

**Juros baixos pelo mundo, preços justos por aqui...**

Os juros estão baixos por todo o mundo, tornando cada vez mais difíceis as alternativas de investimento. Aqui no Brasil não é diferente: desde que a inflação arrefeceu no último trimestre de 2011, vimos nossos juros caírem para um dígito, forçando os investidores a tomarem maior risco para obterem maiores retornos. Com esta migração de recursos pra Renda Variável, a Bovespa, nos últimos 6 meses, valorizou-se 23%, precificando a grande maioria dos ativos próximo ao valor justo. Veem-se, assim, poucas oportunidades de investimento, ou seja, poucos “great businesses” descontados de seu valor intrínseco. Por tais razões, nosso caixa encerrou o 1º trimestre de 2012 no maior patamar da história da Guepardo, por volta de 19%. Não há dúvidas, no entanto, que tão logo surjam oportunidades, investiremos nosso caixa.

O cenário atual é desafiador principalmente para os investidores que necessitem de geração contínua de renda, como aposentados e regimes de previdência. No universo de companhias de capital aberto, um tipo de ativo passa a ser muito atraente neste momento de queda dos juros reais: empresas que possuem fluxo de caixa estável e previsível. A busca por este tipo de ativo está acontecendo e muitos investidores encontram nessas empresas uma nova opção de investimento, que compensa os baixos retornos obtidos nos investimentos com pouca volatilidade, como a Renda Fixa. Acreditamos que esta procura deverá aumentar cada vez mais nos próximos anos, assim como já vem aumentando.

Geralmente, a natureza de negócio deste tipo de empresa é menos suscetível à crise, e com isso há uma maior previsibilidade do fluxo de caixa futuro independentemente de variações na economia. Antecipamos-nos a este movimento de queda de juros reais investindo na OHL Brasil desde janeiro de 2010.

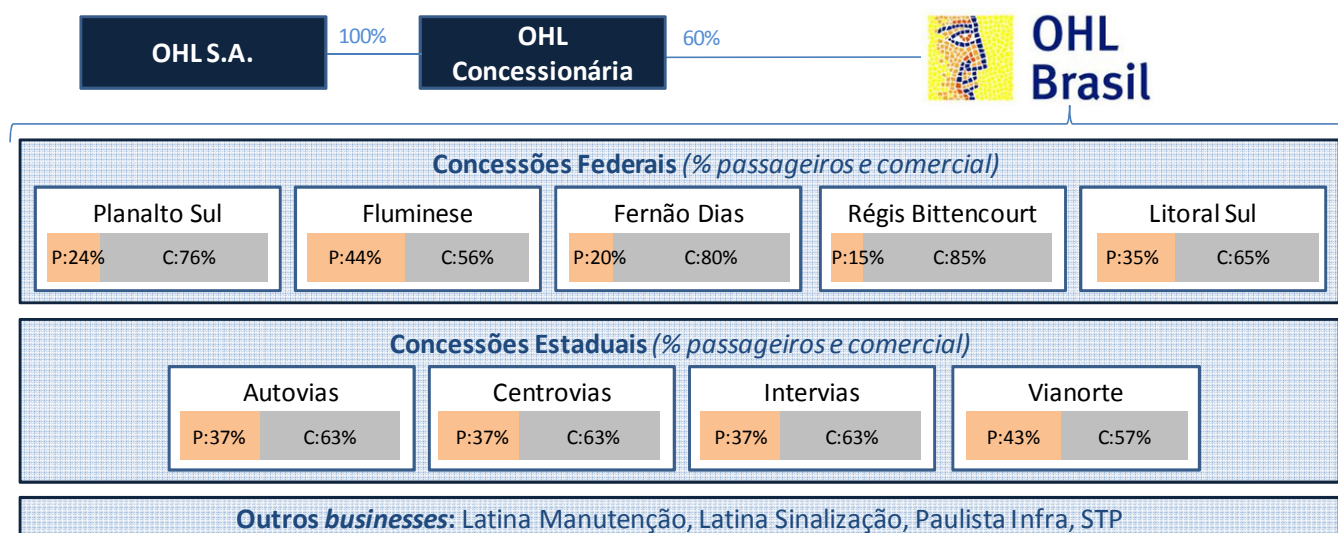
OHL Brasil

Após passar por um período de alta intensidade de investimentos, acreditamos que a companhia terá uma geração de caixa futura suficiente e recorrente para se desalavancar e pagar dividendos nos próximos anos. Isto já foi indicado pela empresa na última teleconferência com os investidores, quando a empresa propôs um aumento do “pay-out” para mais de 50% do lucro líquido já de 2011. Também foi dito, na mesma teleconferência, que a companhia neste momento não vê, no curto e médio prazo, a possibilidade de conseguir

novas concessões com retornos atrativos; isso ocorre devido ao excesso de dinheiro no mercado e aos juros baixos na renda fixa, levando a empresa a aumentar a distribuição de dividendos.

Mesmo após mais de dois anos do início do nosso investimento na companhia, a OHL não apenas apresentou um bom desempenho, como também permaneceu como um dos nossos principais investimentos.

A OHL Brasil S.A. é uma companhia independente que atua no setor de infraestrutura com foco em operação de rodovias, podendo também participar de concessões em portos, ferrovias e aeroportos na América Latina. O Grupo OHL é um operador internacional de construção, concessão e serviços relacionados às operações há mais de 98 anos e presente em mais de 20 países. A OHL Brasil, hoje, apesar de buscar novas alternativas de investimentos em portos e aeroportos, é focada apenas em concessões de rodovias, sejam elas estaduais ou federais. Abaixo, temos a estrutura da companhia e de suas operações:



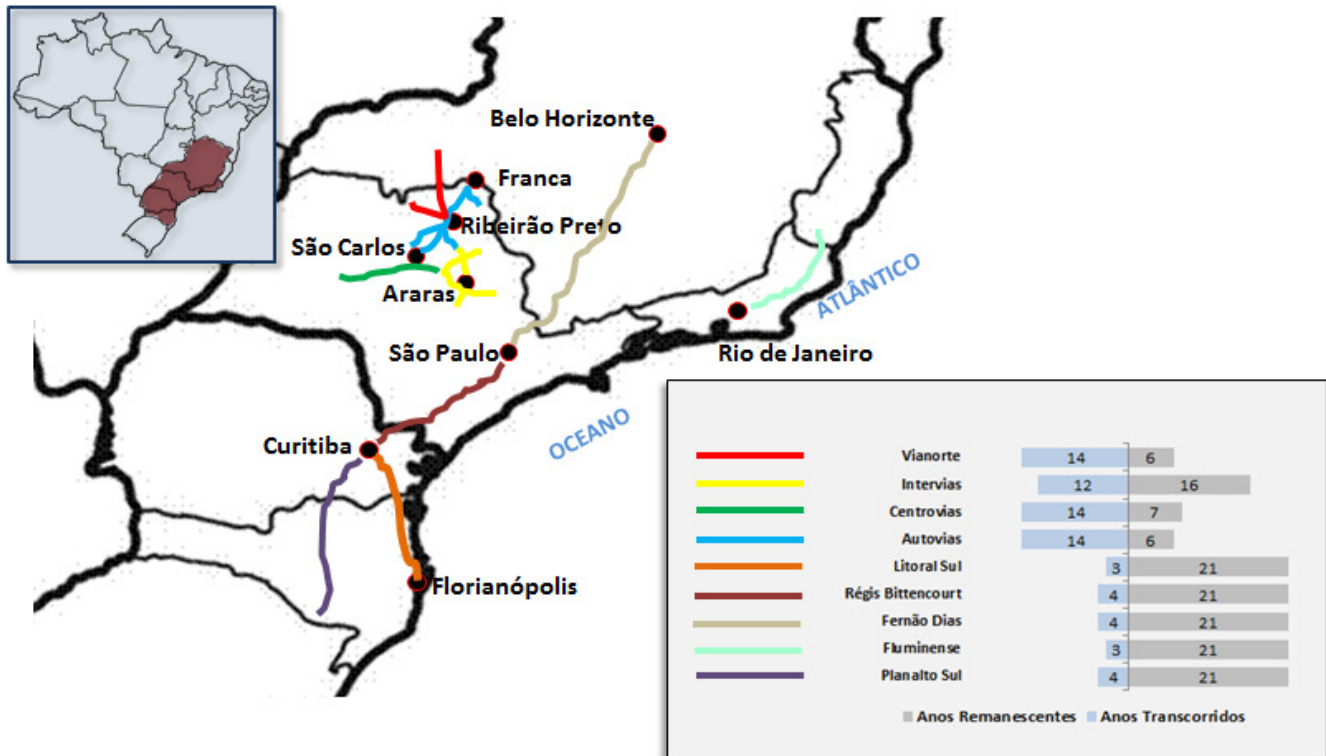
Fonte: Guepardo Research e Arquivos da Empresa.

Enxergamos a OHL Brasil como um ótimo exemplo de oportunidade de investimento que nós procuramos pelos seguintes motivos:

- O negócio de concessão de rodovias é excelente no Brasil, com crescimento estrutural de longo prazo;
- A OHL Brasil tem um excelente time de gestão;
- Tem um posicionamento estratégico bem definido em relação a seus concorrentes em seu segmento de atuação;

- Quando iniciamos nossos investimentos na empresa, o mercado ainda não compreendia o valor da companhia, apesar de vislumbrarmos naquela época o estreitamento significativo da diferença entre o valor de mercado da empresa e do nosso valor intrínseco para a empresa.

A OHL Brasil atualmente opera a concessão de quatro rodovias no estado de São Paulo e cinco concessões federais, como mostradas abaixo:



Fonte: Arquivos da Empresa

A OHL ganhou suas primeiras concessões federais em um leilão em 2007 (ver gráfico) e a Guepardo começou a estudá-la a partir de 2008. Nos impressionamos com seu modelo de negócio e com sua equipe de gestão, mas nos mantivemos atentos à alavancagem e à necessidade de altos investimentos durante todo o período investido. Além disso, o lance no leilão das federais da companhia foi agressivo quando comparado aos de seus competidores. Após a atenção devida e pesquisas profundas, a classificamos como um investimento com grande potencial, que deveria ser acompanhado e monitorado de perto. Para tal, criamos uma série de questões essenciais para a formulação de nossa tese de investimento:

1. Qual seria o total de concessões rodoviárias em 5, 10 e 20 anos?
 - Baseadas em novas concessões rodoviárias?
 - Baseadas no crescimento orgânico do tráfego?

2. Quão forte a posição da OHL seria em termos de ganhos de novas concessões?
3. Quão forte e competente é o time de gestão da OHL?
4. Quais são os potenciais eventos/fatores no futuro que poderiam causar mudanças nas regras das concessões ou mudanças de taxas praticadas?

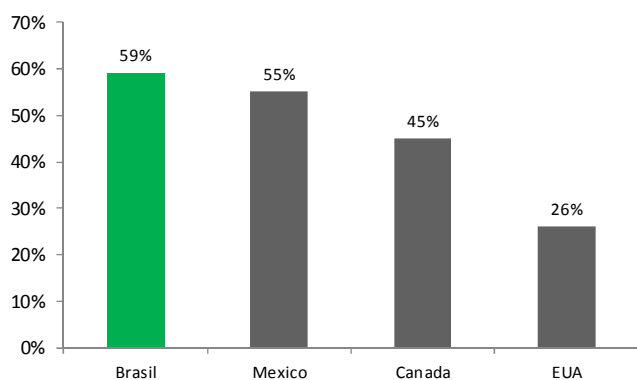
Após uma extensa pesquisa por quase dois anos, alcançamos um nível confortável de convicção e começamos a construir nossa posição no início de 2010.

Infraestrutura dos meios de transporte no Brasil

O maior programa de infraestrutura ferroviária nacional foi estabelecido em meados dos anos 50 sob o Plano de Metas do então Presidente Juscelino Kubitschek. Durante este período, o governo brasileiro realizou pesados investimentos em energia, transporte e bens de capital. Grandes empresas como Petrobrás, Eletrobrás, Embratel e Cia Siderúrgica Nacional foram estabelecidas durante este período de investimento.

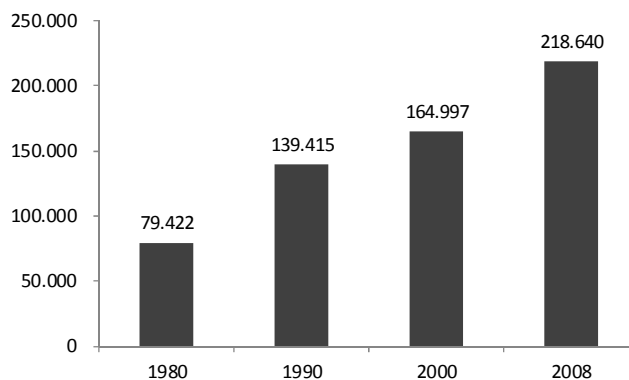
Anteriormente ao Plano de Metas, 40% das rodovias eram utilizadas para o transporte industrial. O transporte rodoviário atualmente conta quase 60% do total transportado por frete. Sem uma malha ferroviária, a confiança em rodovias para movimentações domésticas de bens de capital conservaria ou cresceria sua dominância no futuro¹.

% de rodovias usadas para transporte de frete



Fonte: Documentos Internos, Arquivos da Empresa, IPEA e ANTT.

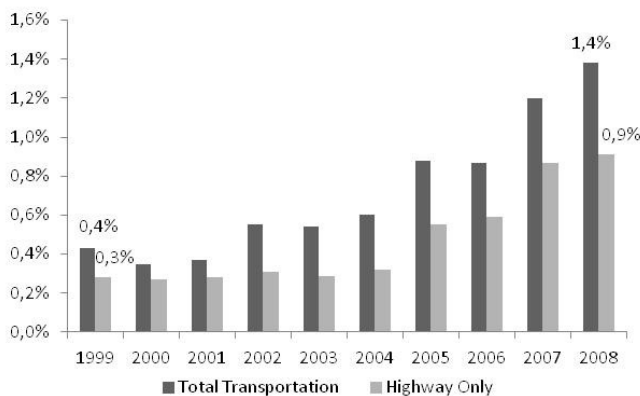
Total de rodovias pavimentadas no Brasil (Km)



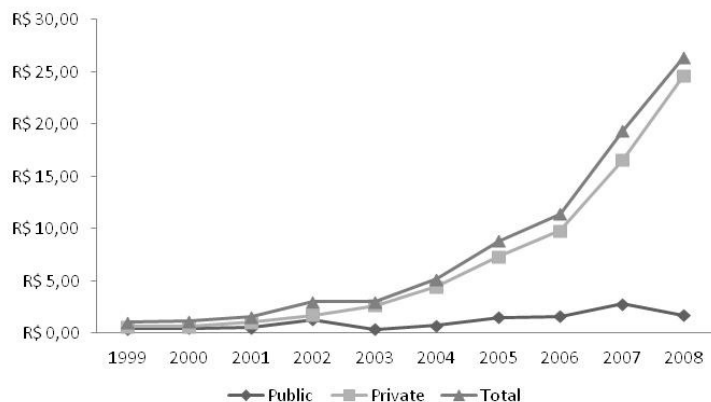
Durante os anos 80, o Fundo Nacional de Desenvolvimento foi criado para gerenciar as taxas coletadas para a conservação de rodovias em um nível nacional. Quase uma década depois, a iniciativa foi encerrada, deixando um enorme buraco no financiamento; o governo estadual não obrigado a arcar com a conservação das rodovias, e o governo federal não possuía uma forma de sustentar o sistema rodoviário². Durante os anos 90, o governo brasileiro começou os primeiros programas de concessão rodoviária para a iniciativa privada. Este programa

continua a evoluir atualmente com mais rodovias, aeroportos, portos e outras concessões de serviços municipais que foram e serão oferecidos para a iniciativa privada neste ano e provavelmente nos próximos anos. Isso nos parece que se tornou uma realidade no Brasil.

Brasil: Investimento em transporte como % de PIB



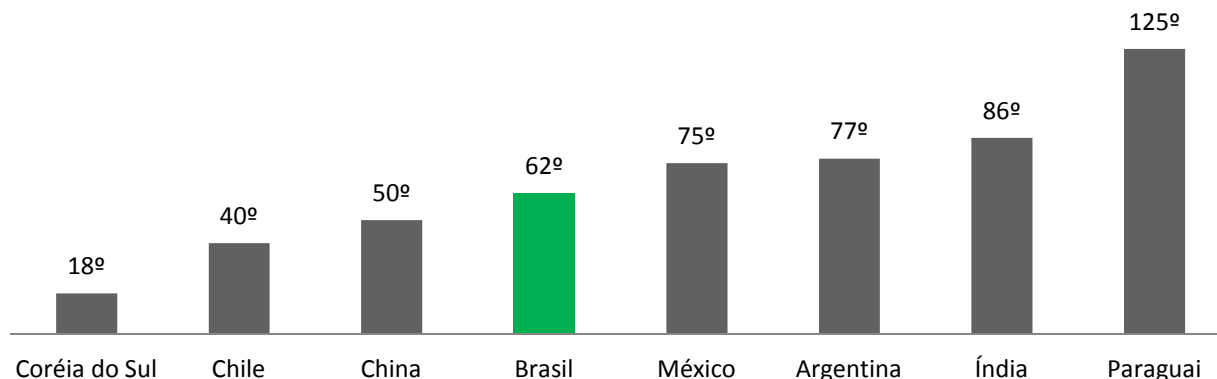
Investimentos do Brasil em infraestrutura em R\$ (Bi)



Fonte: Documentos Internos, Arquivos da Empresa, IPEA e ANTT.

As décadas desprovidas de investimento em infraestrutura criaram uma demanda significativa para a gestão de infraestrutura no Brasil. Apesar do crescimento tanto em valores absolutos e em percentual do PIB (tabela abaixo), a necessidade do governo em confiar na iniciativa privada para infraestrutura não parece desaparecer em um futuro próximo. De fato, a pesquisa feita pelo Fórum Econômico Mundial mostra que o Brasil ainda está atrasado quanto aos outros países em desenvolvimento ao considerarmos toda a qualidade de infraestrutura do país.

Ranking de países pelo Investimento em Infraestrutura

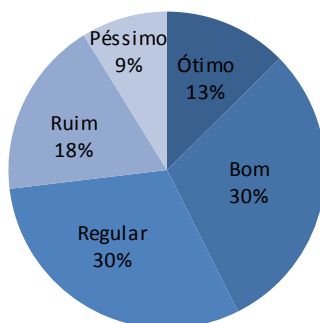


Fonte: Fórum Econômico Mundial

Por fim, as rodovias precisam de investimentos constantes para manter boas condições para não se deteriorarem.

De acordo com a Confederação Nacional de Transporte do Brasil, a porcentagem de rodovias classificadas como excelentes ou boas representam apenas 43% do total de rodovias no país.

Condição das rodovias no Brasil

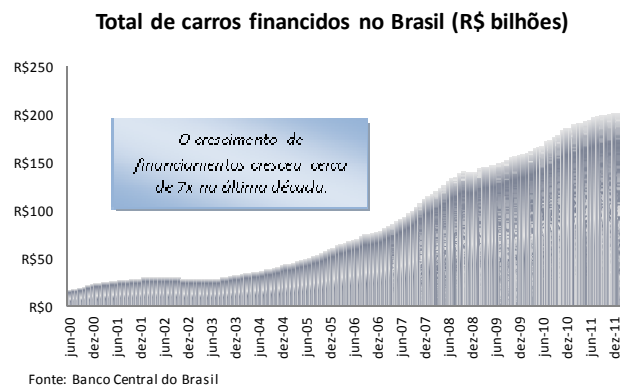
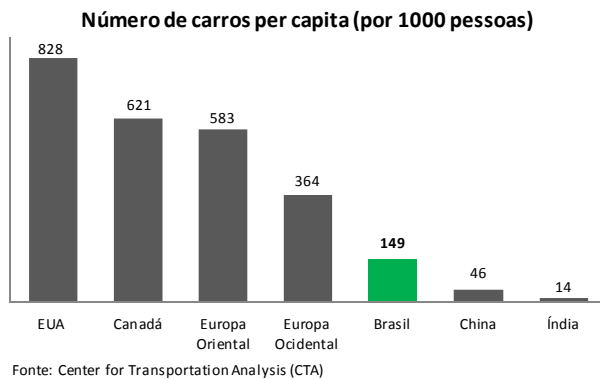


Fonte: Confederação Nacional do Transporte (CNT)

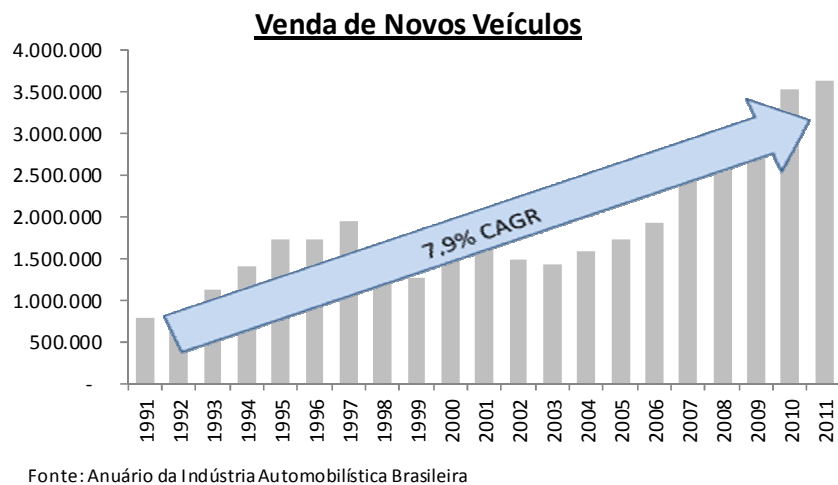
A necessidade de futuros investimentos na infraestrutura brasileira, particularmente nas rodovias, é considerada alta. O PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) investirá cerca de R\$ 190 bilhões em ferrovias até 2014, cobrindo parcialmente a demanda de transportes. Nós estamos otimistas sobre o crescimento deste setor. Com apenas uma breve experiência em gestão de concessões na região, a OHL se posicionou bem como um dos favoritos nos leilões de infraestrutura (não incluímos nenhuma concessão futura potencial em nossas avaliações, apenas as já conquistadas) ³.

Dinâmicas favoráveis do setor

Além de uma detalhada discussão e análise, do crescimento da classe média, do aumento de renda, do acesso ao crédito e do ganho real do salário mínimo, temos vários aspectos favoráveis que suportam o crescimento do volume de tráfego. O Brasil tem muito espaço para crescimento, comparado ao EUA/Canadá e é equivalente à Europa oriental, considerando o número de automóveis per capita. Apesar desta diferença, o número total de carros financiados cresceu sete vezes durante a última década.



Complementar à baixa penetração automotiva per capita e ao crescimento da disponibilidade do financiamento de automóveis, o crescimento total de registros de novos veículos também suporta o crescimento estrutural do setor. Nas últimas duas décadas, a taxa de crescimento total é alta, o CAGR (Taxa Composta de Crescimento Anual) de 1991 a 2011 é de 7.9% e de 2000 a 2011 é de 8.4%.



Modelo de praças de pedágio da OHL

Como mencionado anteriormente, a OHL possui concessões federais e estaduais. As concessões já ganhas requerem também a conservação de infraestruturas como sinalização, luzes, cabines de pedágio, passagens, viadutos, etc. Em troca, a gestão da concessão recebe taxas de pedágio sujeitas aos ajustes anuais de acordo com a inflação:

- Concessões estaduais – ajustadas pelo índice de inflação IGP-M (Índice Geral de Preços de Mercado) até 2011 alteradas para IPCA (Índice Geral de Preços ao Consumidor) a partir do segundo semestre de 2011, mas com o reequilíbrio entre os 2 indicadores reduzindo ou aumentando o tempo da concessão.

- Concessões federais – ajustadas pelo índice de inflação IPCA.

Para ambos, as taxas de retorno são determinadas pelo volume de tráfego, pela tarifa do pedágio e pelos ajustes da inflação.

A OHL e outros gestores de concessões de pedágios rodoviários operam modelos de negócio que utilizam alto grau de alavancagem:

- A maior parte dos custos é fixa, os investimentos de manutenção requeridos são baixos e os contratos são criados por longos períodos de tempo.
- Custos de pessoas em relação à receita deverão diminuir com a adoção de sistemas para pagamentos eletrônicos.

Por que a OHL era e é mal compreendida pelo Mercado?

