

GUEPARDO

INVESTIMENTOS

Prezado Investidor,

Neste primeiro trimestre de 2011, o fundo Guepardo FIA obteve rentabilidade positiva de 3,75% comparada a uma queda de 1,04% do Ibovespa e uma alta de 3,83% do IGPM + 6% (seu *Benchmark*).

Houve duas modificações em nosso portfólio. O desinvestimento em Coelce pelo fato do preço da ação ter atingido o preço alvo de nosso analista e o investimento inicial em Itaú (ITUB3), que explicaremos mais a frente.

Nesta carta iremos falar um pouco de economia (mundial e brasileira) e dos resultados e eventos ocorridos de cada ativo da carteira:

Economia Mundial:

O primeiro trimestre de 2011 foi marcado por forte turbulência no cenário internacional. As manifestações que abalaram o Egito começaram em Janeiro, e culminaram com a renúncia do presidente Hosni Mubarak após 30 anos no poder. A situação se agravou ainda mais com o alastramento de conflitos por diversos países do Oriente Médio, em especial na Líbia onde forças da OTAN intervieram militarmente com o objetivo de destituir do poder o ditador Muammar Gaddafi, acusado de ataques à própria população Líbia. Como resultado de tamanha instabilidade na região, o petróleo alcançou o maior patamar de preço desde 2008, com o barril de WTI valorizando-se 14,28% no trimestre.

O terremoto que afetou o Japão, terceira maior economia do mundo, também foi motivo de grande preocupação para os mercados. Embora ainda seja cedo para avaliar os estragos na infraestrutura e, sobretudo, no setor de eletroeletrônicos e equipamentos de comunicação, a paralização nas linhas de produção pode interromper a oferta de insumos e também investimentos em todo o mundo.

Dados da economia americana mostram que os indicadores domésticos do país seguem avançando. A alta nas vendas do varejo e redução dos estoques demonstram recuperação moderada. No mercado de trabalho, apesar de haver mobilidade para contratações de empregos temporários, a atividade continua enfraquecida. Apesar disso, em alta, o setor manufatureiro americano ensaia uma recuperação, influenciado pela existência de novos pedidos em quase todas as regiões do país. O Índice de ações Dow Jones já reflete essa melhora da economia, com valorização de 6,67% no primeiro trimestre de 2011.

Economia Brasileira:

O desempenho da economia brasileira em 2011 dependerá, naturalmente, da evolução da economia mundial e, em boa medida, das decisões que forem tomadas pelo novo governo. Embora continue positivo, o cenário econômico interno deteriorou-se com relação ao ano de 2010. O relatório trimestral do Banco Central, o primeiro do governo Dilma Rousseff, projeta alta no IPCA de 5% para 5,6% em 2011, acima do centro da meta de 4,5% fixada pelo Conselho Monetário Nacional. Por outro lado, o BC reduziu de 4,5% para 4% a projeção de expansão do PIB. No âmbito fiscal, as primeiras sinalizações emitidas por Dilma, no discurso após a eleição, foram positivas (compromisso com a estabilidade, disciplina fiscal, câmbio flutuante). Se nos governos FHC e Lula, o equilíbrio fiscal foi buscado principalmente pelo aumento da carga tributária, agora esse caminho precisará ser abandonado. O governo sinaliza com maior “disciplina fiscal”. As despesas públicas poderão continuar crescendo, mas em ritmo menor do que o do próprio crescimento da economia, para que o percentual da dívida sobre o PIB possa se reduzir ou pelo menos não crescer. Uma expansão mais acentuada e necessária dos investimentos em infraestrutura precisará ser compensada por um crescimento mais moderado das despesas correntes.

Atualização do Portfólio:**Brasil Foods**

Os resultados do 4º trimestre da empresa surpreenderam positivamente tanto nossas expectativas quanto as do mercado em geral. Margens bastante saudáveis e um crescimento de volume robusto foram impulsionados por uma forte demanda por processados no mercado interno e uma falta de oferta de frango no mercado mundial. O aumento nos preços de milho e soja ainda não foram sentidos nos resultados da companhia devido a uma inércia de estoques, acreditamos que o impacto virá no final do 1º trimestre e ao longo do 2º trimestre de 2011.

Estivemos também em uma planta da Pilgrim’s Pride em Gainesville, GA (perto de Atlanta) e também participamos da CAGNY, uma tradicional conferência de empresas de consumo nos Estados Unidos. Esses eventos nos ajudam a entender possíveis tendências dos mercados nos quais a Brasil Foods está inserida e também nos dá mais segurança no entendimento das operações da companhia. Voltamos dessa viagem mais confiantes na singularidade que é o ativo Brasil Foods.

Ainda estamos na esteira do assunto CADE, acreditamos, e a companhia tem nos guiado para esse caminho, que a decisão deve sair por volta do final do 1º semestre de 2011. Reiteramos nossa crença de que a maioria dos danos que poderiam ser causados à empresa já está precificada e esperamos ansiosamente a decisão final do órgão regulador para então podermos incorporar todas as sinergias ao nosso modelo.

