



Caros investidores,

Nessa introdução da carta, gostaríamos de compartilhar com vocês o nosso investimento em Simpar (antiga JSL). Apresentar o longo histórico da tese, a importância da visão de longo prazo, a importância de delegar seu investimento para uma gestão profissional e também a importância do alinhamento de interesses entre a gestora, através de investimentos próprios, e dos cotistas.

Introdução

O investimento na Simpar (ex-JSL) iniciou-se em 2012. Nesse momento, a Simpar já possuía os negócios que possui atualmente (frota, logística, aluguel de caminhões e máquinas agrícolas, concessionária e a CS Brasil), porém todos dentro de uma só empresa, ainda que esses negócios fossem muito menores do que atualmente.

No início do investimento, o grande ativo na nossa visão era o braço logístico. A empresa possuía diversas vantagens competitivas:

- Contratos de longo prazo;
- Grandes clientes com baixo risco de inadimplência;
- Conhecimento técnico melhor do que seus concorrentes;
- Maior comprador de caminhões e um dos maiores compradores de carros do mercado (melhores preços devido ao poder de compra);
- Longo histórico de operação; e
- Alinhamento de interesses (empresa familiar com mais de 70% do número de ações e praticamente 100% do seu patrimônio investido na Simpar).

Ao longo dos primeiros dois anos de investimento, o preço da ação da Simpar ficou praticamente de lado, em linha com o Ibovespa. Isso não é algo que nos incomoda, pois possuímos uma visão de longo prazo e, por acompanhar de perto a empresa, entendíamos que estávamos corretos na tese.

Movida

No ano de 2013, a Simpar anunciou a compra da Movida. Na nossa carta do 4º trimestre de 2013 fizemos o seguinte comentário:

No dia 29 de novembro a JSL anunciou que concluiu com êxito a aquisição da Movida Locação de Veículos Ltda. Apesar de pequena para o porte da JSL (R\$ 62,4M) acreditamos que a nova empresa tenha grande valor estratégico. A partir de agora a JSL pode oferecer locações diárias de veículos para seus clientes, complementando seu portfólio de serviços e aumentando ainda mais seu poder de compra junto aos fornecedores.

Fonte: Carta aos Investidores - 4º trimestre 2013

A nossa visão sobre a Movida estava correta. Hoje, a empresa é reconhecida nacionalmente. No início poucos investidores acreditaram na tese de investimentos e muitos viram o investimento realizado na compra de carros para o crescimento da Movida como um movimento errado da Simpar. Acreditávamos tanto na tese que entramos no IPO da empresa, sendo o segundo maior alocador. Já realizamos o

desinvestimento em Movida, com uma TIR (taxa interna de retorno) de aproximadamente 31% a.a. ao longo de dois anos de investimento.

O investimento realizado na compra de veículos, principalmente entre 2014 e 2018, fez com que a alavancagem da Simpar ficasse alta, fazendo com que investidores vendessem suas ações e impedindo novos investidores de comprarem essa tese de investimento.

A Guepardo tem como principal foco manter uma proximidade com a gestão da empresa e outros *stakeholders* ao longo de todo o investimento. Na nossa carta trimestral do 3º trimestre de 2015 mencionamos o seguinte:

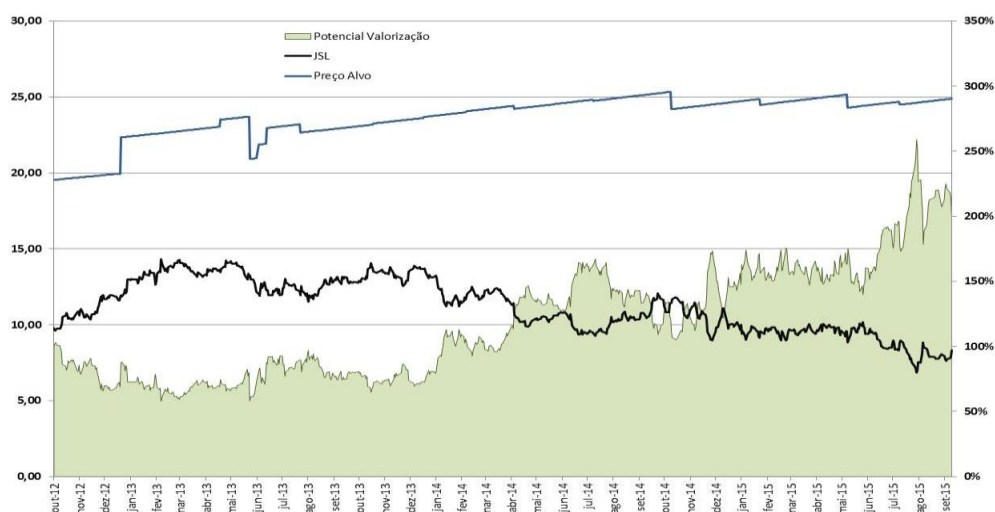
Um exemplo claro para nós de erro de precificação do ativo é a JSL (JSLG3). Uma empresa que tem entregado crescimento recorrente de receita e, principalmente, de EBITDA (conforme gráficos abaixo), mas cuja ação se desvalorizou no período.

A empresa operacionalmente está melhor que em 2010, além de uma alavancagem semelhante e com novos negócios que estão se apresentando como geradores de valor para a empresa. É verdade que o crescimento deste EBITDA veio acompanhado de investimentos em novos contratos, porém, entendemos que esses contratos são até mais lucrativos dos que os antigos e com isso a empresa continuará sua trajetória de melhora do retorno sobre o capital investido. Um desses investimentos foi desenvolver praticamente do zero a marca Movida, a qual em apenas dois anos, se transformou na segunda maior empresa de aluguel de veículos leves do Brasil.