A má compreensão do Mercado pode ser separada em duas categorias:

1. Volume do tráfego – o Mercado subestimava o crescimento orgânico do volume do tráfego. Além disso, a OHL submeteu lances agressivos no leilão das federais de 2007 se comparada aos seus concorrentes, visto que, na realidade, a companhia estava certa utilizando a *expertise* histórica de gestão de concessões.
2. Habilidade para contrair e renovar dívidas – o Mercado duvidava da habilidade da companhia em contrair e renovar suas dívidas junto ao BNDES. Como resultado dessas preocupações, muitos analistas no mercado precificavam e continuam precificando a OHL com desconto exagerado do valor intrínseco.

Vimos em nossos estudos que a OHL estava bem estruturada e havia se preparado muito mais que suas concorrentes para os leilões de 2007. A OHL submeteu seus lances baseada em suas próprias projeções de tráfego versus seus concorrentes, que usaram informações históricas fornecidas pelo governo. Além disso, a companhia estava com alta credibilidade junto ao BNDES, possibilitando a ampliação do crédito para a concessionária.

A OHL continua sendo negociada com desconto, apesar da diferença em relação aos concorrentes ter reduzido nos últimos dois anos. Estamos confiantes que a OHL surpreenderá o mercado, através de uma geração contínua de caixa e ampliação da liquidez da ação. Além disso, monitoramos a expansão da companhia em outras concessões, incluindo aeroportos. A empresa fez uma proposta de desdobrar as ações, ou seja, para cada 1 ação detida serão dadas mais 4 ações; vemos esse movimento com bons olhos, uma vez que aumentará a liquidez das ações na Bovespa.

Atualização do Portfolio da Guepardo**Brasil Foods**

A Brasil Foods continua sendo nosso maior investimento. Ao longo do primeiro trimestre de 2012 foi estabelecido a *Joint Venture* com a empresa Dah Chong Hong Limited, com o propósito de acesso a distribuição no mercado chinês, processamento local, desenvolvimento da marca Sadia na China e alcance dos canais varejo e “*food service*” na China Continental, Hong Kong e Macau. A estimativa da companhia é que a *Joint Venture* represente volumes acima de 140 mil toneladas e receita de aproximadamente US\$ 450 milhões, no primeiro ano. Conforme comentamos em cartas anteriores, a abertura e entrada em novos mercados traz a expectativa de um futuro promissor para BRF em frangos e também suínos.

A companhia continua se preparando para a permuta de ativos do contrato que foi anunciado no final do ano passado para cumprimento do TCD.

Os resultados do 4º trimestre também foram divulgados em março de 2012 e mostraram uma queda de rentabilidade em função do aumento de custos e condições menos favoráveis no mercado externo. Nossa expectativa é de que a companhia apresente um primeiro semestre com grandes desafios e o cenário melhorando gradativamente para o segundo semestre.

No trimestre, as ações de Brasil Foods (BRFS3) acumularam uma desvalorização de 1,2% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Banco Itaú e Itaúsa

O Itaú é um dos nossos maiores investimentos. O setor de bancos no Brasil atrai-nos principalmente pela solidez dos balanços, oportunidades de crescimento, e por ser uma indústria concentrada, com altas barreiras à entrada. Consideramos o Itaú o melhor dos bancos brasileiros, por ter um bom posicionamento competitivo e excelência na gestão.

Os resultados do quarto trimestre de 2011 apresentados em fevereiro se mostraram em linha com nossas expectativas.

- O destaque positivo foi o desempenho das despesas operacionais, que cresceram apenas 1,9% enquanto as receitas com operações de crédito cresceram 10,6%. Esperamos que o banco continue entregando bons resultados de seu projeto de eficiência operacional.
- Do lado negativo, a inadimplência subiu mais 20 pontos percentuais. A administração acredita que o ciclo de inadimplência deve ter seu pico no final do segundo trimestres e ceder na segunda metade do ano, junto com a retomada que espera para a economia. Em função disso, esperamos um resultado mais fraco para o primeiro trimestre, melhorando no segundo trimestre e excelente no segundo semestre. Nossa expectativa é que o resultado do segundo semestre será o mais relevante em relação ao ano fechado (primeiro e segundo semestre) dos últimos anos.

Muito dos esforços para o cumprimento das metas ligadas a eficiência operacional do Banco feitas ao longo de 2011 vão aparecer no resultado do banco integralmente em 2012.

