



Carta aos Investidores – Junho de 2009

Aos Investidores,

No mês de junho a rentabilidade do Guepardo FIA foi de +3,46% contra o Ibovespa de -3,26%. No ano o fundo acumula alta de 27,57% contra alta de 37,06% do Ibovespa.

O mês de junho interrompeu o ciclo de euforia que as bolsas vinham registrando nos meses anteriores. Indicadores macroeconômicos americanos mistos e uma menor disposição dos investidores por ativos de risco nos atuais níveis de preço podem ser considerados os responsáveis pelas baixas (ou modestas altas) das bolsas pelo mundo.

Após as recentes altas dos índices de ações e das commodities ao redor do mundo, os investidores procuram agora por sinais mais concretos que indiquem uma melhora econômica. Com os dados econômicos divulgados até hoje não se pode ter uma clara certeza da direção da economia mundial, no entanto, entendemos que as chances de ocorrerem uma depressão estão quase extintas assim como a chance de uma recuperação sucinta.

No âmbito doméstico a economia mostra-se melhor do que a média mundial, dados econômicos mostraram que a produção industrial já está em níveis pré-crise e a isenção de IPI e a melhora na confiança do consumidor fizeram com que a venda de carros zero no mês de Junho tivesse sua melhor marca da história.

Outro fato importante que aconteceu no mercado doméstico foi a volta dos IPOs, após um longo período sem ofertas no final de Junho a operadora de cartões de crédito VISANET realizou sua oferta pública inicial. Com uma demanda acima do lote oferecido, as ações tiveram forte valorização no dia inicial. Nós da Guepardo Investimentos temos por costume não entrar em IPOs, seguindo o racional de que se o dono do negócio entende que o preço da oferta seja um preço de venda (já que ele está vendendo um *stake* da empresa), não nos achamos entendidos do negócio o suficiente para comprar no preço do IPO. Preferimos procurar uma margem de segurança maior para nossos investimentos.

Aqui na Guepardo, continuamos com a visão de que as empresas mais conhecidas do público geral, as chamadas *blue chips*, com algumas exceções, continuam bem precificadas e que a relação risco-retorno que elas oferecem não se enquadra no perfil que procuramos para o fundo. Porém acreditamos que as empresas menos conhecidas do público em geral, as chamadas *small caps* continuam com uma relação risco-retorno muito mais favorável, o que agrada e nos tranqüiliza quando realizamos a alocação do fundo.



FINANCEIRA ALFA

“A História do Conglomerado Financeiro Alfa teve início em 1925, com a Fundação do Banco da Lavoura de Minas Gerais. Em 1972, o Banco da Lavoura alterou sua denominação para Banco Real S/A e posteriormente criou as outras empresas financeiras que constituíam o Conglomerado Financeiro Real. Em 1998, o Banco Real S/A teve seu controle acionário vendido ao ABN Amro Bank. As empresas financeiras não vendidas (então Banco Real de Investimento, Real Financeira, Real Arrendamento Mercantil e Corretora Real) formaram o novo Conglomerado Financeiro Alfa, completado logo após com a criação do Banco Alfa (banco comercial) e da Alfa Seguradora.

Com esta sólida história de mais de 80 anos, o Conglomerado Financeiro Alfa vem desenvolvendo sua atuação principalmente nos segmentos de crédito a pessoas jurídicas e físicas, Tesouraria, Administração de Recursos de Terceiros, Seguros, Previdência Privada e Private Banking.

O controlador do Conglomerado Financeiro Alfa possui ainda relevantes investimentos em áreas não financeiras: Hotelaria (Rede Transamérica de Hotéis), Materiais de Construção (C&C Casa e Construção), Agropecuária e Agroindústria (Agropalma), Águas Minerais (Águas Prata), Alimentos (Sorvetes La Basque), Cultural (Teatro Alfa) e Comunicações (Rádio Transamérica).