Fonte: Carta aos Investidores - 3º trimestre 2015

Nesse período, mesmo a empresa entregando e o nosso valor intrínseco da empresa subindo, infelizmente o preço da ação continuava sua trajetória de queda. Desde o início do nosso investimento, a ação havia perdido 15% do seu valor em três anos. Um investidor amador teria uma grande possibilidade de desistir da tese, já que a ação não havia subido conforme ele esperava. Isso é o grande diferencial de uma gestão profissional de investimentos. No gráfico abaixo, no eixo da esquerda temos o valor da ação (em preto), o nosso preço alvo da empresa já trazido a valor presente na data (em azul) e no eixo da direita o potencial de valorização do ativo (preço alvo / preço da ação).

Figura I: Preço da Ação vs. Preço-Alvo da Ação vs. Potencial de Valorização



Fonte: Guepardo Investimentos.

Existe uma grande diferença para nós entre o preço da ação e o valor de uma empresa. Muitas vezes ambos caminham para o mesmo lado, porém por inúmeras vezes caminham diametralmente oposto. Isso não é algo que nos chateia. Pelo contrário. Se isso não ocorresse, uma parte do nosso retorno não existiria.

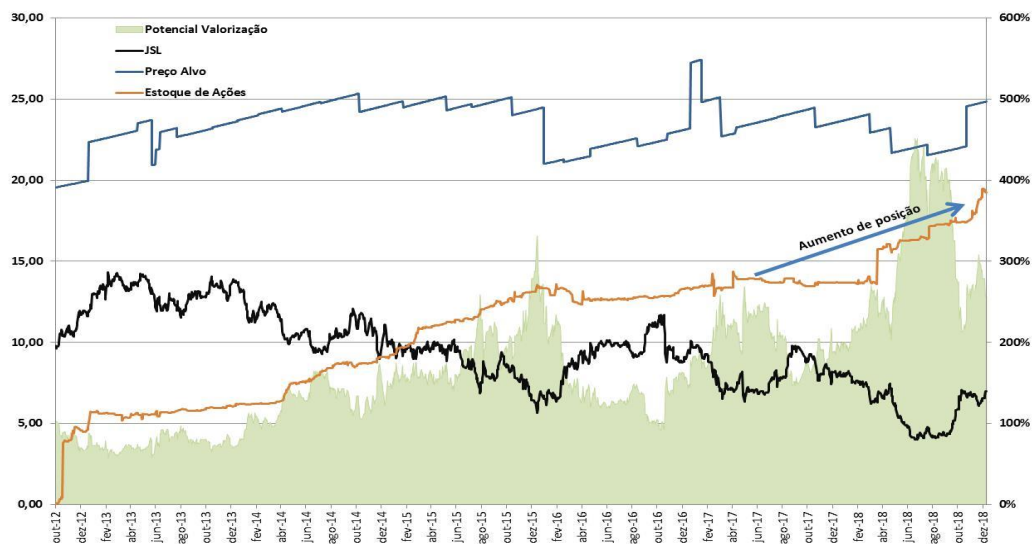
No 3º trimestre de 2016 deixamos claro que a empresa seguia para um novo ciclo de geração de caixa e de redução de alavancagem.

Esperamos uma aceleração do movimento de queda dos juros em janeiro de 2017 e também ao longo do ano de 2017, o que fará com que as despesas financeiras da JSL caiam rapidamente, aumentando assim a geração de caixa e o Lucro Líquido da companhia trimestre após trimestre.

Fonte: Carta aos Investidores - 3º trimestre 2016.

Isso era uma excelente notícia, porém ao longo do ano de 2017 até a metade do ano de 2018, a trajetória de queda das ações continuou mesmo com esse início gradual de geração de caixa e desalavancagem. Para nós, que temos uma visão de longo prazo, criou-se mais uma oportunidade para aumentarmos o nosso investimento, atingindo um patamar de número de ações por cota do fundo em meados de 2018 ainda maior e chegando próximo ao nosso limite de concentração. Nesse período, a ação chegou a negociar a R\$4,00 quando nosso preço justo estava próximo a R\$22,00. No gráfico abaixo, demonstramos novamente o comportamento da ação, do preço justo, do potencial de valorização e adicionamos o nosso estoque de ação por cota do fundo, demonstrando como fomos aumentando a posição ao longo da queda.

Figura II: Preço da Ação vs. Preço-Alvo da Ação vs. Potencial de Valorização vs. Estoque de Ações

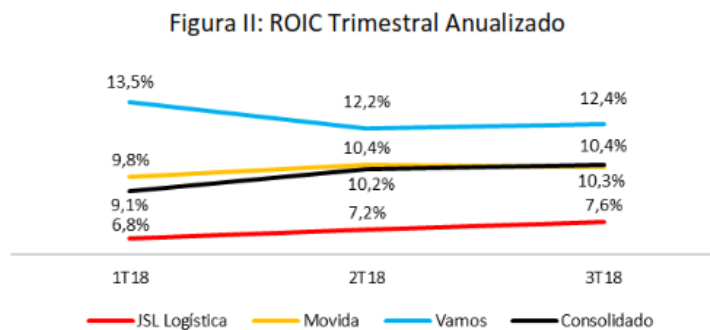


Fonte: Guepardo Investimentos.

A partir do 1º trimestre de 2018, além da criação da Movida, a Simpar começou a divulgar em separado a operação da Vamos, empresa de aluguel de caminhões, máquinas e equipamentos. Na nossa visão, a Vamos era outra empresa de excelente qualidade que o mercado não dedicava merecida atenção. Potencial de crescimento alto, pouquíssimos concorrentes e Retorno sobre o Patrimônio muito elevado (acima ou próximo a 20% a.a.) formando a combinação ideal para um bom investimento.

