



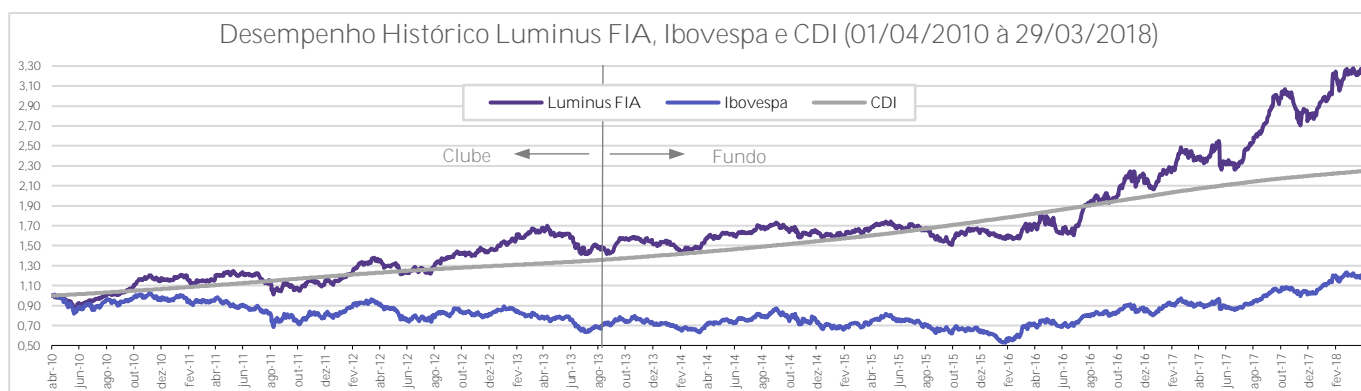
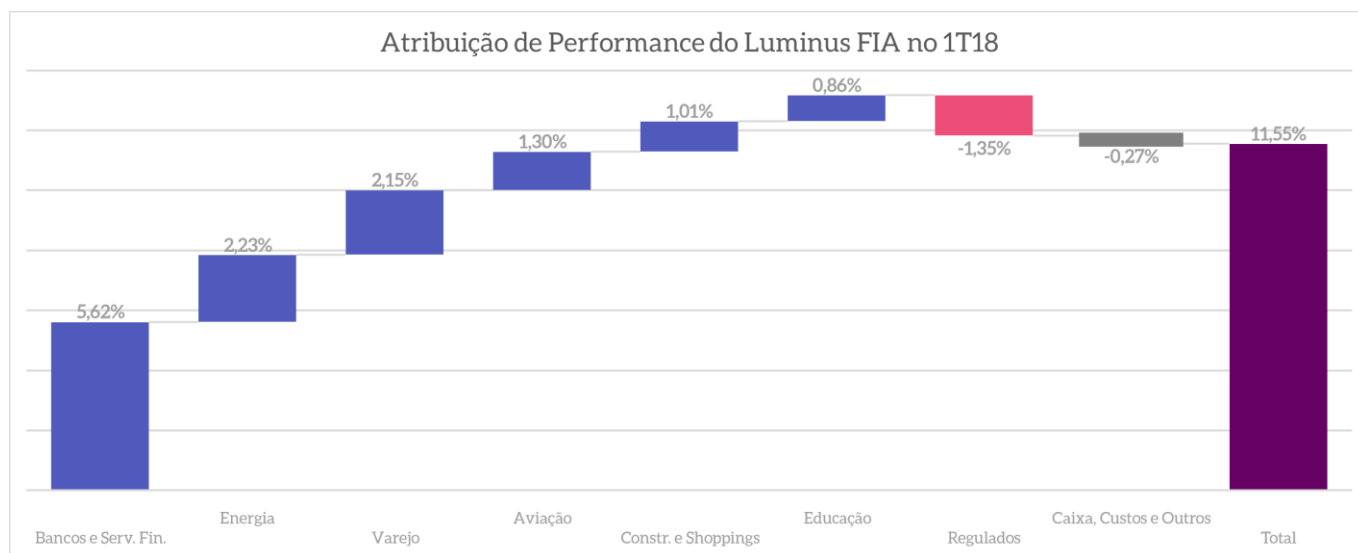
"Muito mais dinheiro já foi perdido por investidores se preparando para correções, ou tentando antecipar correções, do que já foi perdido nas próprias correções."<sup>(1)</sup>

*Peter Lynch, investidor e ex-gestor do fundo Magellan*

## Carta do Gestor: 1º Trimestre de 2018 e Tese de Investimento em Via Varejo

### Carta do Gestor: 1º Trimestre de 2018

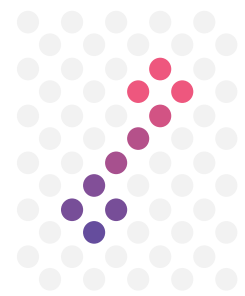
No primeiro trimestre de 2018 o Luminus FIA acumulou uma rentabilidade de 11,55%, contra 11,73% do Ibovespa e 1,59% do CDI. Apesar desses bons números, assistimos a movimentos muito díspares entre o mercado brasileiro e do exterior nos primeiros três meses de 2018, o qual foi marcado por muita incerteza e volatilidade.



	jan	fev	mar	abr	mai	jun	jul	ago	set	out	nov	dez	Ano
2018 Luminus FIA	9,42%	0,16%	1,78%										11,55%
Ibovespa	11,14%	0,52%	0,01%										11,73%
CDI	0,58%	0,47%	0,53%										1,59%

		6 meses	No ano	12 Meses	24 Meses	36 Meses	48 Meses	60 Meses	Des de Início	
Valor Cota em 29/03/2018	3.271.0345	Luminus FIA	9,95%	11,55%	37,77%	93,24%	95,86%	107,20%	94,92%	227,10%
PL Médio 12 meses	R\$20.388.318,56	Ibovespa	14,90%	11,73%	31,36%	70,54%	66,89%	69,33%	51,49%	20,00%
PL Atual	R\$47.860.434,82	CDI	3,38%	1,59%	8,41%	23,33%	40,25%	56,03%	69,89%	124,59%

<sup>1</sup> Tradução livre de "Far more money has been lost by investors preparing for corrections, or trying to anticipate corrections, than has been lost in corrections themselves."



Logo no começo do ano, no dia 24/01, o Tribunal Federal da 4ª Região, em Porto Alegre, em decisão unânime, confirmou a condenação do ex-presidente Lula pelos crimes de lavagem de dinheiro e corrupção passiva no caso do triplex do Guarujá. No âmbito da Lei da Ficha Limpa, essa decisão o tornava virtualmente inelegível, afastando-o do pleito de outubro. Como Lula se porta como o principal líder da oposição, mostrando-se contrário à agenda de reformas em desenvolvimento pelo governo de Michel Temer, a reação do mercado brasileiro foi muito positiva e a alta de alguns papéis foram muito expressivas.

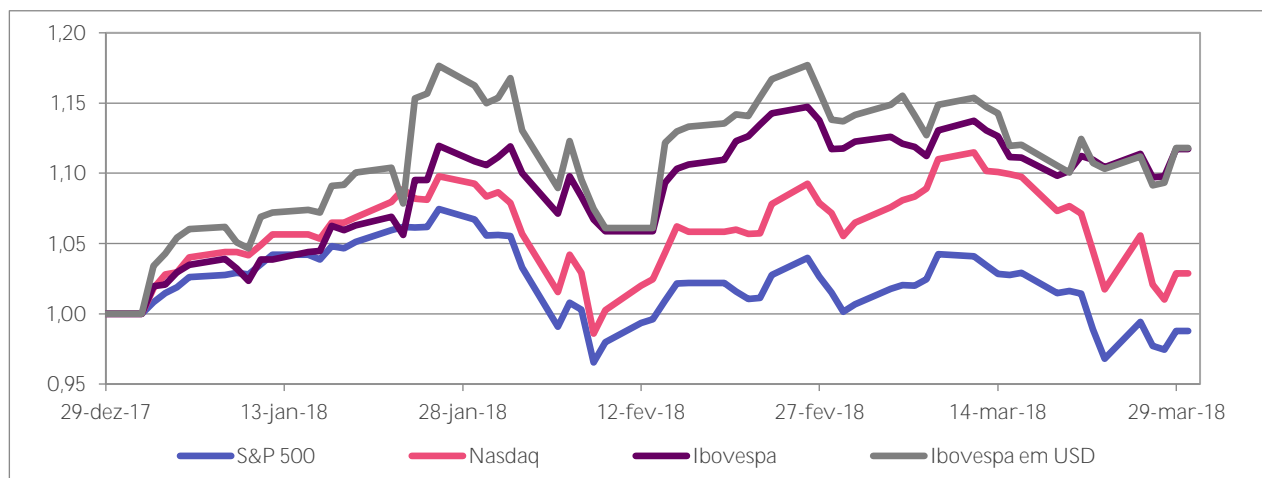
Ainda sobre a agenda reformista, num esforço final para tentar vencer as resistências para a aprovação da Reforma da Previdência, o presidente Michel Temer concedeu várias entrevistas para emissoras de rádio e TV, incluindo aparições em populares programas de auditório. O objetivo do governo era esclarecer pontos importantes da reforma e, assim, diminuir a resistência do público e, sobretudo, dos parlamentares em alterar a Previdência Social. Infelizmente, as tentativas não foram bem sucedidas. Muito do capital político do presidente junto ao Congresso foi gasto no ano passado para rejeitar as duas denúncias elaboradas pela PGR, que acusavam Michel Temer, e alguns de seus assessores e ministros, de corrupção passiva, associação criminosa e obstrução à justiça. Além disso, é muito difícil a aprovação de matéria tão polêmica em ano eleitoral.

Como notícias positivas, a atividade econômica continua a apresentar recuperação e a inflação mantém-se muito baixa (para os padrões brasileiros). O emprego vem mostrando modesto avanço. Apesar da delicada situação fiscal (sobre a qual já discorremos em cartas anteriores), as condições atuais permitem manter a taxa Selic em patamares historicamente baixos, o que deve estimular o consumo e melhorar o resultado financeiro das empresas.

No campo externo as notícias e o comportamento do mercado não foram tão positivos. A combinação da economia americana avançando de forma sustentável, pleno emprego e crescimento real da renda dos trabalhadores fez aumentar a expectativa do aumento dos juros pelo Fed. Depois de vários meses seguidos de alta, os índices de ações americanos apresentaram fortes quedas, o que, evidentemente, influenciou outros mercados. Essa combinação de fatores elevou a taxa implícita dos títulos de 10 anos do Tesouro americano para próximo de 3%, algo não visto desde janeiro de 2014. Juros mais altos implicam em possível retração ao consumo, além de custos financeiros mais altos para as empresas.

Se essas notícias negativas não bastassem, o presidente americano, Donald Trump, impôs tarifas alfandegárias à importação de aço e alumínio. Adicionalmente, determinou tarifas à alguns produtos importados da China, o que foi seguido de retaliação pelos asiáticos. Essa disputa aumentou o receio sobre uma escalada de uma guerra comercial mais generalizada, o que implicaria em aumento de preço de produtos importados e arrefecimento da atividade econômica global, a qual encontra-se em franca expansão.

No cômputo geral, as perspectivas domésticas conseguiram se sobrepor às incertezas vindas do exterior, fazendo com que o desempenho do Ibovespa no trimestre fosse muito superior ao dos índices do exterior.

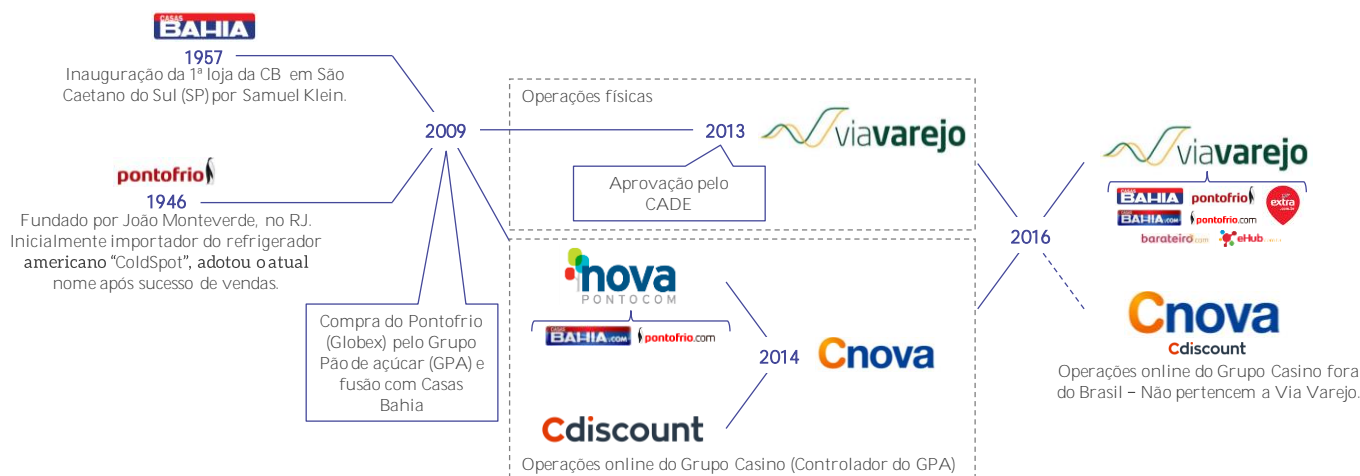


## A Tese de Investimentos em Via Varejo

A Via Varejo, resultado da união das empresas Casas Bahia, Pontofrio, Bartira (fabricante de móveis) e Cnova Brasil (operadora dos sites casabahia.com, Pontofrio.com, extra.com.br, barateiro.com e ehubs.com.br), é a maior franquia de varejo de eletroeletrônicos e móveis do Brasil e uma das maiores redes de distribuição no país. Acreditamos que a empresa tem posicionamento diferenciado decorrente de sua i) escala: é a maior varejista de smartphones e de TVs do Brasil sendo a top 5 no mundo em compras na Samsung e na LG, ii) distribuição: possui 26 CDs e mais de 2.600 veículos, e iii) marca mais forte do varejo brasileiro. Essa combinação de características se traduz e maior rentabilidade esperada e aumento expressivo de resultado para os próximos anos. Hoje, a Companhia possui como grupo de controle o Grupo Pão de Açúcar (~43%), que está buscando um comprador para sua participação, e a família Klein (~25%), fundadores da Casas Bahia.

## Breve Histórico

A Via Varejo é uma companhia com capital aberto desde 2013, resultado de uma operação transformacional no varejo brasileiro. Em 2009, o Grupo Pão de Açúcar adquire o Pontofrio e funde essas operações com a Casas Bahia, juntando as duas maiores empresas do mercado, cada uma com mais de meio século de experiência. O resultado da operação foi um grupo com quase mil lojas, mais de 2x o número de lojas e 6,5x as vendas do novo 2º colocado. Contudo, o CADE só veio aprovar a operação em abril de 2013. Ainda mais, condicionou a fusão à venda de 74 lojas, pois em alguns municípios a Via Varejo ficaria com participação de mercado superior a 60%. Pouco tempo depois, a companhia teria que lidar com uma profunda crise macroeconômica.



## Turnaround e Integração da Cnova Brasil

A crise econômica brasileira teve efeitos agudos na Via Varejo. Com a escalada do desemprego e o desaparecimento do crédito, a demanda por móveis, eletroeletrônicos e linha branca caiu vertiginosamente, e a empresa precisava ser reestruturada. Durante o processo, houve a redução de mais de 15 mil funcionários (62.339 em dez/14 para 46.029 em dez/16), a reintegração da Cnova Brasil e um processo de transformação digital.

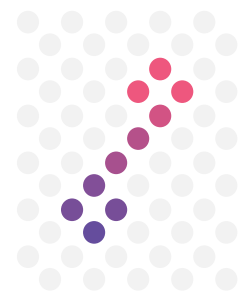
A indústria do e-commerce brasileiro havia passado por uma década de alto crescimento (vendas de R\$2,5 bilhões em 2005 para R\$41,3 bilhões em 2015), porém sem foco em rentabilidade. Na corrida pela liderança e pela escala, margens e capital de giro foram pressionados e houve desequilíbrio entre os preços nas lojas físicas e no online. A combinação de baixa rentabilidade e altos investimentos foi brutal para a Cnova Brasil e outros competidores como a B2W.

Na integração e *turnaround* do e-commerce, a Via Varejo embarcou no processo de se tornar uma companhia multicanal e investir em qualidade de serviço, uma das características mais valorizadas no varejo da internet. Aparentemente simples, a gestão unificada do estoque físico e online requer grande esforço logístico e de TI.

Nesse período, implementou um sistema de *Click and Collect* (Retira Rápido) e está desenvolvendo pontos de retirada em terceiros, como agências dos Correios e *lockers* (armários) em postos de gasolina. Essas ações: 1) reduzem custos logísticos ao utilizar tanto o estoque da loja quanto do CD; 2) reduzem a complexidade operacional de realizar o *last mile*; 3) atendem à demanda dos clientes de reduzir prazos de entrega.

Após absorver ao longo de 2017 sinergias relevantes de despesas (~R\$250mm por ano) e de capital de giro (~R\$325mm), o e-commerce da Via Varejo deixou de ser deficitário. A operação passou a apresentar crescimento de 2 dígitos, índices de ruptura caíram mais de 80% e entregas ficaram mais rápidas e dentro do prazo. Hoje, já completamente integrada, a operação multicanal continua eliminando redundâncias e extraíndo eficiências.

Outro ponto em desenvolvimento é a plataforma de *marketplace*, conhecido como 3P, com a qual a companhia oferece o seu fluxo de visitas online e a sua plataforma logística e de TI para que terceiros (*sellers*) vendam suas mercadorias. Diversas empresas estão investindo nesse segmento, incluindo B2W, Mercado Livre, Magazine Luiza, Carrefour, Walmart, Dafiti e Netshoes. No *marketplace*, o objetivo de longo prazo da Via Varejo é se tornar um *fullcommerce*, atraindo *sellers* ao oferecer serviços agregados e produtos de financiamento ao consumidor (CDC), e não concorrer apenas pela taxa cobrada (*take rate*). Além disso, a plataforma não substituirá o e-commerce próprio,



mas será um segmento complementar para produtos de menor escala e que a Via Varejo possui menor poder de negociação.

### Operações de Varejo Físico (Bricks and Mortar)

Mesmo em meio a um processo de transformação digital, a Via Varejo acredita que o seu grande potencial está na operação conjunta do e-commerce com suas lojas físicas, também conhecido como varejo multicanal ou omnicanal. Essa estratégia não é exclusividade de empresas como a Via Varejo e a Magazine Luiza, que nasceram como varejos físicos. Gigantes do e-commerce como Amazon e Alibaba recentemente adquiriram grandes redes de lojas.

