

Prezados investidores,

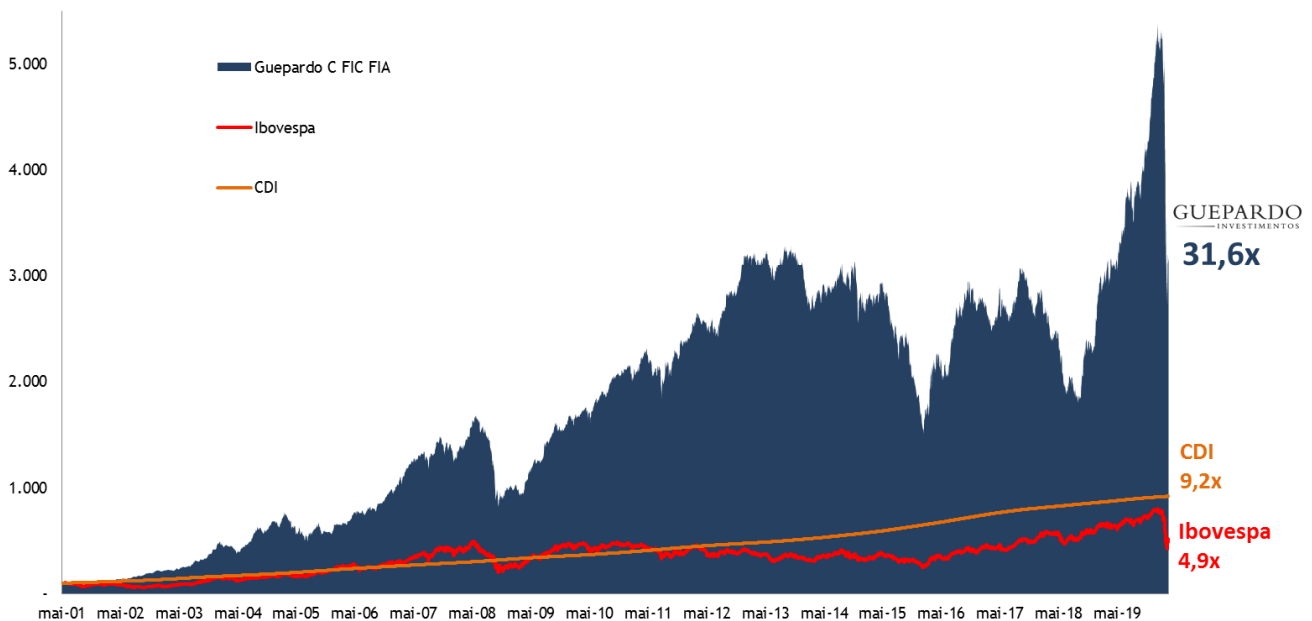
Nessa carta trimestral abordaremos o excelente resultado que obtivemos em 2019, bem como os resultados das nossas empresas no 4º Trimestre de 2019; as recentes alterações em nosso portfólio e o impacto esperado da crise relacionada ao coronavírus em nosso portfólio no longo prazo;

### Ano de 2019

Os Fundos da Guepardo obtiveram ótima performance no ano de 2019, Com retornos de 109,3% do Guepardo FIC FIA e de 99,3% do Guepardo Institucional FIC FIA, nossas diversas teses de investimentos comprovaram-se corretas, sendo necessário um maior horizonte de tempo para que se concretizassem – o que sempre deixamos claro a nossos investidores. Paciência e conforto com a volatilidade de curto prazo são essenciais para o investimento nos fundos da gestora.

É importante salientar que não nos propomos a gerar resultados tão expressivos todos os anos, o que explica o ano de 2019 é apenas a correção de preços extremamente descontados dos valores justos das empresas, em especial nos anos de 2017 e 2018. O nosso resultado de longo prazo (quase 19 anos) é de **20,1% a.a.**, o que representa enorme geração de alfa tanto em relação ao CDI (12,5% a.a.) quanto ao Ibovespa (8,8% a.a.).

Figura I: Gráfico de Performance do Fundo Guepardo C FIC FIA



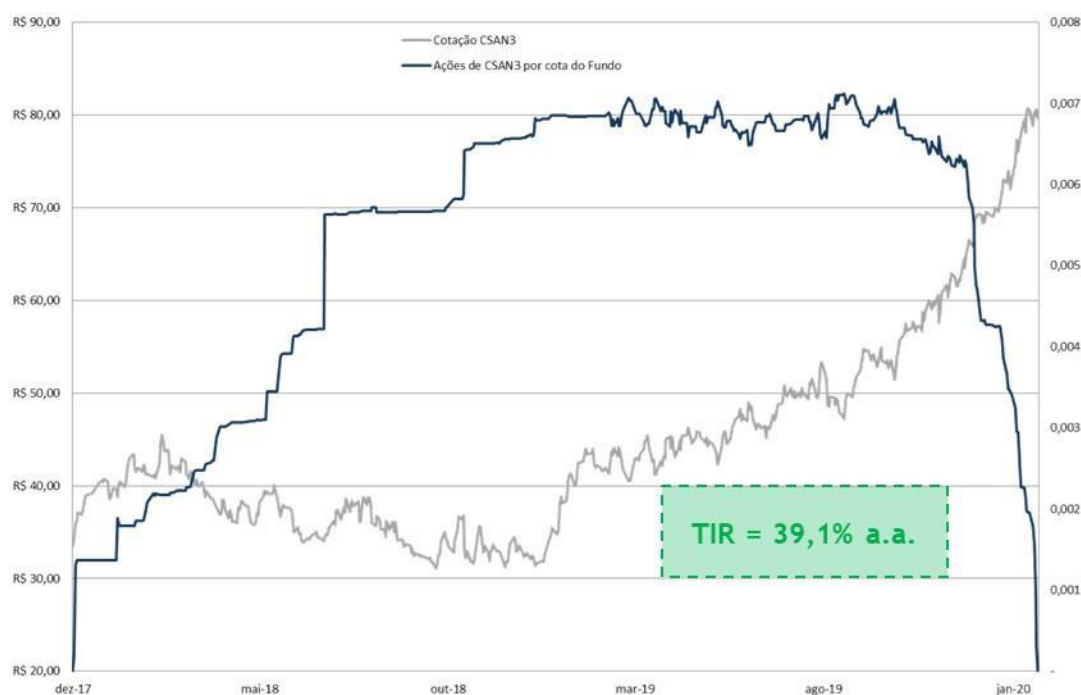
Fonte: Guepardo e Bloomberg.

### Portfólio

Resultados expressivos podem gerar questionamentos por parte de alguns investidores quanto a hora de “realizar” o ganho. O que demonstramos ao longo do tempo e demonstraremos aqui novamente é que já fazemos esse trabalho para o cotista quando necessário. A redução de posição é realizada quando o valor do ativo no portfólio sobe e o – preço alvo não é alterado, reduzindo a relação de *upside vs downside*.

Abaixo vemos o caso da COSAN (CSAN3), investimento de mais de 2 anos que nos trouxe um retorno bruto anualizado de 39,1% a.a.

Figura II: Gráfico de Compras e Vendas de Cosan



Fonte: Guepardo e Bloomberg.

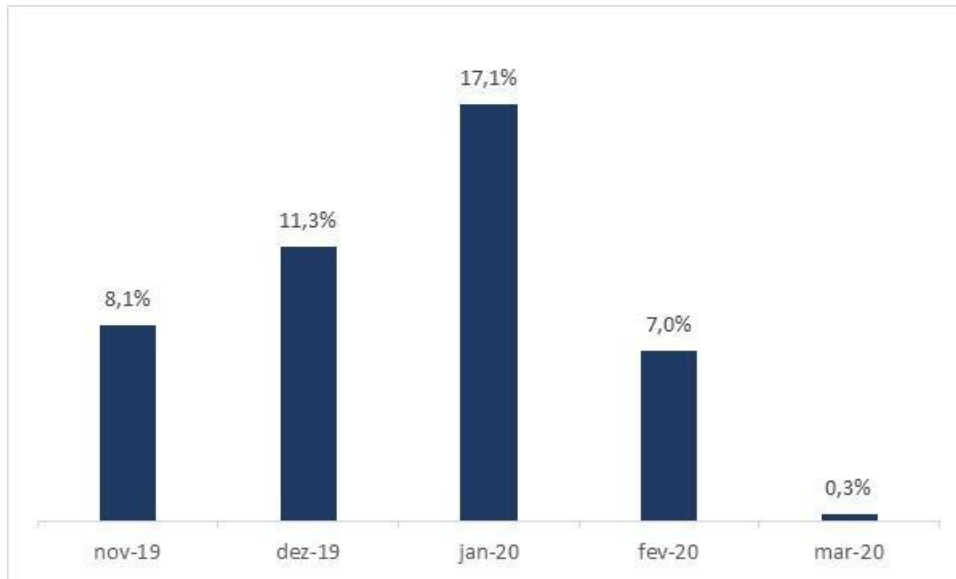
O Gráfico II apresenta quantas ações de COSAN uma cota do fundo teve ao longo do investimento. Com isso, podemos entender o comportamento de compras e vendas desconsiderando as movimentações que existem no Fundo, obtendo como resultado o estoque de ações considerando um investidor que não mexeu em seu investimento com a gestora ao longo do período de investimento da COSAN.

Nota-se que ocorreu aumento no investimento em COSAN ao longo de um ano (dez/17 até dez/18), quando finalmente o mercado começou a enxergar o mesmo que nós na COSAN, fazendo com que o valor da ação saísse do *range* de 30/40 reais e fosse indo ao encontro com o que considerávamos o valor justo (próximo a 80 reais por ação). Com o preço da ação mais próximo ao preço justo, reduzimos gradualmente a posição até finalmente zerarmos o investimento ao atingir o nosso preço alvo.

Movimento semelhante ocorreu na JSL (JSLG3), em que possuímos investimento desde 2012 (mais de 7 anos) e nossa principal posição até janeiro de 2020, quando finalmente chegamos próximo ao valor justo e reduzimos mais de 90% do investimento.

Com ambos desinvestimentos (dois principais investimentos ao longo de 2019), o caixa do fundo também foi impactado conforme gráfico III, que demonstra a evolução do caixa ao longo dos últimos 5 meses.

Figura III: Gráfico da Variação de Caixa do Guepardo Master Institucional



Fonte: Guepardo

É possível notar que ao longo de fevereiro e março de 2020, com a queda expressiva das ações, aproveitamos para alocar praticamente todo o nosso caixa.

### **Coronavírus**

Entendemos que não faz sentido explicar a epistemologia do COVID-19. Faz-se necessário explanar, de forma racional e lógica, como a crise do COVID-19 impacta no curto prazo as empresas investidas, além de possíveis mudanças no longo prazo.

Em primeiro lugar, é importante salientar que nosso processo de seleção dos ativos tem como premissa o qualitativo das empresas. Antes de verificarmos o valor de uma empresa, analisamos de forma extensiva sua gestão, estratégia, cultura, suas vantagens competitivas, seu tamanho no mercado, como a empresa se defende, governança, riscos, como aloca capital, etc.

A base qualitativa da nossa análise nos dá a tranquilidade necessária em momentos conturbados como o que estamos passando agora, pois sabemos que essas empresas são muitas vezes líderes dos seus segmentos, possuem marcas reconhecidas, posições confortáveis de caixa, além de dívidas com vencimentos no longo prazo.

Após inúmeras simulações considerando decréscimo importante de Receita tanto no 1º trimestre quanto no 2º trimestre e um retorno mais lento da economia, verificamos que, na média, nossas empresas possuem uma redução no valor justo abaixo de 10%. No entanto, a queda efetiva foi, em sua maioria, acima de 40%, permitindo que as empresas em que estávamos investindo ficassem ainda mais descontadas do valor justo. Com isso, aumentamos nossos investimentos nessas empresas e, portanto, reduzimos praticamente todo o caixa.

## Comentários sobre os Resultados das Empresas

### Klabin

A Klabin apresentou bons resultados no 4T19, se recuperando das paradas de manutenção efetuadas no 3T19 e se aproveitando de sua flexibilidade operacional para vender tanto mercado interno quanto no externo. A receita líquida consolidada caiu 3% na comparação anual, impactada pelos menores preços de celulose no período, mas demonstrando a capacidade da Klabin de lidar com momentos adversos. O EBITDA teve queda de 15%, também bastante menor que a das outras empresas do setor de papel e celulose.

A Klabin deverá ser pouco afetada pela atual crise, devido ao gênero essencial de seus produtos, à sua exposição em exportações e à sua grande flexibilidade operacional. Grande parte das embalagens da empresa é vendida para setores essenciais como alimentos e remédios, assim como o baixo custo-caixa da Klabin, aliado a desvalorização do real, permite que a empresa exporte qualquer demanda que venha a não ser absorvida pelo mercado nacional. A unidade de celulose também tem como clientes produtores de papéis sanitários e fraldas, produtos de primeira necessidade. Como o preço de celulose já vinha abaixo do custo caixa de parcela significativa da produção mundial, acreditamos que não existe espaço para quedas de preço mesmo com a atual crise.

A Klabin tomou a decisão de suspender seu principal projeto de expansão (Puma II) para poder garantir a segurança dos 4.500 trabalhadores tanto próprios como terceirizados que trabalhavam na obra. Apesar do postergamento do projeto gerar alguma ineficiência de custos, acreditamos que não será material até pelo estágio ainda inicial de construção do projeto.

Fizemos um estudo dos números da Companhia, de como seria um trimestre em que a empresa não faturasse e continuasse a incorrer despesas normais com funcionários, despesas financeiras e investimentos. No caso da Klabin, o impacto seria de ordem de 3% no seu preço-alvo. A empresa conta também com grande liquidez e longos prazos de amortização de dívida que a dão tranquilidade para navegar este momento sem maiores problemas de liquidez.

As ações da Klabin (KLBN11) valorizaram 19,6% no 4º trimestre de 2019.

### Itaú

Ao longo do primeiro trimestre aproveitamos a queda de preços para montar uma posição relevante em Itaú. Ao iniciarmos o investimento, nossa visão era baseada na percepção de que o mercado estava muito pessimista em relação ao cenário competitivo para os bancos brasileiros. Embora o impacto da competição das *Fintechs* fosse claro naquele momento, nossa ideia era que seria bastante menor do que o projetado pelo mercado, abrindo então uma oportunidade de compra.

Ao longo da montagem da posição, o cenário em relação ao COVID-19 se mostrou bastante pior do que o esperado inicialmente e os preços caíram rapidamente. Nossa primeira reação foi avaliar o novo cenário e como ele impactaria os grandes bancos brasileiros, em especial o Itaú.

A provável crise econômica advinda da paralisação deve causar um aumento na inadimplência das pessoas físicas e das pequenas e médias empresas, assim como numa recessão, o crescimento de tarifas do Banco tende a ser menor. Por outro lado, o *spread* bancário tende a aumentar dada a estratégia das empresas, mesmo as grandes, de aumentar seu caixa para atravessar este período mais turbulento. Além

disso, parte das *Fintechs* que dependiam de grande oferta de capital para continuar “adquirindo clientes” não irão mais contar com esta facilidade e a competição tende a ser reduzida.

Ao contemplar todos estes efeitos, entendemos que o cenário hoje é um pouco mais negativo do que tínhamos quando iniciamos a montagem da posição, porém os preços são extremamente mais atrativos, fazendo com que hoje enxerguemos um investimento (potencial retorno ajustado ao risco) ainda melhor do que naquela época. Com isto em mente, aumentamos bastante nossa posição numa das melhores empresas do Brasil, com um balanço extremamente sólido para atravessar o momento e ainda por cima num preço bastante atrativo.

As ações da Itaú (ITUB4) valorizaram 5,9% no 4º trimestre de 2019.

### **Vulcabrás**

A Vulcabrás apresentou resultados dentro de nossas expectativas no 4T19, com dinâmicas parecidas ao restante do ano. Os volumes tiveram aumento de 1,9% na comparação anual, sendo que as vendas da Under Armour já estavam presentes nos dois trimestres, com crescimento de 5,6% na Receita Líquida.

A margem bruta continua pressionada por um ambiente competitivo bastante duro no qual a empresa tem focado em produtos mais baratos a fim de defender seus volumes, mas que tem uma margem menor. A margem bruta contraiu 2pp na comparação anual. Esta menor rentabilidade também atingiu o EBITDA da Companhia, que caiu 12,9% na comparação anual.

Seguindo com os impactos esperados do coronavírus em nossas empresas, a Vulcabrás, pela natureza de seus negócios, será certamente impactada pela paralisação do comércio nas principais cidades brasileiras. A Vulcabrás vende seus produtos a lojistas de diversos tamanhos em todo mercado nacional, que no momento estão com suas lojas fechadas e, portanto, sem faturar. Ainda é difícil estimar qual será o tempo exato dessa paralisação, mas a paralisação dos shoppings no estado de São Paulo, por exemplo, vai até o final de abril pelo menos.

Para contrabalancear estes efeitos, a empresa anunciou férias coletivas em suas fábricas por 21 dias a começar no dia 23/03/20. Por vender grande parte de seus produtos no mercado interno, a empresa também poderá ser impactada pelo estado financeiro do consumidor final e dos lojistas ao final desta crise. Do lado positivo, o real mais desvalorizado certamente diminuirá a concorrência dos tênis importados, que são os principais concorrentes da empresa no mercado brasileiro. Importante frisar que as vendas online da empresa continuam funcionando mesmo neste momento de crise mais aguda.

Assim como fizemos nas outras empresas, o exercício do que significaria para a Vulcabrás ficar sem faturar por três meses mantendo as despesas normais com funcionários, despesas financeiras e investimentos resultou em uma queda de 3,6% no preço alvo da Companhia. É provável que mesmo com a reabertura do comércio, as vendas demorem mais do que isso para se normalizar, mas temos bastante segurança que o impacto no preço da ação foi muito maior, aumentando também o desconto que enxergamos para o preço justo.

Além disso, a empresa tem uma estrutura financeira muito sólida, com caixa líquido e sem necessidades de rolagem de dívida relevante. E com certeza terá pela frente um ambiente competitivo bastante mais favorável ao final desta crise.

As ações da Vulcabrás (VULC3) valorizaram 16,2% no 4º trimestre de 2019.

**BRF**

A BRF apresentou bons resultados no 4T19, confirmando nossas estimativas de que 2019 marcaria um ponto de inflexão nos resultados da Companhia.