Na nossa carta trimestral do 3º trimestre de 2018, comentamos novamente sobre os excelentes resultados da JSL, além de falarmos pontualmente da VAMOS e apresentarmos o ROIC de cada operação separado.

A JSL apresentou excelentes resultados no 3º trimestre de 2018, demonstrando melhora de rentabilidade em todas suas unidades de negócio. A operação de logística está consolidando seu novo patamar de rentabilidade, revertendo os efeitos de queda de volume e preços depreciados sentidos na crise dos últimos três anos. A Vamos¹ continua a **crescer com rentabilidade, demonstrando a resiliência e previsibilidade do seu modelo de negócios**. Já a Movida mantém sua trajetória contínua de melhora nos resultados.



Fonte: JSL.

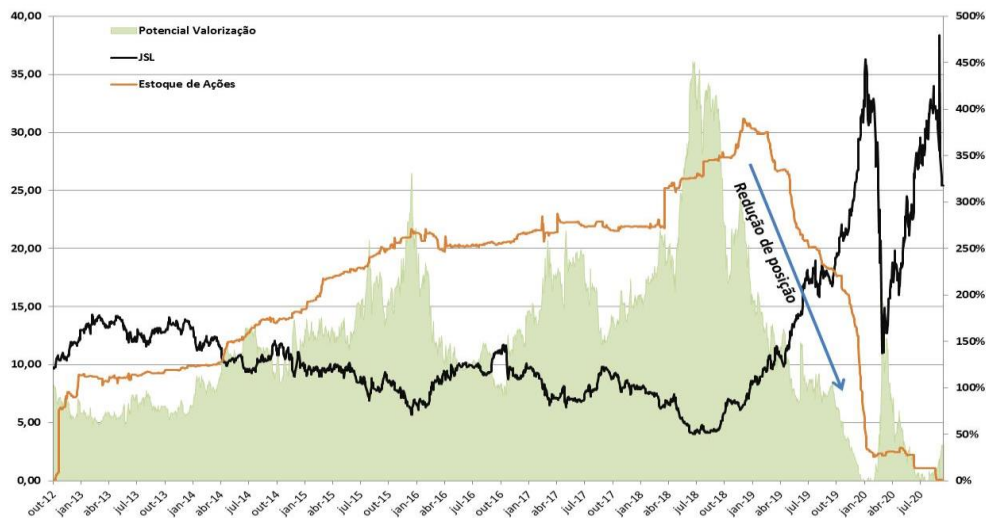
Fonte: Carta aos Investidores - 3º trimestre 2018.

No início de 2019, a empresa informou ao mercado a sua intenção de realizar o IPO da Vamos, o que víamos com bons olhos (investiríamos na Vamos caso saísse sua Oferta). Para a Simpar, esse IPO, mesmo que abaixo do preço justo, seria muito bom, pois ajudaria o mercado a entender cada empresa em separado e no final transformar a Simpar em uma *holding* de empresas, que foi como nós da gestora sempre vimos a JSLG3 (atualmente SIMH3). Infelizmente (ou felizmente) o mercado novamente não deu a devida atenção à empresa e ao IPO, mesmo muito abaixo do que julgávamos o valor justo, impossibilitando a Oferta no último dia. No final do investimento ficamos satisfeitos em não ter ocorrido o IPO. Quem perdeu foi o mercado, pois a VAMOS conseguiu sem o dinheiro da Oferta de Ações crescer e obter um lucro maior que aquele apresentado no projeto do IPO (algo que é extremamente raro!). No final, foi melhor para a empresa não ter seguido adiante com o plano de abrir Capital.

Importância da visão de longo prazo e confiança

Se olharmos o gráfico da cotação da Simpar (SIMH3) desde o início até agosto de 2018, veríamos uma empresa que praticamente dividiu por 3 seu preço de ação. Lendo as cartas trimestrais da gestora, se teria uma visão completamente oposta ao preço da ação. Após agosto de 2018, o valor da ação da Simpar subiu de R\$4,00 para R\$36,00, nosso preço alvo na época, em apenas 17 meses. Novamente destacamos a necessidade do gestor profissional. Note como ao longo da valorização da ação, a Guepardo foi reduzindo sua posição dado que o potencial de valorização era menor. Do mesmo jeito que um investidor amador não sabendo o motivo da queda de um papel vende o mesmo, quando em muitos casos a decisão a ser tomada era exatamente o oposto, na alta da ação ocorre algo semelhante - *stop gain* - onde o investidor sem conhecer o valor justo do ativo acredita que subir 50% (de R\$4,00 para R\$6,00) já estava excelente, quando na verdade era apenas o começo do movimento.

Figura III: Preço da Ação vs. Preço-Alvo da Ação vs. Potencial de Valorização vs. Estoque de Ações



Fonte: Guepardo Investimentos.

Infelizmente não podemos controlar o humor do mercado e muito menos obrigar o mercado a entender o que entendemos ou acreditar no que acreditamos. Por esse motivo, a gestora tem dois postulados muito importantes que são a **não alavancagem** e também uma **visão de longo prazo** nos investimentos. Adorariamos que os investimentos maturassem rapidamente, fazendo com que a TIR (taxa interna de retorno) do Fundo ficasse ainda maior, mas sempre nos preparamos para aguardar 10 anos para o atingimento do valor justo. Torça pelo melhor e esteja pronto para o pior.

Mesmo o investimento em Simpar tendo demorado mais de 8 anos entre o seu início e sua maturação, a Taxa Interna de Retorno desse investimento foi de aproximadamente **18,8% a.a.**, o que é um excelente retorno, dado que o CDI nesse período deu um retorno de **9,9% a.a.** (190% do CDI em 8 anos).

Resultados das Empresas Investidas

ITAU

O Itau apresentou bons resultados no 3T20, continuando o que acreditamos ser uma trajetória sustentável de retorno a níveis recorrentes de rentabilidade, principalmente devido à queda dos níveis de provisionamento para devedores duvidosos.

