

GUEPARDO

— INVESTIMENTOS

Prezado Investidor,

Esta carta abordará todos os nossos *cases* de investimento, com maior ênfase em uma nova posição montada, a Restoque Comércio e Confecções de Roupas S.A., sobre a qual sentimos muito conforto devido ao elevado grau de conhecimento que possuímos sobre a companhia. Fundada em 1982, é uma das principais empresas brasileiras varejistas do setor de vestuário e acessórios de moda feminina de alto padrão e proprietária das marcas Le Lis Blanc, Bobô e John John Denim, além da Noir, marca voltada ao público masculino, cuja primeira loja será inaugurada em fevereiro de 2012.

Filosofia

A filosofia da Guepardo Investimentos sempre foi, de fato, a de investir em longo prazo em excelentes negócios descontados do valor intrínseco. Acreditamos ainda que a maior parte de nossos ativos é resiliente a pioras na economia mundial, estando mais expostos à dinâmica do mercado interno. Essa postura vem possibilitando, ao longo dos últimos dois anos, a geração de um forte alfa quando nos comparamos ao mercado acionário brasileiro: enquanto o Índice Bovespa sofreu desvalorização de 14,94%, o Fundo Guepardo FIC FIA obteve rentabilidade positiva de 40,10% no período.

No nebuloso ambiente macroeconômico atual, nossa análise quantitativa tem indicado que nossos ativos estão sendo negociados extremamente descontados de seus valores intrínsecos. Portanto, para nós, esse é um período de inúmeras oportunidades, inclusive em ativos conhecidos e de altíssima liquidez.

Em tempos de liquidação, os consumidores saem às compras para adquirir produtos com descontos significativos; esse é um comportamento racional e intuitivo do ser humano. No entanto, por que a maioria dos investidores se comporta de maneira inversa quando as ações das empresas que possuem estão em “liquidação” de 50% de desconto ou até mais, e vendem suas posições? Pode-se dizer que se trata de um comportamento puramente emocional e irracional, explicado pela falta de convicção e de conforto de muitos investidores em seus investimentos.

A profunda análise qualitativa nos traz o conforto de que o modelo de negócio de nossas empresas é sustentável e vencedor no longo prazo. Além disso, nossa análise quantitativa indica que a Taxa Interna de Retorno dos nossos investimentos (pela cotação atual do ativo) está muito superior a de uma aplicação de renda fixa. Assim, nosso Comitê de Investimentos deliberou investir o caixa, que passou de 13,04% no final do 2º Trimestre 2011 para 1,83% no final do terceiro trimestre.

A tabela a seguir, mostra o resultado do Fundo Guepardo FIC FIA versus o Ibovespa em diferentes períodos (data base de 30/09/2011):

Rentabilidade	3º Trimestre	Ano de 2011	12 meses	24 meses
Guepardo FIC FIA	+0,31%	+0,82%	+8,62%	+40,10%
Ibovespa	-16,15%	-24,50%	-24,64%	-14,94%

Tese de Investimento: Restoque Comércio e Confecções de Roupas S.A. (LLIS3)

Overview

A Restoque, uma das principais varejistas brasileiras do setor de vestuário de moda feminina de alto padrão, foi fundada há quase 30 anos por Waltraut Guida e Rahyja Afrange. Possui atualmente as marcas Le Lis Blanc e Bobô, ambas focadas em moda feminina, além de duas novas marcas: a *John John*, adquirida em julho deste ano, que desenvolve *jeans Premium*, e a *Noir*, que deverá ser inaugurada em fevereiro de 2012 voltada exclusivamente à moda masculina.

O time de gestão é composto por uma excelente combinação de profissionais - pessoas chaves do time fundador, especialistas da indústria e profissionais de sucesso na área financeira com experiência em *private equity*.