Sediada em São Paulo, a instituição mantém filiais no Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Curitiba, Campinas, Porto Alegre, Salvador, Brasília, Fortaleza, Recife, Vitória, Campo Grande, Goiânia, Florianópolis, Cuiabá, João Pessoa, São José dos Campos, Piracicaba e Ribeirão Preto. Todas contando com modernas plataformas tecnológicas, inclusive com amplo uso da Internet, o que permite maior agilidade nas decisões e no desenvolvimento de produtos.” **(fonte: Banco Alfa)**

Tese de Investimento

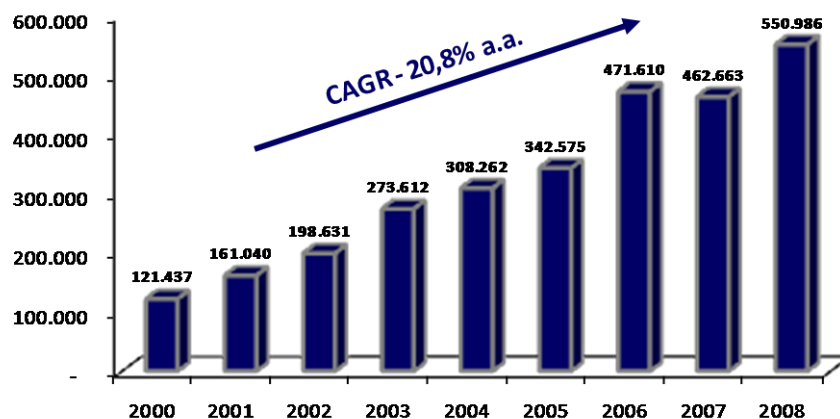
Investimos na Financeira Alfa desde Fevereiro de 2007. Nosso racional de investimento e baseia no constante e consistente crescimento da empresa, nos dividendos estatutários que a empresa é obrigada a pagar e no desconto em relação ao patrimônio líquido que a empresa é negociada.

- *Crescimento*

O crescimento da Financeira Alfa depende basicamente das operações de empréstimo como: Crédito Direto ao Consumidor com interveniência; Desconto de Recebíveis; Financiamentos Especiais; Crédito Pessoal; Crédito Pessoal Consignado e o Cartão de CDC Eletrônico.

As receitas das intermediações financeiras cresceram a uma taxa composta de 20,8% a.a de 2000 a 2008, acreditamos que esse ritmo de crescimento não será mantido nos próximos anos devido a dois fatores: um menor crescimento do crédito em geral e a uma política mais conservadora de concessão de empréstimos devido à crise de crédito do ano passado.

Receita da Intermediação Financeira



*Fonte: Econômica e Guepardo Investimentos



- *Gestão*

A gestão da Financeira Alfa, assim como a do Grupo Alfa, deriva da gestão do antigo Banco Real, é uma gestão conservadora que não procura alavancar o banco em excesso e, além disso, provisiona as perdas advindas de empréstimos em um nível muito acima daquele requerido pelo Banco Central. Com essas atitudes o banco evita qualquer surpresa negativa advinda de um *default* repentino.

A gestão da empresa ainda está em sua primeira geração, acreditamos que é uma questão de tempo até que uma mudança para uma próxima geração seja feita e com administradores mais jovens e mais arrojados, existe uma série de valores escondidos (*hidden values*) que podem aparecer com um novo estilo de gestão. Acreditamos que até uma possível venda do banco possa acontecer se um novo *management* assumir o banco.

- *Dividendos Estatutários*

Outro ponto importante do investimento na Financeira Alfa são os dividendos estatutários. Está escrito no estatuto da empresa que ela é obrigada a pagar para os acionistas, em forma de dividendos, o equivalente a 8% do Capital Social da empresa.

Esses dividendos estatutários fornecem um piso para o investimento, pois, quanto mais cai o preço da ação maior fica o *dividend yield*, hoje esse índice está em torno de 5%. Além disso, os acionistas “preferencialistas” têm que ser pagos integralmente antes dos “ordinaristas” receberem sua parcela dos dividendos, daí o motivo de termos somente ações PN.

Alfa Financeira (CRIV)									
Capital Social	R\$	223.000.000,00							
Total de Ações		105.765.903							
	%	# de ações	% do Total	% do Capital Social	Dividendo Mínimo	Dividendo por Ação	Cotação	Dividend Yield%	
CRIV4	8%	46.326.098	43,80%	R\$ 97.675.333,55	R\$ 7.814.026,68	0,17	3,37	5,0%	

- *Fundamentos*

Quando se fala em avaliar uma instituição financeira, o primeiro múltiplo que se comenta é o ROE, *Return-on-Equity*, que traduzido para o português significa retorno sobre o patrimônio líquido.