O Lucro Líquido recorrente atingiu R\$ 5,03bi, com queda de 30% na comparação anual, atingindo ROE anualizado de 15,7%. Embora seja uma queda expressiva de lucros já é possível observar um avanço de 20% na comparação com o trimestre anterior.

O trimestre foi marcado por uma recuperação nos níveis de atividade com consequente aceleração na carteira de crédito e nas tarifas cobradas pelo banco. A queda do lucro pode ser majoritariamente explicada por um nível de provisionamento ainda acima do normal, uma decisão do banco para arcar com os prováveis não pagamentos de empréstimo no futuro advindos da pandemia.

Embora seja difícil precisar o montante exato de provisões adicionais que serão necessárias nesta crise, acreditamos que grande parte do ajuste já foi feito, criando as condições para que o lucro líquido do banco continue a crescer nos próximos trimestres.

Além disso, o Itau também anunciou que está em estudos avançados para distribuir parte relevante do seu investimento na XP a seus acionistas. Acreditamos que este seja um ótimo movimento que possibilitará aos acionistas decidirem se desejam continuar sócios da XP ou desinvestir. A separação em duas empresas deixa evidente o quão descontado o Banco Itau (ex-XP) se encontra.

As ações da Itaú (ITUB4) desvalorizaram 20,0% nos onze primeiros meses de 2020.

Vulcabras

O resultado da Vulcabras no 3T20 apresentou excelente recuperação, superando inclusive o mesmo período do ano passado, puxado principalmente pelas melhores vendas de calçados esportivos. A Receita Líquida teve crescimento de 6,5% na comparação com o mesmo trimestre de 2019, se recuperando totalmente dos impactos da pandemia de Covid-19.

Mesmo vendendo alguns produtos fabricados no 2T20 que carregavam custos maiores dado uma menor produção e, portanto, maior custo por par, a empresa conseguiu entregar bons níveis de rentabilidade, apresentando crescimento de EBITDA ajustado de 14% contra o mesmo período do ano passado.

Ainda mais importante do que os bons resultados alcançados neste trimestre foram as movimentações estratégicas que a empresa fez nos últimos meses. Ao longo do terceiro trimestre a Vulcabras anunciou a aquisição das operações da Mizuno no Brasil, se tornando a operadora desta marca no país e, em paralelo, a empresa licenciou sua marca de calçados femininos, Azaleia, para a Grendene, mostrando um foco no seu *core business*, algo muito importante para nós.

Acreditamos que estes dois movimentos irão proporcionar a companhia um maior foco no seu principal mercado (calçados esportivos), permitindo a Companhia a obter maiores crescimento e margens neste segmento.

Estes dois movimentos, somados ao licenciamento da Nike no Brasil para Centauro e à grande desvalorização do real dos últimos 24 meses, devem permitir a empresa melhorar significativamente seus resultados, fazendo com que a melhora alcançada no 3T20 seja apenas o começo de uma trajetória de melhores resultados à frente.

As ações da Vulcabrás (VULC3) desvalorizaram 22,5% nos onze primeiros meses de 2020.

Klabin

A Klabin apresentou novamente excelentes resultados no 3T20, demonstrando sua capacidade de navegar bem por cenários difíceis como o que estamos passando, com flexibilidade de produtos e mercados e para conseguir explorar as oportunidades mais rentáveis em cada momento.

A Receita Líquida da Companhia atingiu R\$ 3,1bi, com crescimento de 25% na comparação anual. Este aumento foi explicado tanto por melhores volumes como por maiores preços. O EBITDA ajustado para efeitos não recorrentes teve crescimento de 59% na comparação anual, puxado por melhores preços e uma boa performance em custos.

Acreditamos que a empresa continuará a se beneficiar de tendências seculares positivas para seus principais produtos de embalagem, como crescimento do comércio eletrônico e substituição de embalagens de plástico por embalagens de papel, que são menos poluentes.

Além disso, acreditamos numa recuperação de preços de celulose nos próximos meses, impactando positivamente os resultados da empresa. Por último, a primeira fase do projeto PUMA II terá início em 2021, beneficiando os resultados da Klabin e contribuindo com seu processo de redução de alavancagem financeira.

As ações da Klabin (KLBN11) valorizaram 36,4% nos onze primeiros meses de 2020.

BRF

A BRF apresentou bons resultados no 3T20 tendo ainda a operação brasileira e as exportações pra Ásia como os destaques positivos do trimestre.

A Receita Líquida consolidada teve aumento de 17,5% na comparação anual, sendo beneficiada principalmente por melhores preços tanto na exportação como no mercado interno. O EBITDA ajustado pelos gastos não recorrentes relacionados a pandemia da COVID 19 atingiu R\$ 1,46 Bilhão com margem ajustada de 14,7%.

A operação brasileira continuou a surpreender positivamente, com o volume de alimentos processados, crescendo 7,9% na comparação anual. Porém, o principal ponto positivo foi o aumento de 16,8% no preço médio na comparação anual. Estes aumentos de preço são necessários para manter as margens da Companhia no atual cenário de aumento de preço nos grãos.

Apesar do aumento no custo dos insumos ser bastante relevante, acreditamos que a empresa terá capacidade de mitigar tais fatores. É importante considerar que pela sua escala e capacidade de compra e armazenagem diferenciadas, a BRF está em posição bastante privilegiada frente a seus concorrentes. Isso faz com que a empresa possa até ganhar competitividade neste momento de aumento de custo. Além disso, o cenário de preços das proteínas concorrentes (suínos e bovinos) também é de forte alta, facilitando o repasse de preços.

