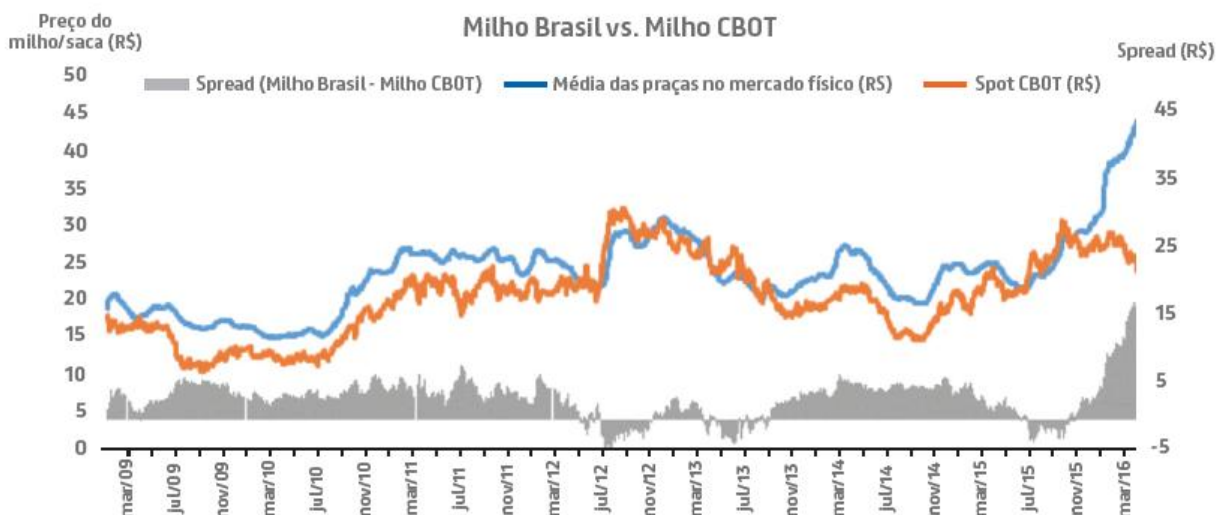


Prezados investidores,

Segue abaixo nossos comentários sobre os resultados do primeiro trimestre de 2016 das empresas investidas.

### **BRF**

O começo do ano de 2016 apresenta um cenário extremamente adverso para a indústria de frango e derivados no Brasil. O preço do milho subiu agressivamente nos últimos meses e somado a isto o cenário econômico segue impactando negativamente o consumo das famílias. Assim como todo o setor, a BRF apresentou contração das margens no primeiro trimestre de 2016. No gráfico abaixo vemos como o preço do milho no Brasil e seu diferencial com relação ao milho na bolsa de Chicago (CBOT) atingiu patamares jamais vistos anteriormente. As fortes exportações e a seca no Brasil fizeram as cotações do milho no mercado interno subirem e se descorrelacionarem da bolsa de Chicago. Além disto o rali nos preços dos grãos também foi ajudado por chuvas excessivas em importantes áreas da Argentina antes da colheita. O desbalanceamento entre a oferta e a demanda causou uma escassez de curto prazo principalmente no milho, mas também no farelo de soja no Brasil.



Fonte: ESALQ, Bloomberg

Nota: Praças consideradas para a média do Milho - Cascavel, Chapecó, Mogiana, Norte do Paraná, Passo Fundo, Ponta Grossa, Recife, Rio Verde, Sorocabana, Sorriso, Sudoeste PR, Triângulo Mineiro.

No Brasil, o aumento de preços feito pela BRF no começo do ano com o objetivo de recomposição de margens trouxe um efeito negativo no *share* de mercado detido pela companhia. A nova política de precificação foi construída de forma mais capilar e específica permitindo reajustes diferentes por região, canal e categoria. A forte pressão de custo traz como necessidade o aumento de preços também pelos concorrentes no segundo trimestre para recomposição ainda que parcial das margens. Mesmo com a queda de quase 3 pontos percentuais na margem bruta a companhia conseguiu praticamente uma estabilidade na margem EBITDA quando comparada com o 1º trimestre de 2015 em função de menores despesas no período.

No mercado externo não foi diferente a pressão de custos reduziu as margens em relação ao 1º trimestre de 2015 praticamente em todas as regiões com exceção de LATAM que tinha base uma base de comparação

mais baixa. As aquisições recentes da BRF no mercado externo começam a aparecer nos números da companhia e permitiram um crescimento de receita consolidado acima de 15% com relação ao mesmo período do ano de 2015.

