

GUEPARDO

INVESTIMENTOS

Prezado Investidor,

Devido a um acontecimento específico, e de grande influência no resultado de nossa carteira, esta carta trimestral dará maior ênfase a uma empresa mais relevante em nosso portfólio que é a Brasil Foods.

O evento, descrito em detalhes abaixo, implicou em rentabilidade de **-3,12%** para o fundo Guepardo FIC FIA neste segundo trimestre de 2011, comparado a uma rentabilidade de **-9,01%** do Ibovespa no mesmo período. Para o ano de 2011 (data de 30/06/2011), o Fundo Guepardo FIC FIA rendeu **+0,51%** e o Ibovespa rendeu **-9,96%**.

Além dos detalhes da BRF, mencionaremos também importantes acontecimentos em outros ativos da nossa carteira.

Brasil Foods

Overview

A Brasil Foods S.A. (BRFS3), sediada em São Paulo, é maior exportadora de frango e a produtora líder de outras aves, bovinos, processados lácteos assim como uma linha múltipla de alimentos. Com um histórico operacional de mais de 77 anos, a BRF foi criada através da fusão entre a Sadia e a Perdigão, anunciada em Maio de 2009.

A BRF é o investimento mais relevante da Guepardo Investimentos. Iniciamos nossa posição após o anúncio da fusão, em maio de 2009, e tem sido mantido como nosso principal investimento, desde Janeiro de 2010.

No estudo abaixo iremos descrever nossa tese de investimento na Companhia, focando o mau entendimento do mercado e sua avaliação, apontando nossa visão, no que diz respeito às negociações recentes da Companhia com o Conselho Administrativo de Defesa Econômica (CADE).

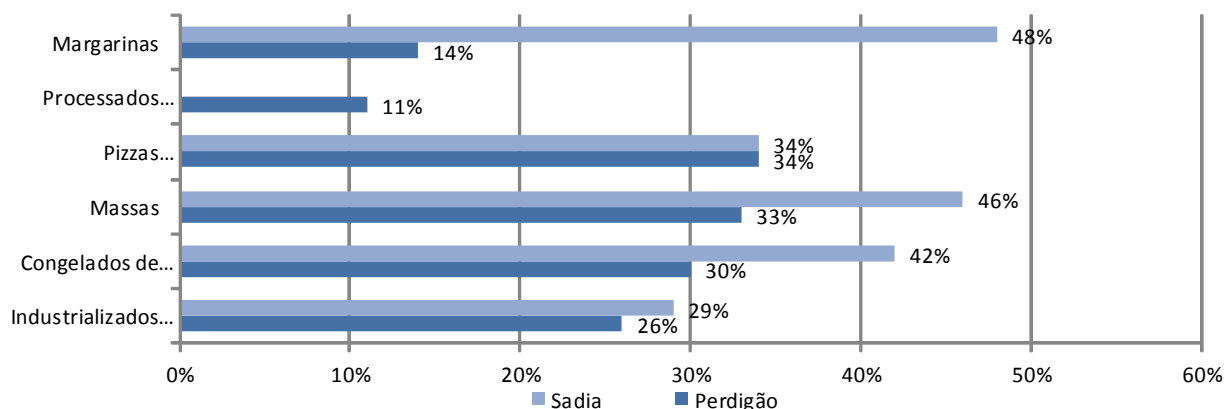
Brasil Foods: A fusão da Sadia com a Perdigão

Apesar de o negócio principal da BRF ser a linha de aves, a empresa possui uma gama de mais de 3.000 produtos em diferentes categorias de alimentos. A BRF mantém mais de 60 plantas espalhadas pelo Brasil, três no exterior, e emprega mais de 100.000 funcionários pelo mundo. O valor de mercado atual

da BRF (de 30 de Junho de 2011) é de R\$ 23,1 Bilhões, com receita de R\$ 23,7 Bilhões nos últimos 12 meses e EBITDA de R\$ 3 Bilhões no mesmo período.

As duas empresas unidas possuem um forte Market Share local em categorias múltiplas. O gráfico abaixo demonstra o *Market Share* estimado, de acordo com um estudo conduzido pela AC Nielsen.

Market Share da Sadia & Perdigão em suas Linhas de Produtos



A BRF exporta para mais de 100 países do mundo, com presença em todos os continentes com exceção da Oceania. A BRF possui uma linha de marcas estabelecida e reconhecida ao redor do mundo:



Má interpretação do Mercado

O time da Guepardo Investimentos acompanha com análise profunda a Sadia há 35 anos, e por consequência o seu “ex” principal competidor Perdigão. Nós acreditamos que BRF está extremamente subavaliada, de acordo com seu preço atual.

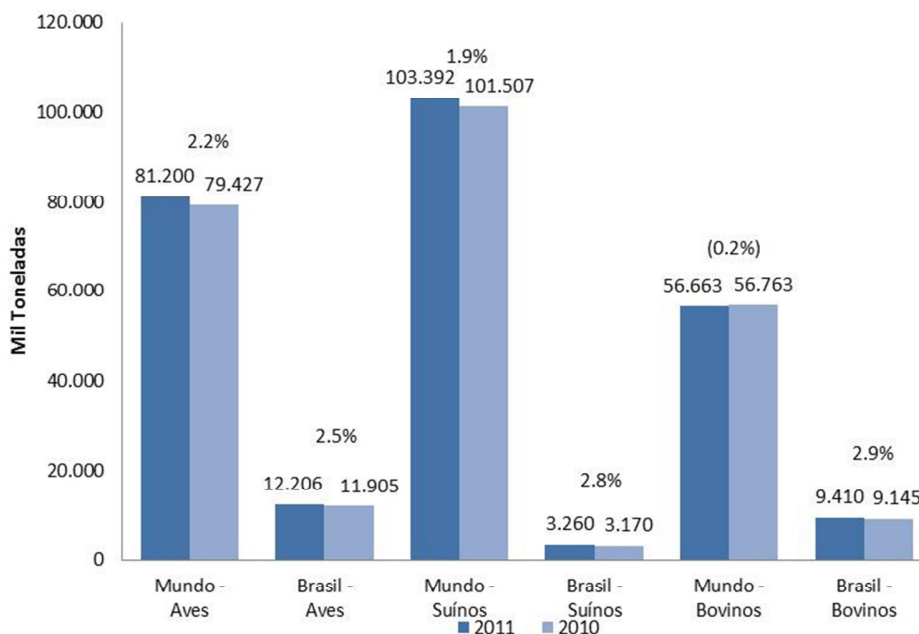
Listamos abaixo os principais pontos que fizeram com que a Brasil Foods se tornasse atraente pra nós.

1. O frango é a fonte de proteína com o custo de conversão (grãos/água em kg de proteína) vencedor no longo prazo e o Brasil é o país com o menor custo de produção.

Nós acreditamos que o frango será o vencedor na relação custo de conversão, em comparação ao custo do porco e também do boi. Para cada 2 kgs de alimento para o frango (milho, soja e etc.), o resultado final é de 1 kg de carne de frango (conversão de 2 para 1). Essa relação do porco é de 4-6 kgs de alimento para 1 kg de carne e para o boi gordo essa relação é de 8 para 1.

Adicionalmente, o Brasil possui uma vantagem competitiva em relação ao custo de alimento (~70%) e custo de mão de obra e outros (~30%). O custo de produção de milho e da soja no Brasil mantem-se como um dos menores do mundo, sendo que o custo de mão de obra é o segundo menor (perdendo apenas para a Argentina na América do Sul), porém com um *turnover* significativamente inferior, o que resulta num custo final de mão de obra inferior.

Com um melhor custo de conversão e também sendo considerado mais saudável que carne de boi e de porco, nós esperamos um crescimento contínuo no consumo de frango, tornando-se o líder como fonte de proteína no mundo. Brasil Foods é atualmente o maior exportador de frango do mundo, sendo que a Empresa e o Brasil como um todo continuam não só a ganhar *Market Share* no segmento de carnes de aves, como também continuam a crescer em *Market Share* no consumo de carne bovina e suína.

Expectativa de Produção de Carne % Variação 2010-2011:**Aumento de produção brasileira em todos os segmentos****2. As diferenças entre as estimativas de sinergia do Mercado e da Guepardo Investimentos.**

Acreditamos que o mercado está subavaliando a magnitude de sinergia da fusão da Sadia e da Perdigão, em especial a sinergia na precificação dos produtos. Ao longo do tempo as duas empresas se engajaram em uma competição de preço acirrada nas gôndolas dos supermercados, sendo que atuando como uma empresa única, isso permitirá um aumento de receitas baseada em aumento de preço acima da inflação. Nossas expectativas são de um aumento de 10% acima da inflação no próximo ano e de 20% de aumento nos próximos 2-3 anos. Um exemplo disso seria apenas com o término das promoções nos supermercados, que acontecia antigamente para a manutenção de *Market Share* das empresas a receita já aumentaria bastante.

3. Nossas considerações ao evento Brasil Foods e CADE.

Um fator importante na análise da empresa são as decisões finais do CADE em relação à empresa e o que será decidido. Durante a segunda semana de junho, o relator do caso votou para rejeitar, a fusão das empresas (um dos cinco membros aptos a votar). Isso ocasionou um enorme movimento de venda das ações da empresa, fazendo com que o preço da mesma caísse de 27,60 para 23,83 em quatro dias (13,66% de queda). Os outros membros votantes pediram para analisar melhor todos os documentos, adiando a decisão final para outra semana. Essa decisão foi novamente adiada para o dia 13 de julho, sendo que a data limite para o CADE decidir em relação à fusão é até o dia 28 de julho (limite de 60 dias), sendo que caso ultrapasse essa data, a decisão é automaticamente em favor da empresa, sendo a fusão aprovada sem restrições (consideramos isso improvável). Esse período entre a primeira

votação (em 8 de junho) e a próxima votação (em 13 de julho) permitiu que Brasil Foods iniciasse uma negociação com os membros do CADE, este é o cenário mais provável de acontecer no nosso modo de ver. Pelo que lemos na imprensa e o que a companhia divulgou para o mercado, a empresa apresentou uma série de propostas ao CADE, incluindo a venda de alguns ativos, a venda algumas marcas e também o encerramento de algumas marcas para viabilizar a fusão e fugir de uma briga na justiça que não seria boa para nenhuma das partes.

No longo prazo, vemos a Brasil Foods nos moldes da “Ambev” do mercado de aves e suínos, tornando-se líder mundial no segmento. No nosso modelo pessimista e mais improvável de acontecer, onde o CADE rejeitaria a fusão e obrigaria a venda imediata de uma das marcas principais (Perdigão ou Sadia), a companhia entraria com uma liminar, para tentar buscar na justiça a permissão pela fusão, sendo que nesse período, em nosso modo de ver de 8 a 10 anos de briga/discussão, 90% das sinergias mencionadas acima seriam captadas. Mesmo nesse cenário pessimista, vemos um valor muito descontado entre o valor justo da empresa e o que mercado está precificando, nos deixando confortáveis em relação a esse ativo.

OHL

O trimestre foi marcado pelas discussões sobre a mudança no indexador de inflação nas concessões estaduais. Hoje, essas são reajustadas pelo IGP-M e há a vontade do governo paulista, por meio da Artesp, de alterar o índice de reajuste para IPCA.

Entendemos que, do ponto de vista político, o governo paulista tem grande intenção de conseguir essa alteração, já que foi uma das promessas da campanha do Governador Geraldo Alckimin. No entanto, esta mudança causará um prejuízo às concessionárias, pois o IGP-M desde o início do Plano Real vem sendo superior ao IPCA. Este prejuízo deverá ser rebalanceado nos contratos com o aumento do prazo das concessões e também caso haja a necessidade de maiores investimentos o governo também terá que negociar um maior prazo para as concessionárias.

Paralelamente, a empresa anunciou que tomou um novo empréstimo no BNDES para a Litoral Sul, no volume de R\$ 810 milhões, a taxas bem atrativas (TJLP + 2,32% a.a.).

Itaú

Durante o primeiro semestre de 2011 não foi possível sentir nos bancos brasileiros grandes efeitos das medidas macro prudenciais tomadas pelo Banco Central Brasileiro.

Inclusive o Itaú apresentou bons resultados no primeiro trimestre do ano, com destaque para a carteira de crédito que cresceu 2,9% tri contra tri, ligeiramente acima do crescimento do mercado, de 2,7% tri contra tri.

Além disso, apesar de termos visto alguma preocupação com relação à inadimplência, segundo o Itaú a mesma segue controlada. Só é possível notar um pequeno aumento da inadimplência nos

empréstimos para pessoas físicas de baixa renda e mesmo assim apenas naqueles destinados à compra de bens duráveis e operações de cartão de crédito.

Seguimos confiante no case e otimistas para os próximos anos, pois todo o esforço que o Banco tem feito para melhorar sua eficiência operacional deve começar a mostrar resultados já relevantes a partir de 2012. Esperamos também um grande ganho de sinergias resultantes da fusão, para dar um exemplo, a partir do final de 2011, todo o sistema de TI do Unibanco será desligado e apenas com esta medida será possível gerar uma economia de 500 milhões de reais por ano.

Bematech

Os resultados de Bematech referentes ao 1T11 não foram animadores e provavelmente o segundo e o terceiro trimestre serão ruins.

A receita líquida da Companhia atingiu R\$ 70,7 milhões no 1T11, queda de 14,4% e 13,4% em relação ao 1T10 e 4T10, respectivamente. Os principais fatores que afetaram os resultados foram (i) queda na receita do segmento de hardware devido a maior competição no setor e conseqüente queda nos preços; e (ii) queda na receita do segmento de serviços devido à revisão do contrato de prestação de serviço com o principal cliente que resultou na queda da receita.