Suas marcas estão posicionadas como seguidoras ao invés de criadoras de tendências – as coleções seguem tendências já testadas e aprovadas no mercado da moda. A empresa consegue fazer isso de forma rápida e assim acompanhar a agilidade deste mercado – em aproximadamente 45 dias consegue identificar uma nova tendência e disponibilizá-la para os clientes minimizando o risco do produto não agradar os consumidores.

A Le Lis Blanc é a marca principal da companhia e possui 65 lojas pelo Brasil. O perfil de seu consumidor é a mulher brasileira de 15 a 55 anos de idade, da classe B à classe AA. Para a classe B a Le Lis é uma marca aspiracional e suas peças são consideradas de destaque em seu guarda roupas. Diferente para a classe AA, que busca na Le Lis Blanc peças mais básicas para utilizar no dia a dia ou combinando com peças de *designers* mais renomados (exemplo da Bobô).

A marca Bobô tem hoje 18 lojas espalhadas pelo Brasil. Ela é uma marca de teor mais forte de tendência de moda, tendo assim ticket médio mais alto, e sua consumidora é mais jovem, com poder aquisitivo mais alto (classes AA e AAA).

Abaixo está um diagrama com a posição das marcas da Restoque perante seus pares no mercado brasileiro e global.



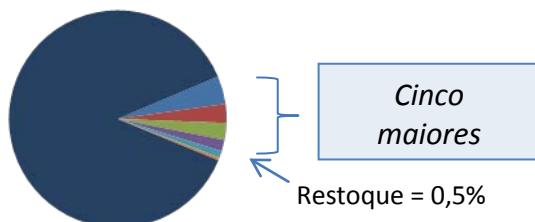
Fonte: Guepardo Investimentos, Arquivos das Empresas.

A indústria brasileira de varejo vestuário: Fragmentada e Informal

Em 2010, o setor de varejo vestuário teve receitas de aproximadamente R\$130 bilhões. Os cinco maiores players (C&A, Renner, Riachuelo, Pernambucanas e Marisa) representam apenas 16% deste mercado. Há também grande informalidade no setor. Isso mostra que há um bom espaço para consolidação.

O mercado de alta renda no Brasil pode ser considerado ainda mais fragmentado. Elevadas barreiras à importação juntamente com a burocracia dificultam que marcas internacionais de luxo se estabeleçam com escala no Brasil - os impostos são altos e a logística é difícil. Entre as marcas nacionais, pouquíssimas conseguiram no segmento AB a participação que a Restoque tem atualmente. Em muitos casos as lojas Le Lis Blanc entram nos shoppings de classe AB como “âncoras”, ou seja, atraindo fluxo de consumidores aos shoppings, de forma que todo o investimento é pago pelos shoppings. Nossas observações mostram que devido à força e reputação do grupo, isso tem acontecido também com as novas marcas do grupo em algumas ocasiões.

Fragmentação do Mercado Brasileiro de Vestuário

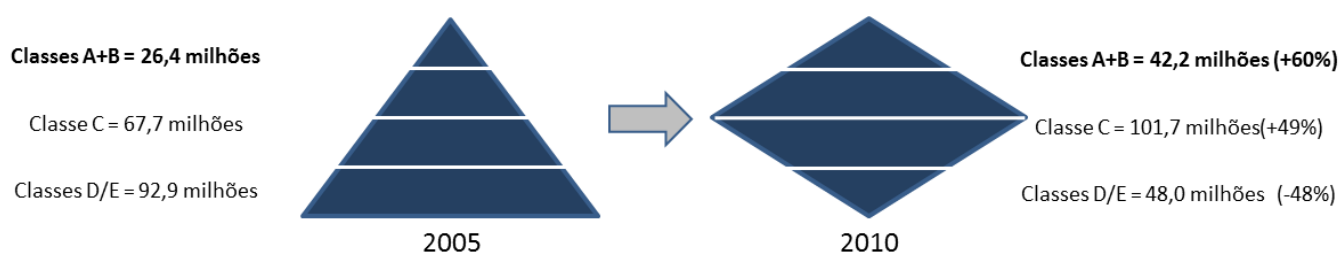


Fonte: Guepardo Investimentos, Arquivos das Empresas.

Perfil do Consumidor: Crescimento das Classes A e B

Nos últimos cinco anos houve um importante movimento de aumento de renda no Brasil. Aproximadamente 16 milhões de pessoas migraram da classe C para a classe AB. Em termos percentuais este segmento teve o maior crescimento, +60%. Para a Restoque, que já possui marcas fortes neste segmento, tal fenômeno foi extremamente favorável, aumentando muito a base de potenciais consumidores das marcas.

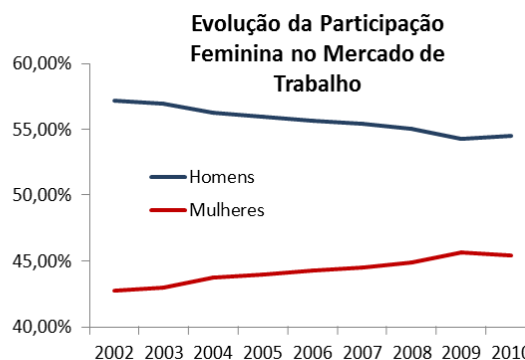
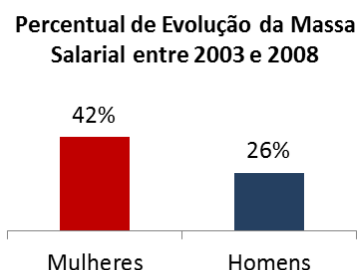
Movimento das Classes Sociais: 2005 a 2010



Fonte: IBGE, Arquivos das Empresas e Guepardo Investimentos.

Outro aspecto importante foi o aumento no poder aquisitivo da mulher. Com maior participação no mercado de trabalho e melhores salários, as mulheres têm cada vez mais recursos e poder de decisão, podendo assim aumentar seu consumo de vestuário.

Evolução Feminina no Mercado de Trabalho

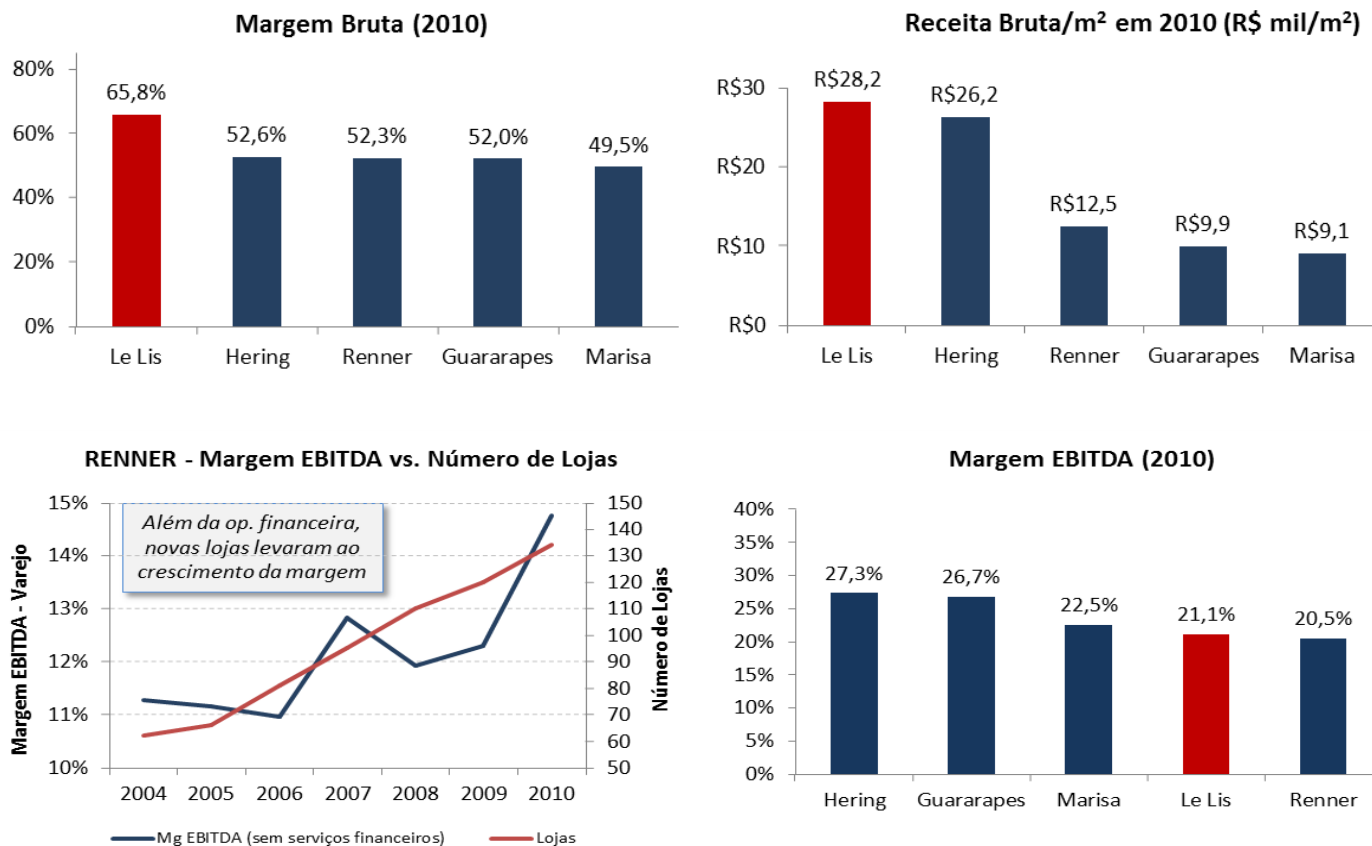


Fontes: Arquivos da Renner, IBGE e Guepardo Investimentos.

Rentabilidade

A Restoque possui o maior faturamento por metro quadrado e a maior margem bruta da indústria. Apesar disso, a margem *EBITDA* está abaixo dos principais comparáveis. Isso em grande parte é explicado pela ausência de operações financeiras com clientes. Porém, a escala também é um componente importante. O gráfico abaixo mostra que a Lojas Renner expandiu sua margem (excluindo

operações financeiras) em aproximadamente 4% no momento em que cresceu seu número de lojas em pouco mais de 100%. Esperamos que, ao crescer sua base de lojas, a Restoque se beneficie da diluição de despesas fixas (que representam hoje aproximadamente 50% das despesas totais).



Fontes: Guepardo Research e Arquivos das Empresas.

Potencial de expansão

Os aspectos citados anteriormente – marcas aspiracionais, pulverização do mercado, poder de barganha com os shoppings centers e crescimento forte do mercado alvo garantem forte potencial para sua expansão. Além disso, o excelente retorno das lojas (a TIR média de uma loja Le Lis Blanc é de aproximadamente 36%) trás um bom nível de conforto.

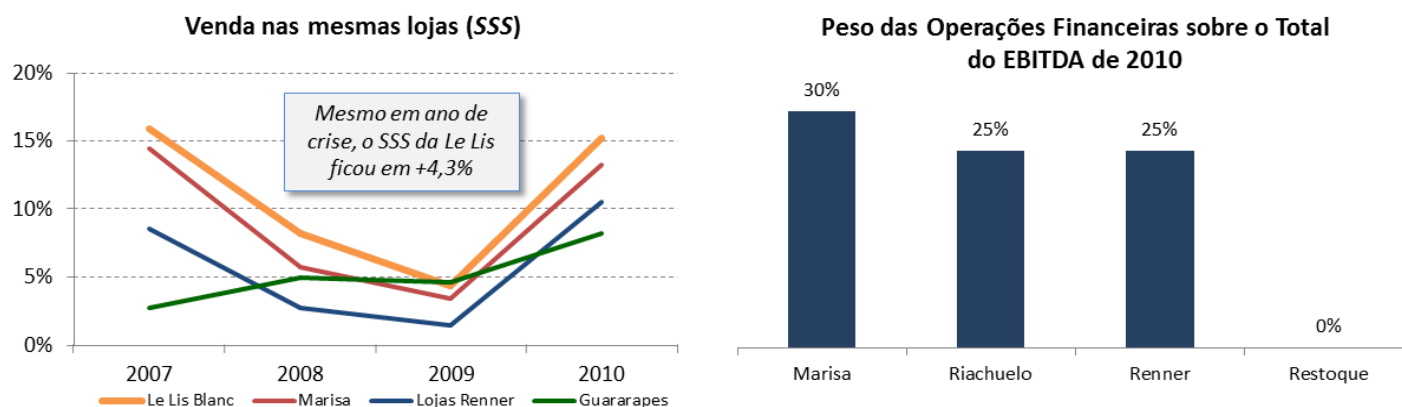
Com isso, a Restoque tem planos de expandir agressivamente sua área de vendas. Pretende também se aproveitar da experiência do time de gestão e da força do grupo para consolidar e expandir sua recente aquisição, *John John*, e sua nova marca *Noir*.

Riscos

A exposição ao segmento de semiduráveis e ao público alvo de alto poder aquisitivo garantem resiliência aos resultados. O gráfico a seguir mostra que mesmo sofrendo os efeitos da crise em 2009, a variação nas vendas “mesmas lojas” fechou o ano positiva em 4,3%.

A característica de ser seguidora de tendências já aprovadas e não criadora de tendências, reduz substancialmente a probabilidade de má aceitação das coleções e necessidade de grandes liquidações.

O fato de a Restoque não oferecer financiamento direto aos seus consumidores também é um mitigador de risco, uma vez que a exposição à inadimplência é baixíssima (apenas nas vendas em cheque que são muito pouco representativas, já que nas operações no cartão – parceladas em até 3 vezes, o risco é sempre do banco emissor).



Fontes: Guepardo Research e Arquivos das Empresas.

A execução de um plano de expansão ousado naturalmente trás incertezas. Porém, todas as lojas a serem abertas em 2011 e em 2012 já possuem contrato assinado com os proprietários dos pontos. Além disso, a Restoque trabalha simultaneamente com uma ampla gama de potenciais novas lojas, para que possa gerenciar essas aberturas ao longo do tempo de forma a conseguir cumprir o número de aberturas planejado.

Conclusão

Temos bastante confiança em relação à qualidade do negócio da empresa, oportunidade do mercado, força das marcas existentes e a capacidade do time em consolidar novas marcas e executar o plano de crescimento.

Portanto, acreditamos que há um grande potencial na expansão do número de lojas. Para avaliar quantitativamente o investimento, realizamos diferentes cenários de abertura de lojas.

Conservadoramente, não consideramos nenhum crescimento de margens ou de vendas em termos reais.

Para visualizar a excelente oportunidade de investimento podemos de maneira prática dividir o resultado desta análise em duas partes:

Primeira parte: As marcas Le Lis Blanc e Bobô, que já possuem uma estabilidade e reconhecimento por parte do público consumidor feminino;

Segunda parte: Marcas emergentes como a *John John* e a *Noir*, onde a companhia investe para transformá-las em negócios com alto retorno como as marcas já reconhecidas;

No nosso modelo, a avaliação das lojas existentes (da Le Lis Blanc e Bobô) mais as que serão abertas até o final de 2011, correspondem ao preço de mercado atual da Companhia. Portanto, o crescimento de lojas a partir do começo de 2012, somado a esta segunda parte (duas marcas emergentes), estão precificados a zero pelo mercado, no nosso entendimento. Isso significa que estaríamos levando todo este potencial “de graça”. Além do “brinde” de um novo negócio de cosméticos que deverá ser testado já no primeiro trimestre de 2012 e que muito provavelmente irá operar com margens mais elevadas que a parte de vestuário e que possui um alto potencial de crescimento no mercado brasileiro.

Segue abaixo, informações dos demais investimentos em ordem de relevância:

Brasil Foods

Permanece sendo nosso principal investimento e ao longo do 3º trimestre de 2011, tivemos os seguintes destaques: aprovação da fusão pelo CADE em julho; divulgação dos resultados do 2º trimestre com performance operacional muito positiva; lucro por ação recorde, margem de geração de caixa bruta de um segundo trimestre recorde; contínua captura de sinergias após fusão. A empresa também anunciou um novo investimento (US\$ 120 milhões) estratégico no Oriente Médio para produção de 80 mil toneladas de produtos empanados, hambúrgueres, pizzas, industrializados e marinados.

Banco Itaú / Itaúsa

As ações do Banco caíram aproximadamente 19% no terceiro trimestre após o resultado do segundo trimestre abaixo das estimativas e também a uma expectativa de deterioração no cenário mundial para o setor. Acreditamos na solidez do sistema financeiro nacional e no caso do Itaú em uma retomada de rentabilidade a ser divulgada já no resultado do 3º trimestre, bem como um intenso programa de corte de custos. Grande parte da captura de sinergias com a fusão com o Unibanco deve acontecer a partir

de 2012. Vemos o Banco negociando a 7x o lucro de 2012 e aproveitamos a turbulência para aumentar nosso investimento juntamente com os controladores que estão fazendo um agressivo programa de recompra de ações.

OHL Brasil

Após muito se falar a respeito da mudança do indexador de inflação para o reajuste das concessões estaduais, nada foi modificado. A Companhia, como faz todo início de julho, reajustou a tarifa de suas concessões estaduais normalmente pelo índice IGP-M.

Em 21 de setembro foi assinado o aviso de publicação do edital do leilão de concessão da BR-101, no trecho entre as divisas dos estados do Rio de Janeiro/Espírito Santo e Espírito Santo/Bahia, trecho este com extensão de 475,8 quilômetros. O leilão está marcado para 17 de novembro e acreditamos que será uma disputa acirrada, pois este é um trecho importante que liga a região sudeste à nordeste.

Há também uma grande expectativa em torno da publicação dos editais dos leilões de concessão dos aeroportos de Guarulhos, Viracopos e Brasília com expectativa de ocorrerem ainda este ano, em 22 de dezembro.

Cremer

A Cremer anunciou em 3 de agosto a aquisição dos ativos operacionais da Topz Industria e Comércio de Cosméticos Ltda, que possui como marcas principais Topz, Salvelox, Salveped, entre outras, e com faturamento bruto de aproximadamente R\$70 milhões nos últimos doze meses terminados em 30 de junho de 2011. É importante mencionar que esta aquisição aumenta o portfólio de produtos da Cremer dentro de sua estratégia de expandir-se no varejo, principalmente no canal alimentar.

Ainda em agosto, foi aprovada em Assembléia Geral Extraordinária a incorporação da P Simon pela Cremer.

Continuamos otimistas com os fundamentos da Companhia e acreditamos que as recentes aquisições e seu plano de expansão orgânico adicionarão um grande valor à Companhia.

Tegma

No mês de julho, foi aprovada a aquisição de 80% do capital da Direct Express Logística Integrada S.A. anunciada em março de 2011. Esta aquisição dará a Tegma a entrada no segmento de logística para e-commerce que vem crescendo a taxas de 30% ao ano. Vale lembrar que a Direct é vice-líder neste segmento, atrás somente dos Correios e tem como principais clientes Submarino, Samsung e Walmart.

Fleury

Durante o terceiro trimestre o Fleury finalizou a aquisição do Labs D'Or. Com isto a empresa se torna líder em Diagnósticos por Imagem no Rio de Janeiro e em Operações Diagnósticas em Hospitais.

