



“Imitar o rebanho é um convite à regressão à média”<sup>1</sup>

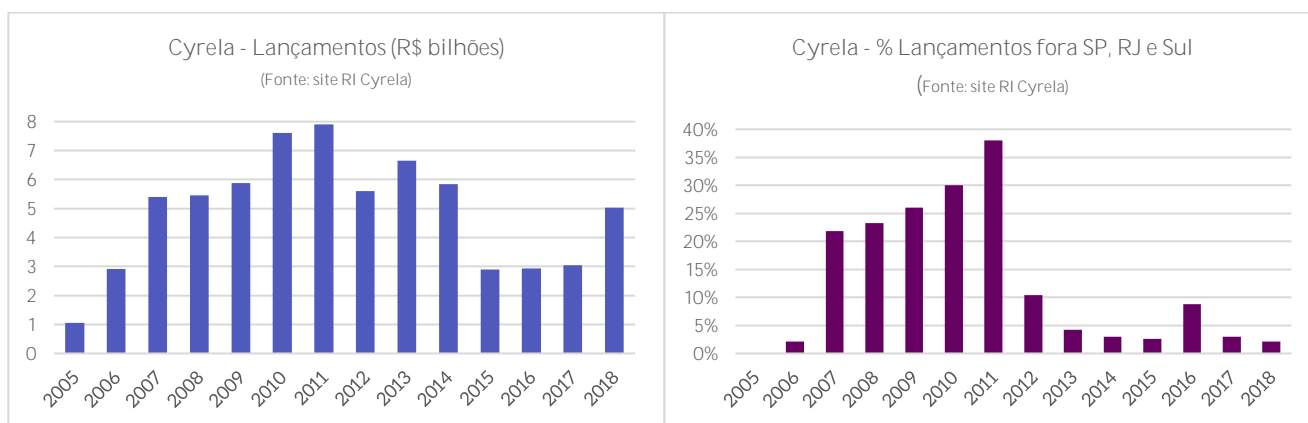
*Charlie Munger, investidor e sócio de Warren Buffett na Berkshire Hathaway*

## Carta do Gestor: 4º Trimestre de 2018

### Encerramento do Investimento em Cyrela

Na carta do 2º trimestre de 2018<sup>2</sup> discorremos sobre a nossa tese de investimento em Cyrela. Naquela oportunidade relatamos como o crescimento indisciplinado do passado havia corroído os resultados da empresa. No entanto, contamos também que os co-CEOs da empresa, Raphael e Efraim Horn (filhos do fundador da Cyrela, Elie Horn), ao assumirem o comando da incorporadora colocaram em prática uma série de medidas visando uma transformação do negócio. O objetivo dos executivos era a retomada do lucro, a geração de caixa e a geração de valor ao acionista. Nossa análise da época apontava que as mudanças implementadas deveriam gerar bons retornos aos investidores, o que, de fato, está se concretizando.

A prévia operacional relativa ao 4T18, divulgada pela empresa em 11/01/2019, informa que os lançamentos de 2018 totalizaram R\$ 5 bilhões, um significativo incremento em relação aos três últimos anos. Mais importante do que o número em si, os lançamentos se concentraram nas regiões eleitas pelos executivos como prioritárias: região Sul, Rio de Janeiro, Campinas e sobretudo, a cidade de São Paulo. São três os motivos que justificam a atuação nessas praças: 1) Cyrela conhece muito bem essas regiões; 2) as cidades onde os lançamentos foram realizados apresentam boas margens; 3) concentrar em poucas regiões facilita o controle do processo construtivo.



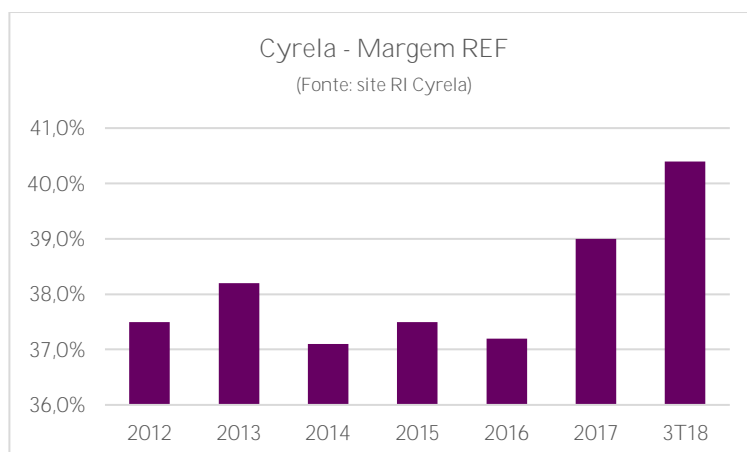
Outro indicador que atesta a melhora da qualidade dos empreendimentos lançados nos últimos anos (consequência da estratégia de concentrar lançamentos nas melhores praças) é a Margem REF, ou Margem à Apropriar. Essa métrica indica quanto é a margem a ser apropriada na venda das unidades que ainda estão em

