

Carta aos Investidores

Quando o crescimento encontra as rodas

O mês de Setembro foi marcado por uma euforia nos mercados internacionais. As bolsas americanas tiveram uma forte alta, sendo que o S&P500 obteve sua melhor performance para um mês de setembro desde 1939. Dados da economia americana mostraram que a economia cresceu 1,7% no segundo trimestre contra uma expectativa do mercado de 1,6%. Estatísticas de pedidos de desemprego também vieram melhores do que a expectativa média do mercado, ajudando a impulsionar as ações.

O evento que marcou este mês de Setembro foi a capitalização da Petrobras que se tornou a maior oferta de ações da história mundial. A capitalização totalizou R\$ 120 bilhões, sendo que parte deste montante foi colocado pelo Governo através da cessão de 5 bilhões de barris da área conhecida como pré-sal. O Governo acabou por aumentar sua participação na empresa, através da subscrição de ações pelos fundos governamentais. Após uma análise profunda sobre o ativo, a Guepardo decidiu não entrar na oferta, pois acreditamos que os riscos de extração desse petróleo da camada pré-sal podem estar sendo subestimados pela maioria do mercado além do fato de que a viabilização deste projeto se dá com o preço do petróleo em patamares elevados.

Com relação às ações de nosso portfólio, 2 eventos aconteceram no mês. A Cremer anunciou no final do mês uma parceria estratégica com a Embramed, produtora de equipamentos líder no mercado nacional, com a opção de compra da empresa em 2014. Com esta parceria, a empresa confirma a estratégia de focar em segmentos considerados *core* nos quais consegue, através de suas capacidades, obter vantagens competitivas.

Com relação à OHL, finalmente a empresa colocou em operação a última e mais rentável praça de pedágio na rodovia Fernão Dias. Abaixo discutiremos mais sobre nossa tese de investimento.

Rentabilidade

	Guepardo FIA	IGPM + 6% a.a.	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	49,45%	14,04%	43,68%
2008	-21,21%	16,45%	-41,25%
2009	60,49%	4,18%	82,66%
2010	25,44%	12,64%	1,23%
Setembro de 2010	5,59%	1,64%	6,58%
Desde o início	771,46%	118,24%	196,60%
Últimos 12 meses	28,98%	14,16%	12,86%

PL Médio - 12 meses R\$ 149.105.199,87

PL 30/09/2010 R\$ 173.536.684,67

*Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos
 Dados históricos desde 14 de janeiro de 2004 até 30 de Setembro de 2010.
 Fonte: Guepardo Investimentos e Economatica

Carta aos Investidores
 Setembro—2010

01 de Outubro de 2010

Principais Pontos:

- O Guepardo FIA obteve uma valorização de **5,59%** no mês de Setembro.
- O Ibovespa obteve uma valorização de **6,58%** no mês de Setembro.
- O Guepardo FIA acumula uma valorização de **25,44%** no ano de 2010.
- O Ibovespa acumula uma valorização de **1,23%** no ano de 2010.

Informações sobre o Fundo:

- Bloomberg Ticker: GUEPARD BZ
- Administrador: Credit Suisse Hedging Griffo
- Custodiante: Banco Itaú
- Gestor: Guepardo Investimentos LTDA.
- Taxa de Administração: 2% a.a.
- Taxa de Performance: 20% do que exceder o IGP-M + 6%



CREDIT SUISSE
 CREDIT SUISSE HEDGING-GRIFFO

ANBIMA A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.



OHL BRASIL

Através da nossa metodologia de análise de investimentos, estamos constantemente estudando empresas. Mesmo que após a conclusão do estudo se decidimos pelo não investimento, mantemos elas sob nosso “radar”, às vezes nossa decisão de não investimento é devido algum fator momentâneo, como preço, risco de insolvência, pendência de licença ou qualquer outro fator que no presente momento não nos deixe confortável com o investimento.

A maior concessionária de pedágios do Brasil quando contabilizados número de quilômetros sob concessão.

Nosso investimento em OHL Brasil não foi diferente. Quando analisamos a empresa no final de 2008/começo de 2009, encontramos uma empresa muito bem gerenciada, com um invejável modelo de negócios, pedágios e um potencial favorável de crescimento. No entanto, no momento era uma empresa muito alavancada, com uma necessidade de capital para investimentos em um mercado fechado para novas emissões e recentemente saída de um leilão de concessões onde foi extremamente agressiva apostando em um cenário que até o momento não havia se concretizado.