No trimestre, as ações de Banco Itaú (ITUB3) acumularam uma valorização de 13,8% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Cremer

Ao longo do ano de 2011 a companhia retomou a aceleração do crescimento nos principais segmentos de cuidados para saúde. O foco da companhia foi privilegiar o fortalecimento da marca, melhorar o relacionamento com os clientes e executar a integração das aquisições. Iniciou-se também uma nova fase na unidade de varejo.

Para 2012, a companhia pretende consolidar os investimentos que foram feitos para o crescimento e desalavancar a Companhia.

No trimestre, a ação da Cremer (CREM3) acumulou uma valorização de 25,1% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Fleury

O ano de 2012 será de extrema importância para o Grupo Fleury e alguns pontos merecem destaque: ao longo dos próximos 12 meses será possível ter uma maior visibilidade nos números de LABS e acreditamos que os ganhos advindos da alavancagem operacional poderão ser substanciais, maturação dos 14.300 m² expandidos em 2011, definição da estratégia de posicionamento das marcas do Grupo no Rio de Janeiro, expansão adicional de 10.500 m² ao longo de 2012 e consolidação da marca A+.

Esperamos ver em 2012 um resultado menos impactado por despesas não recorrentes e geração de caixa operacional por parte da Empresa.

No trimestre a ação do Fleury (FLRY3) acumulou uma valorização de 12,6% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Bematech

A Bematech também divulgou o resultado do 4º trimestre de 2011 em março e começam a aparecer os primeiros resultados do processo de reestruturação que foi implantado pela nova diretoria da empresa. A receita líquida para o quarto trimestre de 2011 foi de R\$ 83 milhões, a maior receita trimestral dos últimos dois anos. A nova estrutura está mais organizada, ágil e adequada para os desafios futuros.

Acreditamos que em 2012 continuaremos a ver a retomada de rentabilidade de todas as linhas de negócio da companhia.

No trimestre a ação da Bematech (BEMA3) acumulou uma valorização de 2,8% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Tegma

Ao longo do 1º trimestre de 2012 realizamos o desinvestimento da Tegma baseado na valorização do ativo que alcançou o nosso preço alvo e conseqüentemente não possuía uma relação “risco x retorno” atraente.

Restoque (Le Lis Blanc)

O resultado da Restoque no quarto trimestre de 2011 foi muito bom. Os grandes destaques foram:

- O forte crescimento de receitas, resultado principalmente da expansão agressiva de lojas (47 novas lojas ao longo do ano sobre uma base de 57);
- A margem bruta, que expandiu 9,4 pontos percentuais sobre o ano anterior, resultado de readequações de preços e melhoras no *mix* de produtos.

A *John John* já possui seis lojas e a *Noir* inaugurou recentemente suas primeiras cinco lojas. O novo *showroom* para multimasas, que concentra as quatro marcas da Restoque, foi inaugurado no início de fevereiro deste ano e replica a ambientação das lojas. Nós visitamos algumas lojas e o *showroom* e gostamos muito dos resultados.

A receita por metro quadrado da *John John* tem nos surpreendido positivamente, ficando superior à receita por metro quadrado da *Le Lis Blanc* em lojas comparáveis.

Apesar de bastante confiantes no potencial das novas marcas e linhas de produtos, seguiremos acompanhando cautelosamente o desenvolvimento de cada uma delas.

No trimestre a ação da Restoque (LLIS3) acumulou uma valorização de 39,0% contra uma valorização de 13,7% do Ibovespa.

Resultado

A tabela a seguir mostra o resultado do Guepardo FIC FIA versus o Ibovespa e o IGP-M + 6% a.a. acumulado em diferentes períodos (data base de 30/03/2012):

Rentabilidade	Ano de 2012 (1º Tri)	12 meses	24 meses	36 meses
Guepardo FIC FIA	+9,34%	+18,61%	+55,75%	+181,90%
Ibovespa	+13,67%	-5,94%	-8,33%	+57,63%
IGPM + 6% a.a.	+2,07%	+9,45%	+28,73%	+38,95%

Atenciosamente,

Equipe de Gestão da Guepardo Investimentos.

GUEPARDO
INVESTIMENTOS

¹ Pesquisa Interna e IPEA

² BNDES

³ Programa de Aceleração do Crescimento (PAC)