



“A disciplina é a mãe do êxito”

*Ésquilo, dramaturgo grego, conhecido como o pai da tragédia (525 AC - 456 AC)*

## Carta do Gestor: 1º Trimestre de 2019

### Gerando valor para o investidor: a disciplina no momento de comprar e vender uma empresa

Como gestores do Luminus FIA, entendemos que indivíduos, famílias e instituições nos delegam a grande responsabilidade de zelar por uma parcela de suas poupanças. Dessa forma, temos como meta a valorização do patrimônio desses investidores além do Ibovespa (e, como estamos no Brasil, inevitavelmente, do CDI). No entanto, consideramos que nossa missão não é apenas entregar o retorno esperado ao cotista, mas também esclarecer como os resultados são obtidos. Assim, nessa carta discutiremos sobre um importante elemento do processo de investimento que adotamos na gestão do fundo: a disciplina no momento de comprar e vender uma empresa do nosso portfólio. Através do caso de investimento no Grupo Pão de Açúcar, exporemos como essa disciplina foi capaz de gerar valor aos nossos investidores.

#### O Investimento no Grupo Pão de Açúcar

Fundado em 1948, o Grupo Pão de Açúcar (GPA) é um tradicional varejista brasileiro de alimentos multiformato, que atua nos segmentos de supermercado, lojas de conveniência, hipermercado e atacarejo. Além disso, possui participações societárias na Via Varejo (~40%) e na Cnova (~34%). No varejo tradicional possui as bandeiras Pão de Açúcar e Extra (e suas derivações) e no atacarejo é detentora da rede Assaí.

Quando iniciamos a análise do GPA, algumas características da indústria de varejo alimentar nos chamavam a atenção: a consistência das margens, além da previsibilidade e baixa volatilidade do crescimento da receita. Além disso, o GPA, ao lado de Carrefour, é líder no varejo alimentar brasileiro, possuindo 15% de participação num mercado bastante fragmentado.

As redes de atacarejo possuem essa denominação pois reúnem, simultaneamente, qualidades do atacado (*packs* maiores, lojas menos sofisticadas e voltadas para abastecimento, preços menores) e do varejo (disponível para compras do consumidor final/famílias). A gradativa migração do consumidor para esse formato de loja tem sido uma tendência global. No Brasil, durante a crise econômica recente, o interesse das famílias pelo atacarejo se intensificou, tendo em vista os preços mais baixos oferecidos por esse modelo.

O atacarejo também recebeu especial atenção das redes varejistas de alimentos. Tendo em vista que as lojas desse formato são menos sofisticadas, possuem estoques mais reduzidos e apresentam alto giro, são capazes de entregar um retorno sobre o capital investido mais elevado em relação ao padrão tradicional de varejo alimentar. Por esse motivo, o GPA fez gradativos investimentos na Assaí (sua rede de atacarejo) ao longo dos últimos anos, o que contribuiu positivamente para o incremento do seu resultado.

Apesar do sucesso obtido com a Assaí, a partir de 2015/2016 o GPA passou a enfrentar dificuldades com a rede Extra, que representava mais de um terço da receita do grupo. A falta de investimentos nas lojas as tornou menos atrativas para o consumidor, que migrou suas compras para o atacarejo (pelos motivos listados acima) e para

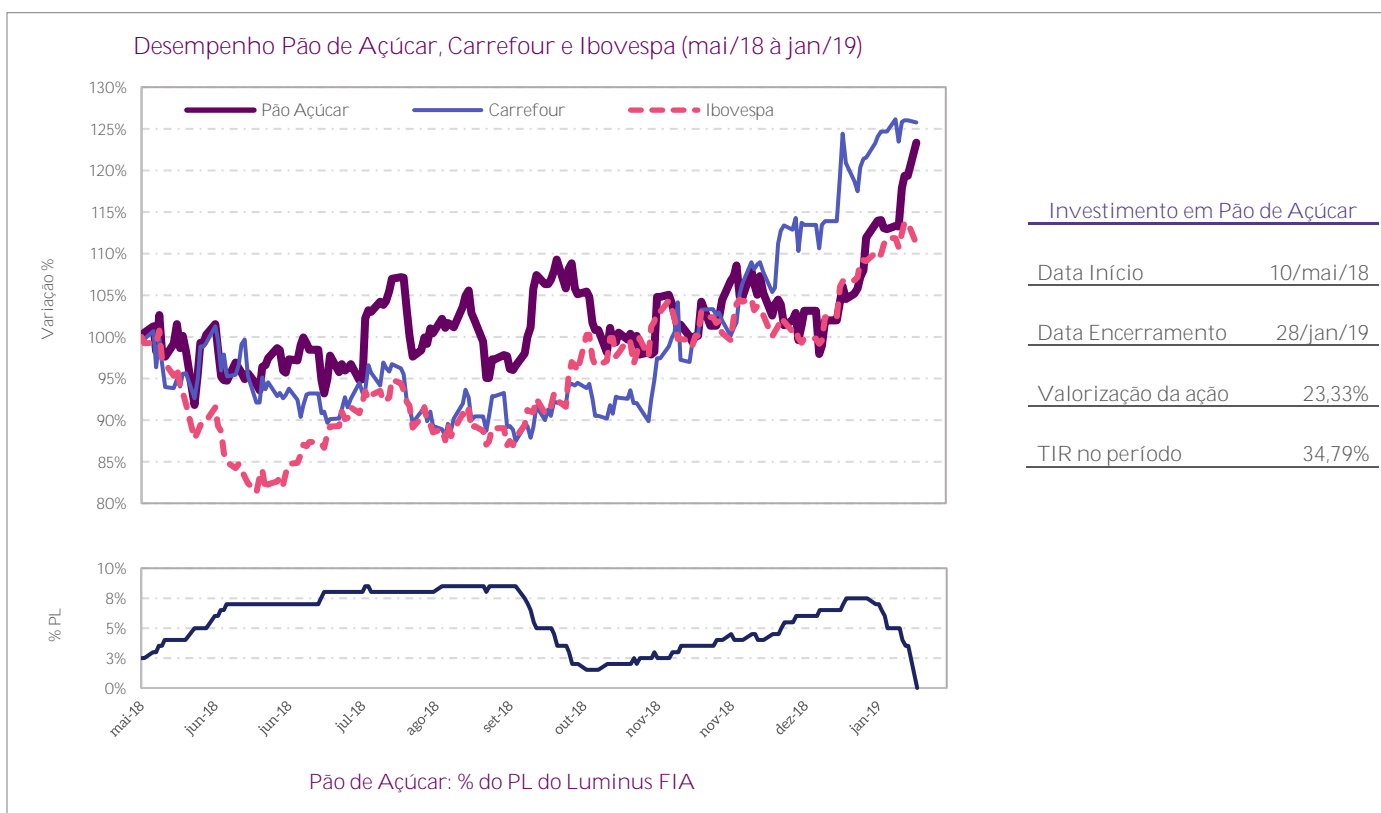


o Carrefour, cujas lojas reformadas estavam em melhores condições de receber os clientes. A queda no fluxo nas lojas resultou em piora no desempenho da rede Extra.

Para corrigir esses problemas, o GPA colocou em prática um plano de *turnaround* para a rede Extra, o qual consistia em quatro principais pontos: 1) reforma de lojas defasadas; 2) fechamento de lojas para as quais não havia perspectiva de melhora de desempenho; 3) conversão de algumas lojas Extra para Assaí; 4) implementação de dinâmicas promocionais para atrair o cliente.

Em maio de 2018, quando fizemos nosso investimento no GPA, a maior parte do plano de reestruturação já havia sido entregue. Nessa época, não existiam mais lojas deficitárias na rede Extra. Além disso, o fluxo nas lojas já mostrava melhora, fruto da reforma das lojas e das ações promocionais. Assim, enxergávamos uma margem de segurança bastante confortável, uma vez que não víamos a necessidade da conclusão do *turnaround* para o investimento na empresa nos entregar um atrativo retorno. Em outras palavras, mercado não "pagava" pela parte do plano de reestruturação que já havia sido entregue.

Em alguns meses vimos nossa tese se realizar e o preço da ação convergiu para o nível que julgávamos ser muito próximo ao seu valor justo. Dessa forma, ao final de janeiro de 2019, encerramos nossa posição no GPA. Seguem abaixo as informações sobre o retorno que apuramos no investimento



## Entendendo como a disciplina de compra/venda gerou valor ao investimento

Ao verificarmos a tabela acima, um dado nos chama atenção: no período em que mantivemos o GPA no portfólio do Luminus FIA, a ação valorizou-se 23,33%, já incluso o dividendo. No entanto, nesse interim obtivemos



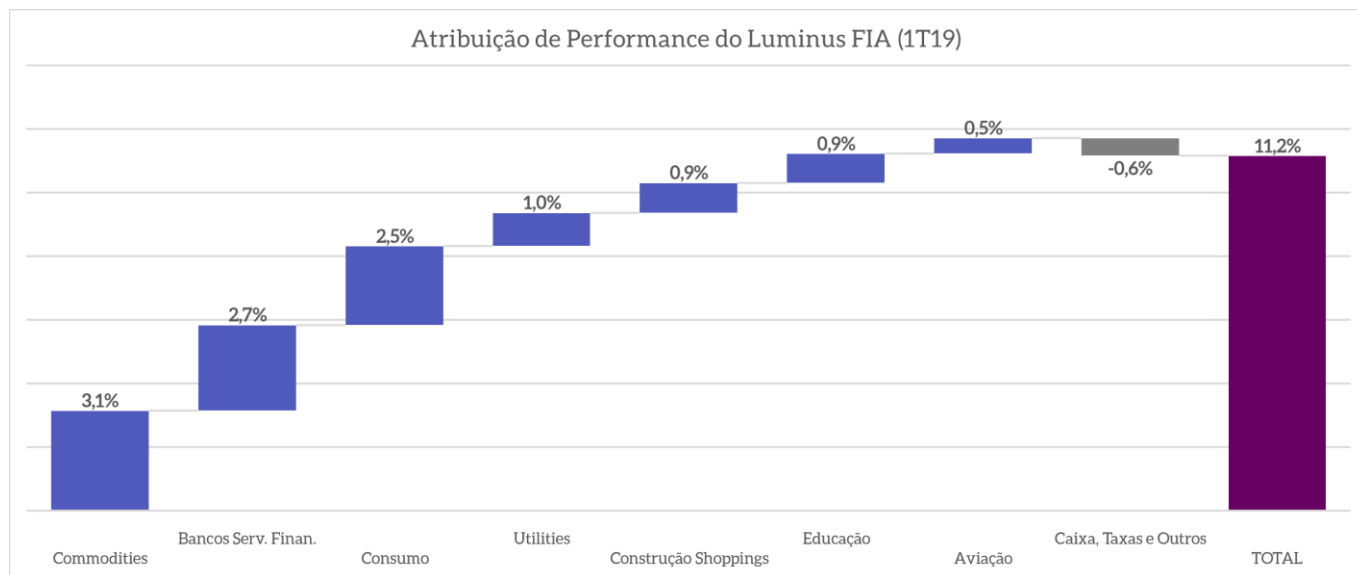
uma Taxa Interna de Retorno (TIR) de 34,79% no investimento. A significativa diferença entre os dois valores é explicada pela nossa disciplina no momento de comprar e vender a ação.

Via de regra, no processo de avaliação quantitativa de uma empresa projetamos três métricas: uma variável operacional (Lucro, EBITDA, FFO, etc.), o dividendo a ser recebido e a convergência de um múltiplo (P/Lucro, EV/EBITDA, P/Book, etc.) para sua média histórica. Ao compor essas três variáveis conseguimos vislumbrar qual a TIR esperada para a empresa investida. À medida que o preço da ação flutua, também varia a margem de segurança. Assim, se o preço da ação cai, mas mantemos a convicção na tese de investimento e, por consequência, avaliamos que o valor intrínseco da empresa se mantém intacto, a TIR esperada aumenta. Nesse caso, o investimento se torna mais atraente. É nesses momentos que costumamos comprar. De modo inverso, mantidos os mesmos princípios, quando o preço da ação sobe, a TIR esperada diminui, nos incentivando a vender parte da posição.

