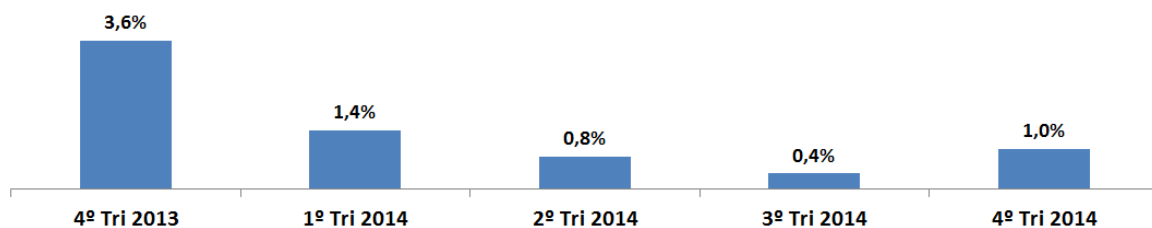




Prezados investidores,

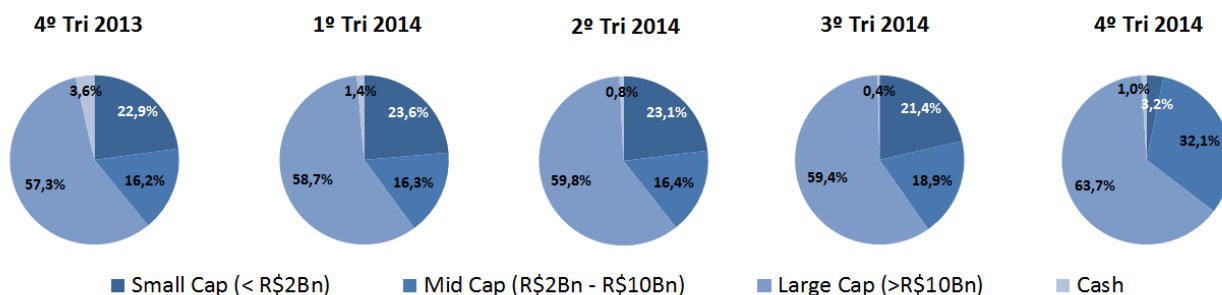
Com os resultados do quarto trimestre e do ano de 2014 divulgados pelas empresas, enviamos agora nossa carta trimestral, contemplando a evolução do caixa do fundo, o perfil da nossa carteira e comentários sobre os resultados. Lembramos que faremos a divulgação da carta trimestral após todas as empresas da carteira terem divulgado seus resultados do trimestre em questão, de modo a garantir uma maior atualização aos investidores.

Ao longo dos últimos trimestres a nossa posição em caixa diminuiu, se mantendo em 1,0% no fechamento do ano, conforme mostra o gráfico a seguir. Isto reforça a nossa crença nas oportunidades de compra existentes com as recentes quedas de preço:



Fonte: Guepardo Investimentos LTDA

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



Fonte: Guepardo Investimentos LTDA

E, finalmente, as informações sobre o resultado das empresas investidas durante o quarto trimestre de 2014:

**BRF**

A BRF terminou o ano de 2014 com um resultado excelente. O trabalho executado pela equipe que assumiu a companhia em 2013 vem adicionando valor para os acionistas de forma recorrente trimestre após trimestre.

Os resultados deste trabalho, feito com muita disciplina, podem ser vistos no numerador e denominador do retorno sobre o capital investido.

Na parte do numerador, a geração de caixa melhorou substancialmente, pois a companhia melhorou as margens brutas e reduziu despesas. Os projetos de *go-to-market* (GTM) no mercado interno e a racionalização do número de SKUs (*“Stock Keeping Units”*) estão dando excelentes resultados para a BRF, reportando no último trimestre uma margem bruta recorde de 33,4%, versus 25,8% no quarto trimestre de 2013.

Na parte do denominador, o destaque ficou para a otimização do capital empregado: tanto o capital de giro quanto o nível de serviço foram melhorados. Além disto, a empresa está eliminando as divisões não consideradas *“core business”*, fato visto pela venda do negócio de lácteos e a parceria estratégica com a Minerva, trocando as plantas de abate de bovinos por uma participação acionária.

