

### Como fazer a escolha de um bom fundo?

Muitos investidores são levados a escolher os melhores fundos pelo curto prazo, procurando nos rankings de 12 meses aqueles que se destacam como os melhores do ano.

Na nossa visão, essa forma de investir é muito ruim dado que uma boa rentabilidade de curto prazo não necessariamente significa uma boa rentabilidade de longo prazo. Utilizando uma base de 106 fundos de ações, no período de 2017-2022, fizemos um ranking dos 10 melhores fundos de ações em 12 meses e como eles foram nos anos subsequentes (retornos nos três anos posteriores).

Figura I: Estudo dos Dez Melhores Fundos de Ações em Diferentes Períodos

Ano 2017	2018-2020	Ano 2018	2019-2021	Ano 2019	2020-2022
1º	98º	1º	20º	1º	1º
2º	26º	2º	44º	2º	70º
3º	2º	3º	106º	3º	76º
4º	21º	4º	19º	4º	44º
5º	81º	5º	36º	5º	99º
6º	57º	6º	54º	6º	96º
7º	8º	7º	39º	7º	103º
8º	69º	8º	26º	8º	62º
9º	79º	9º	22º	9º	39º
10º	17º	10º	35º	10º	11º
<b>Média</b>	<b>46º</b>	<b>Média</b>	<b>40º</b>	<b>Média</b>	<b>60º</b>

Fonte: Gueparado e Bloomberg.

Note que os 10 melhores fundos de 2017 ficaram, na média, na 46ª posição nos três anos seguintes (2018 a 2020). Sendo que o melhor Fundo naquele ano ficou na 98ª posição no ranking mais abrangente. Na análise dos 10 melhores de 2018, olhando o período de 2019 a 2021, os dez primeiros colocados ficaram, em média, na 40ª posição. Já no ano de 2019, os melhores Fundos ficaram, em média, na 60ª posição no triênio seguinte.

O que queremos demonstrar com esse estudo é que não adianta tentar encontrar o fundo que irá rentabilizar o seu patrimônio analisando os 12 meses anteriores, já que muito provavelmente o Fundo não estará entre os melhores retornos da indústria nos três anos subsequentes.

E como está a Gueparado nessa métrica? Em quais posições ficamos nas janelas consideradas no estudo?

Figura II: Colocações do Gueparado Institucional FIC FIA nos Rankings

Ano 2017	2018-2020	Ano 2018	2019-2021	Ano 2019	2020-2022
83º	4º	98º	1º	1º	1º

Fonte: Gueparado e Bloomberg.

Como podem ver, fomos o 83º melhor fundo em 2017 deste ranking de 106 fundos e conseguimos ser o 4º nos três anos subsequentes. Interessante notar que em 2018 ficamos em 98º e nos três anos seguintes ficamos em 1º lugar. Já em 2019 ficamos em 1º lugar, e primeiro novamente nos 3 anos seguintes (2020 a 2022). Em resumo, é importante verificar não o melhor fundo de rentabilidade em 12. No mínimo olhar janelas de 36 meses ou de preferência maiores, para ter o conforto que aquele gestor apresenta **consistência de longo prazo**.

Abaixo falaremos sobre nossas teses de investimento e seus respectivos resultados no 4º trimestre de 2022.

### Vulcabras

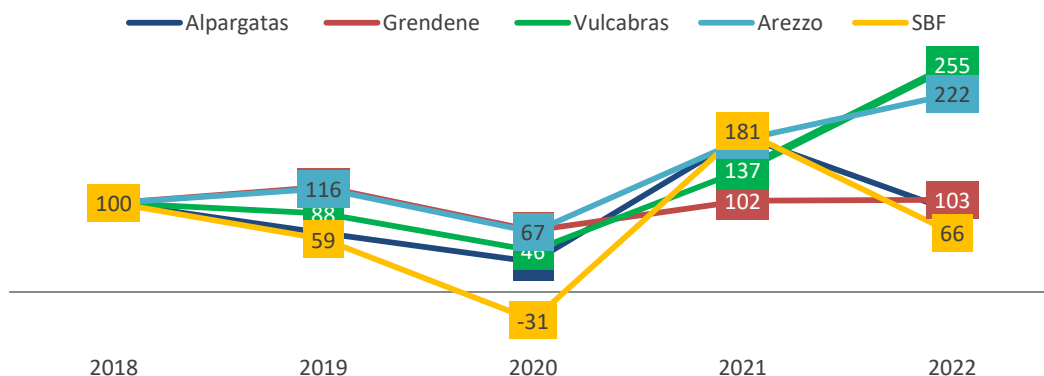
A Vulcabras continua em sua trajetória de melhores resultados a cada trimestre, demonstrando a sua solidez mesmo em um cenário bastante desafiador para o consumo no Brasil. A Receita Líquida teve um aumento de 19,2% na comparação anual, refletindo melhores preços e volumes em todas as linhas de negócio. A empresa continuou expandindo sua margem bruta e obteve 26,4% de crescimento no lucro bruto. É importante ressaltar que esperamos a continuidade desta tendência, com novos aumentos de margem bruta em 2023 em decorrência de um mix de venda mais favorável, melhores preços e menor pressão no custo dos insumos. Por fim, o Lucro Líquido teve um aumento de 50,4% na mesma comparação.

Tem se tornado recorrente em nossas cartas a exposição sobre a melhora contínua de resultados da Vulcabras. Para não correr o risco de nos tonarmos repetitivos, gostaríamos de promover uma reflexão sobre a empresa e suas comparáveis no setor.

Levando em consideração os números compilados pela Bloomberg, a Vulcabras é a empresa que negocia com a menor relação Preço/Lucro Líquido em todo o setor calçadista e em todo o varejo nacional. Ao saber apenas desta informação, o leitor seria induzido a pensar que se trata de uma empresa pouco rentável, ou que não apresenta crescimento de resultados.

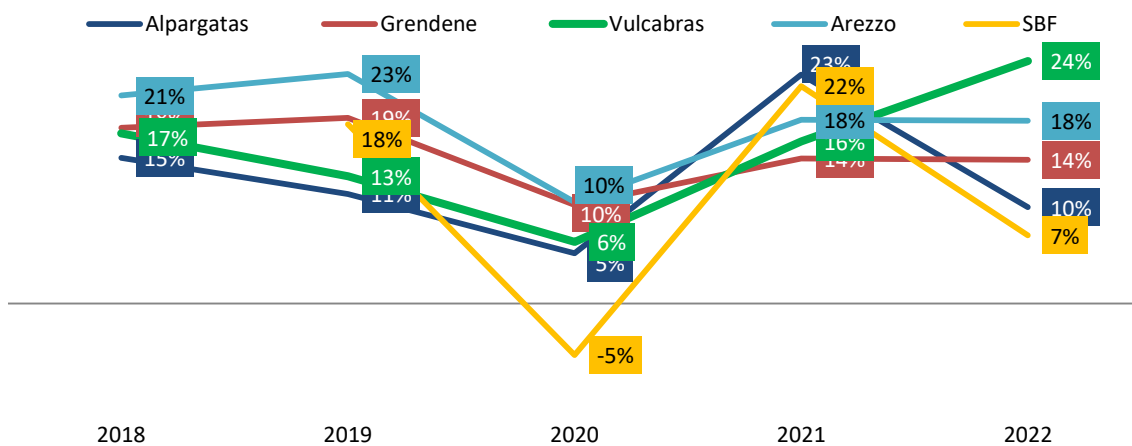
Resolvemos então colocar aqui um gráfico com o crescimento do Lucro por ação das empresas do setor de calçados nos últimos 4 anos, assim como outro gráfico com o ROE das mesmas empresas no mesmo período.

Figura III: Lucro Líquido Ajustado por Ação (Base 100 = 2018)



Fonte: Companhias.

Figura IV: Evolução do ROE (Return on Equity - Retorno sobre o Patrimônio Líquido) (%)



Fonte: Companhias.

Como fica claro nos gráficos apresentados acima, estamos falando da empresa que mais cresceu o resultado por ação no período, assim como a que apresentou maior rentabilidade sobre o Patrimônio Líquido no mesmo período, e que mesmo assim negocia na menor relação Preço/Lucro Líquido entre todas as empresas comparáveis.

Talvez a única explicação seria que o mercado considera que os excelentes resultados obtidos no passado são “não recorrentes” e que veríamos uma rápida reversão a frente. Não acreditamos nisso, e sim que 2023 será mais um ano de forte crescimento de receita e expansão de margens para a Vulcabras.

A ideia dessa reflexão era expor um pouco do tamanho da assimetria que enxergamos em Vulcabras e porque ela continua sendo a nossa maior posição, mesmo após a boa performance da ação nos últimos trimestres.

### Klabin

A Klabin divulgou outro bom resultado no 4T22, impulsionado principalmente por bons preços de celulose e de papéis. O EBITDA atingiu R\$ 1,9 bi, com crescimento de 1% na comparação anual. A empresa tem entregado uma sequência de bons resultados e acreditamos ser mais importante discorrer um pouco sobre o momento da Klabin e como nossa percepção difere da percepção do mercado em geral.

Nos primeiros meses de 2021, decidimos desinvestir de Klabin por acreditar que a ação tinha alcançado um preço próximo ao valor justo, ou seja, pouco descontada, pouca margem de segurança vis-à-vis a outros ativos com melhores relações risco-retorno. E pelo mais incrível que pareça, ao longo do mesmo ano, reiniciamos a recompra de nossa posição com um preço médio 26% abaixo do nosso preço médio de venda.