O mercado da Ásia continuou a apresentar margens muito favoráveis, sendo favorecido pela queda do rebanho suíno chinês que foi duramente afetado pela Febre Suína Africana. Este é um assunto que já comentamos em cartas anteriores e que deve continuar a beneficiar a BRF nos próximos períodos.

O mercado de distribuição direta no Oriente Médio, que tinha sido afetado durante pela pandemia, já começou a mostrar sinais de recuperação. Acreditamos que esta recuperação deve continuar nos próximos trimestres à medida que o mercado de *food service* nestes países se normalize.

Em resumo, vemos a BRF muito bem posicionada para passar pelo recente aumento de custos e acreditamos em bons resultados nos próximos períodos. A proteção cambial que a empresa realiza visando variações de curto prazo (12 meses) do câmbio está cada vez mais próxima do valor atual do câmbio, fazendo com que a desvalorização cambial seja integralmente refletida nos resultados da Companhia.

As ações da BRF (BRFS3) desvalorizaram 37,4% nos onze primeiros meses de 2020.

Gerdau

A Gerdau apresentou resultados excelentes no 3T20, bastante acima das nossas expectativas e também do consenso de mercado. O principal ponto positivo foi o mercado brasileiro que apresentou grande crescimento de volumes e preços.

A Receita Líquida alcançou R\$ 12,2bi, com crescimento de 23% sobre o mesmo período do ano passado. Já o EBITDA ajustado atingiu R\$ 2,1bi, crescendo 46% contra o 3T19. Cabe ressaltar que este é o melhor EBITDA registrado em um trimestre desde 2008.

O volume de aço vendido no mercado interno brasileiro cresceu 26% na comparação anual, puxado tanto por planos como por longos. A Gerdau foi muito ágil em notar a retomada rápida na demanda e foi uma das primeiras siderúrgicas a religar seus fornos e retomar suas operações. Isso fez com que a empresa tivesse produto disponível para venda no momento mais aquecido do mercado.

A operação norte-americana apresentou resultados estáveis em dólares, com consequente ganho quando convertidas para reais. As operações da América do Sul e Aços Especiais continuaram a se recuperar dos impactos sofridos durante a pandemia.

Importante ressaltar que parte da demanda vista neste trimestre deveu-se a distribuidores recompondo estoque e, portanto, é normal que haja uma acomodação nos próximos trimestres. Contudo, parte substancial dos aumentos de preços implementados na unidade brasileira ainda não passaram pelos resultados, e devem continuar a impactar positivamente os próximos trimestres.

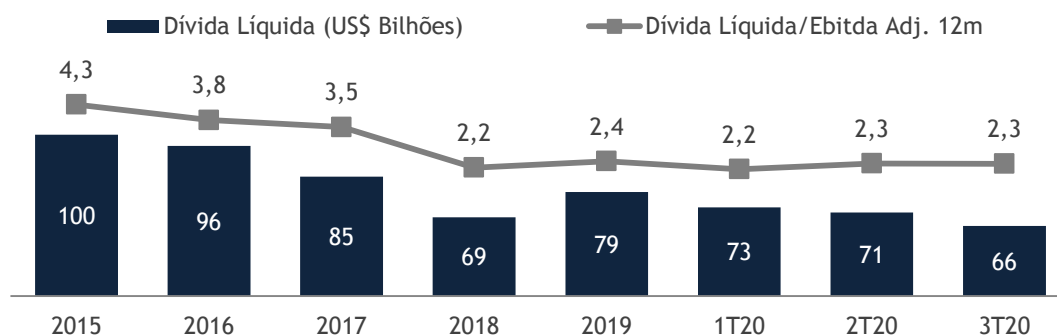
Seguimos bastante confiantes em nosso investimento e na dinâmica operacional da empresa para os próximos trimestres. A combinação de juros baixos no Brasil além de demanda aquecida em seus principais mercados e também um real mais desvalorizado deve seguir beneficiando os resultados da Gerdau.

As ações da Gerdau (GGBR4) valorizaram 13,8% nos onze primeiros meses de 2020.

Petrobras

A Petrobras apresentou uma forte geração de caixa no 3T20, mesmo diante de preços de petróleo mais baixo. A Companhia segue com sua agenda transformacional, incluindo a venda de ativos que não são estratégicos ao negócio, totalmente focada na redução de sua alavancagem financeira e na redução de despesas e custos.

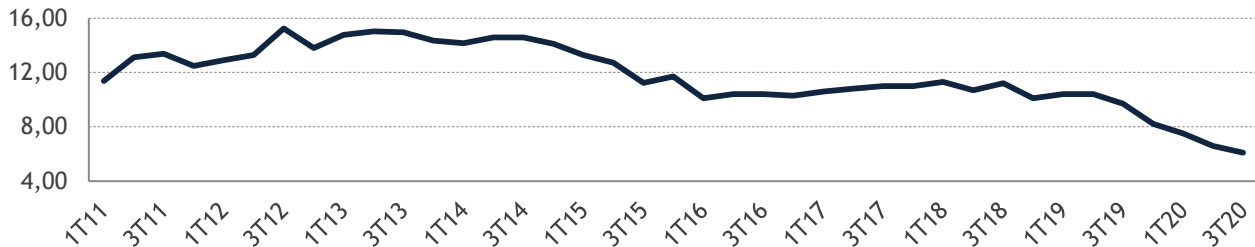
Figura IV: Dívida Líquida e Alavancagem (US\$bi)



Fonte: Dados da Companhia

Os ativos do pré-sal continuam surpreendendo positivamente por mais um trimestre consecutivo. A Companhia apresentou redução em seu custo de extração e recordes de produção. A produção de petróleo nos campos do pré-sal cresceu tanto na comparação trimestral quanto anual (8,1% vs 2T20 e 20,8% vs 3T19).

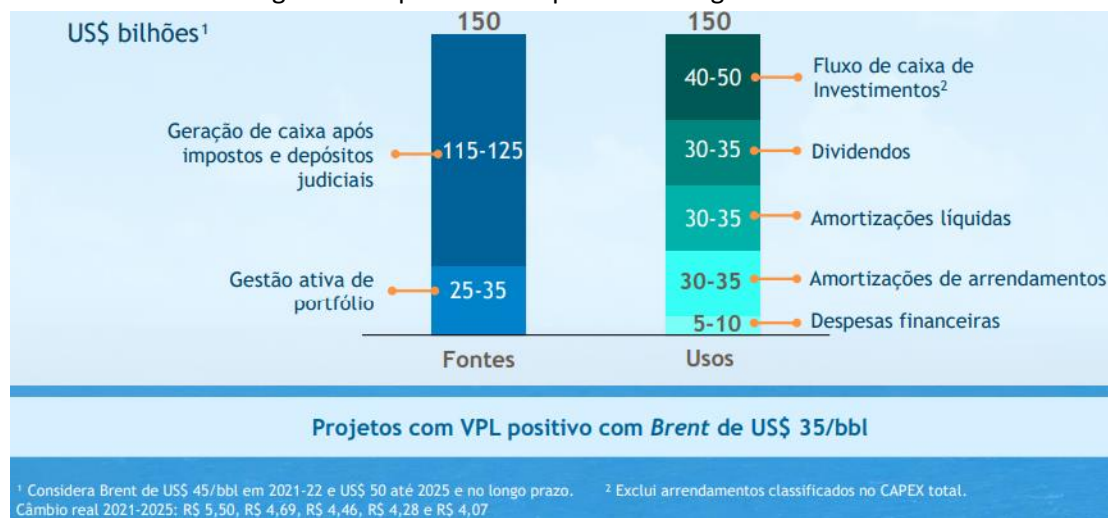
Figura V: Custo de Extração (US\$)



Fonte: Dados da Companhia

No final de novembro, a Petrobras apresentou o seu novo plano estratégico de 2021 - 2025. O plano segue com a prioridade de geração de valor ao acionista em detrimento de crescimento. O novo plano tem uma política de investimento mais conservadora, tendo como prioridade os campos do pré-sal, em especial, o campo de Búzios. A companhia segue com sua agenda de desinvestimentos em ativos que não são estratégicos ao negócio, como a venda de metade da capacidade de seu parque de refino e diversos campos maduros nas regiões de terra e águas rasas, com foco na redução de seu endividamento.

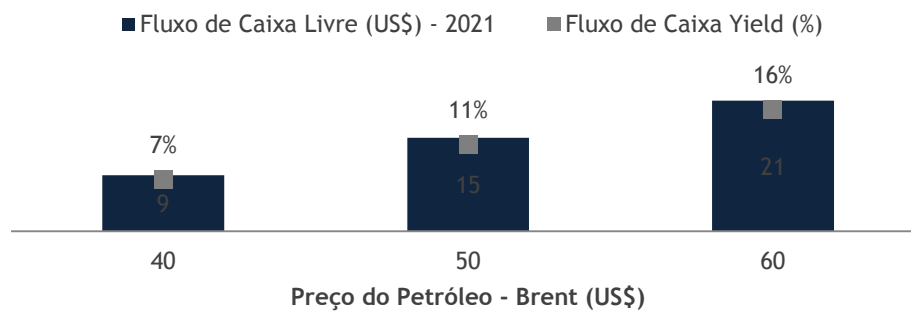
Figura VI: Expectativa do plano estratégico 2021-2025



Fonte: Dados da Companhia

Para os próximos cinco anos, a Petrobras poderá pagar altos dividendos aos seus acionistas. Considerando as premissas apresentadas em seu plano estratégico, estamos falando de uma distribuição de dividendos de 10% ao ano ao acionista. Já em 2021, dependendo do preço do petróleo, ela poderá vir a ter uma forte geração de caixa e consequentemente iniciar um ciclo virtuoso de bons dividendos.

Figura VII: Fluxo de Caixa Livre vs. Fluxo de Caixa Yield vs. Preço do Petróleo – Brent (US\$)



Fonte: Projeções da própria Companhia.

Entendemos que o trabalho interno de criação de valor ao acionista que vem sendo realizado na Petrobras sustenta uma visão positiva para o caso de investimento. Acreditamos que o preço de suas ações apresenta um grande desconto em relação ao seu valor intrínseco.

As ações ordinárias (PETR3) e preferenciais (PETR4) de Petrobrás desvalorizaram 19,3% e 17,5% nos onze primeiros meses de 2020, respectivamente.

Rumo

A Rumo apresentou resultado mediano no terceiro trimestre. O volume transportado cresceu 1% em relação ao ano passado, com destaque para o crescimento da diversificação em outros produtos. Estes efeitos, em conjunto com competição nas rotas de exportação do Mato Grosso e combustível em preço mais competitivo, levaram à redução no preço do frete ferroviário e ao consequente impacto na receita e margem operacional da companhia. O EBITDA da empresa foi 7,7% menor em relação ao ano passado, com redução de 4,3% na margem.

Conforme mencionado, a tarifa média de transporte consolidada foi menor em 4,2% no trimestre. Verificamos impacto ainda maior na operação da Malha Norte (que compreende o estado do Mato Grosso e São Paulo), com redução de 7,3%. Acreditamos que a preocupação com este componente do resultado da empresa tem impactado a percepção de alguns agentes formadores de preço do mercado de capitais, e contribuído para o baixo desempenho das ações da companhia nos últimos meses. Na tabela a seguir apresentamos um resumo de nosso estudo sobre a situação.