Na época entendemos que o retorno potencial era enorme, mas o risco potencial também era grande e resolvemos por não investir. Entendendo o contexto em que a empresa estava inserida e a nova realidade econômica, revisamos nossa tese de investimento ao final de 2009/começo de 2010 e resolvemos investir.

Notem que uma análise gerada há um ano e meio resultou em um investimento no presente momento. Como diria Warren Buffett, “são 50 anos de análise e 5 minutos de tomada de decisão”, e complementamos, tenha certeza de que o *timing* dos 5 minutos está correto.

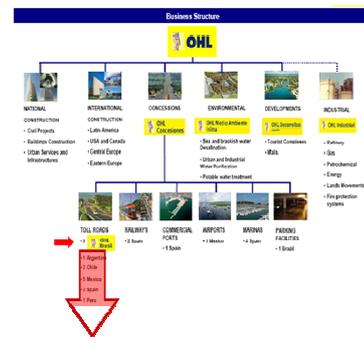


A Empresa

A OHL Brasil é uma subsidiária do grupo Obrascon Huarte Lain Espanha, grupo com vasta experiência no setor de construção e concessões. Os espanhóis chegaram ao Brasil em 1997. Em 2007 a companhia realizou seu maior ciclo de investimentos no Brasil ao arrematar cinco concessões no leilão das rodovias federais. Atualmente a empresa conta com nove concessões rodoviárias sendo quatro do programa de concessões do Estado de São Paulo e cinco do programa de concessões rodoviárias do Governo Federal. A OHL Brasil (OHLB3) atua exclusivamente com negócios relacionados à concessão de rodovias.



- **Ticker:** OHLB3
- **Capitalização de Mercado:** R\$ 3,6 BI
- **Preço por Ação:** R\$53,00
- **Volume Médio Diário:** R\$ 10 MI



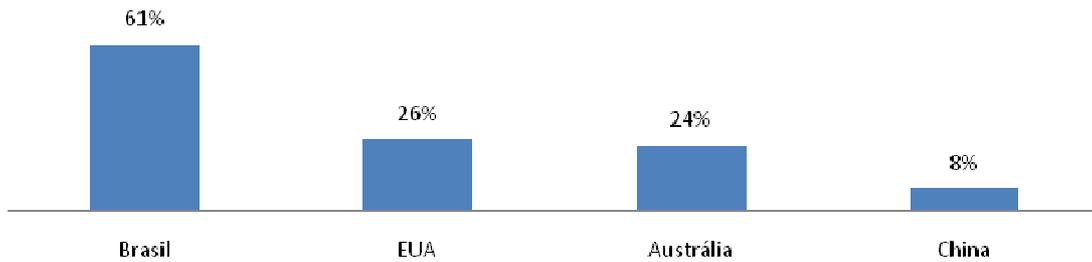
FEDERAL TOLL ROADS		SAO PAULO STATE TOLL ROADS		OTHER BUSINESS	
Estimado 2009	Total	Year 2008	Total		
Autopista I Itaipava (km)	2.070	Autopistas (km)	1.947	Latam Manutenção	98,0%
Toll Plaza	29	Toll Plaza	29	Latam Sinalização	98,0%
Vehicle-Equivalent (mil)	205	Vehicle-Equivalent (mil)	141	Latam Sinalização	98,0%
Emplojeados	1.294	Emplojeados	754	Paulista Infraestrutura	98,0%
Net Revenue (R\$ mil)	309	Net Revenue (R\$ mil)	404	Paulista Infraestrutura	98,0%
EBITDA (R\$ mil)	61	Adjusted EBITDA (R\$ mil)	344	Paulista Infraestrutura	98,0%
Net Debt (R\$ mil)	352	Net Debt (R\$ mil)	344	Paulista Infraestrutura	98,0%

Infraestrutura no Brasil

Em nosso processo de análise, procuramos sempre gerar debate interno, para que surjam questionamentos que, quando respondidos, possam fortalecer nossas idéias de investimento.

Para entendermos melhor os gargalos da infraestrutura atual do país, fomos estudar como se deu o desenvolvimento da nossa matriz de transporte nas últimas décadas. Com isso, gostaríamos de obter duas respostas para perguntas que seriam parte da base de nossa tese: a) de que forma ocorreu o desenvolvimento das rodovias no Brasil e; b) em que estágio da participação privada na concessão de rodovias estamos.

