



Carta aos Investidores – Julho de 2008

Aos Investidores,

Em Julho, o **GUEPARDO FIA** apresentou desvalorização de -3,84% comparado ao Ibovespa de -8,48% no mesmo período. No ano, o FUNDO acumula alta de 22,49% contra a desvalorização de -6,89% do Ibovespa.

A farra dos IPO's:

Analisando a onda de aberturas de capital (ou IPOs, na sigla em inglês), até agora, conclui-se que tem sido ruim para o investidor. Desde 2004, 115 companhias brasileiras foram à bolsa e, com isso, arrecadaram mais de 120 bilhões de reais. Os resultados, para quem investiu nessas empresas e viu nelas uma aposta de médio prazo, foram desfavoráveis. Cerca de 70% das empresas que abriram o capital nos últimos quatro anos valem hoje menos do que no dia do IPO. Dezesseis delas tiveram desvalorização maior que 50%. E aproximadamente 94% apresentam desempenho pior que o Ibovespa. Grandes operações anunciadas como revolucionárias no mercado de capitais nacional, logo se mostram investimentos perdedores. Bovespa e BM&F são exemplos de aberturas de capital, que tiveram valorização superior a 20% no primeiro dia de negociação e despencaram nos meses seguintes. Mais recentemente ocorreu o IPO da petrolífera OGX, do empresário Eike Batista, que levantou 4 bilhões de dólares na Bolsa de Valores de São Paulo e já acumula queda de 35% em suas ações com relação ao preço inicial da oferta. O que possibilitou essa verdadeira euforia de IPO's foi o excesso de liquidez que inundou o mundo nos últimos anos.

O apetite estrangeiro por ativos de maior retorno e situados em países denominados "emergentes" parecia insaciável. Os bancos de investimentos alinharam-se aos interesses dos empresários que pretendiam aproveitar o bom momento para levantar a maior quantidade de dinheiro possível, seja para a companhia, seja para o próprio bolso. Em troca recebiam comissões que chegavam a 5% do valor da oferta. O resultado dessa combinação foi desastroso. Inúmeras empresas foram vendidas ao mercado com preços artificialmente inflados pela irracionalidade momentânea do mercado. A virada de humor nos mercados internacionais, iniciada no ano passado com a crise do "subprime" foi o divisor de águas. O apetite dos estrangeiros por ações foi rapidamente substituído pela aversão ao risco, e as ordens de venda chegaram com contundência à Bovespa. É notório que em ambientes defensivos, as ações de múltiplos elevados tendem a sofrer mais que as de precificação baixa. Em consequência, as mais atingidas foram justamente os IPO's recentes, com precificação acima do justo.

A **GUEPARDO INVESTIMENTOS** se manteve à margem desse movimento. Várias vezes fomos procurados por diversos bancos que ofertaram inúmeros IPO's. No entanto, a precificação raramente convergia com múltiplos que considerávamos atraentes. Em geral as ofertas eram precificadas a um preço considerado "justo", ou seja, sem potencial de valorização substancial para nossos cotistas. Recentemente após a acentuada queda de alguns ativos, consideramos a montagem de posições em algumas empresas que chegaram a patamares de preço extremamente atrativos. É o caso de Klabin Segall e Cremer, com queda de 40% e 35% respectivamente com



relação aos seus IPO's. Mais uma vez, nossa predileção pelo modelo "Value Investing" (ativos negociados abaixo de seu valor intrínseco) se mostrou uma estratégia vencedora.

Boi Gordo:

A entrada e saída momentânea de compradores no mercado de boi está provocando oscilações nos preços da arroba em todo País, mesmo não ocorrendo um grande aumento de oferta tanto de confinamento como de pasto. A especulação também vem atingindo o mercado futuro com quedas e altas muito fortes todos os dias. Em resultado a esses movimentos, e pela manutenção das posições compradas nos meses de entressafra, o FUNDO alcançou rentabilidade no mês de 0,64%.