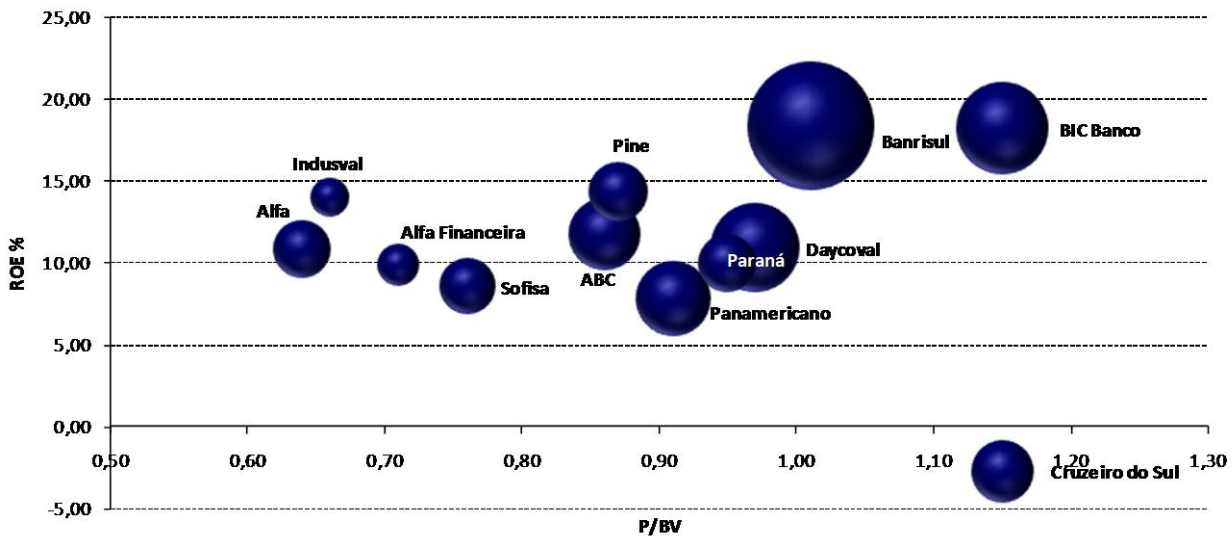
O sentido de olhar para esse múltiplo é o fato dele demonstrar de uma maneira sucinta qual a rentabilidade do banco. [O balanço de um banco é um pouco distinto do de uma empresa, na conta passivo do balanço, um banco carrega todos os depósitos feitos pelos seus correntistas e na conta ativo todas as cessões de crédito e investimentos realizados pelo banco. Sendo assim



o patrimônio líquido de uma forma sucinta é a diferença entre a taxa que o banco “paga” para os seu correntistas e a taxa pela qual ele empresta/investe esse mesmo dinheiro.]

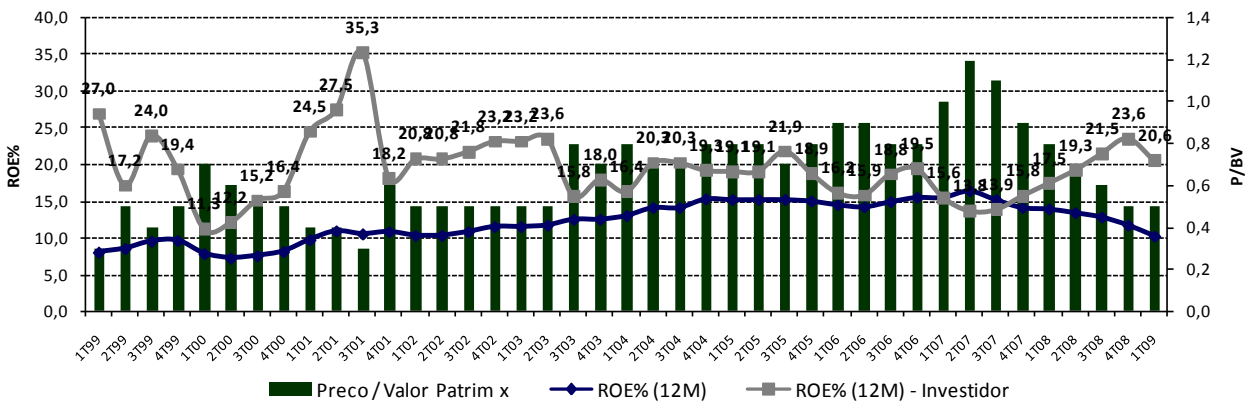
O ROE da Financeira Alfa nos últimos 12 meses está em torno de 10,3%. Esse ROE é considerado relativamente baixo se comparado ao das demais instituições financeiras de capital aberto, no entanto, como a Financeira Alfa é negociada com um desconto em relação ao Patrimônio Líquido o ROE efetivo para o investidor é um pouco maior.