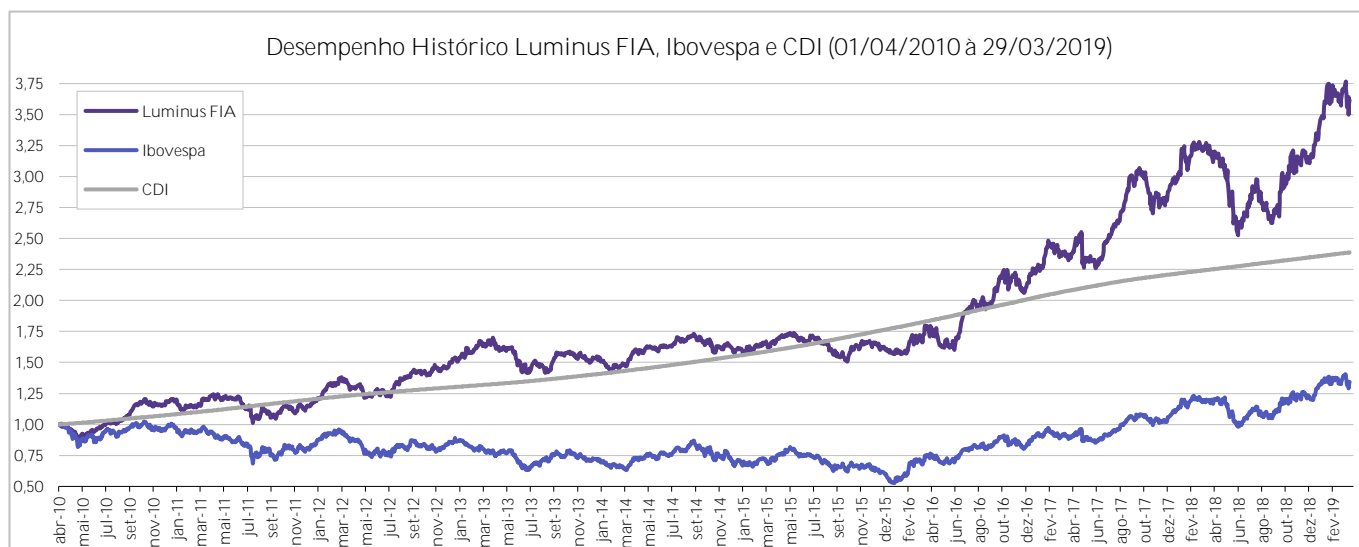
Ao observar o gráfico acima é possível constatar a materialização da disciplina das compras e das vendas. Na parte superior vemos a variação do preço da ação do GPA, da ação do Carrefour e do Ibovespa entre maio/18 e janeiro/19. Na parte inferior há informação de quanto que a posição em GPA representava do Patrimônio Líquido do fundo. Por exemplo: entre o início de julho e meados de setembro a posição da investida manteve-se entre 8,0% e 8,5%<sup>1</sup> do PL do Luminus FIA. Dessa forma, fica comprovado aquilo que mencionamos no parágrafo anterior: compras quando o preço da ação caiu e vendas quando o preço da ação subiu.

## Desempenho do Luminus FIA 1T19

No primeiro trimestre de 2019 o Luminus FIA acumulou rentabilidade de 11,2% contra 8,6% do Ibovespa e 1,5% do CDI. Abaixo a atribuição de performance do período.



<sup>1</sup> Ao tomar a decisão sobre GPA, o comitê de investimento da Luminus determinou que a posição deveria representar entre 5% e 10% do patrimônio do fundo, pois o caso apresentava duas das características para ter essa representatividade do portfólio: margem de segurança a presença de *franchise*.



*Equipe Luminus*

contato@luminuscapital.com.br

luminuscapital.com.br

São Paulo, abril 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.

