



Carta aos Investidores – Janeiro de 2009

Aos Investidores,

No mês de janeiro a rentabilidade do Guepardo FIA foi de -0,62% contra o Ibovespa de 4,66%.

O ano de 2009 começou muito parecido com o final de 2008, marcado por muita incerteza e volatilidade nos mercados. Os índices de ações mundo afora começaram o ano apresentando ganhos expressivos, refletindo expectativas otimistas sobre possíveis pacotes de auxílio à economia americana por parte do presidente eleito Barack Obama. Já no final do mês os índices devolveram com o início da safra de resultados corporativos nos Estados Unidos, muitos resultados vieram abaixo das expectativas dos analistas de mercado pressionando para baixo a cotação das ações. Os grandes bancos americanos também reportaram prejuízos históricos, anunciando a necessidade de mais aporte de capital, trazendo mais clima de insegurança para os mercados.

Já no Brasil o evento mais importante desse mês de Janeiro foi o corte de 100bps na taxa básica de juros (SELIC) por parte do Banco Central, após diversas pressões da sociedade e do governo e após dados econômicos que apresentaram uma deterioração maior do que a esperada da economia, os dirigentes do Banco Central saíram do seu corriqueiro conservadorismo e fizeram um forte corte na taxa básica de juros, que surpreendeu a maioria dos economistas.

Na Guepardo utilizamos o mês de Janeiro para adicionar à posições que acreditamos ter uma perspectiva muito favorável para o longo prazo. Conforme comentamos na carta de dezembro de 2008, durante as cartas de 2009 explicaremos os principais casos que possuímos em nossa carteira.

COPASA

A Copasa é a segunda maior empresa de saneamento do Brasil. Atuando no Estado de Minas Gerais, terceiro estado economicamente mais produtivo do Brasil, as principais atividades da companhia compreendem serviços públicos de abastecimento de água e esgotamento sanitário.

Em 30 de Setembro de 2008, a Copasa possuía concessões para prestação de serviços de abastecimentos de água em 611 municípios, atendendo a aproximadamente 12,2 milhões de clientes e concessões para prestação de serviços de esgotamento sanitário em 189 municípios, atendendo a aproximadamente 6,4 milhões de clientes.

Os serviços de abastecimento de água são realizados por meio de aproximadamente 40,3 mil km de tubulações e 3,2 milhões de ligações de água, e os de esgotamento sanitário são realizados por meio de aproximadamente 14,1 mil km de coletores e 1,6 milhão de ligações de esgoto.

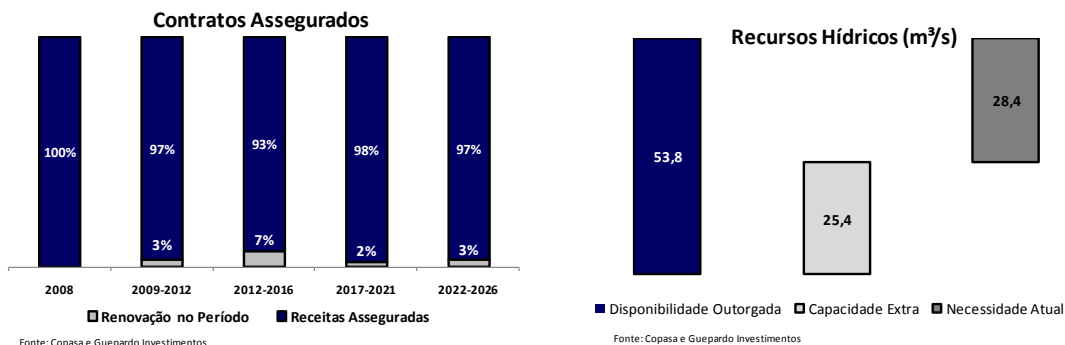


Principais Pontos

Acreditamos que o caso de Copasa engloba uma série de variáveis chaves que procuramos em empresas e que dificilmente encontramos. Tais variáveis são: “monopólio natural”, crescimento consistente, produto recorrente e de baixa parcela na renda, fluxo de caixa positivo, margens expressivas, sem correlação com o ciclo econômico e a um preço extremamente atrativo. Copasa, em nossa opinião, é um dos raros casos que engloba valor e crescimento.

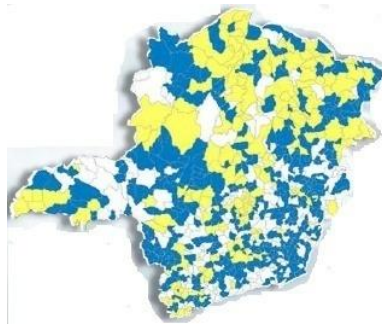
“Monopólio Natural”

A Copasa possui, por contratos de longo prazo assinados com os municípios, o direito exclusivo de explorar as concessões de água e esgotamento de diversas cidades do Estado de Minas Gerais. A maioria dos contratos da Copasa está no estado de Minas Gerais e possui vencimento para depois de 2026, inclusive o das principais cidades, como Belo Horizonte. Juntamente a essa exclusividade de explorar as concessões, os recursos hídricos outorgados para a utilização da empresa são suficientes o bastante para a Copasa dobrar o nível de sua capacidade atual, assegurando assim seu valor e crescimento no longo prazo.