<sup>1</sup> Tradução livre de “Mimicking the herd invites regression to the mean”.

<sup>2</sup> [Carta do Gestor: 2o Trimestre de 2018](#)

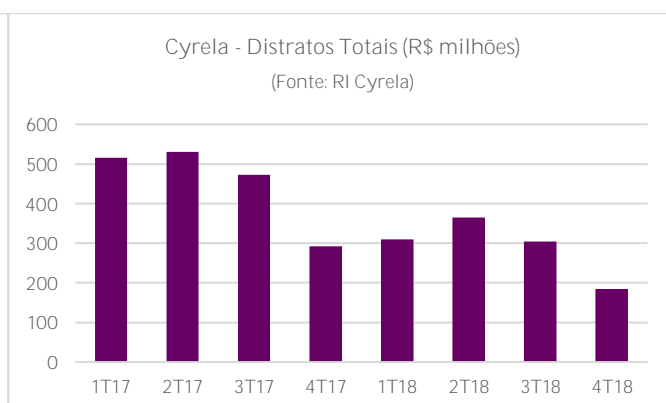
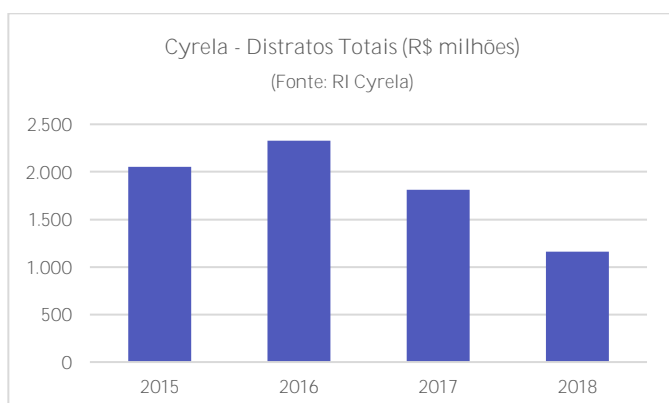


construção, um bom indicativo da rentabilidade futura da empresa. No release de resultados do 3T18 (último dado disponível da Cyrela), a Margem REF era de 40,4%, uma significativa evolução em relação aos períodos anteriores, como ser visto no gráfico abaixo.



A queda dos distratos apresentados ao longo de 2018 comprova o fim de uma safra de lançamentos problemáticos do passado, o que nos permite crer que o pior momento operacional da empresa ficou para trás. Assim, nos próximos trimestres, devem ser reconhecidos os resultados de empreendimentos lançados no novo ciclo operacional da Cyrela, realizados de forma mais disciplinada, cujos terrenos foram adquiridos por preços atrativos no período de crise. O incremento de lançamentos a partir de 2018 garantirá o aumento da receita a ser reconhecida pela empresa nos próximos exercícios. Aliado a isso, a melhora da Margem REF implicará em Margem Bruta sadia. Crescimento de receita com margem mais alta implica em aumento de lucro para a empresa nos próximos anos.

A redução dos distratos, aliada à adequada venda de estoque pronto, resultaram em forte geração de caixa para a Cyrela ao longo de 2018. Isso permitiu o aumento do pagamento de dividendos, quando comparado aos anos anteriores, um dos pilares da nossa tese de investimentos. Dessa forma, em 27/12/2018 foram pagos R\$ 230 milhões em dividendos (dividendos relativos apenas ao segundo semestre de 2018), o que representou 5,16% do valor de mercado da empresa em 08/08/2018, data em que divulgamos a carta com a tese de investimentos em Cyrela.

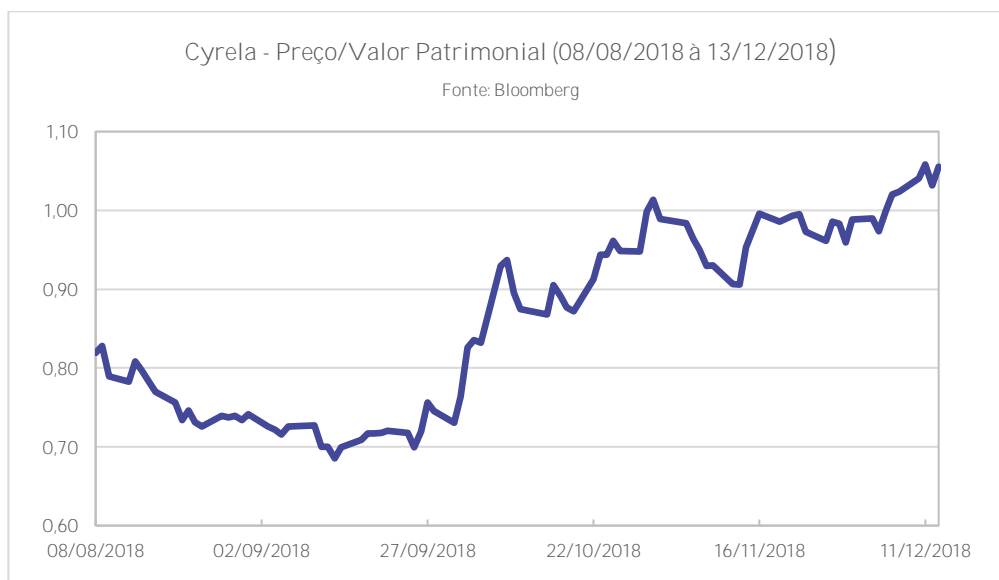




Acreditamos que a distribuição de elevados dividendos deve continuar em 2019 e 2020. Conforme comentamos na carta do 2º Trimestre, os executivos da Cyrela estão convictos que a condição para manter o controle sobre o processo construtivo (obras sem atraso e dentro do orçamento) é deixar o gigantismo no passado. Assim, para que atinja o tamanho considerado adequado, a empresa continuará a devolver o excesso de capital aos acionistas, através de dividendos, provenientes da venda de estoque de unidades prontas.

A diminuição do tamanho da empresa, concomitante ao aumento de lucro (crescimento de receita + Margens elevadas, conforme explanamos acima), ampliará, de forma muito significativa, o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa, gerando valor ao acionista, o grande objetivo da estratégia de Raphael e Efraim Horn desde que assumiram os postos de co-CEOs da Cyrela.

A nossa tese de investimentos contemplava que a medida que a melhora dos números da empresa começasse a comprovar a melhora operacional da Cyrela o mercado iria reclassificar o múltiplo da empresa, o que de fato aconteceu.



Na carta do 2º Trimestre, concluímos a nossa apresentação da tese de investimentos em Cyrela expondo nossa expectativa da época em relação à empresa: *“Assim, para que nosso investimento em Cyrela gere bons frutos, precisamos apenas que a empresa continue a fazer o que sempre realizou ao longo de décadas de história”*. Ou seja, esperávamos que a empresa voltasse e entregar bons resultados ao se concentrar na sua atividade original: a incorporação imobiliária em regiões em que possuía profundo conhecimento. O reconhecimento do mercado de que a Cyrela estava rumando para esse destino fica evidenciado no gráfico acima, confirmando nossa tese.

Consideramos que nossa primeiríssima atribuição, enquanto gestores de investimentos, é proteger o capital que os cotistas nos delegam a administrar. Na nossa avaliação, a melhor forma de fazer isso é buscar investir em empresas que apresentem significativas diferenças entre preço de mercado e valor intrínseco (o quanto a empresa realmente vale). O preço de Cyrela apresentou grande evolução nos últimos meses de 2018, estreitando a margem de segurança do investimento. Apesar de estarmos convictos que os resultados a serem apresentados pela empresa nos próximos exercícios mostrarão relevante evolução operacional e financeira, consideramos que tais melhorias já

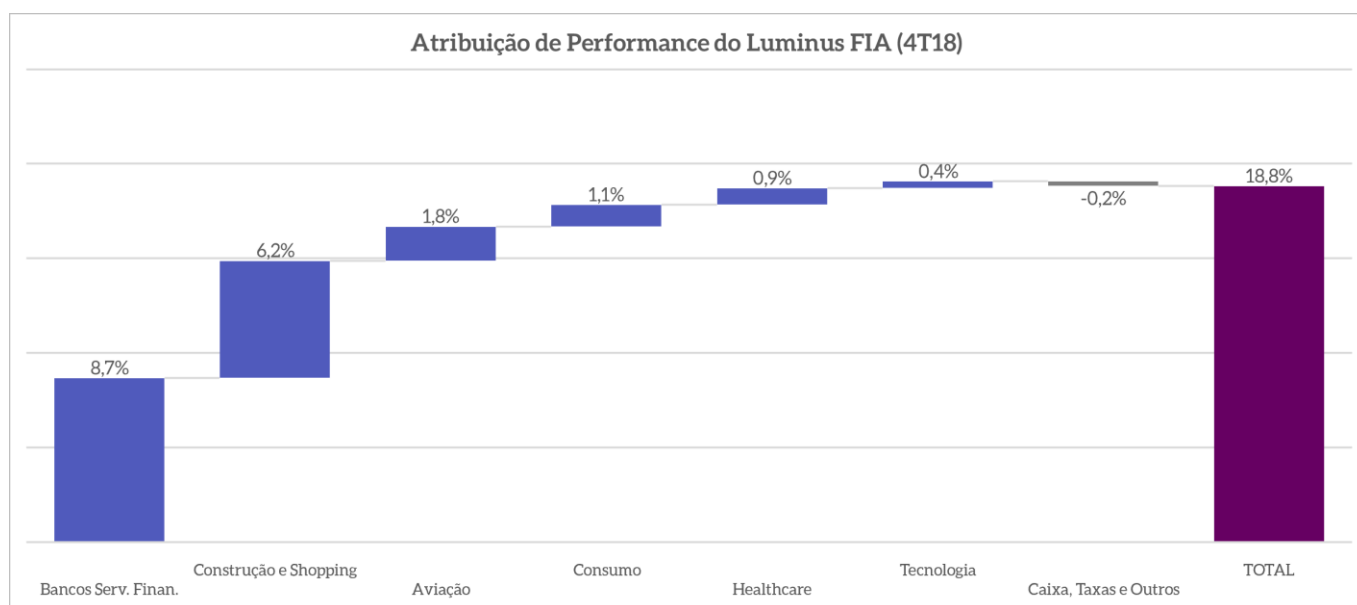


estavam incorporadas no preço de mercado da empresa. Dessa forma, no final de 2018 nos desfizemos da posição em Cyrela.