O destaque positivo do trimestre foi crescimento na venda de licenças de software, que atingiram o recorde de 2.893 licenças vendidas, crescimento de 14,3% e 6,4% em relação ao 1T10 e 4T10, respectivamente.

No fim de abril a Bematech anunciou a substituição de seu diretor presidente, nomeando o Sr. Cleber Moraes para o cargo. Gostamos e apoiamos a indicação do Cleber e acreditamos que ele contribuirá para este novo ciclo de crescimento da Bematech. Esperamos uma mudança mais brusca nos resultados da empresa apenas para o quarto trimestre deste ano.

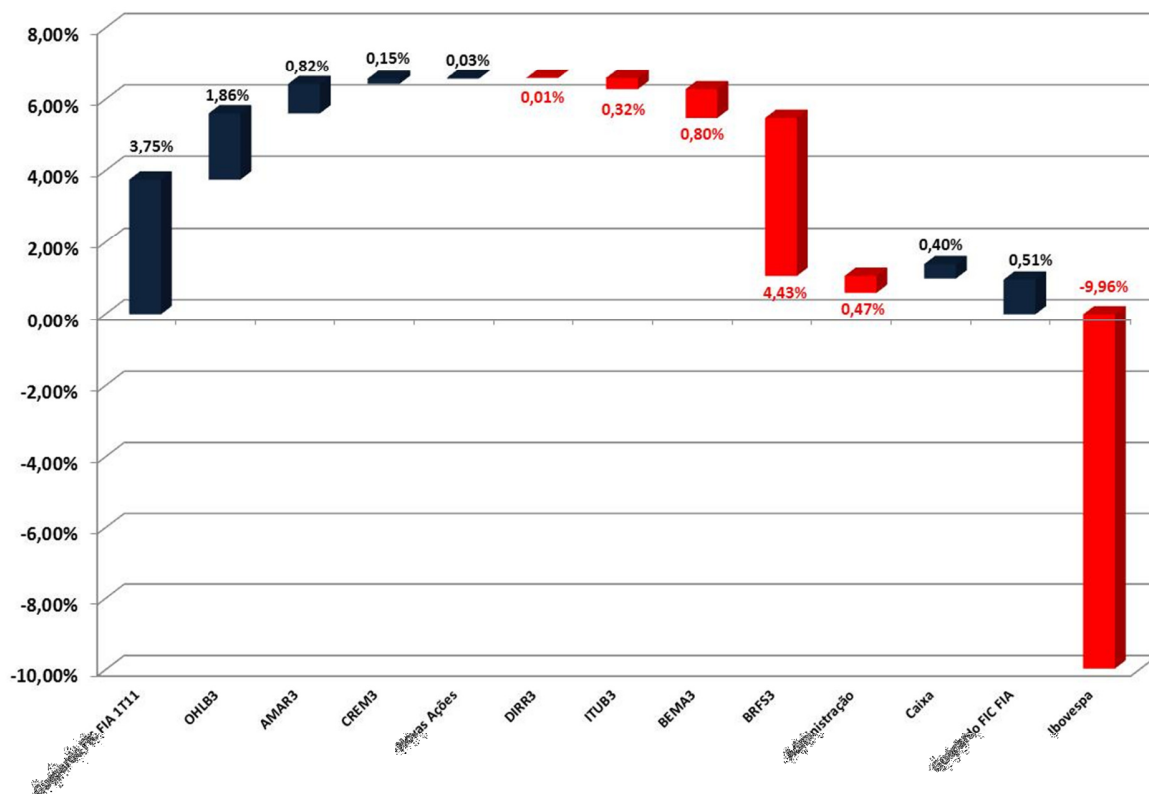
Cremer

A Cremer divulgou seus resultados do primeiro trimestre em maio de 2011 e começamos a ver uma melhora nos resultados, como antecipado por nós em cartas anteriores.

Destaques positivos do trimestre foram (i) retomada do segmento hospitalar com crescimentos de 26% e 45% versus 1T10 e 4T10, respectivamente; (ii) lançamento da “onda laranja” visando a criação de uma nova identidade visual para os produtos da companhia; e (iii) aumento da margem bruta, resultado de uma melhor política comercial de repasse do aumento de preços de matéria prima, principalmente o algodão.

O ponto negativo do resultado foi o aumento do ciclo de caixa em aproximadamente 10 dias, fruto do aumento dos níveis de estoques, principalmente algodão.

Abaixo, segue um gráfico de atribuição de rentabilidade do segundo trimestre de 2011 e o fechamento do semestre:



Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.