Comparativo Bancos Médios



*Fonte: Economática e Guepardo Investimentos

ROE x ROE Efetivo



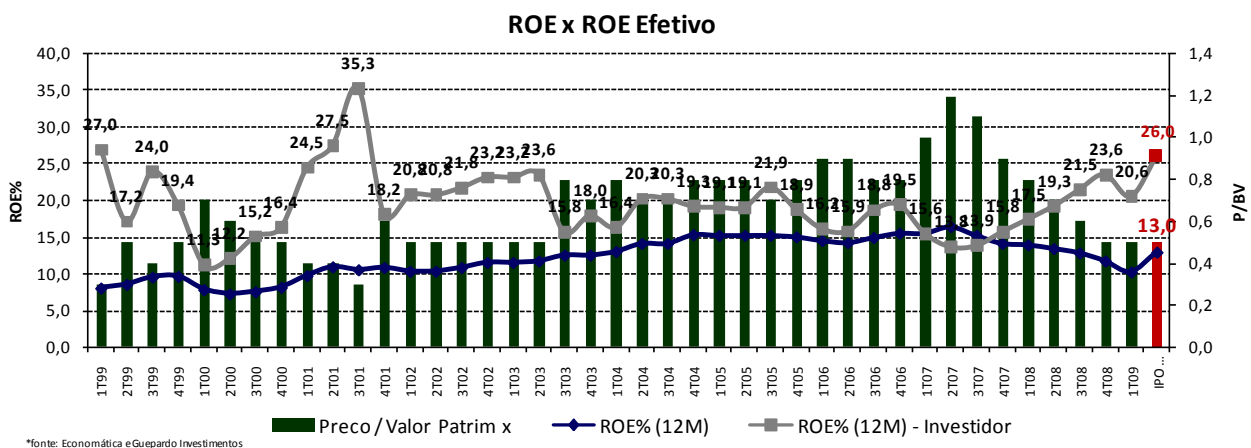
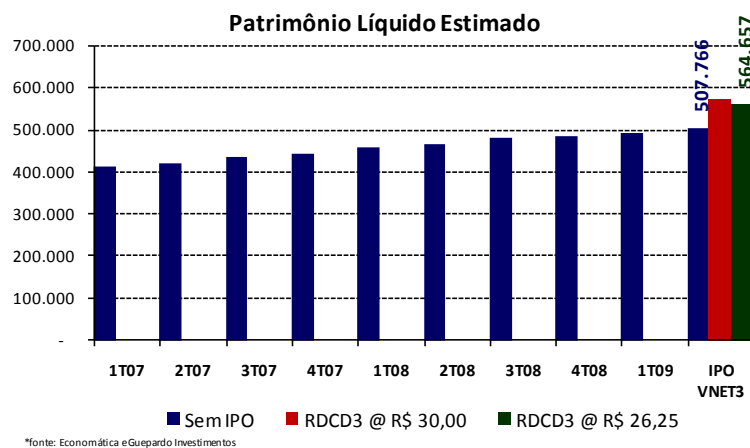
*Fonte: Economática e Guepardo Investimentos

- **VISANET**

Como já havíamos comentado acima, o principal evento no mercado acionário local foi o IPO de Visanet, que junto com Redecard são as duas maiores operadoras de cartão de crédito do país. A Visanet tinha como seus principais acionistas grandes bancos brasileiros além da Visa internacional. Havia também um pequeno grupo de acionistas que eram as financeiras parceiras da Visanet, que como parte de pagamento pelos serviços prestados para a Visanet recebia ações da empresa.

Assim ao longo do tempo a Financeira Alfa acumulou uma participação equivalente a 0,51% do capital total da Visanet, participação tal que foi vendida em parte no IPO da empresa.

Estimávamos que o lucro da Financeira Alfa com a operação estaria em uma faixa de R\$ 70MM a R\$ 80MM, isso oscilaria de acordo com o múltiplo equivalente de Redecard com a qual Visanet seria precificada. Após a realização efetiva do IPO o lucro da Alfa Financeira na operação foi de R\$ 75MM.





- *Riscos*

Acreditamos que os principais riscos do investimento estejam relacionados ao direcionamento dos empréstimos/investimentos e aos conflitos de interesse entre o controlador e os minoritários.

Quanto à qualidade das cessões dos empréstimos da Financeira não estamos tão preocupados, afinal o banco possui uma das posturas mais conservadoras do mercado, nos preocupamos mais com o tipo de investimento que é realizado com o excesso dos depósitos e com o percentual dos lucros que não é distribuído. Se estes valores não forem reinvestidos de maneira adequada ou forem distribuídos diretamente para os acionistas, tememos que a empresa possa destruir valor no longo prazo.

