



“Inteligência é a capacidade de se adaptar à mudança”¹

Stephen Hawking

Carta do Gestor: Tese de Investimento em Azul e 3º Trimestre de 2019

Tese de Investimentos em Azul

O histórico do setor aéreo mostra o quão desafiador esse segmento foi ao longo dos anos, não apenas no Brasil, mas também no exterior. As últimas décadas foram marcadas pela saída do mercado de muitas companhias do setor. Para reavivar a memória do leitor, citamos alguns exemplos: Pan Am, TWA, Vasp, Varig, Transbrasil, BRA e Avianca Brasil.

Além dessas, várias outras empresas, sobretudo americanas, pediram proteção contra credores (o equivalente à Recuperação Judicial brasileira) ao longo dos anos. Em outros casos, empresas em dificuldades financeiras foram absorvidas por concorrentes, como foi o caso da incorporação da American Airlines pela US Airways (a marca da primeira foi a escolhida para dar o nome da empresa resultante desse evento).

Ao mesmo tempo que uma quantidade relevante de companhias sucumbiu nas últimas décadas, muitas novas aéreas entraram em operação no mercado norte-americano. Essa mobilidade de mercado sugere, a priori, que na atividade de transporte aéreo inexistem significativas barreiras à entrada.

Além dessa típica característica de mercados muito competitivos, como agravante, esse segmento foi marcado por indisciplina por parte dos seus *players*, os quais praticavam preços deletérios para os negócios.

Tendo em vista o histórico acima, sempre tivemos na Luminus um certo receio em relação ao investimento em empresas aéreas. No entanto, um dos pilares da nossa filosofia de investimento é a total ausência de preconceito para analisar oportunidades para investir. Dessa forma, em 2018 nos deparamos com o caso de Azul, que possuía qualidades que nos chamavam a atenção.

A História da Azul

A Azul foi fundada por David Neeleman em 2008. Filho de americanos, David nasceu no Brasil, mais precisamente na capital paulista. Seu pai foi correspondente da agência de notícias United Press International em São Paulo. Quando tinha 5 anos, sua família retornou aos EUA e ao longo dos anos o elo com o Brasil foi mantido de várias formas, sobretudo através de intercâmbio de jovens brasileiros jogadores de basquete.

Em 1999 David fundou a aérea JetBlue Airways nos EUA, com a qual obteve resultados muito positivos e notoriedade. Na trilha desse sucesso, em 2008 o empresário fundou a Azul. Entre 2005 e 2008 o mercado aéreo brasileiro foi bastante conturbado, marcado pela falência da Vasp e da Varig. A ideia inicial de David era desenvolver uma empresa de baixo custo de ocupação e utilizar aeronaves de menor porte da Embraer. Além disso, Neeleman escolheu o aeroporto de Viracopos, em Campinas, como base operacional da empresa.

¹ Tradução livre de “Intelligence is the ability to adapt to change”.



Em 2010 a Azul inicia seu foco em voos regionais, concomitante à chegada da primeira aeronave ATR. Em 2012, ocorre a fusão entre a Azul e a Trip, sua concorrente. As duas empresas tinham alguns pontos em comum: a centralização de suas operações em Viracopos, a utilização de aeronaves ATR e foco em aviação comercial.

Em 2015 a United adquiriu 5% do capital da Azul e as empresas desenvolveram parceria de *codeshare*, abrindo ao cliente da aérea brasileira vários novos destinos nos EUA. No mesmo ano foi estabelecido um outro acordo de *codeshare*, com a JetBlue.

Em 2015 Neeleman adquiriu 45% da aérea TAP. Atualmente, a Azul detém, direta e indiretamente, mais de 40% da empresa portuguesa.

Abaixo um gráfico ilustrativo da história da Azul (divulgado pela própria empresa em seu *investor day* em 14/10/2019):



A Tese de Investimento

Foram 5 pontos principais que nos chamaram a atenção e embasaram a tese de investimento em Azul:

1. Ambiente competitivo mais organizado;
2. Modelo de negócio diferenciado, resultando em performance superior;
3. Dinâmica de resultados favorável, tanto por questões idiossincráticas da empresa como do ambiente macroeconômico;
4. Alto alinhamento dos executivos e opcionalidades relevantes;
5. Riscos;

Ambiente Competitivo

Conforme mencionamos acima, a indústria aérea nos EUA se mostrou bastante competitiva durante muito tempo. Aliado a isso, prevaleceram práticas pouco disciplinadas, o que resultou na quebra de várias empresas ao longo do tempo, como mostra a lista no início da carta. No entanto, desde a crise financeira global de 2008/2009, ocorreu uma importante reorganização do mercado aéreo norte-americano, com inúmeras fusões. Para ilustrar, 10 anos atrás os EUA contavam com mais de 20 empresas aéreas de porte e atualmente são apenas 4 as principais companhias no setor². Além disso, o mercado passou a ser bem mais disciplinado na prática de preço, o que permitiu a melhora do resultado operacional das principais empresas do segmento³.