Aconteceu, realmente, um ligeiro aumento de oferta no meio do mês de Julho, mas que logo se encerrou na última semana do mesmo mês. Independentemente da fase em que se encontra o ciclo pecuário, o mercado está sujeito à momentos variáveis de oferta. Essa oferta momentânea se deve a algumas saídas dos últimos animais terminados em pastejo (instigada pelo frio e pela seca), da chegada dos primeiros lotes de confinamento e do abate de parte do gado dos próprios frigoríficos.

Mas, essa pequena oferta não seria capaz de formar tal pressão de baixa. A real força de baixa sobre a arroba não vem da oferta de gado, vem da ponta de venda (escoamento da carne). A carne subiu para o consumidor final, mas o problema é que tudo subiu, não só a carne bovina, e a inflação começa a preocupar e atingir o poder de compra do consumidor. A reação instantânea é que parte dos consumidores migra da proteína vermelha para a branca, por ser mais barata.

Em síntese, o incremento da inflação e o aumento mais comedido registrado para os preços da carne de frango parecem estar levando, internamente, a um achatamento do consumo de carne bovina. Esse fator, aliado ao arrefecimento do desempenho das exportações, fez com que começasse a sobrar carne no mercado nacional, mesmo com a oferta relativamente reduzida de animais terminados. O problema se intensifica para o frigorífico por não só a carne estar em queda. O couro e o sebo, outras importantes fontes de renda para a indústria, também trabalham em ambiente de preços frouxos.

O ponto a se analisar é que essa fase de alta do ciclo pecuário atual inicia seu terceiro ano com sérios problemas na ponta vendedora: dólar frouxo, queda das exportações e volta da inflação em nível mundial, castigando o poder de compra dos consumidores. Mas a venda atuava, há alguns anos, a favor da fase de alta do ciclo, graças ao forte crescimento da economia mundial (que promoveu aquecimento do consumo de carnes) e à expansão das grandes indústrias frigoríficas. Agora, atua em sentido contrário. Essa é a única grande barreira sobre valorizações significativas da arroba para final de 2008, mas, em nosso ponto de vista, está longe de ser forte o suficiente para proporcionar uma queda e até mesmo uma estabilidade de preço em uma entressafra histórica.

É óbvio que existe um fator estrutural regendo o comportamento do mercado do boi gordo ao longo dos últimos dois anos que é a redução da oferta de animais disponíveis para abate, em função da contenção de investimentos e a retenção de matrizes. E certamente continuará atuando e pressionando ainda mais o preço da @ do boi na entressafra (Set/Out/Nov), onde exatamente esperamos colher os frutos desses investimentos. É histórico e fundamental, mas nunca nos deixa livres de variações pontuais.

Segue anexa a tabela de rentabilidade mensal do fundo comparada ao Ibovespa e ao *benchmark*, além de um gráfico com a decomposição dos retornos do GUEPARDO FIA por mercado



Guepardo Investimentos

de atuação (ações e boi gordo) desde a sua criação, comparados ao Ibovespa e CDI do mesmo período.

Atenciosamente,

Equipe de Gestão da Guepardo Investimentos



Histórico de Rentabilidades:

| | Guepardo FIA | IGPM + 6% aa | Ibovespa |
|----------------|--------------|--------------|----------|
| 2004* | 76,49% | 18,52% | 11,83% |
| 2005 | 17,51% | 7,24% | 27,06% |
| 2006 | 77,22% | 9,94% | 33,73% |
| 2007 | 49,46% | 14,04% | 43,68% |
| Jan/08 | -10,93% | 1,61% | -8,04% |
| Fev/08 | 13,78% | 0,97% | 9,05% |
| Mar/08 | 3,78% | 1,21% | -5,53% |
| Abr/08 | 6,92% | 1,18% | 7,68% |
| Mai/08 | 15,95% | 2,08% | 11,34% |
| Jun/08 | -2,30% | 2,48% | -10,44% |
| Jul/08 | -3,84% | 2,31% | -8,48% |
| 2008 | 22,49% | 12,44% | -6,89% |
| Desde o início | 572,91% | 77,47% | 154,26% |

* Dados históricos desde o início do fundo em 14 de janeiro de 2004

Gráfico de Decomposição:

