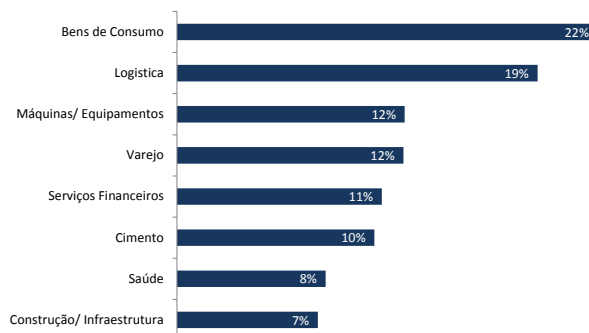
### Detalhes Estrutura

Orbe Value LATAM Fund  
 ISIN: BMG6792R1025  
 Gestão: Orbe Investimentos  
 Administração: Apex Fund Services  
 Domicílio: Bermuda  
 Auditoria: KPMG  
 Código Anbid: 147.370  
 Categoria: Ações Outros



Rent. %	set/13*	ago/13	Jul/13	Jun/13	mai/13	abr/13	mar/13	fev/13	Jan/13	dez/12	nov/12	out/12
LATAM	3,85	1,53	-6,31	-2,14	-5,75	-4,71	0,32	4,63	7,54	4,76	1,87	6,05

Orbe Value LATAM*	
Setembro/2013	3.85%
No ano	-1.99%
12 meses	10.93%
18 meses	5.32%
24 meses	49.52%
Desde o início jan/11	39.89%
PL atual	USD 10.4 MM



\* Estimativa