

GUEPARDO

INVESTIMENTOS

Prezado Investidor,

A Guepardo Investimentos concluiu outro ano com excelente performance para seus investidores, recebendo mais reconhecimento de terceiros pela nossa excelência em investimento.



A Guepardo recebeu a maior nota da revista Investidor Institucional

Em 2010, a Guepardo entregou a seguinte performance líquida:

- 35,15% com o Guepardo FIA;

Neste mesmo período os dois índices comparativos (*Benchmarks*) performaram:

- IGPM + 6: 17,84%;
- Ibovespa: 1,04%;

No 4º Trimestre, a Consultoria Luz Engenharia Financeira (e a revista Investidor Institucional) deram a maior nota (Excelente) aos dois fundos de renda variável (Ações Livre), da Guepardo Investimentos.

ACremer, onde possuímos assento no conselho, recebeu em Novembro, reconhecimento pela *Turnaround Management Association* *Brasil Econômico*, pela execução de um plano estratégico que resultou num aumento de lucratividade, onde ao mesmo tempo, obteve uma melhoria na qualidade do relacionamento com os clientes, fornecedores e credores. A Cremer performou 24,6% no ano de 2010.

Nesta carta iremos falar sobre nosso approach operacional ativista, utilizando a Bematech como estudo de caso. Porém, antes de entrarmos neste tópico, iremos primeiro resumir um pouco sobre nosso portfólio de investimento.

Atualização do Portfólio

OHL

A Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT) autorizou os ajustes tarifários, que entraram em vigor em Dezembro de 2010, para duas concessões da OHL – Fernão Dias e Planalto Sul – que estavam alinhados com as expectativas da Guepardo, porém, muito maior do que as expectativas do mercado. Na Fernão Dias, a taxa foi ajustada de R\$ 1,10 para R\$ 1,30 vs R\$ 1,20 (esperada pelo mercado). Estes R\$ 0,1 extras resultaram num lucro operacional adicional de aproximadamente R\$ 8 milhões em 2011.

Cremer

No final de Setembro de 2010, a Cremer anunciou uma parceria com a Embramed, uma fabricante de produtos hospitalares descartáveis (Equipos) com receita bruta de R\$ 76 milhões em 2009. Em Dezembro de 2010, em acordo com as regras da IFRS, a Cremer reavaliou seus ativos fixos em R\$ 239 milhões, R\$ 51 milhões acima do

primeiro trimestre de 2010. A empresa ainda anunciou que R\$ 77 milhões dos R\$ 291 milhões relacionados aos ativos, não estão sendo usados por suas operações.

Marisa

Marisa terminou o terceiro trimestre de 2010 com 240 lojas e planeja terminar 2010 com 278 lojas, abrindo 51 novas em 2010. As projeções estimam que o consumo do Natal será melhor em 10 anos com crescimento de vendas de dois dígitos para o ano.

Coelce

A ANEL protocolou as regras para o terceiro ciclo de reajuste tarifário. Já possuíamos expectativas inferiores a do mercado, mesmo assim as regras propostas pela ANEL vieram pior do que esperávamos. A partir de nossas conversas com a empresa, outros *players* e também outras casas de *research*, concluímos que tal reajuste teve uma conotação política/populista, fato que retira qualquer racional econômico sobre o investimento. Sendo assim, decidimos por desinvestir por ter virado um case de investimento político e não econômico.

Direcional

De acordo com as expectativas da Guepardo e do mercado, a empresa requereu aprovação pela CVM para emissão de ações no mercado primário (80%) e secundário (20%) no valor total de R\$450 milhões. Essa oferta terá dois impactos positivos para a empresa: (i) Aumento dos lançamentos futuros, e (ii) aumento da liquidez das ações na BOVESPA.

Bematech

A Bematech foi criada em 1990 por Marcel Malczewski e WolneyBetioli a partir de uma incubadora em Curitiba, a INTEC (Incubadora Tecnológica de Curitiba). A Bematech S.A. (“Companhia” ou “Bematech”) é uma empresa provedora de soluções integradas de automação comercial para o varejo no Brasil, principalmente para pequenas e médias empresas. A Companhia é líder na venda de hardware com presença, por meio de suas impressoras, em 54,4% dos checkouts dos estabelecimentos automatizados, considerando uma base instalada de 400 mil checkouts. A companhia também é líder no licenciamento de software, com 13,6% do mercado brasileiro de software aplicativo para gestão do comércio. Adicionalmente, possui participação de mercado significativa na manutenção e outros serviços relacionados aos seus produtos de hardware e software. Uma das principais vantagens da Bematech são seus canais de distribuição, que possuem estrutura sólida, com uma rede de mais de 300 assistentes técnicos. Os produtos da Bematech são utilizados em mais de 415.000 pontos de venda, e seus produtos são distribuídos por uma rede de aproximadamente 3.000 revendedores.

Quando iniciamos nosso investimento em Bematech em junho de 2008, enxergávamos uma grande oportunidade de investimento em uma empresa ligada diretamente ao varejo, porém a preços mais atraentes, aproximadamente 4x EV/EBITDA. Nossa tese de investimento baseava-se nas seguintes premissas:

Redução da informalidade na economia: o aumento da fiscalização governamental (federal e estadual) nas empresas tende a reduzir a informalidade na economia o que beneficia diretamente a Bematech, pois aumenta sensivelmente o número de empresas que terão que se adequar ao sistema de controle fiscal. A demanda por crédito por parte dos consumidores também exige uma formalização por parte dos lojistas;

Alta penetração da Bematech: os canais de vendas são de extrema importância na estratégia da Bematech, representando uma vantagem competitiva para a companhia e uma barreira de entrada para

competidores. A Bematech está presente nos 27 Estados brasileiros através de aproximadamente 3.000 revendas;

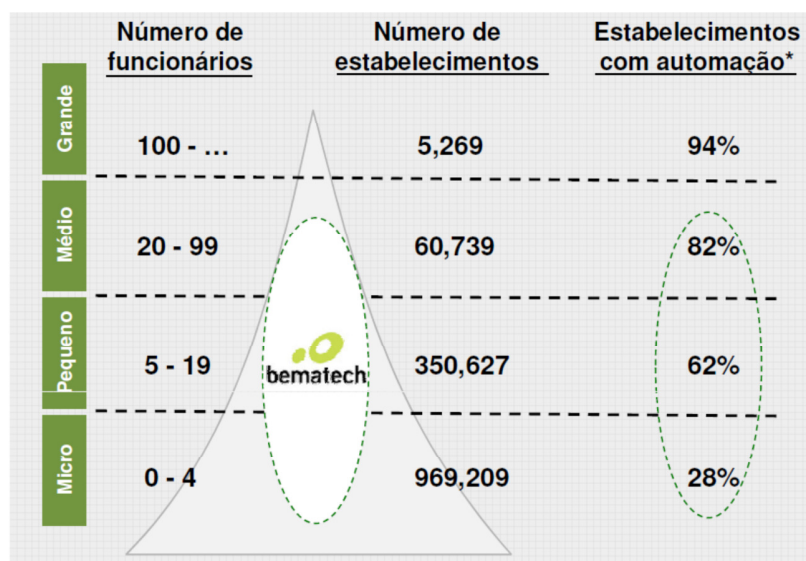
Liderança e reconhecimento do produto: os produtos Bematech são reconhecidamente de alta qualidade/funcionalidade, o que a permite cobrar prêmio sobre seus concorrentes e, parte deste prêmio fica na revenda como remuneração, mantendo as revendas mais fiéis a Bematech;

Migração do perfil de receitas de não-recorrentes para recorrentes: com a estratégia de aquisições de empresas de software, a Bematech tentava migrar do perfil de receita não-recorrente, onde se vende esporadicamente, para um perfil de vendas recorrentes onde a Companhia fornece além das licenças, a manutenção do software. Estas receitas recorrentes trazem benefícios adicionais ao seu relacionamento com clientes, uma vez que eles criam um vínculo mais forte e de constante contato com os mesmos.

À época de nossa entrada no papel, nossa visão era de que a Companhia passou a sofrer uma penalização maior do mercado por dois motivos: (i) início de um movimento de liquidação de posições em *smallcaps* por parte principalmente de investidores estrangeiros que naquele momento enfrentavam resgates devido a crise, que detinham na época algo como 75% do *freefloat*, e (ii) não ter entregue o *guidance* de crescimento de receita e margens operacionais por dois trimestres consecutivos. Quando olhamos, entendemos que era um ativo de excelente qualidade, excessivamente penalizado. No início de nosso investimento, a Bematech estava sendo negociada a entre 8x e 10x lucro, enquanto a empresas comparáveis negociavam em torno de 15x lucro.

As estimativas de mercado (Bloomberg) mostram que, atualmente, a Bematech é negociada a 5,7x EBITDA 2011 enquanto seus concorrentes internacionais (Micros e Radiant) são negociados entre 10x e 12x e Totvs, o concorrente mais adequado do mercado brasileiro, está sendo negociada a 16,2x EBITDA 2011.

Acreditamos que Totvs está sendo negociada neste múltiplo devido ao seu invejável histórico de entregar resultados prometidos e aquisições que adicionaram valor aos seus acionistas. Acreditamos, porém, que o potencial de crescimento orgânico da Totvs é menor quando comparado ao de Bematech devido ao fato de seu mercado de atuação (médias e grandes empresas) se encontrar em um estágio maturação mais avançado. O gráfico abaixo nos mostra o potencial de crescimento e consolidação para Bematech no segmento de pequeno e médio varejo onde a penetração ainda é muito baixa.



Fonte: Bematech

Como forma de acelerar seu crescimento e tomar um lugar de destaque no setor de automação, a Bematech, após seu IPO, iniciou uma onda de aquisições de empresas, principalmente de softwares, que ampliaram seu leque de soluções, alcançando um número maior de setores do varejo. Acreditamos que estas aquisições, em sua maioria, foram mal avaliadas e suas integrações mal conduzidas, quando enxergamos através do ângulo financeiro, porém acertadas por serem empresas que darão um posicionamento mais sólido e um maior portfólio para *cross-selling*.

Após 2 anos como investidores da Companhia, em abril de 2010, decidimos aumentar nosso papel de atuação e elegemos um representante para o Conselho de Administração da Bematech.

Imediatamente após nossa entrada no conselho, indicamos a contratação da empresa de consultoria Pilar para nos assessorar no diagnóstico dos principais pontos de atenção, como a integração das aquisições, além de propor uma agenda positiva de melhoria contínua na gestão da Bematech. Nossa experiência com a consultoria Pilar vem do trabalho de turnaround executado em outra empresa de nosso portfólio, a Cremer.

Entendemos que nossa proposta de entrar no Conselho está alinhada com os interesses de nossos quotistas, pois através de uma participação mais ativa temos a oportunidade de agregar com nossa experiência, a fim de gerar um maior valor para todos os acionistas. Alguns pontos que nos chamam atenção são:

Despesas administrativas e de vendas acima dos concorrentes: acreditamos que o atual nível de despesas administrativas e de vendas, na casa de 34% da receita líquida, é incompatível com o tamanho da Bematech ainda mais quando comparado aos principais concorrentes internacionais (Radiant e Micros) que situam entre 27% e 29%;

BemaTEF Turbo: Uma das grandes oportunidades que a Bematech possui hoje está relacionada ao produto BemaTEF Turbo, uma solução que permite ao lojista aceitar todos os cartões de crédito além de permitir ao lojista a escolha da rede adquirente para seus recebíveis. Acreditamos fortemente nesta nova solução oferecida ao mercado uma vez que o mercado brasileiro de meios de pagamento cresce a passos largos, porém um trabalho constante de monitoramento e correções de rumo é essencial para que consigamos gerar valor aos acionistas no longo prazo;

EVA: Uma das ferramentas que utilizamos para analisar a geração de valor de uma companhia e o EVA, (*EconomicValueAdded*) que nos mostra quanto a empresa esta gerando ou destruindo de valor para seus acionistas. No caso de Bematech, este número é negativo, ou seja, a Companhia destrói valor. Claro que este é um número momentâneo, mas de qualquer forma nos acende uma luz amarela e que devemos tratar com proximidade.