O resultado de tudo isto é uma empresa geradora de muito caixa, desalavancada e principalmente melhor preparada para o futuro, e acreditamos que este futuro é muito promissor. Existem muitas oportunidades que começaram a ser mais exploradas, como ter um melhor *footprint* fabril, a consolidação da força de vendas, a simplificação hierárquica e o reforço da cultura e motivação dos funcionários.

Em 2015, mesmo com uma economia no Brasil mais fraca, a companhia deve retornar aos projetos de crescimento, que serão ajudados com a volta de algumas importantes linhas de produto da marca Perdigão a partir do segundo semestre. A BRF continua sendo nosso principal investimento.

As ações da BRF (BRFS3) acumularam valorização de 8,93% no quarto trimestre de 2014, e valorização de 30,93% no ano de 2014.

## **GERDAU**

O resultado do quarto trimestre de 2014 foi positivo, impulsionado principalmente pelos resultados acima do esperado no segmento Brasil. O impacto da variação cambial foi visto na exportação no Brasil e na estrutura de receita e custos dos diversos segmentos da empresa, explicados abaixo. A gestão da Gerdau, um dos principais pontos pelos quais consideramos a Gerdau um *“great business”*, continuou a se mostrar disciplinada e capaz de entregar resultados mesmo em momentos mais difíceis.

Comparado com o mesmo período do ano passado, o segmento Brasil teve volumes de venda levemente menores, mas maiores quando comparados com o terceiro trimestre de 2014, ajudados pela exportação com o câmbio mais desvalorizado. Conseqüentemente, o segmento teve aumento relevante na sua margem EBITDA, atingindo 20,3% no quarto trimestre, frente a uma margem de 16,5% no trimestre anterior, impulsionado não só pelo já mencionado aumento nas exportações como também pelo menor custo de produção na usina Ouro Branco, e pelo fato que ela passou a concentrar maior parte da produção da divisão.

A divisão da América do Norte teve receitas abaixo do esperado no período, resultando em uma margem bruta de 6,6%, nível menor quando comparado com o terceiro trimestre de 2014, dado uma menor diluição dos custos fixos, mas maior que o quarto trimestre de 2013, dado o volume de vendas mais elevado. Apesar da redução de volumes no trimestre, acreditamos que esta unidade continuará a retomar o crescimento nos próximos trimestres, visto o aquecimento da economia americana.

O segmento de aços especiais teve uma melhora no quarto trimestre, com o crescimento do segmento nos Estados Unidos mais que compensando a queda de volume no Brasil, consequentemente aumentando a margem EBITDA do segmento, atingindo 12,1% no período versus 10,0% no quarto trimestre de 2013 e 11,0% no trimestre anterior. O segmento da América Latina apresentou resultados estáveis quando comparados com o trimestre anterior e com o mesmo período de 2013.

Acreditamos que a empresa continuará a se beneficiar com o câmbio mais desvalorizado, e vemos o resultado do ano de 2014 como mais uma demonstração da resiliência da empresa mesmo em um cenário econômico menos favorável.

As ações ordinárias da GERDAU (GGBR3) tiveram uma desvalorização de 19,46% no quarto trimestre de 2014, e desvalorização de 45,45% no ano de 2014. As ações preferenciais (GGBR4) tiveram uma desvalorização de 18,29% no quarto trimestre, e 46,75% no ano de 2014.

### JSL

A JSL apresentou um excelente resultado no quarto trimestre, e acima das expectativas para o consolidado do ano de 2014. Acreditamos que o *guidance* para o ano de 2014 foi mal interpretado pelo mercado. Ao olhar somente para os números e não para o que eles implicam, via-se pouco crescimento e baixo EBITDA para um CAPEX elevado, o que, a nosso ver, é uma interpretação incorreta, especialmente considerando os resultados divulgados pela empresa.

O crescimento da receita foi atingido através do crescimento em novos contratos, mesmo em um ano mais difícil para a atividade econômica. No segundo trimestre do ano, a JSL reduziu o volume de alguns contratos antigos, e adequou sua base de ativos para a realidade de volumes daqueles clientes. Isto fez com que a empresa tivesse resultado com a venda destes ativos não mais utilizados, junto com uma diminuição de custos dado a redução da operação destes contratos. Esse movimento resultou em um CAPEX de manutenção menor que o esperado, com margem EBITDA de serviços mais elevada dada a redução de custos rapidamente executada.