OHL

A OHL Brasil reportou o resultado do último trimestre de 2010. O tráfego pedagiado totalizou 596 mil veículos equivalentes no ano, o que corresponde a 33% de aumento frente ao ano anterior. As principais razões para o robusto crescimento são: a) entrada de novas praças de pedágios nas concessões federais; b) início da cobrança bidirecional na Centrovias e c) forte recuperação da produção industrial durante o ano.

O resultado do 4T10 marcou o início da divulgação das demonstrações financeiras no padrão IFRS (International Financial Reports Standards), modelo contábil que deverá ser adotado pelas companhias brasileiras a partir de 2010. As principais mudanças contábeis foram bem entendidas pelo mercado. Vale também lembrar que tanto a OHL como as outras empresas do setor fizeram um bom trabalho de comunicação, incluindo explicações detalhadas nos releases e a realização de apresentações com especialistas do novo padrão contábil.

Continuamos otimistas com a empresa. Acreditamos que, apesar do forte desempenho da ação em 2010, há ainda uma discrepância significativa entre o valor da empresa e o quanto ela é precificada pelo mercado.

Itaú

Ao longo do 1º Trimestre montamos uma posição nas ações ordinárias do banco Itaú. Antes de comentarmos sobre o banco, vale ressaltar que preferimos utilizar as ações ordinárias com nosso veículo de investimentos devido a um desconto de aproximadamente 25% em relação às preferenciais. Acreditamos que a magnitude do desconto atribuído, devido a liquidez e a restrições quanto à participações de capital estrangeiro no capital do banco, é injustificada.

Quanto ao banco Itaú, talvez jamais imaginássemos que em um período de expansão econômica como o atual em que vivemos, poderíamos encontrar um ativo dessa singularidade pelo preço que compramos. Como no mercado não há *“free lunch”*, tentamos entender o motivo do desconto. Chegamos a duas conclusões: 1) investidores estavam impacientes quanto à chegada das sinergias provenientes da fusão com o Unibanco e, principalmente, 2) aversão às medidas macro prudenciais que pudessem afetar diretamente os bancos.

Analisando mais a fundo, entendemos que a primeira era infundada. A razão pela qual as sinergias estão demorando a chegar é o fato de o banco ter optado por manter muitos dos cargos com sobreposição por entender que somente o crescimento futuro das operações do banco demandaria o mesmo número de funcionários que teriam de ser desligados, então, por opção, o banco ao invés de demitir e depois *“sofrer”* com eventuais readmissões e treinamentos, preferiu por não desligar muitas das funções sobrepostas. Acreditamos que foi uma decisão muito acertada e que ao longo do tempo a alavancagem operacional entregará margens esperadas anteriormente à implementação da fusão.

A segunda causa sim, muito fundamentada, mas, humildemente discordamos da magnitude. Os investidores entendiam que medidas macro prudenciais eram mudanças de regras em meio a um jogo em andamento e mais, que tais medidas encareceriam os empréstimos ao consumo diminuindo o crescimento esperado. Concordamos que tais medidas aumentarão os custos dos empréstimos aos consumidores e diminuirão os montantes emprestados, no entanto, entendemos que, exceto a um evento de ruptura conjuntural, a inadimplência não sairá do controle e o aumento do spread irá compensar o decréscimo no crescimento.

Marisa

A Marisa reportou os resultados de 2010 em fevereiro com números muito positivos e levemente superiores à nossas projeções. A receita líquida da Marisa cresceu 18,7% em relação a 2009 e no conceito “mesmas lojas” este crescimento foi de 13,2%.

A empresa aproveitou o bom cenário da economia brasileira e abriu 53 lojas ao longo de 2010, sendo 38 lojas no último trimestre, e terminando o ano com 277 lojas. Para 2011, a companhia informou que já tem 33 novas lojas contratadas, porém acreditamos que este número supere novamente a casa das 50 lojas.

Um dos destaques positivo foi o expressivo aumento do EBITDA referente aos cartões Marisa que passou de R\$ 66,3 milhões em 2009 para R\$ 114,2 milhões em 2010, devido ao aumento da venda de seguros, redução das perdas com operações de crédito e aumento na recuperação de dívidas vencidas.

Apesar da alta de 123,6% no preço de suas ações em 2010, acreditamos ainda que a Marisa está descontada do seu valor justo.

Bematech

A Bematech reportou os resultados de 2010 no fim de março com números fracos, porém em linha com nossas expectativas. A receita líquida caiu 1,2% comparada a 2009 porém o EBITDA ajustado aumentou em 20,8% para R\$ 62,5 milhões, atingindo margem de 19,1%, 3,4 pontos percentuais acima de 2009.