Dessa forma, a Via Varejo continua realizando investimentos e buscando novas alavancas para suas lojas físicas ao mesmo tempo que desenvolve sua operação online:

- i. *Pricing*: novo sistema de precificação de forma regionalizada, que permitiu maior competitividade e margens para a Via Varejo. Além de definir uma política de preços entre os canais, esse sistema passou a permitir diferentes precificações de acordo com regiões, o que antes era definido nacionalmente. Esses passaram a variar segundo condições específicas do local e da estratégia perante a concorrência.
- ii. MOVVE: já em uma segunda fase (MOVVE 2.0), é um modelo de gestão de loja e de incentivos aos vendedores. Implementa um método e ferramentas para acompanhamento e melhora contínua em atendimento, produtividade e conversão de vendas. Inclui um novo modelo de incentivo para vendedores baseado em lucro bruto e satisfação do cliente. O projeto aumentou a conversão de vendas e a margem bruta, elevou a venda de serviços e melhorou a experiência de compra.
- iii. Via Única: projeto já em segunda fase, com o objetivo de utilizar CRM e *analytics* para ações segmentadas e campanhas individualizadas. Espera-se maior eficiência das ações de marketing, uso de dados para o investimento em mídia e uma abordagem personalizada para ofertas. O projeto está resultando em um melhor retorno pelo investimento em marketing, aumento de taxa de conversão e frequência de compra e melhor entendimento do perfil do consumidor em geral.
- iv. Novos formatos de loja:
  - a. Premium – formato sendo implementado principalmente em lojas Pontofrio em shoppings, com sortimento focado em eletrônicos *high-end*, e atendimento, *layout* e precificação diferenciados, gerando maior *fit* com o público de classe alta.
  - b. Smart – lojas menores, com mais tecnologia embarcada e desenhadas para um atendimento diferenciado, com o mesmo vendedor do começo ao fim do processo de venda.

### Segmento Moveleiro e Bartira

O segmento de móveis historicamente é um dos mais relevantes nas vendas da Via Varejo, além de possuir uma margem elevada. A Via Varejo controla a Bartira, a maior fábrica de móveis do Brasil. A sua produção corresponde a cerca de 1/3 das vendas de móveis da empresa. Contudo, o segmento foi um dos mais impactados pela crise econômica e redução do crédito, ainda mais com o forte posicionamento da Bartira em móveis de baixo custo.

Como um dos mais relevantes produtor e canal de vendas de móveis do país, a Via Varejo tem investido para alavancar o segmento em um momento de recuperação econômica. O modelo de varejo de móveis está passando por



remodelagem e modernização que inclui treinamento de vendedores, móveis planejados de baixo custo, comunicação digital, eventos promocionais, revisão de mix de produto e implementação de um sistema puxado de produção. O foco dessas mudanças é transformar a experiência de compra de móveis através da multicanalidade e da aplicação de tecnologias de realidade virtual e aumentada e elevar a rentabilidade da operação.

## Investimento e Perspectivas

Um dos líderes do varejo online e offline brasileiro, a Via Varejo concentra meio século de *know-how* em um setor desafiador e possui um conjunto de ativos tangíveis e intangíveis desenvolvidos ao longo de décadas que proporcionam vantagens contra a concorrência e alavancas de crescimento.

- i. Marca: a Casas Bahia é uma das marcas mais valiosas no Brasil, já reconhecida como líder por 12 vezes consecutivas no Top of Mind (desde o início da categoria de lojas de móveis e eletrodomésticos). Em 2017, obteve 31% das citações, seguida por Magazine Luiza e Ricardo Eletro (7% cada uma).
- ii. Capacidade logística e de distribuição: a Via Varejo possui um sistema logístico proprietário que inclui 26 centros de distribuição (986 mil m<sup>2</sup> de armazenagem), frota de mais de 2.600 veículos e cerca de 1.000 lojas (1.067 mil m<sup>2</sup> de vendas) espalhadas nacionalmente. Com décadas de experiência operando essa malha, a Via Varejo possui *know-how* logístico em um país logisticamente complexo.
- iii. Escala: a relevância da Via Varejo perante seus fornecedores resulta em condições comerciais diferenciadas. A Companhia consegue mobilizar uma grande quantidade de estoque financiado pelo próprio fornecedor. Dessa forma, consegue crescer com um baixo capital empregado.