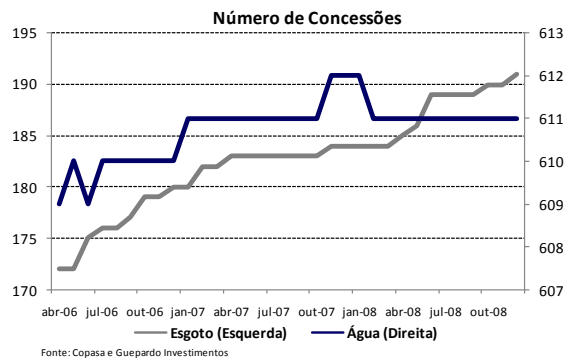
Crescimento

Ao longo dos últimos anos, juntamente com o seu IPO, a Copasa lançou um programa agressivo para conquistar novas concessões de água e esgoto, com isso o número de concessões sob direito da Copasa cresceu de forma expressiva. Além disso, a companhia está focando em oferecer o serviço de esgotamento para as concessões nas quais ela já possui o direito de distribuir água, o que deve gerar um crescimento orgânico e ganhos de sinergia relevantes ao longo dos próximos anos.



- Concessão de Água
- Concessão de Água e Esgoto
- Sem Concessão

Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos



Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Acreditamos que parte relevante do crescimento da empresa provenha dessas novas concessões de esgotamento isso se deve ao fato dos ganhos de sinergia serem maiores e a necessidade de investimentos ser menor. No entanto, acreditamos que ainda existam concessões importantes a se conquistar onde a empresa não presta o serviço de esgoto e nem de água.

O segundo semestre de 2009 deve ser um período no qual novas licitações devem aparecer, já que, acreditamos ser tempo suficiente para os prefeitos que foram eleitos no ano passado assumam seus mandatos e prepararem os editais de concorrência.

Outra parte importante do crescimento da empresa é o seu reajuste tarifário. O reajuste tarifário da Copasa é dividido em duas partes. A primeira é composta pelo repasse integral do IGP-M auferido nos últimos 12 meses, a partir da última revisão tarifária. A segunda parte é composta pela remuneração dos investimentos realizados pela empresa. Todos os contratos de concessão da Copasa são estabelecidos para que a empresa obtenha uma remuneração de 12% sobre os investimentos reconhecidos. Assim, somando-se as duas parcelas, historicamente, a Copasa nunca repassou suas tarifas abaixo do IGP-M.

	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Reajuste Tarifário	31,01%	14,28%	24,15%	9,50%	6,72%	9,47%
IPC-FIPE	13,19%	5,05%	6,65%	4,06%	3,08%	4,08%
IPCA	16,18%	6,69%	7,30%	5,51%	3,01%	4,61%
IGP-M	30,60%	5,49%	11,44%	1,45%	3,67%	8,67%
Spread Tarifa X IGP-M	101,34%	260,11%	211,10%	655,17%	183,11%	109,23%

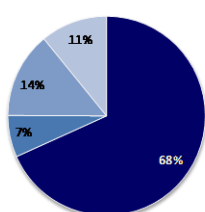
Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Existe também um crescimento adicional, a população do estado de Minas Gerais cresce a uma taxa de aproximadamente 1,8% a.a. o que gera uma perpetuidade para os fluxos da empresa.

Serviços Prestados

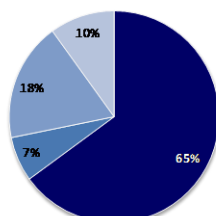
Um dos produtos mais recorrentes e de primeira necessidade na vida de qualquer pessoa, seja ela física ou jurídica, é a água. Estamos confortáveis em saber que durante o período de contração da economia, o consumo de água será pouco ou nada atingido. Acreditamos que isso ocorrerá basicamente por dois motivos, o primeiro é a necessidade do dia-a-dia do consumo de água e a segunda é devido à baixa representatividade da conta de água como percentual da renda, o que a faz ser um dos últimos itens a serem revisados no orçamento familiar.

Abastecimento Água - Faturamento



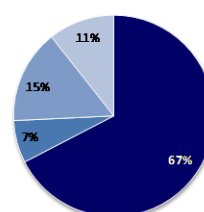
Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Esgotamento Sanitário - Faturamento



Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

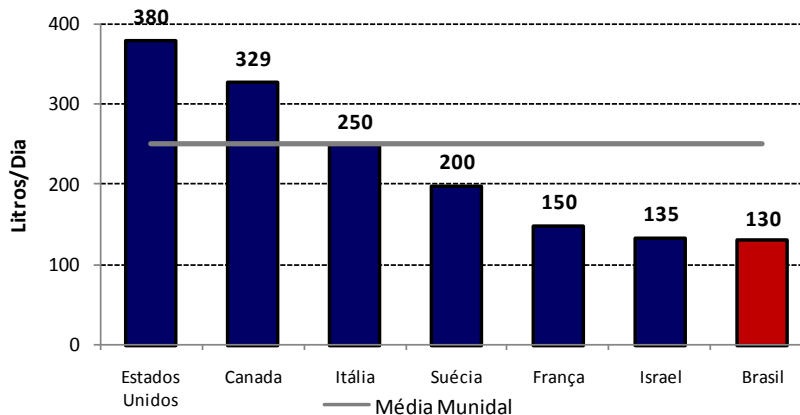
Faturamento Consolidado



Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Observamos também que, no Brasil, o consumo médio diário de água ainda é muito baixo, estando em níveis de países como Israel, onde existe uma cultura de baixo consumo de água devido à escassez de tal recurso. Acreditamos que com a melhora da renda e o acesso a novos utensílios domésticos, como máquina de lavar, o consumo médio do brasileiro deve-se equiparar ao do italiano, ou seja, algo em torno de 250 litros/dia, ou o mesmo que a média mundial.

Consumo Médio

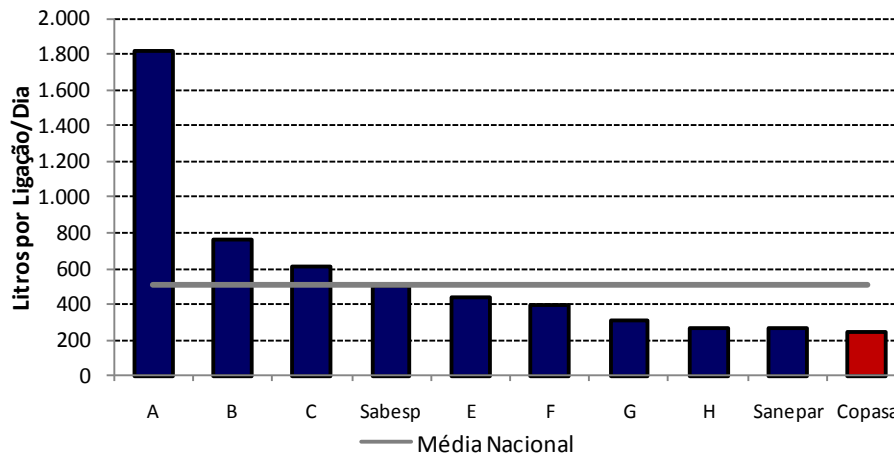


Fonte: Canadian Environment e Guepardo Investimentos

Operacional

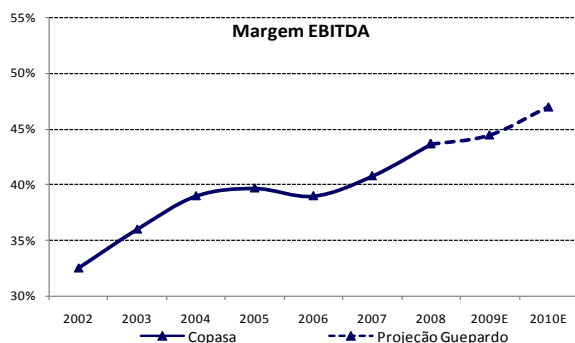
Apesar de a Copasa ser uma estatal, suas operações não são ineficientes e existe, dentro da empresa, uma preocupação com o controle de custos e com a rentabilidade. Devido a essas políticas internas, conseguimos observar uma ampliação nas margens e uma melhora operacional no que se refere aos índices de perda provenientes de vazamentos.

Índice de Perda

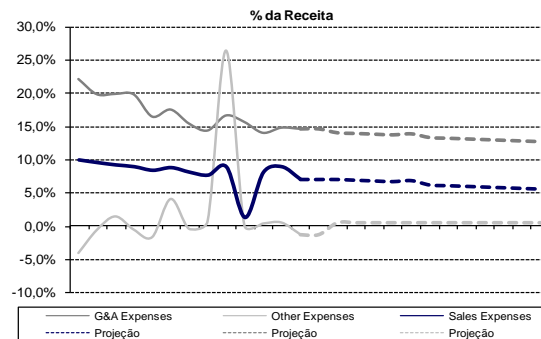


Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

As despesas operacionais também vêm apresentando uma redução marginal, confirmando a melhora na eficiência da empresas. Existe dentro da Copasa um programa que beneficia os funcionários caso as metas de redução de custos sejam alcançadas, o que pode ser observado através da expansão das margens. Acreditamos que ainda há espaço para redução de custos e melhoras dentro da empresa e que isso será observado ao longo do tempo.

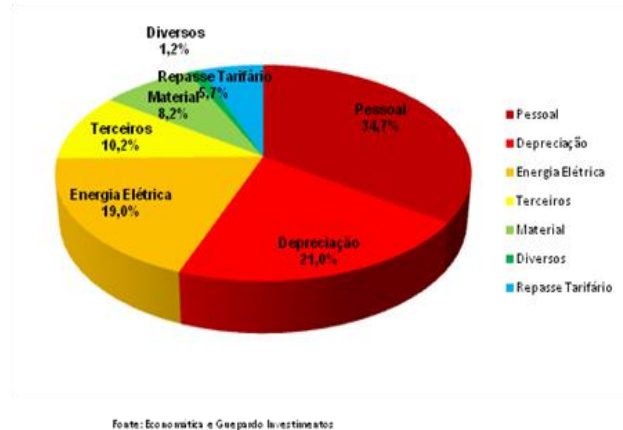
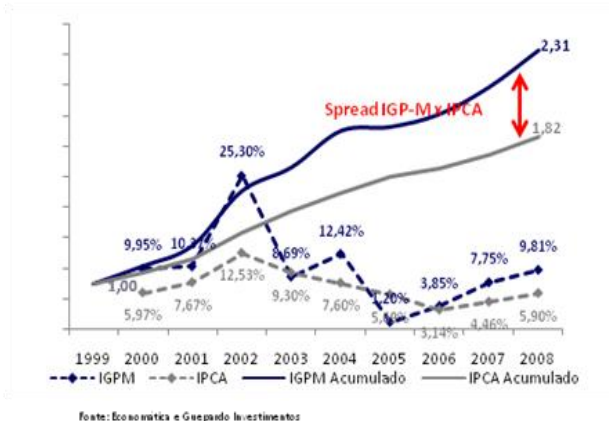


Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos



Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Outro ponto interessante são os custos da empresa. A Copasa possui custos atrelados ao IPCA e, no entanto o repasse de sua tarifa é atrelado ao IGP-M, o que gera um ganho favorável no longo prazo.



Highlights Financeiros

Sempre que analisamos uma empresa utilizamos a metodologia bottom up que consiste em analisar a empresa de dentro para fora e então entender o contexto em que ela está inserida (top down) e como está sendo negociada em relação aos seus pares (valor relativo).

Fazemos isso, pois se comprarmos empresas que estão baratas em relação aos seus pares e não por si só, podemos incorrer no problema de pagar preços de caviar por uma cesta de abacaxi e com o tempo terminarmos com uma salada de frutas cara.

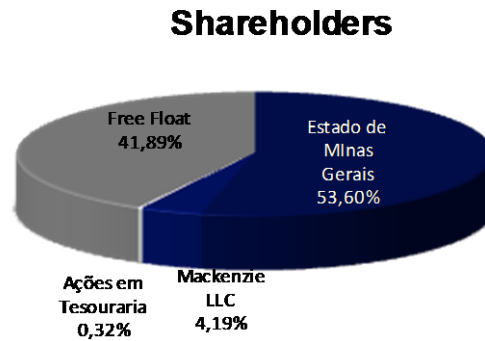
Quando começamos a montar nossa posição em Copasa (abr/08), ela estava sendo negociada a um múltiplo de 5x o lucro, achávamos uma empresa muito barata e com boas perspectivas. No auge da crise de crédito (out/08) a Copasa chegou a ser negociada a 2,8x o lucro para 2009 e 2,4x o lucro para 2010. Como sabíamos que não haveria um surto de prisão de ventre por todo o Estado de Minas Gerais (o que estava precificado), decidimos então aumentar substancialmente nosso investimento em Copasa. Obviamente esse surto não aconteceu e as ações da Copasa subiram cerca de 50% dos seus mínimos e hoje, estão sendo negociadas a um múltiplo de 3,5x o lucro para 2010, algo que ainda consideramos muito atrativo, para uma empresa com fundamentos tão sólido quanto os da Copasa.



	2009E	2010E
Rec. Líquida	2.355,72	2.516,78
EBITDA	1.046,00	1.164,85
Lucro Líquido	534,27	589,52
P/BV	0,49	0,46
P/L	3,80	3,40
EV/EBITDA	2,00	1,80
Div Yield%	6,89%	14,66%

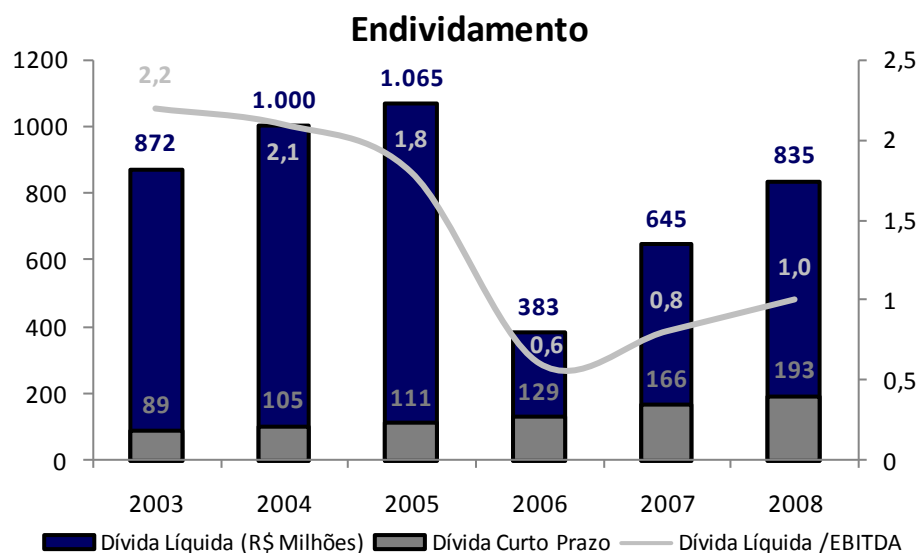
Preço	18,20
Target	40,27
% Upside	121%

Fonte: Estimativa Guepardo Investimentos



A partir de 2010 acreditamos que o fluxo de investimentos da Copasa diminuirá, o que acarretará em uma geração de caixa suficiente para a Copasa aumentar o pay-out dos atuais 25% para algo próximo a 50%.

A Copasa também, através de linhas de crédito especiais (PAC em conjunto com o BNDES), possui uma enorme facilidade de acesso a crédito, além de possuir um robusto caixa (R\$ 869,7MM), o que nos tranquiliza quanto a concretização dos investimentos.

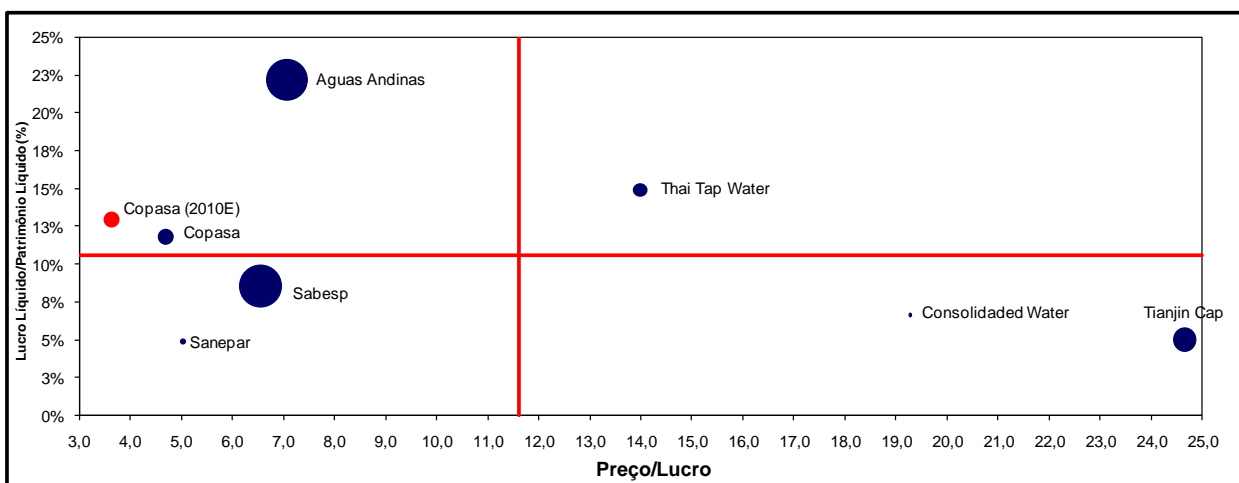


Fonte: Copasa e Guepardo Investimentos

Valor Relativo

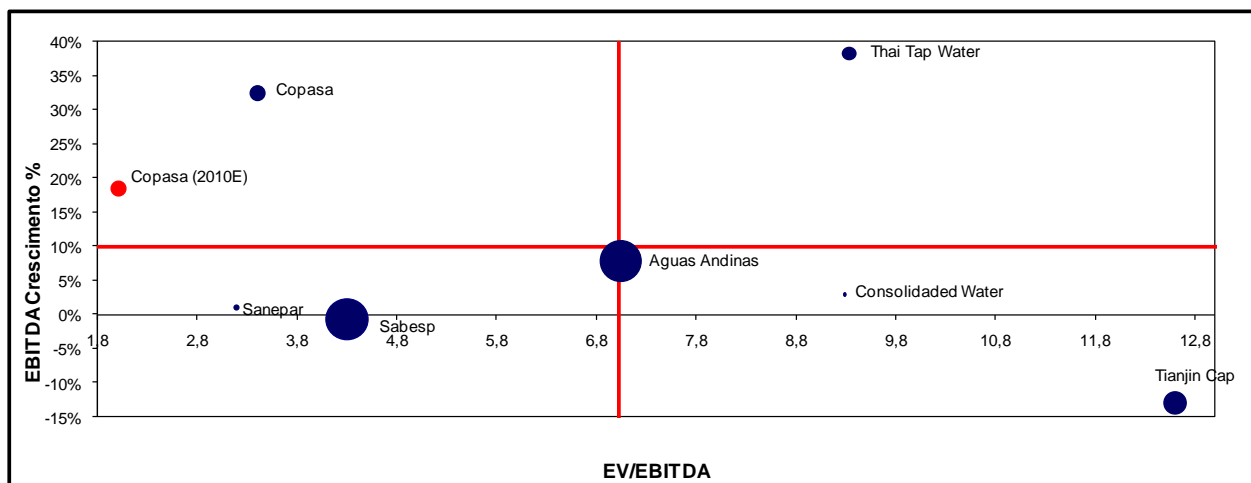
Conforme já comentamos, não somos muito fãs de comprar empresas por estarem com desconto em relação aos seus pares, no entanto, acreditamos que é de suma importância analisar como se comportam a operação de nossas empresas em relação à de seus concorrentes*.

No caso da Copasa, fomos atrás de empresas comparáveis listadas em bolsas, do mesmo setor e somente em países emergentes.



Fonte: Bloomberg e Guepardo Investimentos

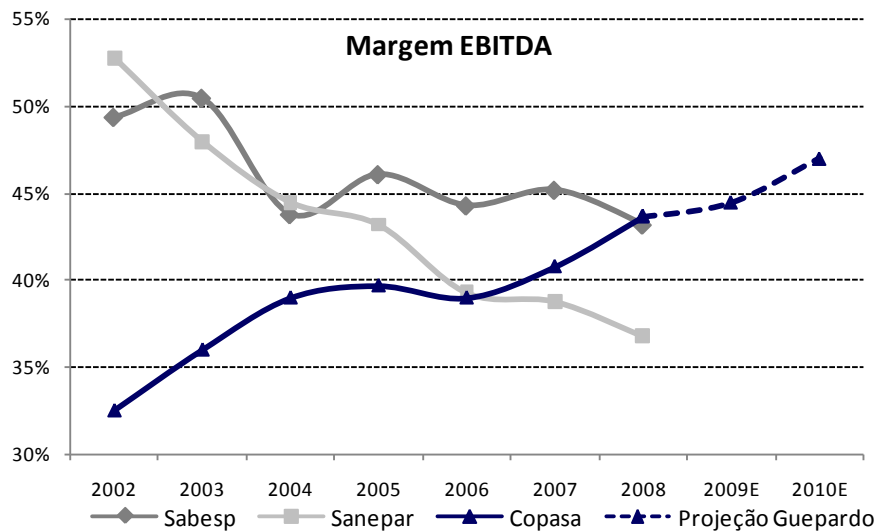
*principais concorrentes: Sabesp (Brasil), Sanepar (Brasil), Águas Andinas (Chile), Thai Tap Water (Tailândia), Consolidated Water (Ilhas Cayman) e Tianjin Cap (China).



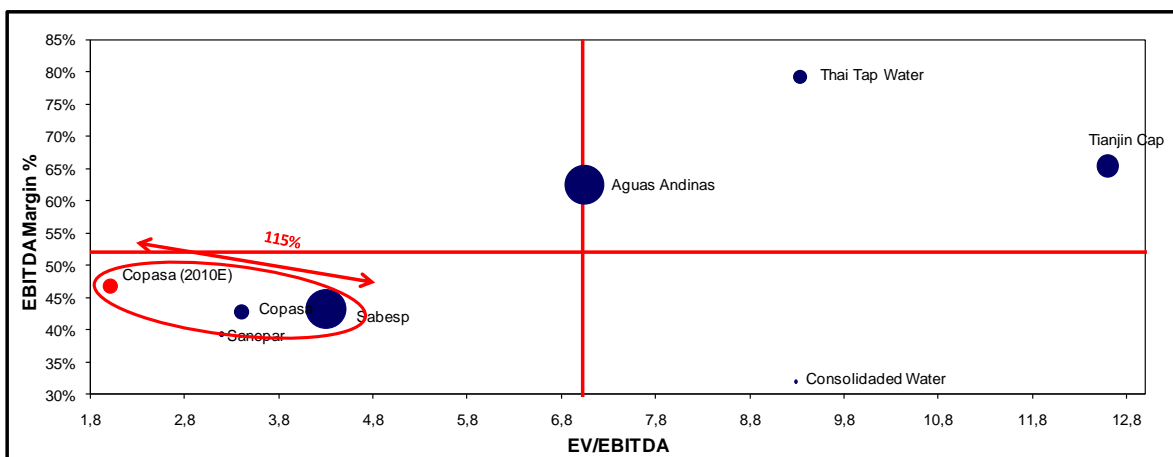
Olhando as empresas que julgamos serem comparáveis com a Copasa, todas elas, com exceção de Sanepar e Sabesp, são privadas, e o mercado, pelo que observamos “paga” múltiplos mais altos

por elas. No entanto, o que não entendemos, é por que as empresas brasileiras (leia-se Sabesp e Sanepar) que são estatais, estão sendo negociadas com um prêmio em relação à Copasa, sendo que os fundamentos da Copasa, na nossa visão, são melhores.