Participação de rodovias em % no transporte de cargas

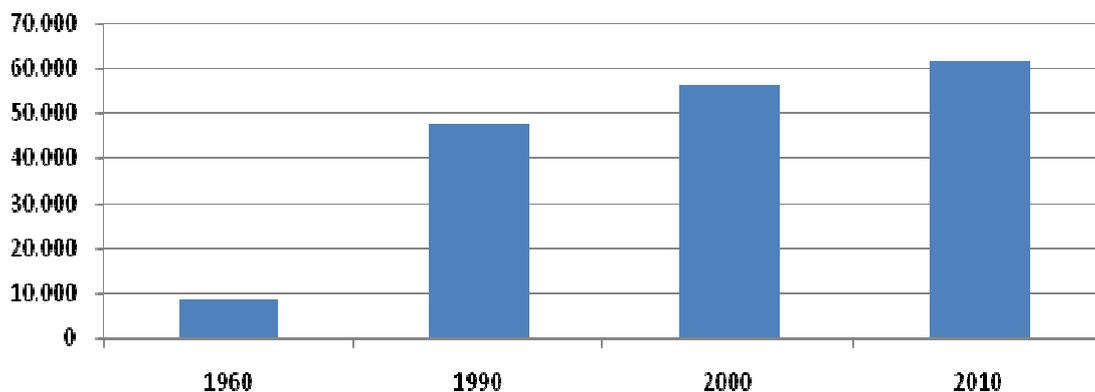


Fonte: IPEA

Segundo o BNDES, o modal rodoviário no país correspondia a menos de 40% do transporte de cargas nacionais durante a década de 40. O investimento rodoviário em grande magnitude inicia-se durante a presidência de Juscelino Kubitschek. Parte do processo de modernização contextualizado no Plano de Metas era baseado no investimento pesado na indústria mecânica, automobilística e de petróleo. A viabilidade da construção de rodovias, para dar suporte a essas indústrias, se deu pelo Fundo Rodoviário Nacional (FRN), formado pelo Imposto Único sobre Combustíveis e Lubrificantes Líquidos e Gasosos (IUCL). Fomentado por esses recursos, o modal rodoviário, duas décadas depois, já correspondia a 60% dos transportes de cargas no país.

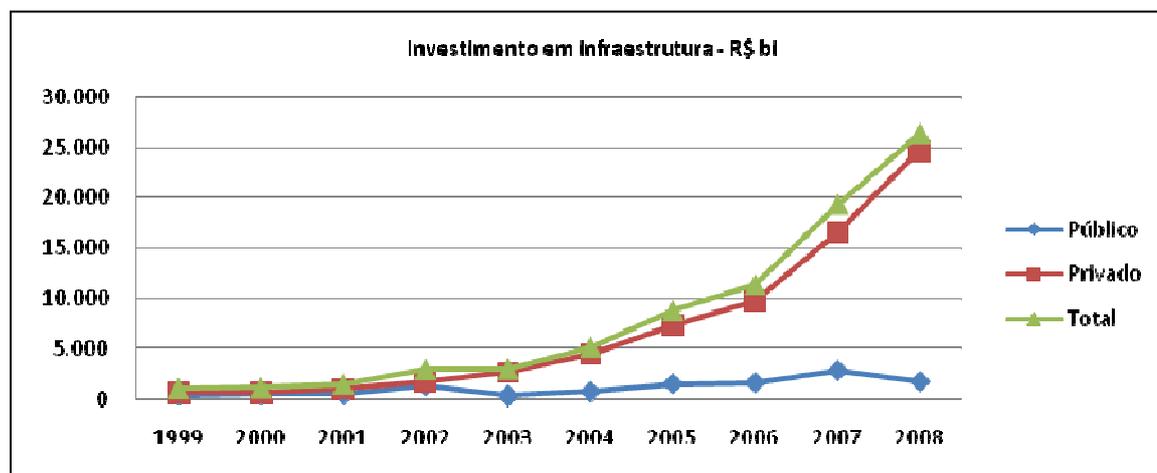
O cenário muda durante a década 80, com criação do Fundo Nacional de Desenvolvimento (FDN). O imposto que proporcionava recursos para rodovias foi passado para esse fundo. Em um primeiro momento, o setor rodoviário foi apenas diluído dentro do FDN. Posteriormente, foi excluído. Somado a isso, o IUCL foi substituído pelo ICMS. No entanto, a responsabilidade da manutenção da malha rodoviária não foi passada para os estados.