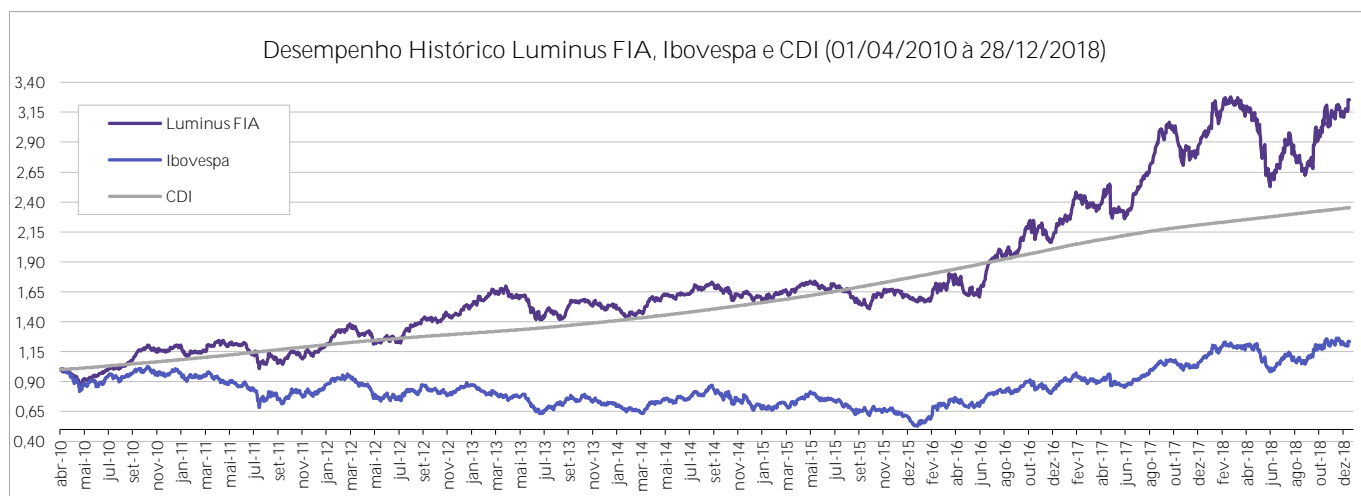
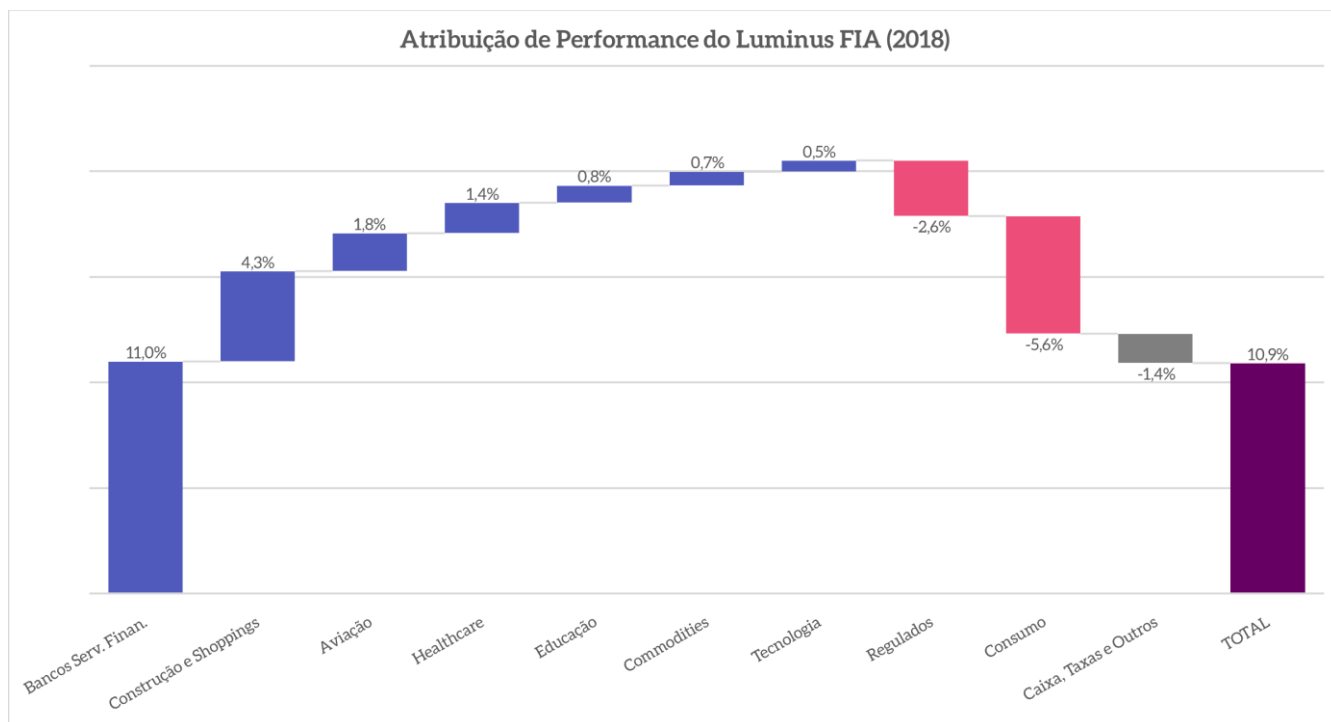
No período decorrido entre a divulgação da carta sobre a tese de Cyrela, 08/08/2018, e o encerramento do caso, em 13/12/2018, obtivemos um retorno total (ganho de capital + dividendos) de 26,0% no investimento na incorporadora, contra 11% do Ibovespa e 2,16% do CDI.

## Desempenho do Luminus FIA 4T18 e 2018

No quarto trimestre de 2018 o Luminus FIA acumulou rentabilidade de 18,83% contra 10,77% do Ibovespa e 1,51% do CDI. Abaixo a atribuição de performance do período.



No ano de 2018 o Luminus FIA entregou uma performance de 10,92% contra 15,03% do Ibovespa e 6,42% do CDI. O gráfico a seguir ilustra como foi a atribuição de performance no período.



### Equipe Luminus

contato@luminuscapital.com.br

luminuscapital.com.br

São Paulo, janeiro de 2019

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.