Acreditamos que uma das razões do desconto de Copasa em relação à Sabesp pode ser justificado pelo fato da Sabesp possuir um pay-out de aproximadamente 50%, no entanto, acreditamos que a Copasa a partir de 2010 também pagará 50% de pay-out, portanto seguindo essa linha de raciocínio, as ações Copasa teriam que subir 115%, a mais do que as ações da Sabesp, até 2010, somente para arbitrar os preços de Sabesp. Nossa visão então é a contrária do mercado, acreditamos que a Copasa deveria ser negociada com um prêmio em relação à Sabesp, dado a sua melhor eficiência operacional e ao seu maior potencial de crescimento.



Fonte: Ecomática e Guepardo Investimentos



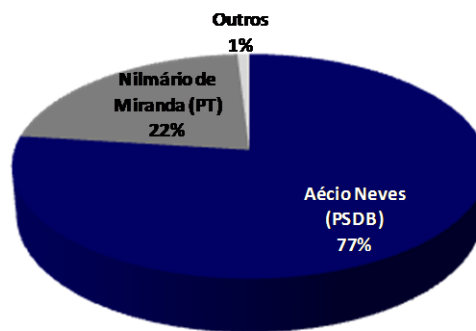
Outro possível motivo que identificamos foi o risco político de sucessão do governo de MG. No entanto, acreditamos que devida à popularidade do governador Aécio Neves, a chance de que entre alguém no governo de Minas Gerais, apoiado pelo atual governador, em 2010 é alta. Através de uma breve análise política chegamos a dois nomes: Antônio Anastasia ou Fernando Pimentel.

Anastasia é o atual vice-governador do estado e acreditamos que seja um possível candidato, no entanto, achamos que seu status político não é alto o suficiente para receber uma nomeação.

Pimentel é o ex-prefeito de Belo Horizonte e nas eleições de 2008 se aliou a Aécio Neves para eleger o atual prefeito, acreditamos que devido sua popularidade, há uma chance maior de que Pimentel seja governador do estado em 2010.

Ambos os nomes nos agradam e na nossa visão a empresa continuará mantendo sua forte performance sob o comando de qualquer um dos dois.

Resultado - Eleições 2006



Fonte: TRE

Em suma, acreditamos que nos preços atuais, a Copasa representa uma possibilidade de investimento que não víamos a tempos. Estamos em constante contato com a empresa e tranquilos de que suas operações caminham para o melhor momento de sua história. Ainda não conseguimos entender o porquê de um desconto tão grande, tanto em relação ao seu valor intrínseco, quanto as empresas do mesmo setor.

Enquanto finalizávamos esta carta, a Copasa divulgou o reajuste tarifário vigente para o período de mar/2009 até fev/2010. O reajuste médio será das tarifas será de 9,05%, enquanto a projeção utilizada do IGP-M (do período de mar/2008 até fev/2009) foi de 7,63%. Assim, mais uma vez a Copasa repassou suas tarifas acima do IGP-M corroborando nossa visão positiva da empresa.



Boi Gordo

Mais um mês de muita volatilidade para o mercado de boi. Um início de mercado firme depois que a carne no atacado alcançou valores recordes, seguido por uma segunda semana mais fraca mediante o ligeiro aumento de oferta e um fim de janeiro forte novamente.

Esse movimento tem explicação, se por um lado temos um ciclo pecuário claro de baixa oferta de animais, por outro, temos uma indústria com custos mais altos e vendas desaquecidas principalmente no mercado internacional. Estamos passando por um momento de equilíbrio entre consumo, produção e oferta de animais.

Com isso, o consumo do mercado interno está ditando os preços do mercado de boi. Normalmente o consumo é bom na primeira semana do mês pelos recebimentos dos salários do consumidor fortalecendo o apetite dos frigoríficos em comprar boi, enfraquece nos próximos 15 dias e se fortalece novamente na última semana pelas compras antecipadas dos supermercados.

A grande dúvida atual é qual vai ser o consumo de carne tanto internacional como interno nos próximos meses, pois em relação à oferta de animais sabemos que esta continuará restrita por mais algum tempo.

Por enquanto o fundo está atuando em posições de curtíssimo prazo, aproveitando movimentos rápidos do mercado e esperando eventuais oportunidades de investimento durante o ano.