É fato que o resultado de 2010 foi melhor do que o de 2009, porém a empresa não conseguiu se beneficiar do alto crescimento da economia e do varejo.

O destaque positivo foi a retomada da rentabilidade da unidade de software a partir da segunda metade do ano, que havia gerado resultados negativos em 2009.

Para 2011, esperamos por uma melhora ainda maior do segmento de software e retomada do segmento de serviços. Acreditamos que a consultoria contratada no fim de 2010 trará bons *insights* para melhoria operacional da companhia além de trazê-la novamente para o caminho da prosperidade.

Cremer

A Cremer divulgou seus resultados de 2010 no fim de março e estes vieram fracos, porém em linha com nossas estimativas.

O ano de 2010 foi um ano desafiador para a companhia devido (i) desaquecimento da atividade hospitalar, principalmente hospitais públicos devido ao período eleitoral, (ii) mercado de luvas sobre ofertado com quedas de volume e preço e, (iii) aumento significativo nos preços da principal matéria prima, o algodão.

Para 2011 projetamos um ano melhor, devido principalmente às iniciativas estratégicas adotadas em 2010 como foco na marca Cremer, fortalecimento do relacionamento com os clientes, investimentos em inovação e aquisições/parcerias seladas. No início deste ano, a Cremer anunciou um aditivo de contrato com a Targa, dona da marca Lemgruber, que a permitirá importar diretamente luvas de procedimento além de permitir a utilização da marca Cremer nestas luvas. Também em janeiro, foi anunciada a aquisição do P. Simon, empresa líder no segmento de coletores, que irá reforçar ainda mais a plataforma de produtos plásticos para saúde da companhia.

Direcional

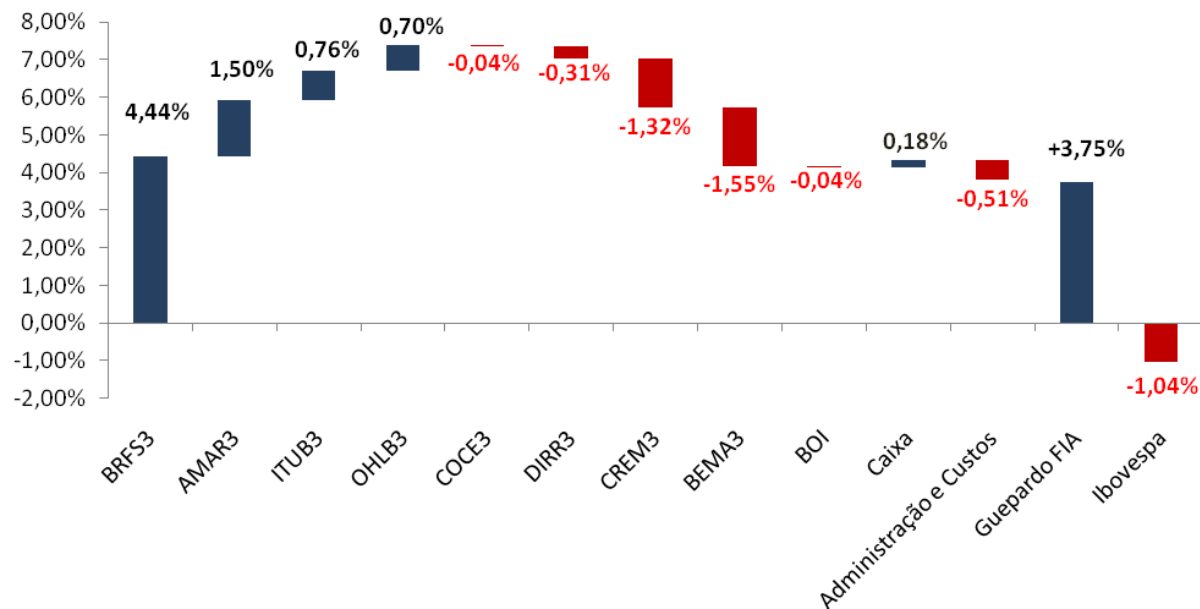
A empresa divulgou os resultados consolidados de 2010. O VGV lançado totalizou R\$ 1,27 bilhão, sendo R\$ 1,06 bilhão a parte da empresa. Esse resultado representou um crescimento de 38% e 36% respectivamente nos lançamentos frente ao ano anterior.

A empresa em 2011 completa 30 anos de história, apresentando margem líquida em 2010 de 23% e ROE anualizado no 4T10 de 26%, números que fazem da incorporadora uma das mais rentáveis do setor no país.

Boi Gordo

O Boi gordo não teve impacto relevante no desempenho do fundo no primeiro trimestre de 2011. Recentemente iniciamos uma posição vendida no mercado futuro, pois acreditamos em uma correção técnica nos atuais preços da arroba no curto prazo.

Abaixo, segue um gráfico de atribuição de rentabilidade do primeiro trimestre de 2011, incluindo os resultados do mercado futuro de boi gordo:



Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.