Acreditamos que o quadro de pressão de custos do primeiro trimestre deve continuar no segundo, mas adequará rapidamente a oferta de frango e permitirá uma regularização na concorrência tanto no mercado interno como no mercado externo, também acreditamos que a companhia subirá novamente os preços no 2º trimestre. Desta forma seguimos confiantes na execução da estratégia de longo prazo para a companhia.

As ações da BRF (BRFS3) acumularam desvalorização de 16,3% até 31/05/2016.

### **GERDAU**

O resultado do primeiro trimestre de 2016 ficou levemente abaixo das nossas expectativas, mas mostrou uma dinâmica um pouco diferente dos últimos trimestres. Apesar dos volumes ainda muito deprimidos a operação brasileira apresentou ligeira melhora, a qual foi compensada por uma pequena piora sazonal da operação norte americana.

O volume de aço vendido no primeiro trimestre de 2016 no mercado brasileiro continuou em queda e foi 28,4% menor na comparação anual. No entanto já foi possível observar um aumento de volumes quando comparado ao quarto trimestre de 2015, demonstrando que os próximos trimestres já devem apresentar alguma estabilidade. As exportações continuaram bastante fortes neste trimestre, crescendo 72,5% na comparação anual, levando o volume consolidado da operação a uma queda de 8,7%. A margem EBITDA apresentou melhora em relação ao último trimestre ficando em 9,2%.

A divisão América do Norte continuou a apresentar resultados consistentes, com aumento de 2,4% dos volumes vendidos na comparação anual. A margem EBITDA apresentou ligeira queda e ficou em 8,3%. O resultado da operação americana representa 38% do EBITDA consolidado da empresa mostrando a menor dependência da empresa em relação ao mercado de aço brasileiro.

A divisão aços especiais continua a sofrer com os baixos volumes vendidos no Brasil, decorrentes principalmente da crise na indústria automobilística no país. Os volumes vendidos tiveram queda de 9,2% na comparação anual e a margem EBITDA atingiu 8,0% no trimestre.

A unidade de negócio América do Sul continuou a surpreender positivamente e alcançou margem EBITDA de 14,8% a mais alta para essa unidade desde 2010. A unidade se consolidou também como a de mais alta rentabilidade dentre as operações da Gerdau.

O primeiro trimestre de 2016 também foi marcado por uma expressiva alta na cotação do aço no mercado internacional. Esse movimento foi motivado por um aumento no preço das matérias primas, assim como uma série de medidas de estímulo na China. Acreditamos que parte dessa alta possa ser revertida nos próximos trimestres, mas os preços deverão se manter acima dos observados no final do ano passado e início deste ano. Os benefícios deste aumento nos preços deverão ser sentidos em todas as operações no decorrer do ano.

Como escrevemos na última carta, na nossa opinião, a Gerdau deverá fazer este ano um EBITDA parecido com o de 2015 com um menor resultado no Brasil sendo compensado pelas outras geografias. Os menores

volumes vendidos no Brasil também serão contrabalanceados por um melhor preço de venda no mercado interno e nas exportações.

Este resultado operacional aliado a um investimento 35% menor aproximadamente do que o executado no ano de 2014 deverá propiciar uma sólida geração de caixa para a Gerdau em 2016. Além disso, a empresa continua firme em sua estratégia de otimização da base de ativos. No dia 20 de maio de 2016 foi anunciada a venda da operação espanhola por € 155 milhões, com a possibilidade de receber até € 45 milhões adicionais ao final de cinco anos, a depender do desempenho futuro do negócio. Embora seja um valor pequeno em relação ao tamanho da Gerdau é um movimento importante para ajudar na redução de dívida da empresa e contribuir para a simplificação dos negócios.

As ações ordinárias da Gerdau (GGBR3) tiveram uma valorização de 12,9% até 31/05/2016. As ações preferenciais da Metalúrgica Gerdau (GOAU4) tiveram uma valorização de 16,3% no mesmo período.

### **JSL**

A JSL apresentou mais um bom resultado no primeiro trimestre de 2015. O EBITDA consolidado cresceu 14,4% no trimestre na comparação com o mesmo trimestre de 2015.

A operação de logística continua em sua trajetória de aumento de margens, ainda se beneficiando de todos os ajustes que foram feitos na operação ao longo do ano de 2015. A receita de serviços logísticos apresentou crescimento de 6,6% na comparação anual. Apesar de ser um crescimento saudável, acreditamos que existe espaço para uma aceleração na medida em que a diminuição de volumes apresentada por alguns clientes ao longo do ano passado chegue ao fim.