Além de economias e benefício fiscal, há inúmeras sinergias de receita como disponibilização de exames de análises clínicas de alta complexidade nas unidades Labs D'Or, incremento do portfólio de exames nos hospitais e a exposição ao plano de expansão de leitos nos hospitais da Rede.

Seguimos otimistas com o case e estamos verificando a capacidade de execução da empresa para entregar seu plano de expansão para que nos conforte num possível aumento de posição.

Bematech

O terceiro trimestre foi o primeiro trimestre integral sob a responsabilidade do novo presidente Cleber Pereira de Moraes. Acreditamos que os resultados provenientes do processo de reestruturação iniciado neste período surtirão efeitos significativos a partir de 2012. Estamos trabalhando intensamente através da nossa posição no conselho de administração para ajudar toda diretoria a executar esta reestruturação.

Cyrela Commercial Properties

O Investimento em CCP foi aprovado pelo nosso comitê de investimento no mês de julho de 2011. Durante o período de Julho até Setembro de 2011 as ações tiveram excelente desempenho nos dando um retorno de aproximadamente 18% em um período de queda da Bovespa, mas infelizmente, pela falta de liquidez, não conseguimos alocar mais do que 2% do nosso Patrimônio. Optamos por desinvestir com este ganho e alocar estes recursos e esta energia do nosso time em outra companhia do nosso portfólio que possui neste momento uma melhor relação risco retorno.

Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos

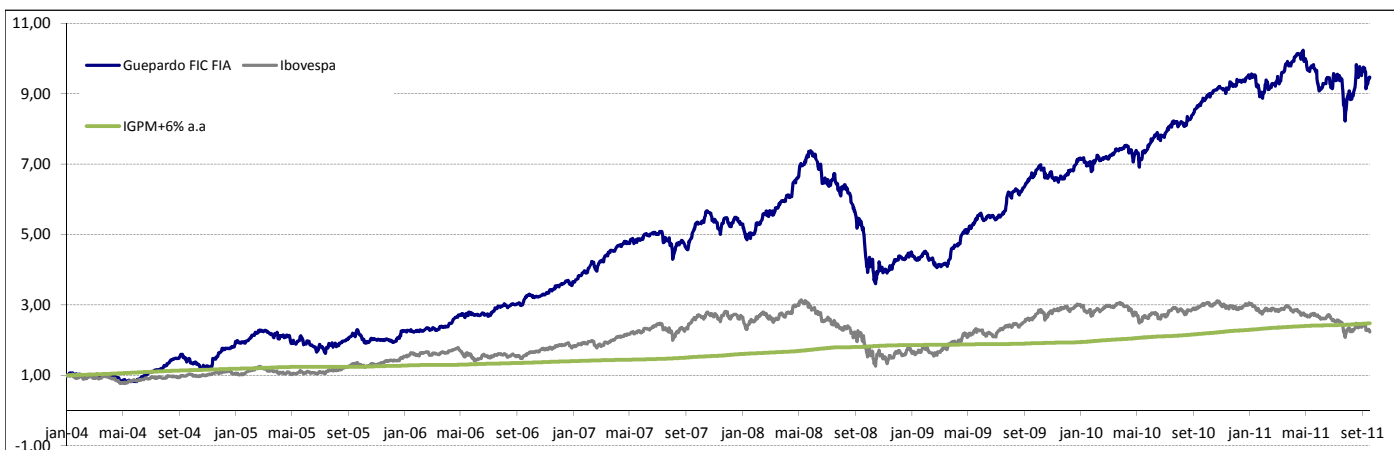
GUEPARDO
INVESTIMENTOS

Características - Guepardo FIC FIA

Setembro 2011

O objetivo do FUNDO é 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. O FUNDO tem como público alvo exclusivamente investidores qualificados.