A capacidade da JSL de fazer rápidos ajustes não só mostra a força de seu modelo de negócios, com contratos bem estruturados que ajudam a proteger de variações em volume, como também reflete a competência da gestão em adequar a empresa ao cenário atual, fator que sempre apontamos como força da empresa e que contribui para a enxergarmos como um *great business*.

A Movida, braço de *rent-a-car* da JSL, teve um crescimento muito forte no ano, com um investimento líquido de R\$523 milhões em sua frota, o que representa parcela significativa do CAPEX total no ano da JSL. Da mesma forma que já vimos o alto crescimento com rentabilidade nas outras divisões de negócio da empresa, acreditamos que este investimento na Movida deverá gerar bons resultados nos anos de 2015 e 2016, contribuindo para futura *outperformance* da empresa.

As ações da JSL (JSLG3) acumularam valorização de 6,21% no quarto trimestre de 2014, e desvalorização de 19,38% no ano de 2014.

**RESTOQUE**

O quarto trimestre de 2014 marcou o primeiro resultado da Restoque após a fusão com a Dudalina. Conforme mencionado na nossa carta extraordinária, a fusão das duas empresas é um marco importante, e configura uma melhora em alguns aspectos relevantes, tais como: redução da alavancagem, maior presença da Restoque no segmento de atacado, maior presença da Dudalina no varejo, e redução de despesas operacionais, entre outros.

É natural que um processo de fusão seja digerido ao longo do tempo e que seus benefícios não sejam capturados de imediato, especialmente considerando o tamanho da Restoque e Dudalina. Sendo assim, acreditamos que a gestão continuará a entregar melhorias e bons resultados à medida que as sinergias são aproveitadas, principalmente no quesito de vendas.

As vendas do quarto trimestre de 2014 foram impactadas negativamente devido ao efeito da diferença de calendário, aos problemas com a troca de fornecedores e o ambiente econômico. Apesar disso, o EBITDA consolidado da empresa cresceu 21,3% em relação ao mesmo período de 2013, com uma expansão de margem de 5,0 p.p., atingindo 27,6% no trimestre. O crescimento do EBITDA e a expansão da margem EBITDA são explicados pela i) melhora na margem bruta consolidada, que aumentou 1,8p.p. no período, principalmente por menores demarcações no canal de desconto Estoque e ii) o contínuo controle das despesas gerais e administrativas.

Mesmo com o cenário mais desafiador para 2015, acreditamos que, dado o posicionamento das marcas e o foco da gestão na captura das sinergias, a companhia continuará a entregar bons resultados.

As ações da Restoque (LLIS3) tiveram uma desvalorização de 5,32% no quarto trimestre de 2014, e valorização de 29,22% no ano de 2014.

**MAGNESITA**

A Magnesita teve um ano de desafios em 2014. No Brasil, um ambiente macro desfavorável somado a uma alta inflação de custos e mais um ano de queda na produção de aço contribuíram para redução nas margens da companhia. Na Europa a performance no ano foi neutra, pois a falta de crescimento foi compensada por uma melhora na rentabilidade.

No mercado americano, apesar da melhora gradual da economia, a produção de aço local esta sofrendo forte competição do aço importado visto a valorização do dólar. A companhia continua expandindo em novos mercados como Ásia e Oriente Médio.

Fatores pontuais que afetaram a margem em 2014, principalmente no segmento de industriais, não deverão se repetir em 2015. Além disto, o segmento de serviços está crescendo e apresentando melhoras na rentabilidade. Olhando para o futuro próximo, acreditamos que a recente desvalorização cambial deverá contribuir positivamente para Magnesita em 2015.