Boi Gordo

No mês de junho o mercado físico de boi gordo teve uma leve valorização (+0,47%) na maioria das praças pecuárias.

A dificuldade na venda de carne e os preços baixos dos subprodutos são os principais fatores que tem segurado o mercado de uma alta mais expressiva nesse início de entressafra.

É fato que a quantidade de boi pronto para abate não é suficiente para alimentar a capacidade dos frigoríficos, e a cada dia que passa a entressafra se aproxima tornando a oferta ainda mais reduzida. Isso sem contar com o claro desânimo por parte dos pecuaristas em confinar em um ano de incertezas econômicas.

A principal justificativa para esse baixo interesse por animais, é a piora acentuada das margens dos frigoríficos. Logicamente que o frigorífico não vende só carne. Hoje o grande problema está nos subprodutos, principalmente o couro e o sebo, que estão com preços muito fracos. O preço do couro esteve em queda ao longo dos últimos dois anos, e o do sebo despencou nas últimas semanas. Somando a essa situação temos ainda os altos custos financeiros resultado do alto endividamento do setor, e os prejuízos de muitas unidades por trabalhar a um bom tempo com capacidade ociosa de abate.

De acordo com essa análise, as posições do fundo nesse mercado estão sendo montadas focadas na melhora das vendas de carne, na falta de fêmeas, nas exportações de carne, nos preços do bezerro e no número de animais confinados para o segundo semestre. Essas são as principais variáveis onde identificamos oportunidades em relação aos preços futuros e acreditamos ter grande potencial de ganho nesse segundo semestre.

Atenciosamente,

Guepardo Investimentos

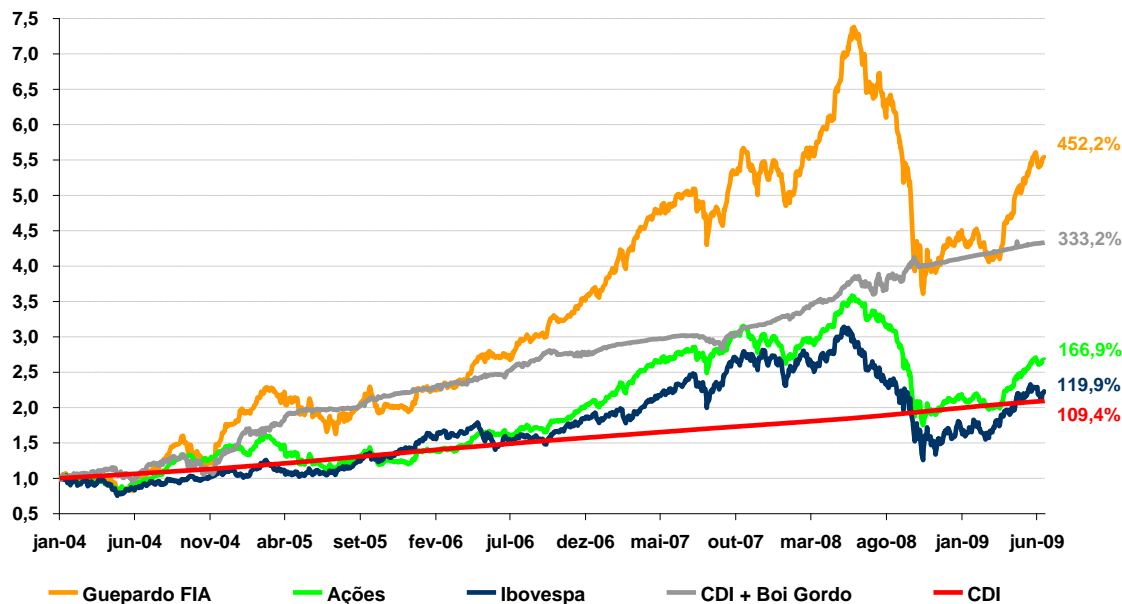


Histórico de Rentabilidades:

	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	27,57%	1,68%	37,06%
No mês	3,46%	0,39%	-3,26%
Desde o início	452,21%	89,10%	119,86%
Em 12 meses	-21,09%	7,62%	-20,84%
PL Médio 12 meses	R\$ 123.373.480,22		
PL 29/05/09	R\$ 119.964.282,09		

* Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos
Dados históricos desde 14 de janeiro de 2004 até 30 de junho de 2009
Fonte: Guepardo Investimentos e Econômica

Gráfico de Decomposição dos retornos:





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 ACARRETAR 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.