Categoria ANBIMA:	Ações Livre com alavancagem	Administrador:	Credit Suisse Hedging-Griffo Corretora de Valores S/A
Gestor:	Guepardo Investimentos LTDA	Custodiante:	Itaú S/A
Contato:	(11) 3103-9200	Auditor:	Price WaterhouseCoopers Auditores Independentes
Website:	www.guepardoinvest.com.br	Data de início do fundo:	14/01/2004
Ticker Bloomberg:	GUEPARD BZ	PL Médio 12 Meses:	R\$ 192.644.857,95
Benchmark:	IGPM+6% a.a.	Patrimônio Líquido:	R\$ 180.455.278,68



Taxa de administração:	1,95% a.a.*
Taxa de performance:	20% do que exceder o Benchmark
Apuração da cota:	Fechamento
Saldo Mínimo:	R\$ 50.000,00
Aplicação Inicial:	R\$ 50.000,00
Movimentações adicionais:	R\$ 10.000,00
Cálculo de IR:	Fundo de RV (15% no resgate)

	Fundo	Ibov
Rentabilidade dos últimos em 12 meses	8,6%	-24,6%
Núm. de meses negativos	30	41
Núm. de meses positivos	63	52
Núm. de meses abaixo de 100% do IBOV	42	
Núm. de meses acima de 100% do IBOV	51	
Maior Rentabilidade Mensal	26,2%	15,7%
Menor Rentabilidade Mensal	-25,6%	-24,8%
Maior Sequência de Perdas	8 dias	-24,4%

Aplicações:

As aplicações liquidam em D-0 e cotizam em D+1

Resgates:

Para resgates com a isenção de 10% de taxa de saída, o quotista deverá programar previamente o pedido de resgate, com antecedência igual ou superior a 30 dias. Passado o prazo de espera, a cotização ocorre em D+1 e a liquidação em D+4.

Rentabilidade Mensal**

	Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	IBOV	Acum. Fdo.	Acum. IBOV
2004	-1,04%	0,87%	1,06%	-6,78%	-9,94%	17,93%	14,94%	26,17%	-5,06%	-13,87%	25,07%	19,15%	76,49%	11,83%	76,49%	11,83%
2005	10,45%	13,70%	-2,52%	-3,88%	-4,11%	-8,53%	-1,47%	9,45%	11,65%	-9,34%	0,23%	4,08%	17,51%	27,06%	107,39%	42,09%
2006	8,36%	0,99%	4,31%	9,16%	4,85%	2,10%	5,18%	2,55%	5,70%	2,51%	6,57%	6,66%	77,22%	33,73%	267,55%	90,02%
2007	5,15%	5,75%	10,02%	5,20%	2,03%	4,00%	-2,03%	-2,95%	6,04%	11,68%	-5,98%	3,40%	49,46%	43,68%	449,35%	173,03%
2008	-10,93%	13,78%	3,78%	6,92%	15,95%	-2,30%	-3,84%	-8,14%	-15,89%	-25,57%	5,25%	6,27%	-21,21%	-41,25%	332,86%	60,42%
2009	-0,62%	0,76%	-5,43%	21,13%	7,50%	3,46%	1,34%	11,49%	8,30%	-1,57%	-0,88%	5,39%	60,49%	82,66%	594,70%	193,01%
2010	0,19%	2,13%	4,36%	-0,22%	-0,20%	4,55%	5,96%	0,83%	5,59%	4,43%	0,81%	2,34%	35,15%	1,04%	838,91%	196,07%
2011	-2,25%	0,19%	5,95%	4,12%	-3,14%	-3,95%	0,17%	0,92%	-0,77%				0,82%	-24,50%	846,62%	123,53%

* Este fundo compra o Guepardo Master FIA que cobra 0,05% a.a. de taxa de administração.

** Desde 14 de Janeiro de 2004 / Rentabilidades líquidas de taxas e bruta de impostos.

* 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 afetar qualquer decisão de investimeto. 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.