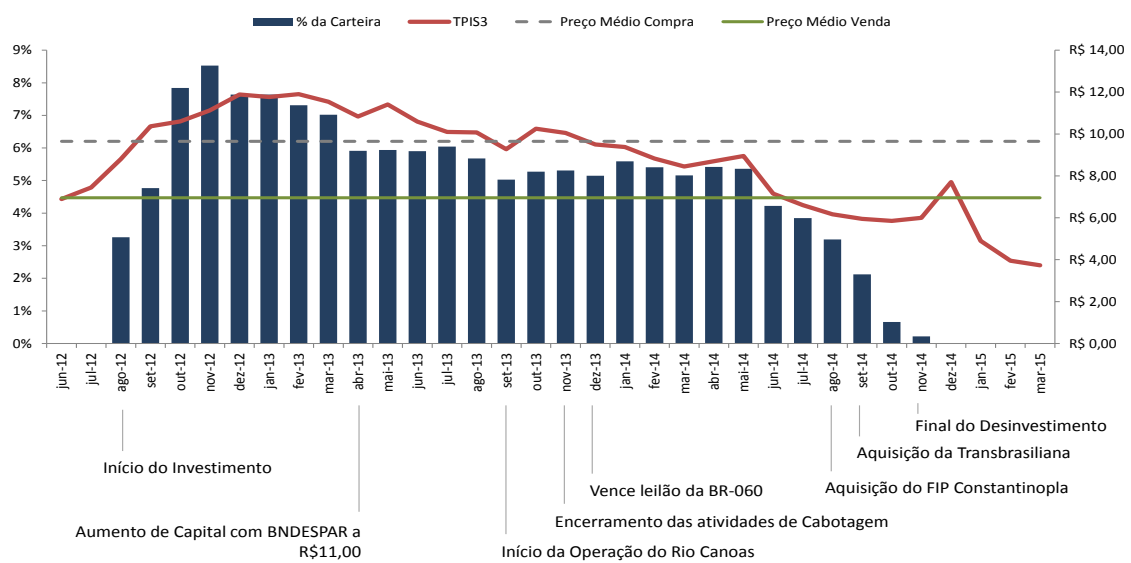
As ações da Magnesita (MAGG3) acumularam desvalorização de 34,29% no quarto trimestre de 2014, e desvalorização de 64,55% no ano de 2014.

**TRIUNFO**

No quarto trimestre, finalizamos o desinvestimento da nossa posição em Triunfo. Para entender esse erro no investimento e possível acerto no desinvestimento, vamos passar por alguns eventos dos últimos anos. Ao analisar a Triunfo antes de investirmos, víamos muito valor nos negócios individuais da empresa: concessões de rodovias já em operação, uma planta de geração de energia com preço bom contratado (e outra planta prestes a iniciar operações), e um terminal de contêineres também já operando e apresentando bom resultado. Além desses três negócios, havia o aeroporto de Viracopos, menor em termos de valor para a empresa, e a divisão de cabotagem, que a nosso ver deveria ser encerrada. Vendo um valor justo para esses ativos muito acima do que estava sendo negociado em bolsa, realizamos um investimento na Triunfo, sempre mantendo uma posição pequena pois víamos um risco maior atrelado ao *business*, principalmente pela alta alavancagem financeira.

A empresa encerrou as atividades de cabotagem, colocou sua usina de energia em operação um ano antes do previsto e se aproveitando dos altos preços de energia no mercado *spot*, e firmou os aditivos nas concessões de rodovias existentes, tudo visto como positivo. No entanto, após o investimento, ocorreram alguns eventos que não prevíamos.

- Em abril de 2013 a Triunfo realizou um aumento de capital com o BNDESPAR à R\$11,00 para ajudar a financiar os novos projetos, principalmente aqueles ligados ao programa de concessão de rodovias lançado pelo governo. Mesmo a um preço acima do nosso preço de entrada, era abaixo do que víamos como preço justo da ação;
- Em dezembro de 2013 a empresa venceu o leilão de concessão da BR-060, com um desconto agressivo. A concessão tinha condições favoráveis e uma possibilidade de gerar um retorno atrativo, mas elevava o risco geral da empresa. Neste momento, começamos a perceber que as decisões e estratégia da empresa não convergiram para o que enxergávamos como ideal, pois a postura era excessivamente agressiva e de difícil mensuração de retorno;
- Ademais, reforçando ainda mais o fato de que a visão da Triunfo sobre a expansão para novos negócios divergia da nossa, em agosto e setembro de 2014 a Triunfo adquiriu ainda mais dois ativos, adicionando ao seu portfólio o FIP Constantinopla e a concessão da Transbrasiliana;
- A Triunfo não realizou a venda de ativos maduros para reduzir o endividamento da *holding*, e inclusive entrou nos negócios mencionados acima, aumentando ainda mais a alavancagem.



O investimento se iniciou pela atratividade dos ativos existentes e operacionais, que se provaram de fato a ter um valor acima do que estava precificado, mas que não era suficiente para contrabalancear o risco e consequências das decisões referentes às entradas em novos negócios.

A venda da posição foi feita entre janeiro e novembro de 2014, a um preço médio de R\$6,96. No início de março a ação se encontrava em R\$3,73, se provando uma acertada decisão de desinvestimento.

