



Prezados (as) investidores (as),

A cada trimestre, procuramos atualizar nossos investidores com o andamento das empresas em que investimos com o objetivo de transferir o mesmo nível de conforto que sentimos ao realizar tais investimentos.

Desta forma, faz parte do nosso desafio, um lento e constante trabalho com todos os nossos investidores, para que estejam totalmente alinhados com os prazos de maturação dos investimentos e, portanto, tranquilos como nós, sócios, e também investidores dos Fundos.

Nosso processo e filosofia de investimento, entretanto, não nos permitem trazer muitas novidades do ponto de vista de novos investimentos ou desinvestimentos a cada trimestre, dado que esses investimentos possuem, em média, prazos de maturação elevados. Isso não significa, no entanto, que ficamos parados assistindo nossos investimentos; possuímos uma “paranoia” produtiva, constantemente refletindo quais são as lacunas que temos e os possíveis cenários que poderão surgir.

#### **Disciplina, Processos, Alinhamento de Interesses e Conservadorismo.**

Estas palavras definem a Guepardo.

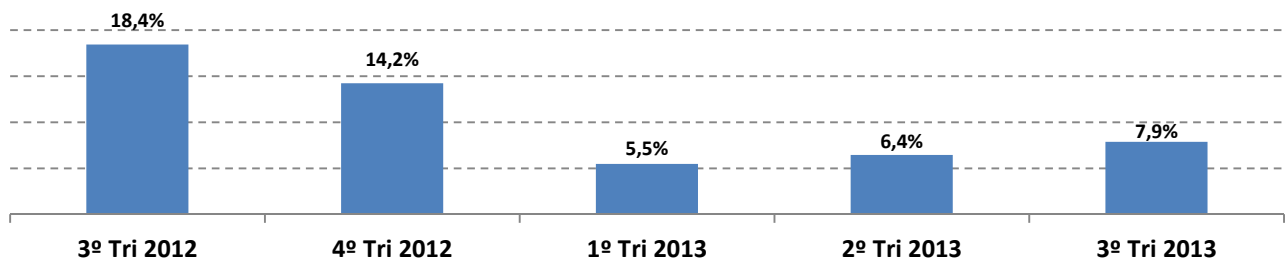
Os nossos fundos são de retorno absoluto e buscamos resultados no longo prazo. Compramos com desconto do valor intrínseco e vendemos quando o ativo atinge uma relação risco-retorno considerada não atrativa; simples assim. Costumamos investir na contramão, encontrando oportunidades em ativos que o mercado não compreende. Um dos nossos diferenciais é que fazemos com disciplina a lição de casa. Através de rigorosos processos, estudamos a fundo as empresas e eliminamos ativos com rentabilidade não sustentável para evitar possíveis armadilhas de valor.

O cliente que investe na Guepardo tem que estar disposto a esperar um período maior que três anos para avaliar nosso desempenho. Avaliações de curto e médio prazo adicionam um fator aleatório (momento de mercado, humor dos investidores, fluxo de investidores estrangeiros, etc.) que tende a ser eliminado no longo prazo.

Algumas pessoas investem em fundos de ação por pouco tempo com a expectativa de ganhar dinheiro rápido. Não queremos este tipo de investidor e não acreditamos neste tipo de investimento. Caso o raciocínio de investimento seja o de curto ou médio prazo, não recomendamos o investimento em ações, fundos de ações e principalmente em fundos com estratégia de valor.