Malha da rodovia federal pavimentada (em Km)



Fonte: IPEA

Sendo assim, durante a década de 90, o governo federal enfrentava um cenário adverso: necessidade de investimentos para manutenção de rodovias com escassez de recursos para tal. Esse contexto viabilizou a participação da iniciativa privada no modelo de concessão.

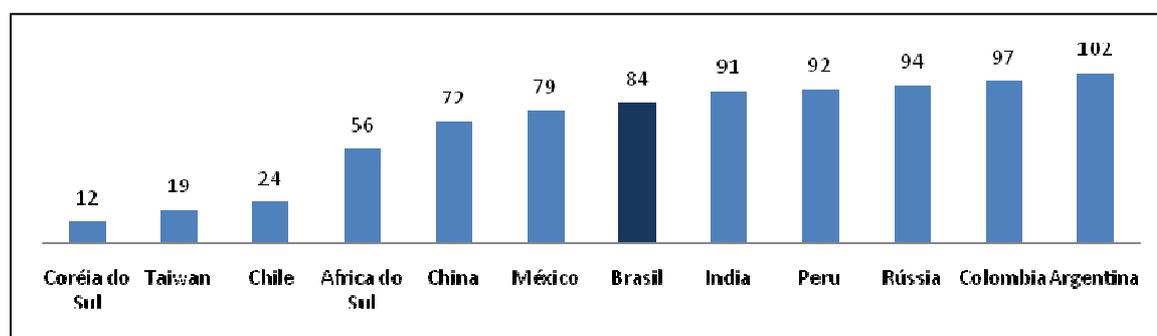


Fonte: IPEA

Acreditamos que o processo de investimento privado em infraestrutura no modelo de concessão está apenas em seu começo (apesar de ter sido iniciado há 15 anos), não apenas em rodovias, mas também em aeroportos, portos, serviços urbanos (metrô, gestão de tráfego e inspeção veicular/mecânica) entre outros.

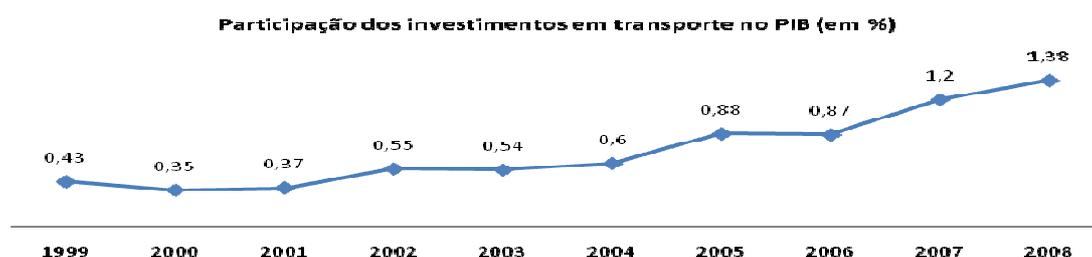
Condição Atual – Infraestrutura

A falta de investimentos criou uma forte distância entre a importância econômica mundial e a infraestrutura do país. No recente relatório “Global Competitiveness”, é feita uma comparação entre a condição de cada país, estipulando ranking entre os países, dentro de uma amostra de 139 países, sendo 1 a melhor e 139 a pior:



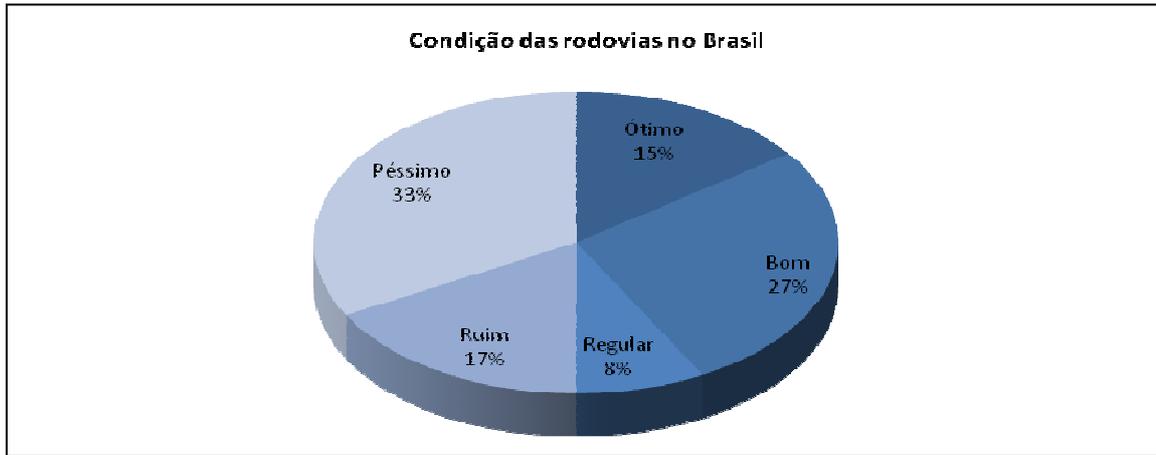
Fonte: Global Competitiveness

Comparativamente, o Brasil apresenta uma infraestrutura inferior que a África do Sul e México. Se formos analisar apenas o setor de transportes, o *gap* brasileiro é ainda maior. Apesar da leve evolução nos últimos anos, a participação dos investimentos em transportes no PIB é ainda inferior a 2%.



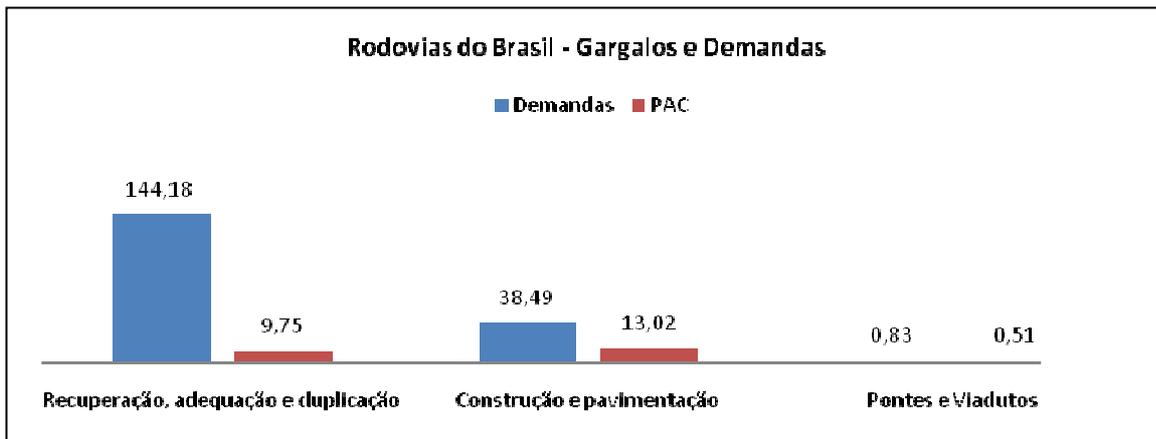
Fonte: IPEA

Em rodovias, a situação brasileira é ainda pior. Apesar de termos a terceira maior malha do mundo, apenas 12% da mesma é pavimentada. A construção de rodovias de asfalto é comum no Brasil, substituindo o pavimento de concreto, de custo inicial superior. No entanto, além do fator segurança, o custo de manutenção de uma rodovia pavimentada é cerca de 85% menor.



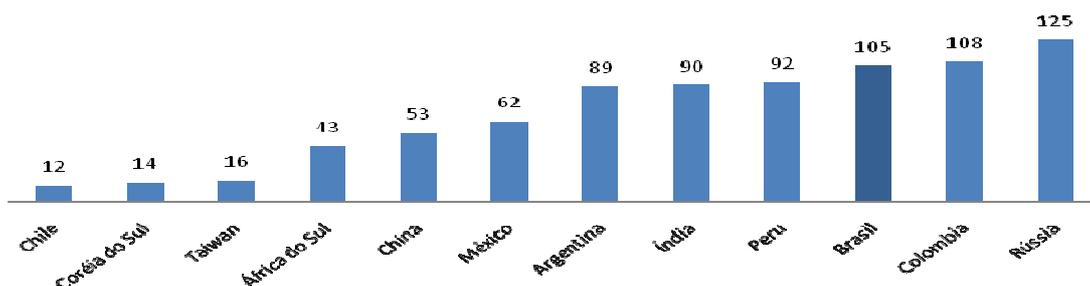
Fonte: CNT

Acima, há a avaliação recente realizada pela CNT (Confederação Nacional dos Transportes) sobre as rodovias brasileiras. No mesmo estudo, cita-se que no caso de pavimentação das rodovias, o custo de transporte, apenas por menor desgaste do veículo e menor gasto com combustível, seria 28% menor.