Atenciosamente,

Equipe de Gestão da Guepardo Investimentos

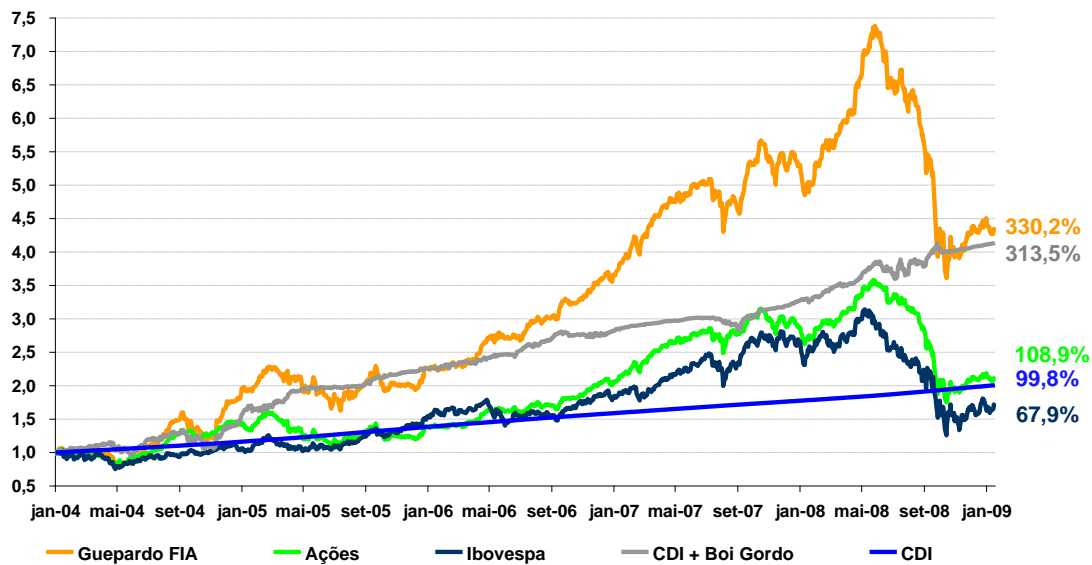


Histórico de Rentabilidades:

	Guepardo FIA	IGPM + 6% aa	Ibovespa
2004 (Início em 14/01/04)	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%
2008	-21,21%	16,45%	-41,25%
2009	-0,62%	0,05%	4,66%
No mês	-0,62%	0,05%	4,66%
Desde o início	330,16%	86,07%	67,89%
Em 12 meses	-12,09%	14,97%	-33,13%
PL Médio 12 meses	R\$ 137.194.731,73		

* Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos
Dados históricos desde o início do fundo em 14 de janeiro de 2004
Fonte: Guepardo Investimentos e Econômica

Gráfico de Decomposição:



* Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos
Dados históricos desde o início do fundo em 14 de janeiro de 2004
Fonte: Guepardo Investimentos e Econômica



Objetivo do Fundo	Proporcionar aos seus cotistas ganhos de capital através do investimento em empresas com alto potencial e proporcionar retornos no mercado futuro de commodities principalmente no mercado de Boi Gordo.
Público Alvo	Exclusivamente à Investidores Qualificados, que busquem maximizar a taxa de retorno absoluta de seus investimentos de acordo com o objetivo do fundo, nos termos da regulação em vigor.
Classificação Anbid Gestão Administração Custódia Auditoria	Ações Livre com Alavancagem Guepardo Investimentos Ltda Credit Suisse Hedging Griffio Corretora de Valores S/A Banco Itaú S.A. Price WaterhouseCoopers Auditores Independentes
Liquidez Cota de Aplicação Cota de Resgate*	D+1 Cota D+1, Liquidação D+4
Tributação IR IOF	15% recolhidos no resgate Aplicável somente a resgates inferiores a 30 dias
Taxas Taxa de Administração Taxa de Performance Taxa de Saída*	2% ao ano recolhida mensalmente 20% do que exceder IGPM + 6% ao ano recolhida semestralmente 10% do valor que vier a ser resgatado, caso não respeite o período de programação de resgate.
Aplicação Mínima Movimentação Mínima	R\$ 50.000 R\$ 10.000

*O quotista deverá programar previamente o pedido de resgate de cotas, mediante informação por escrito à ADMINISTRADORA, com antecedência igual ou superior a 30 dias da apuração da cota. A liquidação financeira e conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido. Veja o quadro acima.

ESTE FUNDO DE INVESTIMENTO NÃO CONTA COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS - FGC;

RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA;

É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO PROSPECTO E REGULAMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS;

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 ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQÜENTE OBRIGAÇÃO DO COTISTA DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO.

ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR.

ESTE FUNDO PODE ESTAR EXPOSTO A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE POUCOS EMISSORES, COM OS RISCOS DAÍ DECORRENTES.

A PARTIR DE 02/05/2008, TODOS OS FUNDOS DE INVESTIMENTO QUE UTILIZAM ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL EM SUAS CARTEIRAS DEIXAM DE APURAR SUA RENTABILIDADE COM BASE NA COTAÇÃO MÉDIA DAS AÇÕES E PASSAM A FAZÊ-LO COM BASE NA COTAÇÃO DE FECHAMENTO DESTES ATIVOS.