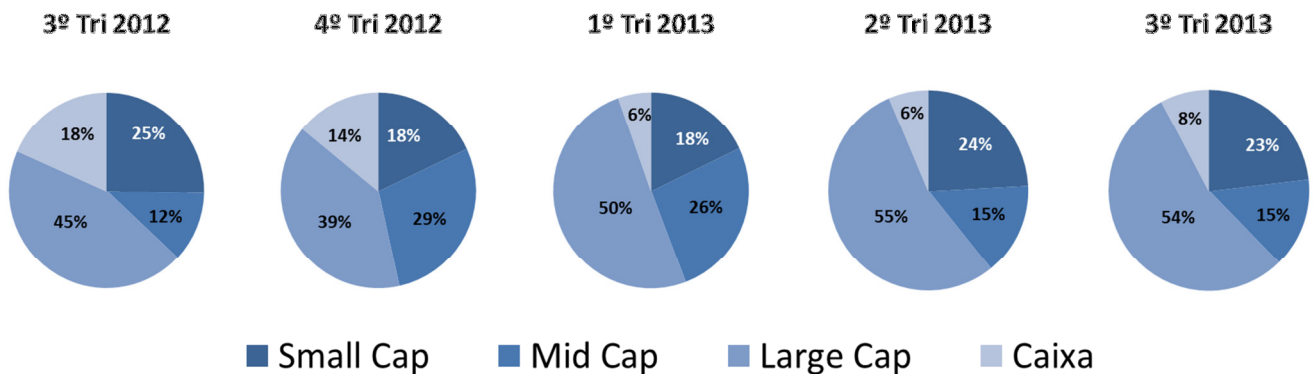
Sobre *timing*, uma pergunta que estamos acostumados a ouvir é “qual é o momento certo de investir?” A resposta é: sempre! Existe um mar de oportunidades e este ciclo de investimentos é sempre renovado. Quando não encontrarmos excelentes ativos descontados, temos a disciplina de aguardar pelo momento oportuno. Essa sempre foi a filosofia de investimento da Gestora.

Nossa posição em caixa aumentou levemente como mostra o gráfico a seguir:



Fonte: Guepardo Investimentos LTDA

Segue abaixo a evolução da exposição do nosso portfólio por valor de mercado (capitalização) das empresas em que investimos ao longo dos últimos trimestres:



Fonte: Guepardo Investimentos LTDA

Desde o fechamento do trimestre passado não ocorreu nenhum investimento ou desinvestimento relevante. Seguem informações das empresas que compõem o portfólio:

**BRF**

No dia 13 de agosto a BRF divulgou sua nova estrutura organizacional e anunciou Claudio Galeazzi para o cargo de Diretor Presidente. A nova estrutura administrativa será matricial e dividida em cinco áreas globais:

- Marketing e Inovação
- Finanças
- Recursos Humanos
- Operações
- Planejamento integrado e Controle de Gestão

Além disso, foram criadas duas áreas responsáveis pelas regiões de negócios nos mercados brasileiro e internacional, com foco no aumento de market share e no desenvolvimento e expansão das regiões.

A companhia também divulgou um Programa de Aceleração de Novos Negócios que identificou oportunidades que podem resultar em um ganho operacional de aproximadamente R\$1,9 bilhão por ano, a partir de 2016.

As oportunidades estimadas e mapeadas pela Guepardo bem como a visível mudança de cultura pela qual a empresa vem passando desde a mudança em seu Conselho de Administração, ocorrida em abril deste ano, nos deixam confiantes em um aumento significativo da rentabilidade da empresa a ser capturado nos próximos anos. Ademais, a globalização da empresa visando explorar uma maior parte do potencial do mercado externo e a inteligência na precificação no mercado interno também devem permitir uma aceleração na taxa de crescimento da receita da Empresa.

As ações da BRF (BRFS3) acumulam valorização de 29,85% em 2013.

### **CREMER**

Os resultados do segundo trimestre de 2013 que foram divulgados em agosto ratificaram a significativa melhora de resultados da companhia no ano de 2013 com relação ao ano de 2012. O maior destaque tem sido a redução das despesas administrativas que combinado com a maior ocupação nas fábricas e revisão da política comercial tem contribuído positivamente para aumento das margens. Além disto, o segmento de Odonto, onde a Cremer tem investido e aumentado sua diversificação de produtos, permitiu um alto crescimento desse segmento e, conseqüentemente, maior representatividade dentro do resultado da companhia. Esse aumento no segmento de Odonto no resultado veio acompanhado de um aumento do ciclo financeiro que já era esperado.