Fonte: IPEA

De acordo com estudo do IPEA, o Brasil possui uma demanda em investimentos rodoviários de aproximadamente R\$ 180 bilhões, dos quais pouco foi investido pelo PAC (Programa de Aceleração do Crescimento). Acreditamos que o maior crescimento econômico, somado aos eventos esportivos de grande porte previstos para os próximos seis anos, acelerarão os investimentos nesse setor. Se compararmos a situação das rodovias brasileiras com os países emergentes, de acordo com o relatório "Global Competitiveness", a condição brasileira é pior do que boa parte dos países da América Latina.



Fonte: Global Competitiveness

Apesar do diagnóstico difícil, somos otimistas quanto ao longo prazo, ao passo que vemos essa demanda de investimentos em infraestrutura como elemento essencial para o desenvolvimento do país.

Modelo de Negócio de Pedágios

Antes de entrarmos nos meandros contratuais das concessões de pedágios discutiremos o modelo de negócios *per se*. Entendemos que a recorrência das receitas em um negócio é fundamental para seu sucesso, enxergamos poucos negócios que possuam mais recorrência em suas receitas do que operadores de pedágios. Todos os dias milhões de pessoas e bens são obrigados a pagar, à vista, para transitar nas vias da concessão.

Historicamente o volume de tráfego das rodovias da OHL (baseado no tráfego das estaduais) possuem uma elasticidade em relação ao PIB de 1,15. Acreditamos que essa elasticidade é maior nas federais, uma vez que quando a rodovia é duplicada ou reformada o volume de tráfego transitado aumenta, além da maior proporção de veículos comerciais nessas concessões. Acreditamos que essa elasticidade se manterá por alguns anos, senão décadas. Entendemos que o baixo número de veículos de passeio per capita e o perfil da matriz de transportes brasileiro (aproximadamente 60% de todos os bens movimentados na economia são feitos por rodovias) sustentarão o crescimento do volume de tráfego.

O baixo nível (se é que existe algum) da necessidade de capital de giro e o baixo nível dos custos de manutenção das rodovias quando maduras são também pontos excessivamente positivos.

Os contratos existentes prevêm que as tarifas dos pedágios sejam reajustadas anualmente por algum índice de inflação. No caso da OHL as concessões estaduais são reajustadas pelo IGP-M e as federais são baseadas no IPCA, existem algumas concessões em que os reajustes são formados por um *blend* de índices de inflação. Os modelos de contratos da empresa são basicamente divididos em dois tipos: os provenientes do programa de concessões do Estado de São Paulo e os provenientes do programa de concessões do Governo Federal. Em sua essência os contratos são muito parecidos, a concessionária vencedora do leilão necessita realizar um montante pré-determinado de investimentos e fica responsável pela manutenção da rodovia e pela prestação de serviços na mesma, em contrapartida possui o direito de cobrar pedágio pelo prazo da concessão, onde as tarifas são reajustadas anualmente pelo índice de inflação pré-determinado. Resumindo a vencedora da concessão tem de fazer os investimentos em melhorias iniciais e a manutenção da rodovia em troca da cobrança de pedágio. A variável “x” para se determinar o retorno a se obter com a concessão é o volume de tráfego que passará pela rodovia.

Existem três diferenças básicas entre os modelos: a Taxa Interna de Retorno (TIR), a Outorga e o índice de reajuste da tarifa.

Nas concessões estaduais, por terem sido realizadas quando o custo de capital era alto, as taxas de retorno são maiores do que as percebidas nas federais. A segunda diferença é a cobrança da outorga, o Governo do Estado de São Paulo no seu programa de concessões exige que parte da tarifa do pedágio seja retornada para o governo, a chamada outorga, isso faz com que os preços nominais dos pedágios nas rodovias do Estado de São Paulo sejam maiores do que o das rodovias federais. A terceira maior diferença é o índice utilizado para reajustar as tarifas do pedágio, para as rodovias estaduais é utilizado o IGP-M para as rodovias federais o índice é o IPCA, em teoria os índices deveriam ser próximos mas, na realidade, se for observado um período mais extenso, o IGP-M possui uma tendência de ser maior do que o IPCA.