Neste período, os preços de celulose e de papel se mantiveram em preços bastante altos, acima do que era esperado por nós e pelo mercado. Com isso o nosso valor justo para a empresa subiu ainda mais, tornando o desconto ainda maior. Desde então, a expectativa de queda no preço da celulose era iminente frente a aumentos programados de capacidade e uma possível recessão global.

Para completar o cenário ruim de curto prazo para o preço da ação, o custo de produção tem aumentado fortemente no mundo em função do aumento nos insumos, como diesel, químicos e madeira de terceiros.

O cenário pessimista traçado pelo mercado é o de que as empresas do setor enfrentarão uma realidade de custos mais altos e preços mais baixos, e que isso seguirá por um longo período. Embora não tenhamos como saber como pensa cada participante, esta parece ser a interpretação hoje, dado o preço deprimido de empresas como Klabin e Suzano, por exemplo.

Aqui nossa visão começa a divergir. Primeiramente, a queda da celulose é uma certeza e já está acontecendo, inclusive. Temos pouca ambição em acertar o preço mínimo que atingirá, assim como o período exato em que o preço permanecerá neste nível, dado que isto tem pouca influência no valor da empresa. Acreditamos que o aumento de custos é global, que as empresas brasileiras continuam muito bem posicionadas na curva de custos e que continuarão obtendo ótimos retornos assim que os preços voltarem a incentivar o volume necessário de produção pra atender a demanda global, que é crescente.

Mais importante do que isto, a Klabin não é uma empresa de celulose. A Klabin produz e vende celulose de fibras curtas, longas e *fluff*, assim como diversos tipos de papel nos mercados interno e externo. A empresa tem grande flexibilidade entre produtos e mercados, fazendo com que seu resultado seja muito mais resiliente do que empresas puras de celulose. Este ano a empresa deve, por exemplo, destinar maiores volumes ao mercado interno, aproveitando sua capacidade de integração. Além disso, inúmeros contratos no Brasil têm reajustes anuais e esperamos um aumento relevante no preço de cartões para 2023. Por fim, a empresa tem a segunda máquina do PUMA II que começa a operar em alguns meses.

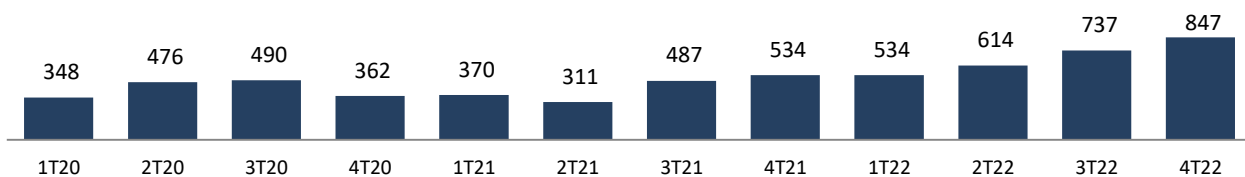
Se estivermos certos em nossa análise, estamos tendo a oportunidade de comprar uma excelente empresa, com grande oportunidade de crescimento, no múltiplo mais baixo dos últimos 10 anos. Acreditamos que no longo prazo seremos bem recompensados neste investimento.

## Ultrapar

Neste 4º trimestre, a Ultrapar atingiu um bom resultado nas unidades de negócio Ultragaz e Ultracargo, porém abaixo do potencial na Ipiranga.

A Ultragaz tem apresentado um histórico de resultados bastante positivo. No quarto trimestre, a empresa alcançou um patamar recorde decorrente de melhores margens, fruto de iniciativas de aumento de eficiência e produtividade. Acreditamos que este negócio continuará com desempenho ainda superior.

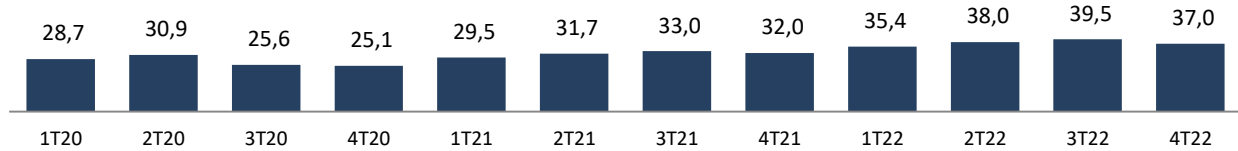
Figura V: Margem EBITDA Ultragaz (EBITDA/m<sup>3</sup>)



Fonte: Companhia.

Na Ultracargo, a expansão de capacidade, reajustes contratuais e outras eficiências operacionais proporcionaram à unidade um novo patamar de rentabilidade e maior relevância entre os negócios do grupo.

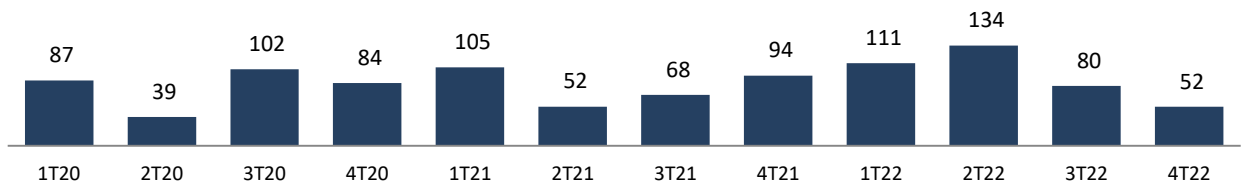
Figura VI: Margem EBITDA Ultracargo (EBITDA/m<sup>3</sup>)



Fonte: Companhia.

No entanto, a Ipiranga apresentou um resultado recorrente abaixo do seu potencial, em função de margens mais pressionadas, decorrentes da maior oferta de produtos no mercado e de perdas de estoque. Acreditamos que as condições concorrenciais no mercado de importação e movimentos erráticos por parte do governo na reoneração de combustíveis devem continuar a pressionar a margem do negócio no começo de 2023. Em um prazo maior, acreditamos que o ambiente de negócios para o setor deve se tornar mais favorável e, somado a eficiências internas da Ipiranga, deverão resultar em um desempenho acima do atual.

Figura VII: Margem EBITDA Ipiranga (EBITDA/m<sup>3</sup>)



Fonte: Companhia.

Vemos o grupo com bastante potencial para entregar um nível de resultado em 2023 não apenas maior que no ano passado, mas que demonstrará um passo importante na jornada de crescimento e criação de valor no longo prazo.

## ITAÚ

O Itaú entregou mais um resultado consistente no 4T22, principalmente se considerarmos o cenário macro desafiador e os resultados bastante fracos de seus principais concorrentes privados. O Banco optou por reconhecer já no 4ºT22, como evento subsequente, 100% de sua exposição de crédito na Americanas, gerando um impacto de R\$ 719 milhões no resultado recorrente gerencial. Ao detalhar os resultados ao longo desta Carta, não iremos ajustar o resultado para este evento por entender que eventos deste tipo fazem parte do negócio.

O Lucro Líquido recorrente atingiu R\$ 7,7 bi com crescimento de 7,1% na comparação anual, com ROE de 19,3%. Apenas como efeito de comparação, o ROE teria sido 21% se excluíssemos o efeito da Americanas. O Banco continuou a se beneficiar de um aumento da margem financeira com clientes e níveis de provisão sobre controle.

Juntamente com o resultado do 4T22, o Itaú divulgou seu *guidance* para 2023. De forma geral, os números vieram bastante em linha com nossas projeções. Estimamos crescimento de Lucro Líquido acima de 10% para o ano de 2023 com ROE perto de 20%.

Verificamos um aumento do risco político para o setor com a entrada de um novo governo, em consonância com o que já falamos na Carta passada. Dentre os riscos potenciais existentes estão o fim do JCP, taxaço de dividendos e possível aumento de CSLL, que embora não sejam específicos para o setor teriam impacto relevante nos Bancos. Além disso, tem voltado à tona discussões sobre limitação de juros em determinadas linhas de produto.

Em meados de março, o Conselho Nacional da Previdência Social (CNPS) decidiu reduzir o limite de juros cobrado em empréstimos consignados voltados para beneficiários do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS). Aparentemente foi uma decisão atabalhoada, sem a participação dos principais Bancos que operam este tipo de produto. Houve uma forte reação dos Bancos públicos e privados que suspenderam imediatamente a concessão desta linha. Na sequência, o governo voltou atrás e subiu novamente o limite para um valor menor do que antes da primeira mudança.

Apesar de não ser muito representativo no resultado do Itaú, este episódio deixa lições importantes. A primeira é que o atual governo tem um voluntarismo preocupante em achar soluções fáceis para problemas complexos. A segunda é que a lei de oferta e demanda ainda não foi modificada. Os Bancos simplesmente não são obrigados a fornecer crédito diante de situações que não considerem adequadas. E o efeito ao consumidor acaba sendo o inverso. Quem mais precisa de crédito pode acabar ficando desassistido por decisões mal pensadas.

Vemos como potencial fonte de preocupação os empréstimos rotativos de cartão de crédito, tão frequentemente citados por governo de diversas vertentes que parecem não conhecer profundamente o funcionamento deste mercado.

Apesar destes riscos, seguimos confiantes em nosso investimento. Temos hoje a oportunidade de comprar uma das melhores empresas do Brasil, com uma gestão que admiramos muito, abaixo de 7x Preço/Lucro. Quem tiver paciência e visão de longo prazo certamente será recompensado neste investimento.

## Rumo

A Rumo reportou um bom resultado no quarto trimestre. Foi notável o grande volume de produto transportado devido a dinâmica de mercado mais construtiva, com aumento da safra e maior competitividade da ferrovia, suportado pelo aumento da capacidade, principalmente na Operação Norte.

A principal notícia positiva, no entanto, foi a divulgação da expectativa de resultados para o ano de 2023. A Rumo espera um crescimento relevante de produtos a serem transportados, principalmente produtos agrícolas originados no centro-oeste. A expectativa de crescimento de EBITDA é positiva e representa uma etapa importante da evolução que estamos acompanhando na Rumo.

Figura VIII: Comparativo Volume, EBITDA e Capex

	Realizado 2022	Expectativa 2023
Volume (Bilhões TKU)	74,9	80 ≤ Δ ≤ 83
EBITDA (R\$ Milhões)	4.534	5.400 ≤ Δ ≤ 5.800
Capex (R\$ Milhões)	2.718	3.600 ≤ Δ ≤ 4.000

Fonte: Companhia.

Importante ressaltar que em julho de 2022, a Rumo vendeu uma participação de 80% em dois terminais do Porto de Santos por R\$ 1,4 bilhão. Portanto, a empresa tem parte do seu resultado considerado no ano de 2022, que não haverá no ano de 2023. Desta forma, o crescimento de EBITDA esperado para este ano é ainda mais considerável.

Espera-se um crescimento das safras de soja e de milho no Mato Grosso para as colheitas de 2023. Contudo a colheita da safra de soja que tem início nos primeiros meses do ano se deu de forma mais tardia que ano passado, fazendo com que os volumes transportados em janeiro e em fevereiro fossem abaixo do potencial da ferrovia.

Considerando estes fatos, esperamos uma dinâmica de resultados mais moderada no primeiro trimestre, mas que evoluirão para patamares mais robustos no decorrer de 2023.

## Ânima

O quarto trimestre do ano foi um período difícil para a Ânima Educação. Nesse período, visando obter melhorias operacionais, a empresa devolveu alguns imóveis e cortou gastos administrativos. Isso gerou excessivos gastos não recorrentes nos últimos meses de 2022.

Nossa análise deste processo nos indica que alguns ajustes ainda devem ocorrer no início de 2023. Porém, como produto deste trabalho, devemos ver uma empresa mais enxuta e eficiente em custos de ocupação e com gastos administrativos menores.

Acreditamos que a Ânima teve sucesso em moldar o modelo de ensino híbrido para as diversas demandas de diferentes áreas, desde os cursos de tecnologia que preferem menos idas ao campus até os cursos de saúde que demandam mais presencialidade. A construção deste modelo de ensino será uma peça fundamental para um desempenho satisfatório em captação de alunos e manutenção de uma evasão controlada que veremos nos próximos anos.

A expansão das margens operacionais em conjunto com boa dinâmica no fluxo de alunos e repasse de inflação nas mensalidades serão os fatores que resultarão em uma melhora no resultado operacional.

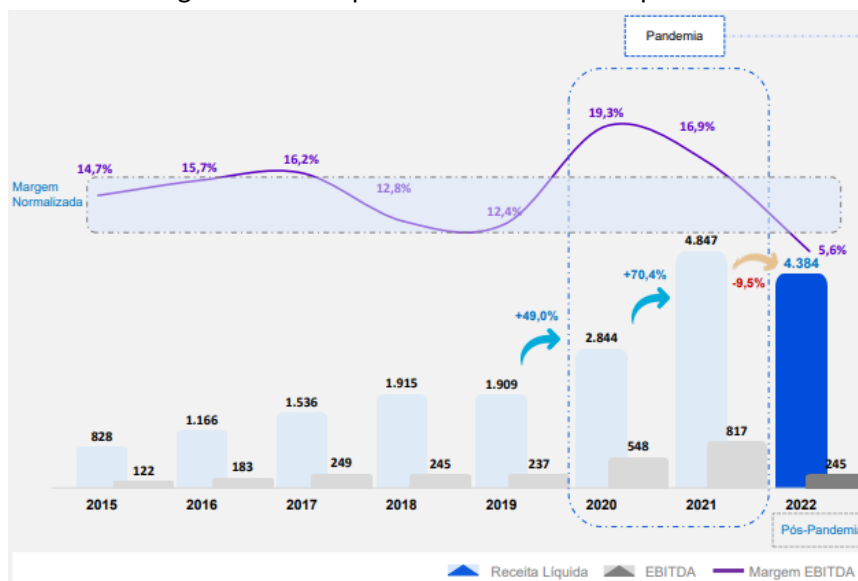
Dado que a Companhia está alavancada financeiramente, este resultado representará um grande destrave de geração de caixa aos acionistas, na nossa opinião, revertendo de forma substancial a situação atual e melhorando a avaliação da ação da Ânima pelo mercado.

**Multilaser**

A Multilaser teve um desempenho abaixo do esperado, com queda em sua Receita, margens operacionais ruins e queima de caixa.

Durante a pandemia, a Multilaser estava bem-posicionada no mercado devido à diversificação do seu portfólio de produtos e canais. A sua estratégia de antecipar o ciclo de vendas dos produtos foi assertiva durante toda a sua história. Houve, porém, forte desaceleração do consumo em diversos dos seus produtos em 2022, o que levou à formação de um estoque com preços mais elevados, impactado principalmente pelo câmbio, custos custos Free On Board (custos de transporte pagos pela Multilaser como cliente de produtos importados) e fretes. Isso levou a empresa a adotar uma postura bem promocional para reduzir o seu nível de estoque.

Figura IX: Destaques Financeiros da Companhia



Desde quando começamos a investir na Multilaser, sempre mantivemos uma posição pequena. Embora apreciemos a história do fundador da empresa e sua trajetória de sucesso ao longo dos anos, não sabíamos quantificar o quão benéfico o momento da pandemia poderia estar sendo para a empresa.

Em janeiro de 2023, dada a queda generalizada de diversos ativos da nossa carteira, decidimos reduzir nossa posição em Multilaser em mais de 40% e investir em Companhias do nosso portfólio que estavam com resultados mais claros e consistentes.

Esperamos um resultado operacional negativo para o 1T23, decorrentes de ajustes em andamento em sua operação, como a normalização do seu nível de estoque, implementação do SAP e reestruturação de áreas internas.

A expectativa é que esses ajustes na operação sejam gradualmente superados ao longo do ano e as vendas no segundo semestre apresentem uma perspectiva mais positiva. Com isso, devemos ver as suas margens operacionais melhorando gradualmente ao longo do ano.

Apesar dos desafios inerentes, acreditamos que a Multilaser está com uma agenda estratégica clara na resolução dos seus problemas. Atualmente, negocia em preços de liquidação da companhia, já que seu



Patrimônio Líquido, formado em boa parte por capital de giro (estoque, contas a receber), é cerca de 4x superior ao seu valor de mercado.

Nossa posição em Multilaser é bem pequena e estamos acompanhando a sua recuperação. Embora este seja um momento desfavorável, acreditamos que a ação continua com um grande desconto em relação ao seu valor intrínseco.

### Aliansce Sonae

Ao longo dos últimos meses, nossos fundos iniciaram um investimento no grupo Aliansce Sonae.

Em 2023, o grupo Aliansce Sonae consolidou um portfólio diversificado de ativos em diferentes regiões do País composto com 62 shoppings centers, que contam com mais de 11 mil lojas que oferecem ao público um mix diferenciado e atendem diferentes perfis, hábitos, regiões e classes sociais.

A nossa tese de investimento é baseada em um grande desconto do valor de suas ações em relação ao seu valor intrínseco, o que nos dá uma considerável margem de segurança.

A fusão entre Aliansce Sonae e BR Malls criou a maior empresa de shoppings do Brasil, trazendo diversos benefícios para operação de shoppings. Isso especialmente por conta dos seguintes fatores:

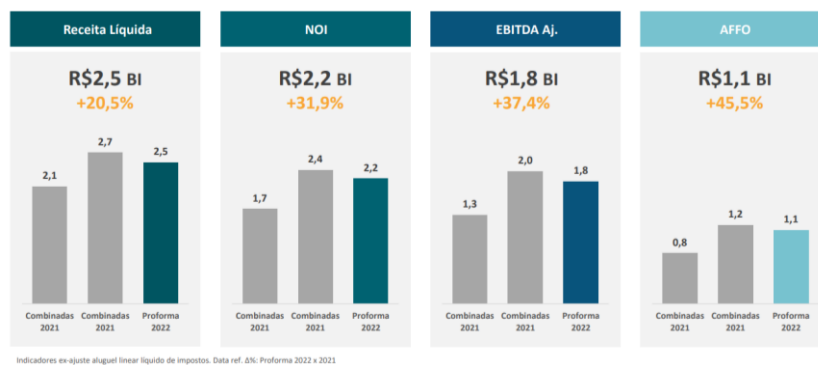
1. Diluição de Despesas Gerais e Administrativas: Com a fusão, a diluição será significativa, o que permitirá redução de custos administrativos e de diretoria, aumentando a eficiência da operação;
2. Maior poder de barganha frente aos lojistas: A maior quantidade de shoppings e lojas poderá contribuir nas negociações de aluguel com os lojistas; e
3. Maior escala de negócios de mídia: Com a maior quantidade de shoppings, a Companhia terá um business de mídia de maior alcance e mais vendável aos anunciantes.

Figura X: Destaques Operacionais e Financeiros da Companhia



Fonte: Companhia.

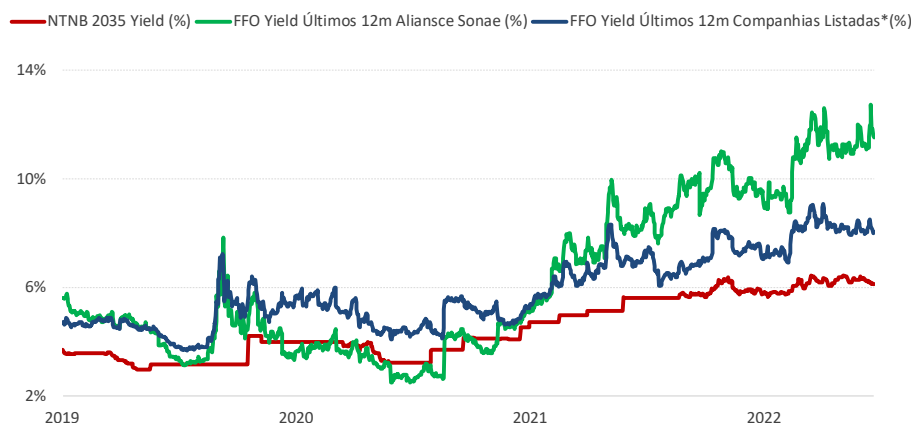
Figura XI: Destaques Financeiros da Companhia



Fonte: Companhia.

Ademais, chama a nossa atenção a diferença de precificação entre as companhias listadas em Bolsa e as negociações no mercado privado no setor de shoppings: hoje, vemos as Companhias de shopping listadas em Bolsa negociando com *cap rate* (FFO Yield) bem acima da NTN-B, enquanto as transações privadas ocorreram a preços bastante superiores.

Figura XII: Comparativo entre NTN-B-2035 Yield e FFO Yield UDM das Companhias do Setor



Fonte: Bloomberg e Companhia. (\*Multiplan, Iguatemi e Aliansce Sonae)

As vendas e a taxa de ocupação dos shoppings da Aliansce Sonae têm apresentado uma trajetória positiva. Apesar das dificuldades enfrentadas durante a pandemia, as vendas retornaram a níveis superiores aos de 2019 e o custo de ocupação dos lojistas está próximo aos níveis pré-crise. Atualmente, a taxa de ocupação do seu portfólio de ativos está acima dos patamares pré-pandemia, demonstrando boa demanda por espaços comerciais em seus empreendimentos.

Por todos esses fatores, entendemos que as ações da Aliansce Sonae negociam com grande desconto em relação ao seu valor justo. O *yield* está muito elevado, ainda mais considerando ser uma empresa de shoppings com resultados resilientes.

Portanto, acreditamos que as suas ações oferecem uma boa oportunidade de investimento e potencial de valorização significativo no longo prazo.

**Rentabilidade dos Fundos**

Abaixo, seguem os resultados dos fundos ao longo dos diversos períodos:

Rentabilidade	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses	PATRIMÔNIO LÍQ.*
GUEPARDO C FIC FIA <sup>1</sup>	11,5%	97,1%	110,2%	157,8%	R\$ 29.969.736,08
GUEPARDO FIC DE FIA <sup>2</sup>	12,2%	98,7%	116,1%	173,0%	R\$ 111.692.065,84
GUEPARDO INSTITUCIONAL FIC DE FIA	9,8%	92,7%	104,9%	151,6%	R\$ 808.091.516,58
GUEPARDO XP SEGUROS PREV FIC FIM	1,4%	-	-	-	R\$ 72.637.305,70
Ibovespa	-12,6%	39,5%	6,8%	19,3%	
IPCA + (X%) a.a.	28,3%	41,2%	52,0%	67,4%	

\*Data Base: 31/03/2023

Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito (FGC). Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de renda variável com poucos emissores. Caso o índice comparativo de rentabilidade utilizado neste material não seja o parâmetro objetivo do fundo (benchmark oficial), tal indicador é meramente utilizado como referência econômica. Verifique a data de início das atividades deste fundo. Para avaliação da performance de fundos de investimento, é recomendável uma análise de no mínimo, 12 meses. Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos. Consulte o prospecto e o regulamento do fundo para obter informações sobre o uso de conversão de cotas, objetivo e público alvo. Verifique se a conversão e liquidação financeira dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa da do pedido. Ouvidoria Guepardo Investimentos – (11) 3103-9200 ou contato@guepardoinvest.com.br. Este material técnico não corresponde à lâmina de informações essenciais, que se encontra disponível no site dos respectivos administradores.