Figura VIII: Estudo do Efeito “Redução da Tarifa Média de Transporte da Rumo nos Últimos Trimestres”

Causas do efeito	Perspectiva futura
China-US trade war: Desde o início da gestão Trump, tem-se aplicado sanções e tarifas em negociações com a China. A insegurança gerada por este conflito impactou a negociação dos produtores e <i>traders</i> de commodities agrícolas no Brasil com a Rumo acerca do frete	O conflito parece estar caminhando para uma solução havendo inclusive um primeiro acordo (<i>phase one deal</i>) já assinado. Os produtores de grãos estão mais confiantes da capacidade comercial das próximas safras. A safra de soja 20/21 está bem coberta por contratos de <i>take or pay</i> conforme anunciado pela Rumo
Competitividade da BR-163: No final de 2019 o governo concluiu o asfaltamento da BR-163, componente da rota de exportação pelo norte do estado do MT, melhorando a situação competitiva da rota rodovia + hidrovia	A rota deve ser concessionada e pedagiada no segundo semestre de 2021 quando então o valor do pedágio em conjunto com checagem de limite de peso nas cargas deve encarecer o frete e retornar competitividade para a Rumo
Diversificação de cargas: O desvio de parte da exportação de grãos do MT para a rota norte, o bom momento de exportação do açúcar produzido no interior paulista, e os investimentos recentes para o transporte de celulose e fertilizantes resultaram em maior participação destes itens no trimestre. No entanto possuem frete menor, seja por conta da distância média até o porto, como pela característica de "frete de retorno" no caso do fertilizante	Este efeito pode ser visto sob uma ótica de "copo meio cheio, meio vazio". Neste trimestre a diversificação de cargas foi responsável por preencher parte da oferta de carga faltante no MT e dluindo o frete médio, mas nos próximos anos deve se tornar uma carga complementar aos grãos do centro-oeste conforme a Rumo amplia a capacidade de carga na Malha Paulista
Preço do combustível: Desde o anúncio de <i>lockdown</i> nas maiores economias mundiais o preço do petróleo apresentou grande desvalorização, com reflexo direto no preço do combustível e preço do frete rodoviário (na qual o combustível possui impacto de custo maior que na ferrovia)	Conforme já está acontecendo com a retomada da economia mundial e anúncio de vacinas, a curva de oferta e demanda do petróleo deve se normalizar e retornar para próximo dos preços pré-pandemia

Fonte: Guepardo.

Nosso estudo e entendimento sobre a atividade da empresa nos direcionam para a conclusão que os efeitos que reduziram o frete ferroviário não devem se sustentar no longo prazo, tampouco impedem o plano de investimento e expansão das capacidades atuais das malhas ferroviárias, assim como novas concessões. Por fim, enxergamos no preço atual da ação um potencial para retornos desejáveis.

As ações da Rumo (RAIL3) desvalorizaram 27,4% nos onze primeiros meses de 2020. Já as ações da Cosan Logística (RLOG3) desvalorizaram 27,2% no mesmo período.

Anima

A Anima apresentou bom desempenho operacional por mais um trimestre, principalmente quando considerado o ambiente de negócios difícil colocado pelos impactos do COVID-19.

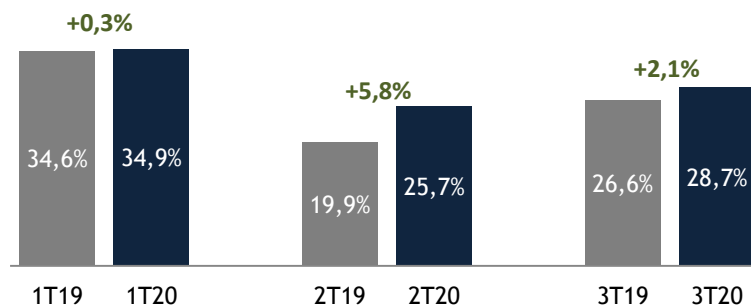
A crise tem afetado fortemente uma parcela do setor de educação que, de forma geral, enfrenta dificuldades para entregar experiência de ensino satisfatória aos alunos. Em censo realizado pelo Semesp, as faculdades privadas apresentaram queda de quase 40% na captação de novos alunos para cursos presenciais no segundo semestre. Logo, notamos que o resultado apresentado pela Anima a coloca em posição de destaque positivo no setor.

A captação de alunos no segundo semestre foi 9,2% menor que ano passado, considerando a mesma base de alunos, portanto um desempenho muito acima da média. Ainda, se considerarmos as aquisições

realizadas nos últimos meses e já incorporadas (Unicuritiba, Faseh e UniFG), temos crescimento da base de alunos em 5,8%.

A margem operacional apresentou expansão de 2,1% no terceiro trimestre, contribuída principalmente pelo ganho de eficiência do modelo operacional nas unidades maduras. Acreditamos na continuidade deste efeito, com contribuição ainda maior de ganho nas unidades recém-adquiridas.

Figura IX: Margem EBITDA e Crescimento



Fonte: Companhia.

Nos meses de outubro e novembro, o setor de educação presenciou a disputa que Anima, SER e Yduqs protagonizaram pelos ativos colocados a venda pelo grupo americano Laureate. A Anima foi a vencedora no processo competitivo e assinou contrato para compra dos negócios da Laureate no Brasil.

Trata-se de um negócio significativo e que muda a empresa de patamar. Ampliará a base de alunos para mais que o dobro, passando a operar com marcas que tem forte presença regional. Ainda irá aumentar a oferta de curso de medicina em três localidades, acelerando esta vertente de crescimento. Por fim, deve alterar a estrutura de capital para uma nova composição através de endividamento e emissão de ações em oferta primária.

Estamos acompanhando os desenvolvimentos do negócio e constantemente avaliando a perspectiva de geração de valor que a integração das faculdades deve trazer.

As ações da Anima (ANIM3) valorizaram 20,5% nos onze primeiros meses de 2020.