A Receita Líquida consolidada teve aumento de 12,1% na comparação anual, sendo beneficiada basicamente por melhores preços tanto na operação brasileira quanto nas exportações. O EBITDA (já ajustado ao efeito líquido positivo de R\$ 89 milhões de ganhos com tributos) atingiu R\$ 1,4 bilhão com margem ajustada de 14,3%. O EBITDA teve um aumento de 2,1 vezes na comparação anual.

Os destaques positivos do trimestre foram as operações do Brasil e Internacionais (ex Halal). A operação brasileira teve uma campanha bem sucedida na venda de produtos natalinos com poucas liquidações, atingindo a maior margem bruta desde o 1T16. Os mercados internacionais (ex Halal) continuaram a se beneficiar dos impactos da Febre Suína na china, com melhores volumes e recorde de margens. Por fim, o mercado Halal apresentou algumas dificuldades no trimestre, como as restrições de embarques para o mercado iraquiano a partir da Turquia e a suspensão da planta de processados de Abu Dhabi para o mercado saudita.

É importante frisar que, desde a divulgação do 4T19, o cenário mundial se alterou profundamente com a disseminação do Coronavírus no mundo. Por isso acreditamos ser importante explicar os impactos que acreditamos que podem existir na empresa.

Por ser uma produtora de itens de primeira necessidade, é normal que a BRF seja menos afetada nestes momentos. As vendas para o *food service* estão sendo afetadas pela proibição do funcionamento dos restaurantes, porém estão sendo mais do que compensadas pelo aumento das vendas para supermercados.

Além disso, as exportações seguem funcionando normalmente, se beneficiando de um real mais desvalorizado e dos impactos que a Febre Suína Africana causou no rebanho suíno da China, fato que deve perdurar por algum tempo. O real mais desvalorizado causou também um aumento no preço dos insumos em reais, que precisará ser compensado com aumentos de preço no mercado interno em algum momento, algo que pode ser um pouco mais difícil a depender do impacto econômico causado pelas paralisações.

De forma geral, acreditamos que a empresa terá pouco impacto em volumes e se beneficiará de um real mais desvalorizado nas exportações. Por outro lado, a empresa terá maiores custos e um consumidor final possivelmente mais fragilizado ao final dos *lockdowns*. Somando tudo não acreditamos, pelo menos no que se consegue projetar agora, em grandes impactos operacionais na empresa.

Fizemos um estudo dos números da Companhia, de como seria um trimestre em que a empresa não faturasse, e continuasse a incorrer despesas normais com funcionários, despesas financeiras e investimentos. Nosso valor justo para a empresa seria impactado em 3%. Além disso, a BRF tem em seu caixa mais linhas de disponibilidade imediata, liquidez suficiente para fazer frente aos vencimentos até o final de 2022.

Embora o preço das ações tenha sido severamente afetado nesta crise, enxergamos que os impactos na BRF não serão de maneira alguma condizentes com este movimento, aumentando ainda mais o desconto para nosso preço justo.

As ações da BRF (BRFS3) desvalorizaram 7,9% no 4º trimestre de 2019.

**Gerdau**

Ao longo do primeiro trimestre montamos uma posição na Gerdau. O movimento foi parecido com o movimento do Itaú. Já acompanhávamos a empresa durante um bom tempo e nos primeiros meses do ano vimos uma conjuntura positiva, que advinha de um real mais desvalorizado e um mercado imobiliário brasileiro que começava a acelerar. Olhando para o preço justo da empresa neste cenário nos pareceu ser uma boa oportunidade e iniciamos aos poucos a montagem de uma posição ainda bastante pequena.

Assim como no caso de investimento de Itaú, fomos pegos no meio do processo com o agravamento da crise do COVID-19 no mundo. De maneira análoga, começamos a sensibilizar cenários de quais seriam os impactos na Gerdau. De um lado teríamos menores volumes em todas as geografias, advindos num primeiro momento do período de quarentena e, possivelmente mais tarde, do cenário recessivo posterior a quarentena. De outro lado também teríamos um real ainda mais desvalorizado que possibilita melhores preços no Brasil (paridade de importação), assim como aumenta a tradução em reais das operações da Gerdau em outros países.

Mais uma vez, ao somarmos todos esses fatores, vimos que o impacto no preço das ações tinha sido muito maior do que o impacto que víamos no valor justo da empresa, fazendo sentido aumentar nossa posição. Tivemos a oportunidade de montar uma posição relevante numa empresa de classe mundial, que possui um balanço extremamente sólido, num momento de real bastante desvalorizado e ainda a preços extremamente atrativos.

As ações da Gerdau (GGBR4) valorizaram 55,7% no 4º trimestre de 2019.

**Rumo**

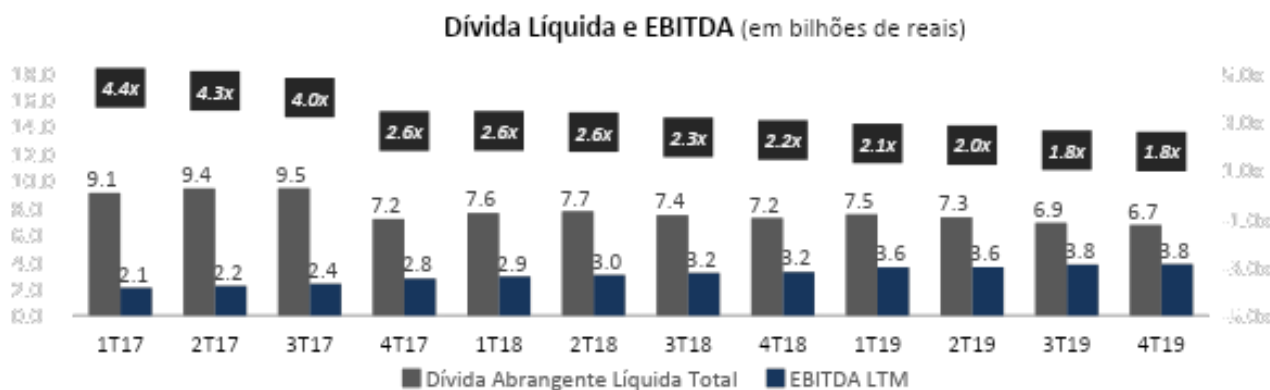
A Rumo apresentou resultado no quarto trimestre com relevantes ganhos operacionais verificados pela expansão da margem EBITDA. O único ponto negativo foi o volume transportado, prejudicado por queda na exportação de soja para a China e falta de disponibilidade de milho em dezembro.