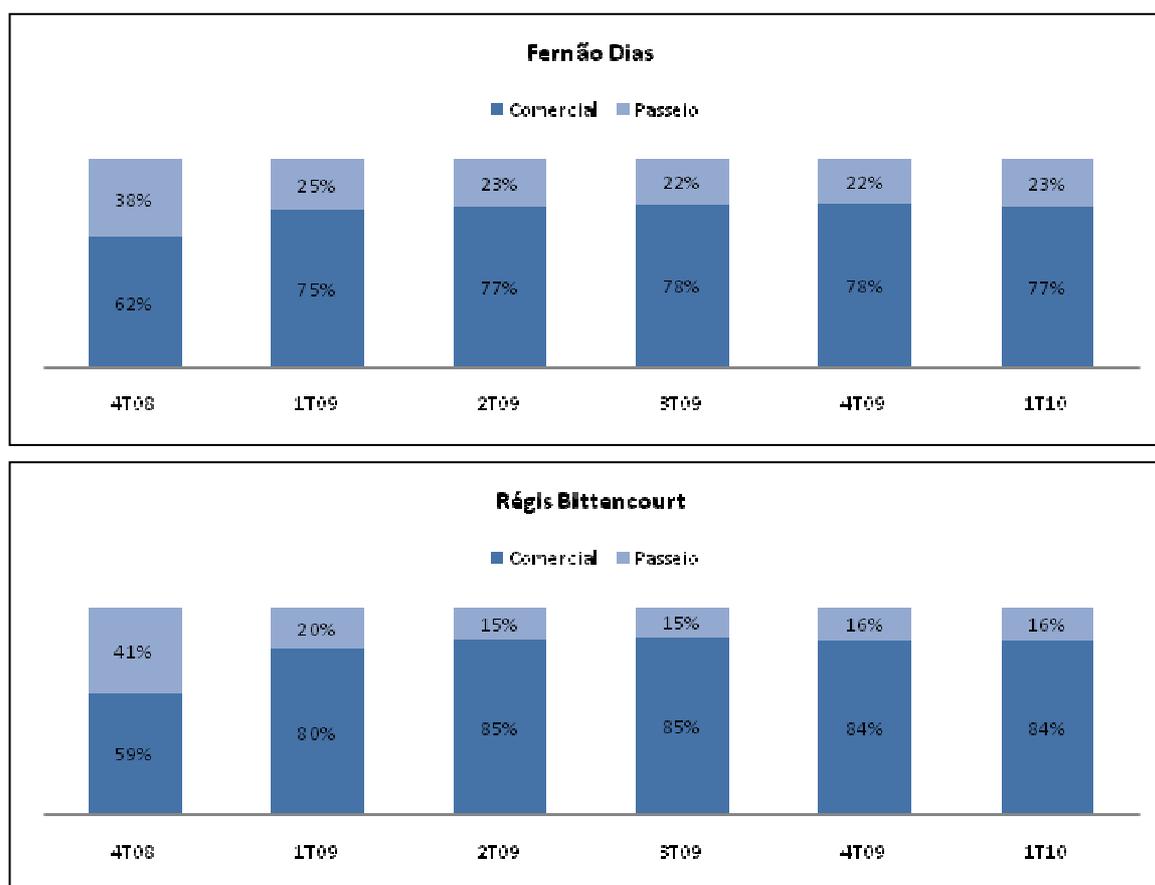
Discutiremos sobre os contratos de concessão mais adiante.

Apesar de ser uma visão para um prazo um pouco mais longo, não descartamos o impacto dos meios eletrônicos de pagamento de pedágio (i.e. Sem Parar), nas receitas da empresa. Se imaginarmos que algum dia no futuro a maioria dos veículos transitarão com um meio eletrônico, o número de funcionários necessário para a cobrança do pedágio será drasticamente reduzido, impactando positivamente as margens da companhia. A OHL Brasil possui uma pequena participação no Sem Parar (STP). Não contabilizamos em nossos modelos nenhum desses ativos.

Rodovias Federais

No dia 9 de setembro de 2010, entrou em operação a última praça de pedágio da Fernão Dias, na região de Mairiporã (SP). Estimamos que por essa praça, apenas em vinte dias de operação, passarão 2,5 milhões de veículos. Com a praça instalada, calculamos que trafegarão 3,5 milhões de veículos por mês, operando a uma margem EBITDA superior a 80%, ou seja, nesse cenário, apenas o pedágio de Mairiporã gerará perto de R\$ 40 milhões de caixa anualmente para a companhia.

Temos uma visão otimista quanto a Régis Bittencourt e Fernão Dias. O perfil industrial dessas concessões é frequentemente ignorado pelo mercado, que considera apenas o crescimento de tráfego proporcional a uma vez o crescimento do PIB. No longo prazo, esperamos que os investimentos na Serra do Cafezal possam ser feitos, de modo que, após concluídos, beneficiarão a concessão em um substancial aumento de tráfego, principalmente os veículos de passeio.