As ações da Triunfo (TPIS3) acumularam valorização de 29,41% no quarto trimestre de 2014, e desvalorização de 18,95% no ano de 2014.

Abaixo, seguem os resultados dos fundos ao longo de diversos períodos (com fechamento em 31/12/2014):

Rentabilidade	4º TRI*	ANO 2014*	24 MESES*	36 MESES*	48 MESES*	PATRIMÔNIO LÍQ.*
Guepardo Institucional FIC FIA	-2,0%	-9,1%	-8,36%	+17,4%	+27,5%	R\$ 276.142.538,27
Guepardo Institucional 60 FIC FIA	-2,0%	-9,0%	-6,97%	-	-	R\$ 199.965.254,44
Guepardo C FIA <sup>2</sup>	-2,1%	-9,2%	-8,52%	+19,5%	+33,7%	R\$ 27.436.250,19
Guepardo FIC FIA <sup>1</sup>	-2,0%	-9,0%	-4,98%	+23,5%	+39,0%	R\$ 249.862.211,44
Guepardo Allocation FIC FIA <sup>1</sup>	-1,9%	-8,9%	-4,79%	+23,7%	+39,2%	R\$ 51.698.819,35
Guepardo 60 FIC FIA <sup>1</sup>	-1,9%	-8,8%	-5,16%	-	-	R\$ 95.422.585,97
Guepardo I FICFIA	-2,0%	-9,1%	-4,90%	+22,0%	-	R\$ 17.604.010,63
Ibovespa	-7,6%	-2,9%	-18,0%	-11,9%	-27,8%	
IGP-M + 6% a.a.	+3,4%	+9,9%	+23,0%	+40,6%	+56,7%	
IPCA + 5% a.a.	+3,0%	+11,9%	+24,7%	+38,6%	+55,0%	
CDI	+2,8%	+10,8%	+19,7%	+29,8%	+44,9%	

Data Base: 31/12/2014

Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador, do gestor, de qualquer mecanismo de seguro ou fundo garantidor de crédito (FGC). Este fundo pode estar exposto a significativa concentração em ativos de renda variável com poucos emissores. 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. 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. Rentabilidade líquida de taxas e bruta de impostos. Consulte o prospecto e o regulamento do fundo para obter informações sobre o uso de conversão de cotas, objetivo e público alvo. Verifique se a conversão e liquidação financeira dos pedidos de resgate deste fundo ocorrem em data diversa da do pedido. Ouvidoria Guepardo Investimentos – (11) 3103-9200 ou contato@guepardoinvest.com.br. Este material técnico não corresponde à lâmina de informações essenciais, que se encontra disponível no site dos respectivos administradores.

\*Acumulado até o fechamento do dia útil anterior à data base da divulgação

<sup>1</sup> 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.

<sup>2</sup> O histórico apresentado considera a rentabilidade do Clube de Investimentos Guepardo (“Clube”), que iniciou operações em 18 de maio de 2001, e, nos termos do art. 104 da instrução CVM n. 409/04, foi transformado em 30 de setembro de 2013 em Guepardo C Fundo de Investimento em Ações (“Guepardo C FIA”). Durante todo o período, a estratégia do fundo manteve-se inalterada, assim como gestor e administrador. Do início de seu funcionamento até 05 de setembro de 2012, o benchmark de performance considerado foi IGP-M+6%; a partir desta data, por determinação do Ofício Circular BM&F Bovespa 028/12, o benchmark passou a ser o IBOVESPA, mantendo-se até a atualidade.

Atenciosamente,

Equipe Guepardo Investimentos.

**Aviso Legal**

O CONTEÚDO DESSA CARTA É MERAMENTE INFORMATIVO. NÃO SE TRATA DE ANÁLISE OU RELATÓRIO DE ANÁLISE, E NÃO SE DESTINA À PUBLICAÇÃO, DIVULGAÇÃO OU DISTRIBUIÇÃO A TERCEIROS. O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS DE AVALIAÇÃO E OMISSÕES.

OS COMENTÁRIOS, DADOS E FIGURAS APRESENTADOS NESTE DOCUMENTO FORAM PRODUZIDOS MERAMENTE PARA USO INTERNO DO GESTOR, NÃO FORAM SUBMETIDOS À ANÁLISE DO ADMINISTRADOR, E TAMPOUCO FORAM RECONCILIADOS POR CONTADOR OU AUDITADOS POR AUDITOR INDEPENDENTE. PORTANTO, TAIS INFORMAÇÕES NÃO SUBSTITUEM DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS OU QUAISQUER OUTRAS INFORMAÇÕES OBRIGATÓRIAS PRODUZIDAS POR FUNDOS GERIDOS PELO GESTOR.