A safra recorde e antecipada de milho, que trouxe volume ao mercado já em junho, permitiu forte crescimento das exportações durante o segundo semestre, com exceção de dezembro. O volume de milho da Rumo cresceu 17% de julho a novembro, mais do que compensando a queda de soja, porém este efeito diminuiu significativamente a disponibilidade de milho para dezembro.

Do lado dos custos, os classificados como variáveis tiveram crescimento em linha com a receita. Ligeiramente prejudicados pelo maior custo logístico (consequência do recente crescimento em volume de fertilizantes), porém beneficiados com queda no consumo de combustíveis. No entanto houve redução do custo fixo que resultou em ganho de margem consolidada para o trimestre.

Em minuciosa avaliação, consideramos que os impactos da recente crise devem ser baixos na empresa. A Rumo possui posição de caixa confortável para atravessar períodos adversos ainda que considerando possíveis dificuldades para obtenção de novos créditos. Bastante dependente de financiamento de terceiros, a Companhia passou por um relevante processo de desalavancagem nos últimos anos, através da expansão do resultado operacional, redução do endividamento líquido e substituição do perfil da dívida para maior prazo e custo de juros menor.

Figura V: Dívida Líquida, EBITDA e Alavancagem da Rumo (R\$ bilhões; exceto quando indicado)



Fonte: Rumo.

Dados recentes não apresentam queda expressiva no volume de soja exportados pelo Mato Grosso nos primeiros dois meses do ano. Outras informações nos mostram que o embarque de soja para a China vem ocorrendo normalmente nas últimas semanas. Estes dados são importantes sinalizadores que a Rumo não deve ter sua receita, e por consequência seu resultado operacional, demasiadamente prejudicados pela crise.

A maior parte do produto transportado são grãos com destino para a China. A probabilidade deste transporte ser gravemente afetada no futuro é baixa, uma vez que isso só aconteceria na hipótese de os chineses reduzirem a demanda por alimentos, principalmente carne. Ao que se avalia no momento, o cenário não parece caminhar para uma mudança estrutural.

A fim de nos trazer ainda mais conforto no investimento na empresa, simulamos o cenário bastante pessimista em que a empresa ficaria um trimestre sem transportar qualquer volume de carga, o que só seria possível em uma hipotética paralisação das atividades portuárias no país, algo que consideramos improvável. Neste cenário, a empresa incorreria com os custos operacionais fixos, administrativos, financeiros e de depreciação em sua totalidade. Como resultado, verificamos que o impacto prejudicaria nosso *target price* (estimativa de valor intrínseco) em apenas 3,0%.

As ações da Rumo (RAIL3) valorizaram 6,5% no 4º trimestre de 2019. Já as ações da Cosan Logística (RLOG3) valorizaram 10,8% no mesmo período.

### **Anima**

A Anima apresentou durante o quarto trimestre mais um passo da evolução que esperamos na Companhia quando iniciamos o investimento.

Observamos uma taxa de evasão de alunos bastante baixa, principalmente se comparada ao histórico da própria empresa. Tal observação, somada aos bons números de captação nos últimos semestres, nos trazem mais confiança da capacidade da empresa de crescer sua base de alunos tanto nas próprias unidades existentes como na expansão de novos *campis* e aquisições de novas marcas.

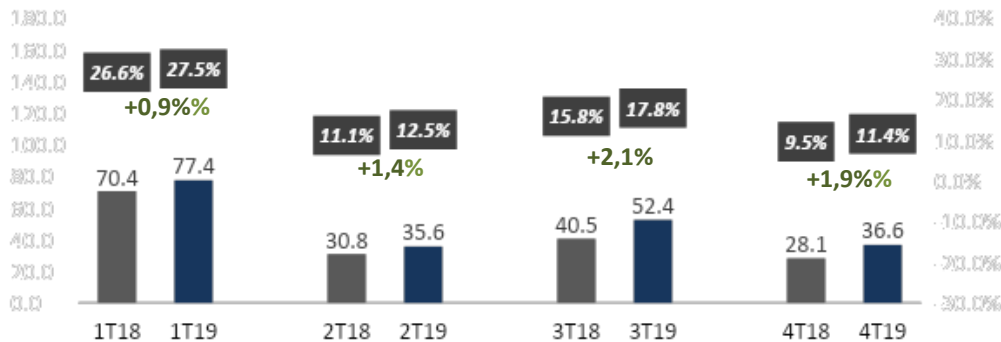
Tratando deste último ponto, nas últimas Cartas relatamos a sequência de aquisições que o grupo vem realizando: a UniAGES no Nordeste, a Unisul em Santa Catarina e a Unicuritiba no Paraná, esta última anunciada em dezembro do ano passado. Com cerca de 5.200 alunos e *ticket* líquido de R\$ 1.300 (maior que



a média da Anima), avaliamos como um movimento positivo devido à capacidade de consolidar o grupo na região Sul do país com boas marcas e integrar áreas administrativas gerando uma eficiência ainda maior.

Por mais um trimestre, observamos com consistência a tendência de crescimento da margem operacional, ainda que um pouco prejudicada por efeitos julgados pela Companhia como não recorrentes. Como consequência de estrutura administrativa mais enxuta e redução do custo de pessoal devido à estratégia de ensalamento de alunos, esperamos que este efeito continue e seja ainda maior nos próximos anos.

Figura VI: EBITDA e Margem EBITDA da Anima (R\$ milhões; %)



Fonte: Anima.

A recente crise iniciada pelo vírus COVID-19, agravada pela permanência das pessoas em suas residências e consequente redução no consumo, deve ter baixo impacto nos resultados de curto prazo da Anima em comparação a outros setores e empresas.

Em conversas e atualizações recentes que tivemos com os diretores da empresa obtivemos a informação que todos os alunos foram movidos para o ensino à distância, principalmente através do uso de ferramentas de videoconferência e streaming de vídeo. Desta forma, as faculdades seguem com as aulas e entrega dos serviços normalmente gerando pouco impacto na Receita. A captação do 1T20 já estava quase finalizada quando do agravamento da situação e, portanto, esta deve também ser pouco impactada.

A Anima realizou ao final de janeiro um processo de emissão de novas ações captando R\$ 1,1 bilhão de reais no mercado, a intenção deste movimento era financiar a aquisição de novas faculdades em regiões que ainda não atua. Este processo fortaleceu o caixa da Companhia de forma a trazer grande conforto de liquidez para atravessar o período adverso. A rápida desvalorização da ação da empresa na Bolsa (em conjunto com todo o mercado acionário) trouxe ainda a oportunidade de gastar parte do caixa, que poderia ser destinado à aquisição de novas faculdades, para aquisição das próprias ações da empresa em operação de recompra a preços muito menores que da emissão. Colocando de forma simples, a empresa emitiu ações em janeiro e recomprou parte delas em março por menos da metade do preço. Do ponto de vista de acionistas de longo prazo julgamos isto como uma excelente alocação de capital.

Os impactos nos custos da empresa devem ser baixos, uma vez que a empresa já possuía estrutura para realização de ensino a distância, sendo necessária apenas a compra de licenças de software adicionais, porém nada que trará muito impacto. Temos convicção que a empresa enfrentará este período sem incorrer grandes prejuízos, restando somente a preocupação com a velocidade da recuperação do ambiente econômico pós-crise e possíveis impactos nos planos de crescimento e de captação futuros.

As ações da Anima (ANIM3) valorizaram 44,1% no 4º trimestre de 2019.

### Vale

Também neste trimestre montamos uma posição na Vale. Este foi um caso um pouco diferente dos últimos dois citados aqui. Também já acompanhamos a empresa há bastante tempo e passamos a observar ainda mais de perto após o acidente de Brumadinho. Naquele momento, embora a queda de preço também tenha sido grande, existiam muitas incertezas quanto ao tamanho dos impactos na operação da empresa e assim preferimos não realizar nenhum investimento.

Conforme o tempo foi passando, as indenizações foram sendo estabelecidas, e o mercado de minério de ferro foi se mostrando extremamente positivo (também pela redução de oferta da própria Vale). Além do preço já estar descontado, o agravamento do coronavírus e conseqüentemente a queda no preço das ações fez com que nosso interesse pela empresa fosse aumentando.

Aliado a queda do preço das ações, estava que o valor intrínseco da Vale seria pouco impactado. De um lado, seus principais clientes, as siderúrgicas chinesas, já estavam voltando a operar quase que normalmente, e de outro lado, um real mais desvalorizado, o que também era benéfico para a empresa (receitas em USD e custos em reais). Nosso maior ponto de atenção era o preço do minério que estava em patamar elevado e poderia sofrer com a desaceleração dos outros países. Contudo, em nossas contas vimos que a queda no preço do minério refletido no preço da ação já era muito maior do que considerávamos razoável.

Neste caso, foi uma oportunidade que surgiu de nos posicionarmos em uma empresa global, líder mundial com o menor custo de produção, baixíssima alavancagem (redução da dívida líquida para zero até o final de 2020), gerando bastante caixa e a preços bastante atrativos.

As ações da Vale (VALE3) valorizaram 12,3% no 4º trimestre de 2019.

### C&A

A C&A tem uma marca amplamente conhecida no Brasil, sendo a 2ª marca mais reconhecida no *top of mind* e com 287 lojas espalhadas pelo país. O propósito da C&A é oferecer vestuários com um bom custo benefício, incluindo roupas, sapatos, acessórios femininos, assim como os *fashiontronics* (celulares e eletrônicos).

A C&A é a terceira maior empresa de varejo de moda do Brasil, com vendas brutas anuais de R\$6,9 bilhões (2019), de modo a ter uma participação próxima de 3,5% do mercado de vestuário. Durante o período do IPO, olhamos com atenção a empresa e decidimos participar com uma posição pequena do IPO da C&A Brasil em outubro, porque percebemos que a companhia tem muitas oportunidades inexploradas como:

- aceleração na abertura de novas lojas (existem hoje 153 shoppings com Renner e/ou Riachuelo, mas sem C&A);
- aumentar a oferta de crédito para seus clientes, de modo que seu consumidor possa gastar um *ticket* maior em suas lojas;
- entrar em novas linhas de produtos, como perfumes, batons e cosméticos em geral; e
- implementação do sistema *push & pull*, de forma a trazer uma maior conversão de vendas e uma maior margem em seus produtos.

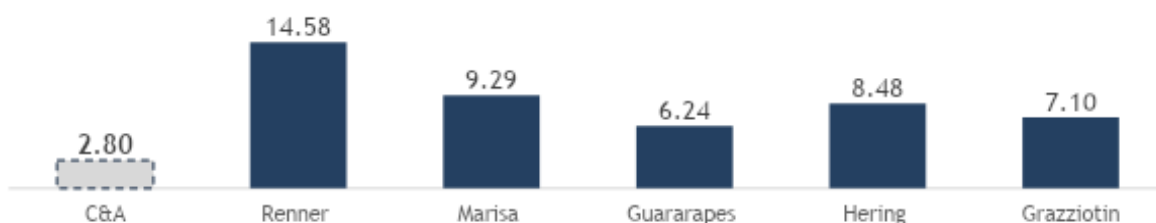
Em 2019, a C&A reportou um resultado dentro das nossas expectativas. Os principais destaques positivos no período foram: i) abertura de 10 novas lojas no ano, um ritmo mais acelerado do que foi observado nos últimos anos; ii) 74 lojas foram reformadas para um novo conceito, chamado CVP (*Customer Value Proposition*) no qual a exposição das mercadorias e o fluxo pela loja torna a experiência do consumidor mais agradável e propícia a compra; iii) projeto piloto do sistema *push & pull* foi implementado para a categoria jeans; e iv) forte crescimento na geração de caixa livre (57,4%) comparado a 2018, em função de uma otimização do capital de giro e a desalavancagem financeira proporcionada em função do capital levantado no IPO. Contudo, percebemos que ainda há uma pressão relevante em sua margem bruta, por conta de um ambiente ainda bastante promocional e com uma maior carga tributária, dado o fim da Lei do Bem.

Acreditamos que a C&A tem um grande potencial de crescimento de lucro para os próximos anos com a implementação das medidas citadas acima. Vale ressaltar que, seus concorrentes já exploram estes pontos há algum tempo, com uma boa rentabilidade e que são totalmente replicáveis.