<sup>1</sup>O histórico apresentado considera a rentabilidade do Clube de Investimentos Guepardo ("Clube"), que iniciou operações em 18 de maio de 2001, e, nos termos do art. 104 da Instrução CVM n. 409/04, foi transformado em 30 de setembro de 2013 em Guepardo C FIC FIA. Durante todo o período, a estratégia do fundo manteve-se inalterada, assim como o gestor e o administrador. Do início de seu funcionamento até 05 de setembro de 2012, o benchmark de performance considerado foi IGP-M +6%, a partir desta data, por determinação do Ofício Circular BM&F Bovespa 028/12, o benchmark passou a ser o IBOVESPA, mantendo-se até a atualidade.

<sup>2</sup>Verifique se este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Verifique se este fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior.

Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.

**Aviso Legal**

O CONTEÚDO DESSA CARTA É MERAMENTE INFORMATIVO. NÃO SE TRATA DE ANÁLISE OU RELATÓRIO DE ANÁLISE, E NÃO SE DESTINA À PUBLICAÇÃO, DIVULGAÇÃO OU DISTRIBUIÇÃO A TERCEIROS. O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS DE AVALIAÇÃO E OMISSÕES. OS COMENTÁRIOS, DADOS E FIGURAS APRESENTADOS NESTE DOCUMENTO FORAM PRODUZIDOS MERAMENTE PARA USO INTERNO DO GESTOR, NÃO FORAM SUBMETIDOS À ANÁLISE DO ADMINISTRADOR, E TAMPOUCO FORAM RECONCILIADOS POR CONTADOR OU AUDITADOS POR AUDITOR INDEPENDENTE. PORTANTO, TAIS INFORMAÇÕES NÃO SUBSTITUEM DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS OU QUAISQUER OUTRAS INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIAS PRODUZIDAS POR FUNDOS GERIDOS PELO GESTOR. PODE HAVER DISCREPÂNCIAS EM RELAÇÃO A INFORMAÇÕES CONTÁBEIS OBRIGATÓRIAS EM VISTA DE UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS E CLASSIFICAÇÕES PARTICULARES DO GESTOR. ALGUMAS DAS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTA CARTA PODEM SER BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES. O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR USO QUALQUER FEITO, SEJA PELO RECEPTOR DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, SEJA POR TERCEIROS QUE EVENTUALMENTE VENHAM A ELAS TER ACESSO. TAMPOUCO O GESTOR SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS PREJUÍZOS OU DANOS CAUSADOS PELA UTILIZAÇÃO DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS. O RECEPTOR NÃO DEVE TOMAR DECISÕES DE INVESTIMENTO COM BASE NESSAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES. O INVESTIDOR DEVE TOMAR SUAS PRÓPRIAS DECISÕES DE INVESTIMENTO. O MATERIAL É SIGILOSO E FOI PRODUZIDO APENAS PARA PROVEITO NAS CONDIÇÕES REFERIDAS ACIMA. SOB AS PENAS DA LEI, O RECEPTOR SE COMPROMETE A MANTER A CONFIDENCIALIDADE DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, ABSTENDO-SE DE RETRANSMITIR-LAS A OUTRAS PESSOAS NÃO AUTORIZADAS PREVIAMENTE PELO GESTOR, NÃO IDENTIFICADAS, OU TERCEIROS QUAISQUER. EM RELAÇÃO AOS FUNDOS APRESENTADOS, LEIA OS RESPECTIVOS PROSPECTOS E OS REGULAMENTOS DOS ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO (FGC). OS FUNDOS DO GESTOR PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL COM POUCOS EMISSORES. VERIFIQUE SE ESTES FUNDOS UTILIZAM ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS RESPECTIVAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS QUOTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DOS RESPECTIVOS COTISTAS DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. VERIFIQUE SE OS FUNDOS ESTÃO AUTORIZADOS A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. AS RENTABILIDADES PORVENTURA MENCIONADAS NÃO SÃO ISENTAS DE IMPOSTOS. PARA FUNDOS QUE PERSEGUEM A MANUTENÇÃO DE UMA CARTEIRA DE LONGO PRAZO, NÃO HÁ GARANTIA DE QUE TERÃO O TRATAMENTO TRIBUTÁRIO PARA FUNDOS DE LONGO PRAZO. VERIFIQUE SE A LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA E CONVERSÃO DOS PEDIDOS DE RESGATE DE QUALQUER DOS FUNDOS MENCIONADOS OCORREM EM DATA DIVERSA DO RESPECTIVO PEDIDO. OUVIDORIA GUEPARDO INVESTIMENTOS – (11) 3103-9200 OU CONTATO@GUEPARDOINVEST.COM.BR.