C&A

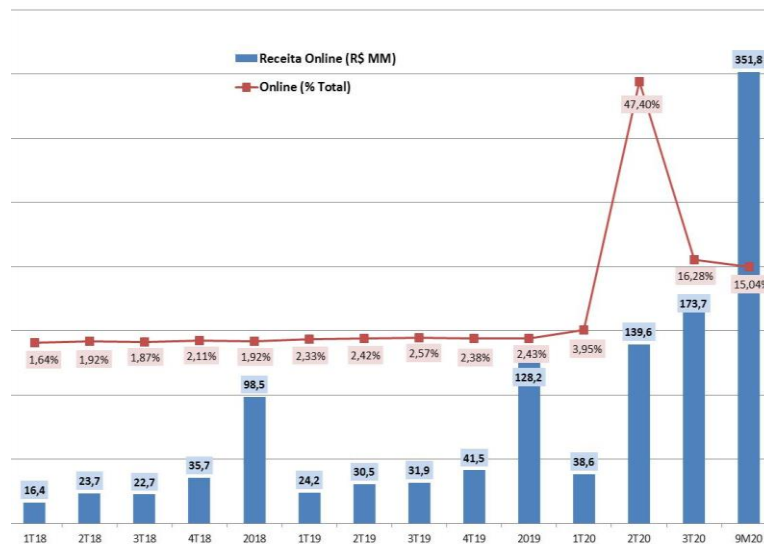
A C&A apresentou um resultado no 3T20 ainda fraco em suas vendas, em linha com o que havíamos comentado na carta anterior, reflexo das restrições de ocupação e horário de funcionamento nos meses de julho e agosto.

A sua Receita apresentou uma queda de 14,1% e um declínio no conceito mesmo lojas de 14,7% em relação ao terceiro trimestre de 2019. Apesar do forte controle de despesas durante o trimestre, a desalavancagem operacional propiciada pelas menores vendas fez com que a companhia tivesse um EBITDA negativo de R\$25,8 milhões.

O Resultado Operacional, embora ainda bastante prejudicado pela pandemia, foi um resultado melhor que seus concorrentes. Os estoques inferiores e uma menor dependência de atividades financeiras ajudaram a Companhia no trimestre, de modo que ela apresentou uma queda menor em sua receita e uma perda de margem inferior aos pares.

A Companhia segue avançando em sua agenda digital e colhendo diversos frutos de suas iniciativas. No canal online, a C&A apresentou uma Receita de R\$173,7 milhões no 3T20, um crescimento de mais de 5,4x do que ela fazia em relação ao ano passado.

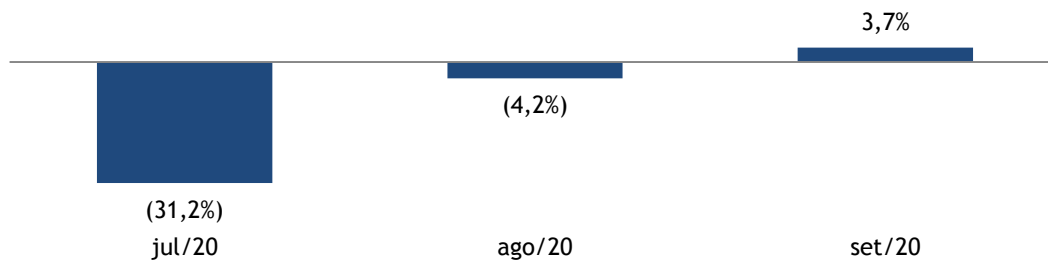
Figura X: Receita Online e Percentual da Receita Total



Fonte: Dados da Companhia.

A retomada em suas vendas vem evoluindo gradualmente. Já em setembro as lojas tiveram um desempenho positivo de 3,7%. Esperamos um resultado no 4T20 mais normalizado em vendas, mas ainda em um contexto bastante promocional.

Figura XI: Variação da Receita em Relação à 2019 (%)



Fonte: Dados da Companhia.

Acreditamos que o case de C&A ainda apresenta uma boa assimetria de risco vs retorno, entretanto, temos dúvidas do nível de consumo no país com o fim do coronavoucher e o encarecimento das principais matérias-primas. Decidimos reduzir a exposição ao case, dado a valorização do preço das ações e também as incertezas mencionadas.

As ações da C&A (CEAB3) desvalorizaram 24,7% nos onze primeiros meses de 2020.

Rentabilidade dos Fundos

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

Rentabilidade	2020	12 meses	24 meses	36 meses	48 meses	60 meses	10 anos	15 anos	PATRIMÔNIO LÍQ.*
Guepardo FIC FIA ¹	6,0%	21,9%	128,7%	102,9%	90,4%	173,7%	173,1%	1157,4%	R\$ 88.346.313,58
Guepardo C FIC FIA ²	7,0%	21,7%	120,2%	92,6%	82,5%	161,6%	151,6%	803,2%	R\$ 25.548.191,07
Guepardo Institucional FIC FIA	6,2%	20,5%	118,0%	90,8%	79,4%	158,3%	136,7%	-	R\$ 379.814.775,33
Guepardo Allocation FIC FIA ³	5,9%	21,6%	127,5%	99,7%	87,7%	168,4%	168,3%	-	R\$ 61.394.188,46
Ibovespa	-5,8%	0,6%	21,7%	51,3%	75,9%	141,3%	60,8%	244,4%	
IGP-M + 6% a.a.	28,6%	31,9%	45,2%	68,3%	76,8%	100,8%	269,8%	558,4%	

*Data Base: 30/11/2020

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.

¹ 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.

² O histórico apresentado considera a rentabilidade do Clube de Investimentos Guepardo ("Clube"), que iniciou operações em 8 de maio de 2001 e, nos termos do art. 14 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 o gestor e o 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.