A Movida iniciou o ano de 2016 com a estratégia de extrair mais valor de sua base atual de ativos. No primeiro trimestre de 2016 a frota apresentou um pequeno crescimento, o que não impediu que a receita de serviços continuasse a crescer pela melhora na utilização. Devemos continuar a sentir esse efeito na receita ao longo dos próximos trimestres.

Os investimentos na Movida este ano serão focados na evolução do canal de venda de ativos (Movida Seminovos). Ao longo do ano também deveremos ver uma diluição nas despesas advinda do aumento na receita de serviços o que possibilitará uma melhora nos índices de rentabilidade da empresa.

Continuamos a acreditar que 2016 será um ano de forte geração de caixa para a JSL. Os menores investimentos líquidos nas duas divisões irão propiciar uma redução na alavancagem da empresa. O menor endividamento aliado a uma menor taxa de juros deverá também contribuir para o aumento do lucro líquido da JSL em 2016 e 2017.

As ações da JSL (JSLG3) acumularam valorização de 50,8% até 31/05/2016.

### **Randon**

O primeiro trimestre de 2016 na Randon ainda foi impactado pelas reestruturações que a empresa vem fazendo para se adequar a menor demanda por seus produtos no mercado brasileiro e pelo fechamento da planta de Guarulhos.

A receita líquida consolidada da Randon apresentou aumento de 5,4% em relação ao mesmo período do ano de 2015. A venda de semirreboques parece ter estabilizado no patamar próximo a mil unidades por mês. Além disso, a venda de vagões continua bastante forte possibilitando esse leve aumento na receita líquida. As unidades de autopeças também parecem ter conseguido estabilizar seus níveis de receita nos patamares atuais.

Continuamos a acreditar que a Randon tenha uma receita líquida consolidada em 2016 similar àquela alcançada no ano de 2015, mesmo com uma nova queda da venda de caminhões em 2016. Ainda mais importante que isso, grande parte dos ajustes na estrutura de custos da empresa já foi feita nos últimos trimestres. Isso deve possibilitar um grande aumento na rentabilidade da empresa, tanto pela menor base de custos como pela ausência das despesas associadas à reestruturação.

Após o fechamento do trimestre tanto a Randon quanto a controlada Fras-le anunciaram ofertas públicas de ações. A oferta de Randon, no valor máximo de R\$ 99 milhões, será integralmente utilizada para acompanhar o aumento de capital feito pela controlada. O dinheiro captado pela Fras-le, no máximo R\$ 300 milhões, deverá ser usado para futuras oportunidades de crescimento que incluem, mas não se restringem, a aquisições. Embora este não seja o objetivo principal das operações, sua realização ajudará a diminuir o endividamento consolidado da empresa.

As ações da Randon (RAPT4) acumularam valorização de 29,8% até 31/05/2016.

### **Fras-le**

Aproveitamos a oferta de ações da empresa realizada no mês de Abril para aumentar nossa participação na empresa. Continua a ser uma posição pequena para a Guepardo, aproximadamente 2% dos fundos (devido ao nosso controle interno de risco de liquidez). É importante lembrar que também temos exposição a empresa através de nossa posição em Randon, que detém 51,16% do capital total da empresa.

A Fras-le é a maior fabricante de materiais de fricção do Brasil e da América Latina e uma das cinco maiores fabricantes de materiais de fricção do mundo. Com fábricas no Brasil, Estados Unidos e China, centro de distribuição na Argentina, e operações comerciais no Chile, México, Alemanha, Emirados Árabes e África do Sul, a empresa mantém uma estruturada equipe para atender os clientes nos mais de 80 países dos cinco continentes onde atua.

Outro ponto importante a ressaltar é que 56,5% das receitas da empresa vem do mercado externo, o que torna a empresa extremamente resiliente a crises no mercado brasileiro. Por outro ângulo, 87,1% do faturamento da empresa vêm do mercado de reposição, fazendo com que ela não fique exposta a ciclicidade normal do mercado automobilístico.

Essa diversificação de geografias e presença em mercados de menor ciclicidade pode ser comprovada nos resultados da empresa nos últimos trimestres. O mercado automobilístico brasileiro está passando por uma das mais graves crises de sua história, com a venda de caminhões caindo 60% nos últimos dois anos, causando grande perda de resultado para a grande maioria das empresas de autopeças. Enquanto isso a Fras-le tem alcançado níveis recorde de EBITDA e rentabilidade.