As ações da Cremer (CREM3) acumulam valorização de 16,19% em 2013.

### **GERDAU**

Durante o 3º trimestre de 2013 foram divulgados os resultados do 2º trimestre de 2013, que no geral foram mais fortes do que o esperado. As unidades de negócio Brasil e Especiais se recuperaram das paradas de manutenção ocorridas no 1º trimestre de 2013 e apresentaram grande melhora de rentabilidade.

A América do Norte apresentou resultados estáveis e ainda bastante abaixo do que acreditamos ser o potencial dessa unidade de negócios.

A América Latina continuou sua trajetória de melhora e já voltou a apresentar níveis de rentabilidade coerentes com sua estrutura de mercado e com o momento da siderurgia mundial.

Conforme dissemos em nossa última carta, o 1º Trimestre de 2013 foi o pior em termos de resultado para a Gerdau. O 2º Trimestre já mostrou uma evolução significativa e estamos bastante animados pelo que ainda esta por vir.

A desvalorização da moeda brasileira já permitiu um aumento de preço em reais no Brasil a partir de setembro. Os resultados advindos das operações internacionais também serão beneficiados pelo fortalecimento do dólar.

As ações da GERDAU (GGBR3) tiveram uma desvalorização de 10,36% no ano de 2013 enquanto as GGBR4 tiveram uma desvalorização de 6,74%.

### **TRIUNFO**

Os negócios da Triunfo continuaram a se desenvolver no 2º e no 3º Trimestre de 2013. O tráfego consolidado de veículos cresceu 5,4%, o volume no Porto de Navegantes cresceu 28,8% contra o mesmo período do ano passado e o volume de passageiros em Viracopos cresceu 6% trimestre passado, mesmo ainda sem a inauguração do novo terminal. As obras estão dentro do cronograma e a inauguração deve ocorrer ainda no 1º Semestre de 2014<sup>1</sup>.

No dia 23 de setembro de 2013 a Usina Hidrelétrica de Garibaldi recebeu autorização para iniciar a operação comercial da primeira unidade geradora da Casa de Força Principal. A obra foi inaugurada com 15 meses de antecedência e a Triunfo será capaz de vender toda a energia gerada nesse período no mercado livre.

As ações de Triunfo (TPIS3) acumulam desvalorização de 21,93% em 2013.

### **ITAÚ**

Nos resultados do 2º Trimestre de 2013, o Banco Itaú continuou mostrando melhora importante nos índices de inadimplência e na despesa com provisão, e sinalizou que ainda não vê sinais de deterioração da qualidade da carteira.

Além disso, após alguns trimestres de queda, a margem com clientes mostrou recuperação em relação ao trimestre anterior. Os bancos públicos têm dado sinais de esgotamento de sua capacidade de crescer tão aceleradamente, o que pode favorecer esta dinâmica, que pode ser bem positiva para os resultados futuros.

As ações do Banco Itaú (ITUB4) e da Itausa (ITSA4) acumulam valorização de 6,24% e 5,63% respectivamente em 2013.

### **RESTOQUE**

Mais uma vez a Restoque mostrou um resultado prejudicado por vendas mais fracas e beneficiado por ajustes importantes feitos em despesas. Além disso, a Margem Bruta, que havia sido fortemente impactada por liquidações acima do histórico no primeiro trimestre, se recuperou no segundo trimestre, voltando ao nível normalizado. Continuamos acreditando que o trabalho voltado a ganhos de eficiência nas mais diversas áreas trará cada vez mais benefícios para os resultados da Restoque.

A empresa anunciou recentemente a decisão de fechar as lojas Noir, mantendo apenas o formato de corners dentro de lojas Le Lis Blanc e retirar da grade de produtos peças sociais, que possuem menor giro, mantendo apenas a linha mais casual. Acreditamos que tal decisão seja acertada, uma vez que os retornos da marca no formato inicial estavam sendo abaixo do requerido pela empresa, sem sinal de melhora.

---

<sup>1</sup> Os dados são referentes ao 2º Trimestre de 2013 versus o 2º Trimestre de 2012.

É importante citar também que a coleção de verão da Le Lis Blanc tem sido muito bem aceita, o que reforça nossa opinião de que as mudanças feitas na equipe de estilo foram muito positivas.

As ações da Restoque (LLIS3) tiveram uma desvalorização de 29,39% em 2013.

### **JSL**

Durante o 3º trimestre de 2013, foram divulgados os resultados do 2º trimestre de 2013, que continuaram a mostrar o forte crescimento da companhia. A receita bruta de serviços expandiu 24% contra o mesmo período do ano passado, mostrando a capacidade da empresa de se desenvolver mesmo em um cenário econômico mais adverso.

A companhia anunciou que, nos primeiros 6 meses de 2013, foi contratada para novos contratos no valor global de R\$ 988 milhões. São contratos de até 7 anos e que, na média, tem uma TIR nominal e desalavancada de 17,5%. Acreditamos que estes novos contratos somados a evolução dos atuais garantirão um robusto crescimento da empresa para 2014.

As ações da JSL (JSLG3) acumulam valorização de 6,11% em 2013.

### **MAGNESITA**

A Magnesita mostrou um resultado operacional saudável, com melhora de mix de vendas e ganhos de rentabilidade proveniente dos projetos de verticalização.

A margem bruta, no 2º Trimestre de 2013, se recuperou contra o mesmo trimestre do ano passado, e a margem EBITDA<sup>2</sup> (ajustada com os números não recorrentes) foi um pouco menor, principalmente por maiores despesas operacionais provenientes das mudanças na estrutura da empresa que estão sendo implementadas com a nova gestão.

É importante comentar a desvalorização relevante do Real em relação ao Dólar a partir de maio. Acreditamos que neste cenário a Magnesita se torna mais competitiva frente a seus concorrentes internacionais, e seus principais clientes no Brasil (siderúrgicas) ganham rentabilidade, o que deve se traduzir em melhores retornos para a empresa.

As ações da Magnesita (MAGG3) acumulam desvalorização de 23,02% em 2013.

Abaixo, seguem os resultados dos fundos ao longo de diversos períodos:

---

<sup>2</sup> EBITDA: Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização

Rentabilidade	3º TRI	ANO 2013	24 MESES	36 MESES	48 MESES	PATRIMÔNIO LÍQ.
Guepardo Institucional FIC FIA	+3,2%	+1,5%	+41,5%	+47,8%	+87,0%	R\$ 419.740.343,78
Guepardo Institucional 60 FIC FIA	+6,2%	+2,8%	-	-	-	R\$ 205.043.933,61
Guepardo Institucional 90 FIC FIA	+4,7%	+2,0%	-	-	-	R\$ 5.897.077,74
Guepardo FIC FIA	+6,9%	+5,1%	+52,5%	+65,6%	+113,6%	R\$ 386.523.670,50
Guepardo Allocation FIC FIA	+6,9%	+5,2%	+52,9%	+65,6%	+113,5%	R\$ 97.363.281,10
Guepardo 60 FIC FIA	+6,8%	+4,6%	-	-	-	R\$ 141.393.726,60
Guepardo I FICFIA	+6,9%	+5,2%	+49,8%	-	-	R\$ 33.123.794,80
Ibovespa	+10,3%	-14,1%	+0,0%	-24,6%	-14,9%	
IGP-M + 6% a.a.	+3,4%	+8,3%	+26,8%	+44,4%	+64,9%	
IPCA + 5% a.a.	+1,9%	+7,6%	+22,9%	+38,5%	+52,2%	
CDI	+2,1%	+5,6%	+17,6%	+31,1%	+43,2%	

Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.