PODE HAVER DISCREPÂNCIAS EM RELAÇÃO A INFORMAÇÕES CONTÁBEIS OBRIGATÓRIAS EM VISTA DE UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS E CLASSIFICAÇÕES PARTICULARES DO GESTOR. ALGUMAS DAS INFORMAÇÕES PRESENTES NESTA CARTA PODEM SER BASEADAS EM SIMULAÇÕES E OS RESULTADOS REAIS PODERÃO SER SIGNIFICATIVAMENTE DIFERENTES.

O GESTOR NÃO SE RESPONSABILIZA POR USO QUALQUER FEITO, SEJA PELO RECEPTOR DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, SEJA POR TERCEIROS QUE EVENTUALMENTE VENHAM A ELAS TER ACESSO. TAMPOUCO O GESTOR SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS PREJUÍZOS OU DANOS CAUSADOS PELA UTILIZAÇÃO DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS. O RECEPTOR NÃO DEVE TOMAR DECISÕES DE INVESTIMENTO COM BASE NESSAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES. O INVESTIDOR DEVE TOMAR SUAS PRÓPRIAS DECISÕES DE INVESTIMENTO.

O MATERIAL É SIGILOSO E FOI PRODUZIDO APENAS PARA PROVEITO NAS CONDIÇÕES REFERIDAS ACIMA. SOB AS PENAS DA LEI, O RECEPTOR SE COMPROMETE A MANTER A CONFIDENCIALIDADE DAS OPINIÕES E INFORMAÇÕES AQUI CONTIDAS, ABSTENDO-SE DE RETRANSMITIR-LAS A OUTRAS PESSOAS NÃO AUTORIZADAS PREVIAMENTE PELO GESTOR, NÃO IDENTIFICADAS, OU TERCEIROS QUAISQUER.

EM RELAÇÃO AOS FUNDOS APRESENTADOS, LEIA OS RESPECTIVOS PROSPECTOS E OS REGULAMENTOS DOS ANTES DE INVESTIR. RENTABILIDADE PASSADA NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITO (FGC).

OS FUNDOS DO GESTOR PODEM ESTAR EXPOSTOS A SIGNIFICATIVA CONCENTRAÇÃO EM ATIVOS DE RENDA VARIÁVEL COM POUCOS EMISSORES.

VERIFIQUE SE ESTES FUNDOS UTILIZAM ESTRATÉGIAS COM DERIVATIVOS COMO PARTE INTEGRANTE DE SUAS RESPECTIVAS POLÍTICAS DE INVESTIMENTO. TAIS ESTRATÉGIAS, DA FORMA COMO SÃO ADOTADAS, PODEM RESULTAR EM PERDAS PATRIMONIAIS PARA SEUS QUOTISTAS, PODENDO INCLUSIVE ACARREJAR PERDAS SUPERIORES AO CAPITAL APLICADO E A CONSEQUENTE OBRIGAÇÃO DOS RESPECTIVOS COTISTAS DE APORTAR RECURSOS ADICIONAIS PARA COBRIR O PREJUÍZO DO FUNDO. VERIFIQUE SE OS FUNDOS ESTÃO AUTORIZADOS A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS FINANCEIROS NO EXTERIOR. AS RENTABILIDADES PORVENTURA MENCIONADAS NÃO SÃO ISENTAS DE IMPOSTOS. PARA FUNDOS QUE PERSEGUEM A MANUTENÇÃO DE UMA CARTEIRA DE LONGO PRAZO, NÃO HÁ GARANTIA DE QUE TERÃO O TRATAMENTO TRIBUTÁRIO PARA FUNDOS DE LONGO PRAZO. VERIFIQUE SE A LIQUIDAÇÃO FINANCEIRA E CONVERSÃO DOS PEDIDOS DE RESGATE DE QUALQUER DOS FUNDOS MENCIONADOS OCORREM EM DATA DIVERSA DO RESPECTIVO PEDIDO.

OUIDORIA GUEPARDO INVESTIMENTOS – (11) 3103-9200 OU CONTATO@GUEPARDOINVEST.COM.BR.