Fonte: OHL

Acreditamos que dentro das cinco concessões federais da OHL, apenas a Litoral Sul, que liga Curitiba a Florianópolis, destrói valor para seus acionistas por apresentar um tráfego aquém do previsto pela empresa e possuir um robusto programa de investimentos.

Modelo de Contratos

Durante o primeiro turno das eleições a questão do alto preço cobrado nos pedágios de São Paulo foi tema central. Investidores temerosos quanto ao recente passado de não respeito por acordos assinados começaram a questionar se esse não seria o caso. Discordamos veemente dessa visão. Acreditamos sim, que mesmo após a definição das eleições no Estado de São Paulo, esse tema continuará como central e que será discutido pelo governador eleito, no entanto, não cogitamos a hipótese de que contratos serão “rasgados”. O que acreditamos que acontecerá será uma renegociação entre o governo e as concessionárias. Trabalhamos com a hipótese de que nessa negociação em troca de tarifas mais baixas, o governo oferecerá prazos de concessão mais longos.

Enquanto estudávamos a empresa nos deparamos com diferentes modelos de cobrança de pedágio que são exercidos pelo mundo. Acreditamos ser válida uma discussão sobre o tema, pois podem ser utilizados em novas concessões no Brasil.

No Chile, por exemplo, o pedágio é cobrado por quilômetro rodado dentro da rodovia concessionada. Entendemos que esse seja talvez o método mais justo de cobrança, pois ele evita os “corta-caminhos” e cobra do usuário somente aquilo que foi realmente utilizado, abaixando o preço da tarifa para os demais usuários. A dificuldade de implantação desse sistema é o cadastramento de toda a frota nacional de veículos, que no caso brasileiro devido a alta informalidade dentro a frota brasileira, estaríamos falando de uma impossibilidade e não de uma dificuldade.

Nos Estados Unidos, nos deparamos com pedágios que são muitas vezes próximos a centavos. O modelo americano é ainda mais distinto e baseado em um prazo ainda mais longo. Por lá a concessionária é responsável, pela construção, manutenção e prestação de serviços da rodovia. Com isso o pedágio a ser cobrado é um resultado da administração da obra, da preservação da rodovia e do serviço prestado ao usuário. Resumidamente, se a concessionária economizar na obra, gastará mais com manutenção, se atrasar a obra terá menos tempo de licitação, o que resulta na melhor execução da obra com a melhor racionalização dos recursos.

Boi Gordo

O mês de Setembro foi marcado novamente pela alta da arroba do Boi Gordo, registramos alta de 2%, neste mesmo mês a chegada da chuva à maioria dos Estados trouxe com rebanho bovino, uma luz no final do túnel para a normalização da oferta de gado às indústrias frigoríficas.

As chuvas no cinturão pecuário iniciaram nas seguintes datas deste mês: Paraná e Mato Grosso do Sul dia 24, São Paulo dia 25, Minas Gerais dia 27, Mato Grosso e Goiás dia 29, Tocantins dia 30 e por último o Estado de Rondônia que a previsão é que as chuvas iniciem dia 1º de outubro.

Nossa conclusão é que a partir do mês de dezembro teremos a oferta de gado terminado à indústria frigorífica já normalizada, mas os meses de outubro e novembro já estão comprometidos pela enorme seca que se alastrou neste inverno devido ao fenômeno climático “La Niña”.

Portanto continuamos com nossa posição comprada no mercado futuro de Boi Gordo acreditando que a alta do preço da arroba ainda não chegou ao seu fim.

* Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; Fundos de Investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, do fundo garantidor de crédito (FGC); Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento antes de efetuar qualquer decisão de investimento. 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. Para obter informações sobre o uso de derivativos, conversão de cotas, objetivo e público alvo, consulte o prospecto e o regulamento do fundo. 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. 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. Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de renda variável de poucos emissores. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que o fundo terá o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Verifique se a liquidação financeira e conversão dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa do respectivo pedido. 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. Desta forma comparações de rentabilidade destes fundos com índices de ações devem utilizar, para períodos anteriores a 02/05/2008, a cotação média destes índices e, para períodos posteriores a esta data, a cotação de fechamento. Ouvidoria Guepardo Investimentos – (11) 3103-9200 ou contato@guepardoinvest.com.br.