Também consideramos como um diferencial da empresa estar inserida no Grupo Randon. A Randon é controladora de diversas outras empresas de autopeças (Suspensys, Master, Jost, Castertech) e dessa forma pode oferecer ao cliente soluções completas tanto no mercado de montadoras como na reposição.

Por último, a recém concluída oferta de ações deixou a empresa em um ótima posição para acelerar seu crescimento. O dinheiro levantado será utilizado tanto para aquisições como para oportunidades orgânicas de crescimento em mercados correlatos.

Acreditamos que nos beneficiaremos do potencial de geração de valor dessa empresa tanto com o nosso investimento direto como com a nossa posição em Randon.

As ações da Fras-le (FRAS3) acumularam desvalorização de 9,5% até 31/05/2016.

### **Duratex**

Ao longo do primeiro trimestre de 2016 efetuamos um desinvestimento parcial de nossa posição de Duratex (cerca de 2/3 da posição). O retorno médio obtido na parcela desinvestida foi perto de 60% num prazo médio de aproximadamente 5 meses. Decidimos manter parte de nossa posição por continuarmos acreditando em uma melhora gradual nos resultado da empresa ao longo de 2016.

O primeiro trimestre de 2016 foi bastante difícil para a Duratex, com resultados muito abaixo do que acreditamos ser o potencial da empresa. O volume de vendas de painéis apresentou queda de 15% na comparação anual. Já o volume da Deca apresentou queda de 7,4% também contra o mesmo período do ano passado.

A margem na unidade de madeira foi bastante pressionada por um *mix* menos favorável nesse começo de ano, com muita participação de produtos de menor valor agregado nas vendas. A Deca também teve suas margens pressionadas pelos menores volumes vendidos. O EBITDA consolidado apresentou queda de 50% na comparação anual.

Temos convicção de que este trimestre foi um “*one off*” para a Duratex. Os volumes deverão apresentar melhora já a partir do segundo trimestre de 2016. A empresa também anunciou aumento de preço nas duas divisões em março, o que deve beneficiar bastante os resultados do restante do ano.

O ano de 2016 não será um ano fácil para a empresa, mas as atitudes tomadas ao longo de 2015 (cortes de custo, ajustes de capacidade, orçamento base zero, etc..), mencionados na carta aos investidores divulgada em novembro de 2015, irão promover uma forte recuperação de resultados já nos próximos trimestres.

Mesmo partindo de uma base tão baixa, acreditamos ainda ser possível repetir o EBITDA de 2015 no ano corrente. Se, a primeira vista isso não parece extraordinário, é importante lembrar que os dois mercados de atuação da empresa devem apresentar quedas de volume importantes em 2016.

As ações da Duratex (DTEX3) acumularam valorização de 24,9% até 31/05/2016.

Abaixo, seguem os resultados dos fundos ao longo de diversos períodos (com fechamento em 31/05/2016):

Rentabilidade	ANO 2016*	24 MESES*	36 MESES*	48 MESES*	60 MESES*	120 MESES*	PATRIMÔNIO LÍQ.*
Guepardo Institucional FIC FIA	+12,5%	-27,2%	-35,1%	-19,4%	-10,8%	-	R\$ 82.016.267,32
Guepardo Institucional 60 FIC FIA	+12,5%	-27,2%	-34,7%	-	-	-	R\$ 86.561.592,30
Guepardo C FIA <sup>2</sup>	+12,4%	-27,4%	-35,3%	-19,2%	-8,3%	+167,0%	R\$ 18.362.764,90
Guepardo FIC FIA <sup>1</sup>	+12,7%	-27,3%	-34,6%	-16,3%	-4,6%	+245,9%	R\$ 89.942.596,46
Guepardo Allocation FIC FIA <sup>1</sup>	+12,6%	-27,2%	-34,5%	-16,1%	-4,3%	-	R\$ 27.272.823,69
Guepardo 60 FIC FIA <sup>1</sup>	+12,5%	-27,2%	-34,6%	-	-	-	R\$ 31.371.216,85
Guepardo I FICFIA	+12,5%	-27,4%	-34,6%	-17,3%	-14,0%	-	R\$ 8.997.161,10
Ibovespa	+11,8%	-5,4%	-9,4%	-11,0%	-25,0%	+31,6%	
IGP-M + 6% a.a.	+6,4%	+29,6%	+48,3%	+67,1%	+84,7%	+240,4%	
IPCA + 5% a.a.	+6,1%	+31,0%	+46,5%	+63,9%	+80,7%	+195,8%	
CDI	+5,5%	+27,1%	+39,1%	+49,2%	+65,6%	+183,2%	

\*Data Base: 31/05/2016

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.

<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.