Como resultado de todas as mudanças e projetos que foram e ainda estão sendo desenvolvidos, a Via Varejo tem apresentado nos últimos trimestres crescimento acima de 10% em vendas mesmas lojas (*Same Store Sales – SSS*) e acima de 20% no volume de vendas online (*Gross Merchandise Volume – GMV*).

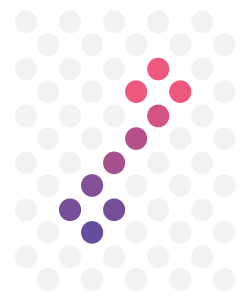
A Via Varejo deve continuar sendo um dos principais *players* no varejo através dos investimentos na sua transformação digital e de seu esforço contínuo para a melhoria da experiência de compra do consumidor, da gestão de loja e de vendedores, da eficiência logística e da penetração da venda de serviços e financiamento. A penetração de eletrodomésticos no Brasil ainda é baixa<sup>(2)</sup> e a crise gerou uma demanda reprimida. Além disso, o e-commerce brasileiro ainda deve continuar crescendo com velocidade graças a alta penetração de smartphones com acesso à internet, baixo consumo online comparado a outros países, grande população jovem e alto engajamento online pela população.

Como mencionado anteriormente, a Via Varejo teve uma redução drástica de funcionários durante sua reestruturação. Isso resultou em um volume alto de processos trabalhistas, para os quais são realizadas provisões. Elas são reconhecidas como despesas adicionais, o que inflou essa linha do DRE nos últimos anos. No curto-prazo deverá ocorrer uma grande redução na entrada de novos processos trabalhistas, uma vez que o ajuste já foi concluído e há um prazo de até 2 anos para ingressar com a ação. Dessa forma, é possível ter conforto em assumir que Via Varejo poderá ter crescimento de vendas com uma tendência de contenção de despesas nos próximos anos.

Mesmo com o alto potencial de crescimento de resultado, a empresa também apresenta riscos relevantes:

- i. O setor sempre será muito sensível à economia, dependendo da melhora do desemprego, do aumento da renda disponível das famílias e do acesso ao crédito.

<sup>2</sup> Euromonitor (Penetração de eletrodomésticos, 2015)



- ii. O mercado brasileiro é muito atrativo, trazendo investimentos de competidores locais e internacionais. A Amazon tem procurado expandir a sua presença no país, o que tem gerado preocupações, tendo em vista seu histórico de agressividade competitiva.
- iii. Um dos controladores, a família Klein, é dono de um grande número de imóveis alugados para a Via Varejo. Isso pode gerar conflitos no processo decisório da Companhia quanto a abertura/fechamento de lojas.
- iv. Por último, e mais importante, o Grupo Pão de Açúcar anunciou ao final de 2016 que iria buscar se desfazer da sua participação na Via Varejo. Esse fato resulta em inseguranças pela possibilidade de a Via Varejo ser transformada em uma companhia sem controle definido (uma *Corporation*) e colocar incertezas sobre a continuidade da performance da companhia.

Mesmo com esses riscos, a Via Varejo pode facilmente dobrar seu resultado em 3-4 anos, pois combina alto potencial de crescimento com elevada alavancagem operacional. Hoje sem dívidas, não parece que esse potencial da Via Varejo está precificado. A companhia é líder em seu segmento, com uma das maiores e mais reconhecidas franquias do varejo e com larga margem de segurança dado seu preço atual. Essa combinação resultou no início do investimento do Luminus FIA em agosto de 2016 por menos de R\$7/ação, e ao final do 1T18, avaliada em pouco mais de R\$30/ação, a empresa ainda parece subavaliada frente as suas qualidades e ao seu potencial.

## Equipe Luminus

[contato@luminuscapital.com.br](mailto:contato@luminuscapital.com.br)

[luminuscapital.com.br](http://luminuscapital.com.br)

São Paulo, abril de 2018

Aviso ao Investidor: 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. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos.