Em relação ao coronavírus, se hipoteticamente tivermos 90 dias de *Shoppings* e comércio parado, de forma que a Companhia tenha que bancar integralmente com todas as suas despesas fixas como aluguel, condomínio e salários e não tiver nenhuma Receita no período, o impacto no *valuation* seria em torno de R\$ 467 milhões, ou 7% em seu preço-alvo.

As ações da Companhia desde 17 de fevereiro de 2020 (antes do início COVID-19) já acumulam uma perda próxima de 55%. Acreditamos que a precificação foi exagerada, uma vez que a C&A não possui dívida (caixa líquido), tem liquidez imediata e o preço de suas ações está negociando com um desconto de 55% a 80% de seus pares.

Figura VII: Análise de Múltiplos do Setor (*Enterprise Value to EBITDA*)



Fonte: Bloomberg.

As ações da C&A (CEAB3) valorizaram 5,5% no 4º trimestre de 2019.

## JSL

No 4T19, a JSL continuou sua sequência de ótimos resultados nas suas diversas unidades de negócio. A Receita Líquida consolidada da Companhia cresceu 23,5% na comparação anual, advindo principalmente das controladas Movida e Vamos. O EBITDA consolidado cresceu 41,3%, atingindo R\$ 611,2 milhões de reais no trimestre. Por fim o Lucro Líquido da controladora (já descontada a participação dos minoritários na Movida) cresceu 77,4% na comparação anual e atingiu R\$ 80,2 milhões no trimestre.

Como destaques positivos no trimestre, gostaríamos de destacar a taxa de ocupação alcançada pela Movida na sua operação de *Rent a Car*, assim como a melhora na rentabilidade da operação de seminovos. A

Vamos continua sua trajetória de crescimento com rentabilidade, executando o plano de negócios apresentado quando da separação da empresa do grupo.

Quanto aos impactos da recente crise originada pelo novo Coronavírus, acreditamos que as diversas unidades de negócio terão impactos diferentes.

A Vamos deverá ter impactos muito reduzidos em seus resultados devido a 100% das receitas serem advindas de contratos de aluguel de longo prazo, tendo grandes empresas como clientes. É possível que ocorra alguma desaceleração na venda de seminovos, porém no modelo de negócio da Vamos isso é pouco relevante, devido ao longo prazo dos contratos (média de 5 anos), assim como o grande crescimento da empresa nos últimos 3 anos, que faz com que a necessidade de venda de caminhões neste momento seja baixa (baixa idade média da frota).

A JSL logística tem uma operação bastante diversificada entre setores da economia, fazendo com que a necessidade de transportes dos seus clientes não seja totalmente paralisada neste momento. Além disso, nos últimos anos a empresa passou por uma grande transformação nos seus negócios, adotando a utilização de frota terceirizada em grande parte de suas operações, dando bastante flexibilidade nestes momentos de queda de demanda. As operações aonde a frota é própria contam com cláusulas de volume mínimo para manter a rentabilidade do ativo. E por último, a necessidade de venda de ativos nesta operação também é baixa. Será impactada, mas não de forma tão relevante.

Na CS Brasil, grande parte das receitas atualmente advém de contratos de longo prazo em Gestão e Terceirização de Frotas (GTF), que também devem ser pouco afetadas. As operações de transporte municipal de passageiros certamente estão sendo bastante afetadas, porém representam hoje apenas 20% das receitas da CS Brasil.

A Movida deverá ser a mais afetada neste cenário de crise. As operações de *Rent a Car* perderão parte significativa de sua ocupação nos meses que durarem a quarentena. Por ter um ciclo mais curto de venda de ativos, a operação de seminovos também deverá ser bastante afetada neste período.

Naquela mesma linha do impacto que a perda de receitas suscetíveis à crise teria no valor justo da companhia, a redução seria de 7% do que consideramos o valor justo da JSL. É claro que no curso dos últimos dias estamos fazendo as mais diversas análises de sensibilidade para cenários mais negativos, mas não encontramos em nenhum deles a magnitude de perda de valor que a ação teve no mesmo período.

Por último, o Grupo fez nos últimos 2 anos um trabalho importante de redução de alavancagem e alongamento dos seus passivos financeiros, motivo pelo qual acreditamos que a JSL não terá nenhum tipo de problema de liquidez neste período.

As ações da JSL (JSLG3) valorizaram 56,1% no 4º trimestre de 2019.

### Cosan

A Cosan apresentou resultado misto nas diferentes frentes de negócio que compõe o grupo.

No setor de distribuição de combustíveis verificamos bom crescimento do volume vendido nos postos. O setor passa por mudanças no cenário competitivo com distribuidoras regionais ganhando *market share* consistentemente em cima dos três grandes *players*. Reforçamos nossa confiança na estratégia e na execução comercial da Raízen Combustíveis, que conseguiu ganhar participação de mercado e apresentou crescimento de volume vendido bastante superior aos principais competidores. Este cenário competitivo

que está se formando afeta a margem da empresa, ainda que esteja bastante mais eficiente do ponto de vista de controle de custos e trabalhando bem a arbitragem de preços através da importação de combustíveis. O *spread* de preço entre a compra e a venda do combustível é menor hoje em comparação ao nível que verificávamos alguns anos atrás.

A operação integrada de refino e distribuição de combustíveis na Argentina foi afetada pela instabilidade política e econômica com desvalorização da moeda, aumento da taxa de juros e alta na inflação. Houve ainda a decisão do governo de congelar os preços do petróleo e de combustíveis por 90 dias. Sendo assim, apesar de ter o preço de venda de seus produtos congelados, a refinaria consumiu óleo cru a preços também congelados resultando em margem operacional favorável para a Companhia e reportando EBITDA bastante satisfatório de USD 80 milhões no trimestre.

A operação de lubrificantes Moove apresentou mais um excelente trimestre com volume vendido crescendo 13% e EBITDA 37% maior que no quarto trimestre do ano anterior, resultado de melhor desempenho operacional em todos os mercados de atuação.

A Comgás obteve resultado bastante positivo no quarto trimestre. Ainda que tenha havido queda no volume vendido para clientes industriais e automotivos, a perda de volume foi em parte compensada pela conexão de novos consumidores comerciais e residenciais. Acreditamos que este volume será recuperado com a redução do preço da molécula que deve ocorrer tanto pelo menor preço de *commodities* energéticas como pelo aumento da eficiência em toda cadeia do gás conforme os planos anunciados do governo.

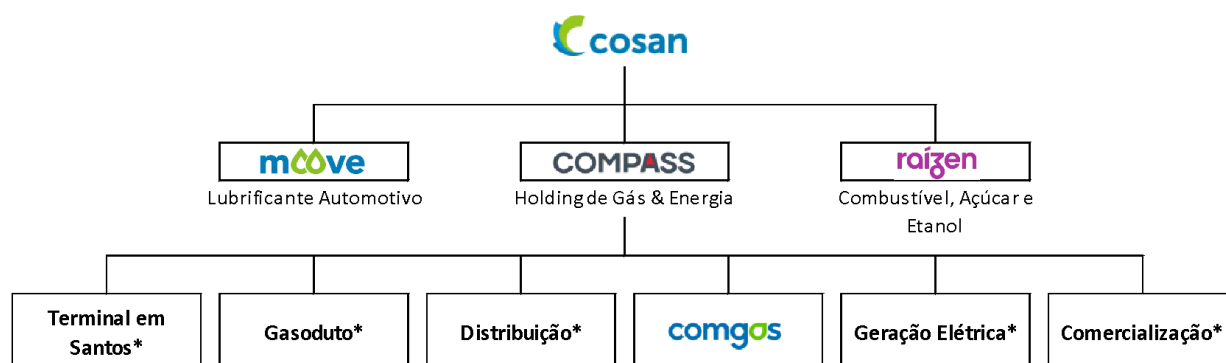
O segmento de açúcar e etanol encerrou o último período de moagem apresentando crescimento de 3% no volume de cana moído em relação à safra anterior. Impulsionado pelo maior preço das *commodities*, a empresa aumentou o volume vendido em relação ao quarto trimestre da safra passada, porém ainda segue com estoque elevado para comercializar durante o período da entressafra. O maior custo da cana-de-açúcar fornecida por terceiros e arrendamentos de terras impactou o custo caixa dos produtos próprios vendidos. A administração reconhece estas fraquezas, confirma que a produtividade está abaixo do ideal e afirma estar concentrando esforços para corrigir as ineficiências.

Em reunião recente com investidores, a Cosan apresentou diversas informações sobre o plano de expansão da empresa para novos mercados. O grupo hoje possui um portfólio de empresas em estágio de maturidade e forte geração de caixa. O direcionamento estratégico da Companhia para o futuro é alocar estes recursos na aquisição e construção de novos negócios relacionados a matriz energética do gás natural.

É notável o desenvolvimento que o país vem tendo na descoberta e na exploração de novas bacias energéticas com estoque de gás natural, assim como o subdesenvolvimento da infraestrutura relacionado a esta energia no nosso território. O Governo brasileiro sinaliza intenção de ampliar o uso da matriz de gás natural, tido como um recurso estratégico e propulsor da atividade industrial em outras nações.

A Cosan, que já possui conhecimento de distribuição de gás natural encanado, vem se preparando para aumentar sua atuação neste setor. Conforme apresentado pela a empresa, a intenção é **i)** adquirir e desenvolver novas distribuidoras de gás no Brasil, além do território da Comgás; **ii)** construir um terminal no Porto de Santos para receber importação de gás LNG transportado por navios; **iii)** construir um gasoduto entre a Baía de Santos e a costa do estado de São Paulo; **iv)** construção de termelétricas para produzir energia elétrica através da queima do gás natural; e **v)** aumentar a atuação como comercializadora de contratos de entrega de recursos energéticos, principalmente gás natural.

Figura IV: Estrutura de Negócios da Cosan



\* Negócios que o grupo planeja desenvolver no futuro

Fonte: Cosan.

Estes projetos dependem de relevantes recursos financeiros para investimento, seleção e acordo com parceiros estratégicos, além de aprovações governamentais dependentes de diversas instâncias e prolongado tempo de construção. Considerando as oportunidades existentes neste setor, além do histórico do Grupo de boa execução operacional e alocação de recursos financeiros, enxergamos com viés otimista esta estratégia da Cosan.

A recente crise relacionada ao vírus deve ter impacto diferente nas várias atividades do grupo e consideramos haver confortável posição de liquidez e alavancagem financeira para atravessar o período adverso sem severas consequências para o longo prazo.

De acordo com informações recentes sobre os mercados de atuação da empresa, acreditamos que o mercado de distribuição de combustíveis deve se reduzir durante o período de quarentena para cerca de 50% do volume vendido normalmente. As vendas de açúcar e etanol devem ser reduzidas e o volume de gás encanado consumido por comércio, indústria e automóveis também devem ser prejudicados.

Em uma simulação de um cenário bastante pessimista em que a empresa teria a interrupção na Receita por 3 meses de venda de combustíveis, açúcar, álcool e lubrificantes, porém incorrendo com custos fixos, administrativos, financeiros e de depreciação obtivemos que nossa estimativa de valor da empresa (*target price*) seria afetada em aproximadamente 2,8%.

As ações da Cosan (CSAN3) valorizaram 30,8% no 4º trimestre de 2019. Já as ações da Cosan Limited (CZZ) valorizaram 48,4% no mesmo período.

**Rentabilidade dos Fundos**

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

Rentabilidade	12 MESES*	3 ANOS*	4 ANOS*	5 ANOS*	10 ANOS*	15 ANOS*	PATRIMÔNIO LÍQ.*
Guepardo FIC FIA <sup>1</sup>	8,7%	31,5%	52,1%	20,0%	104,5%	602,4%	R\$ 53.828.801,54
Guepardo C FIC FIA <sup>2</sup>	6,7%	25,2%	46,1%	14,9%	83,1%	354,9%	R\$ 15.531.964,17
Guepardo Institucional FIC FIA	6,4%	25,1%	45,3%	14,3%	65,1%	-	R\$ 223.963.171,94
Guepardo Allocation FIC FIA <sup>1</sup>	8,0%	29,5%	49,2%	17,6%	100,9%	-	R\$ 43.792.838,57
Ibovespa	-23,5%	12,4%	45,9%	42,8%	3,8%	174,8%	
IGP-M + 6% a.a.	13,3%	37,3%	52,7%	80,7%	231,6%	447,3%	
IPCA + 5% a.a.	6,9%	26,0%	38,4%	59,1%	178,9%	347,9%	
CDI	5,4%	21,5%	38,2%	57,2%	151,9%	366,2%	

\*Data Base: 31/03/2020

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