² If Buffett is Buying Airline, the Competition Is Over – Bloomberg Opinion, by Joe Nocera (22/03/2019) - <https://www.bloomberg.com/opinion/articles/2019-10-23/how-do-you-like-we-now>

³ Warren Buffett's \$9 billion in airline holdings is why everyone thinks he wants to buy one – The Dallas Morning News (22/3/2019) - <https://www.dallasnews.com/business/airlines/2019/03/22/warren-buffett-s-9-billion-in-airline-holdings-is-why-everyone-thinks-he-wants-to-buy-one/>



Outro ponto que corrobora a transformação do setor é a mudança de comportamento de Warren Buffett em relação às empresas aéreas. Na sua tradicional carta aos investidores da Berkshire Hathaway de 2007, empresa de investimento na qual é o principal acionista, presidente do conselho e CEO, ele afirma que um capitalista com visão de futuro teria feito um grande favor aos seus sucessores se tivesse dado um tiro em Orville Wright (um dos irmãos americanos pioneiros na aviação)⁴. No entanto, mais recentemente a Berkshire se tornou importante acionista das quatro principais empresas aéreas americanas (Delta, United, American Airlines e Southwest Airlines). Trata-se de algo emblemático, tendo em vista que Buffett é um entusiasta de negócios que apresentam barreiras à entrada e margens diferenciadas.

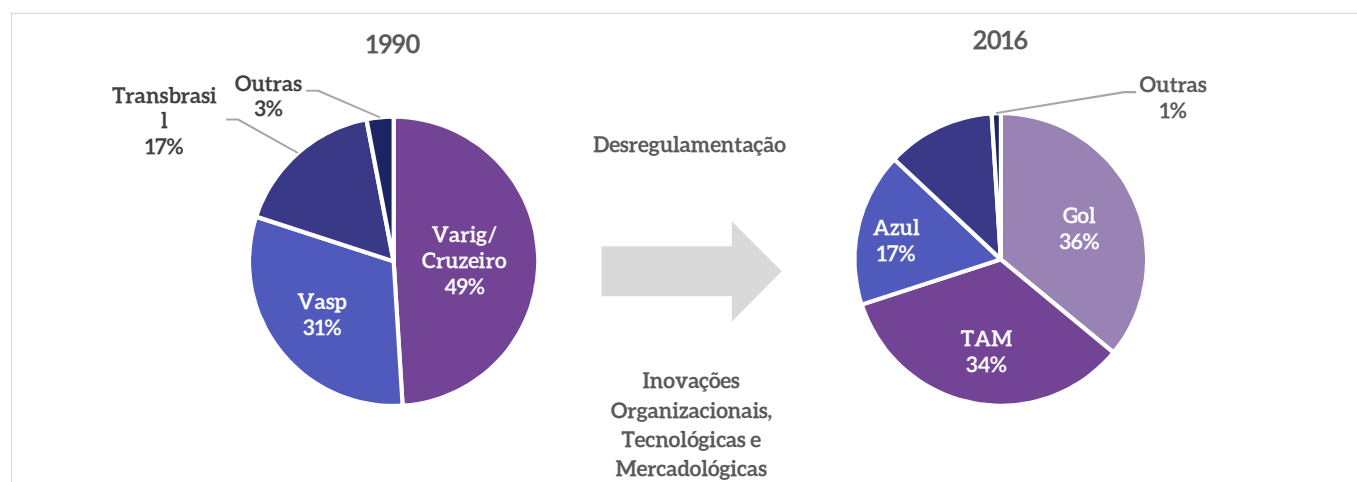
A história da aviação comercial brasileira⁵ inicia-se em 1927 com a fundação das primeiras empresas aéreas nacionais, a Varig, em Porto Alegre, e a Sindicato Condor (cuja denominação foi alterada para Cruzeiro em 1942). As décadas seguintes foram marcadas pela entrada e saída de muitas empresas dos ares brasileiros, sendo que muitas companhias foram adquiridas por concorrentes de maior porte. Nesse movimento, a Varig teve um importante papel de consolidadora de mercado.

Ao longo de várias décadas, a tônica do mercado aéreo brasileiro foram a concentração e a regulação da atividade. Em 1960, Varig, Cruzeiro, Vasp e Transbrasil formaram o primeiro oligopólio do setor.

No entanto, em 1978 inicia-se a desregulamentação do mercado americano. A partir de 1986, a mesma tendência foi iniciada no Brasil com o início de um processo de mudança de regras de funcionamento do setor aéreo. Como consequência, o funcionamento do mercado passa a ter a marca da livre concorrência. Confrontadas com esse novo desafio, as antigas companhias aéreas brasileiras, até então acostumadas a viver às custas da regulamentação do mercado, não conseguiram manter a competitividade e começaram a enfrentar dificuldades financeiras. Concomitante, companhias menores se desenvolveram e novos *players* entraram em atividade. A TAM (fundada em 1976), que nos seus primeiros anos de vida atuou na aviação regional, cresce e amplia sua oferta de voos. Outro destaque foi a criação da Gol, que iniciou suas atividades em janeiro de 2001.

As antigas e tradicionais empresas não souberam lidar com o novo padrão de mercado e, diante da piora das condições financeiras, sucumbiram, deixando como herança um altíssimo volume de (incobrável) dívida, sobretudo com a União.

De um Oligopólio a outro: evolução do *market share* no mercado aéreo Brasileiro



⁴ Berkshire Hathaway Shareholder Letters 2007 - <https://www.berkshirehathaway.com/letters/2007ltr.pdf>

⁵ Todas as referências à história da aviação no Brasil, inclusive o gráfico com a evolução do market share entre 1990 e 2016, tem como fonte o texto de Josué Catharino Ferreira – “Um breve histórico da aviação comercial brasileira” – 2017.



Apesar de terem traçado caminhos distintos, o mercado brasileiro e o americano atualmente possuem muitas semelhanças: um pequeno número de empresas dominam o mercado atuando de forma disciplinada, com foco na geração de valor. As similaridades ficam ainda mais evidentes quando verifica-se que as três principais empresas brasileiras contam com congêneres americanas como sócias:

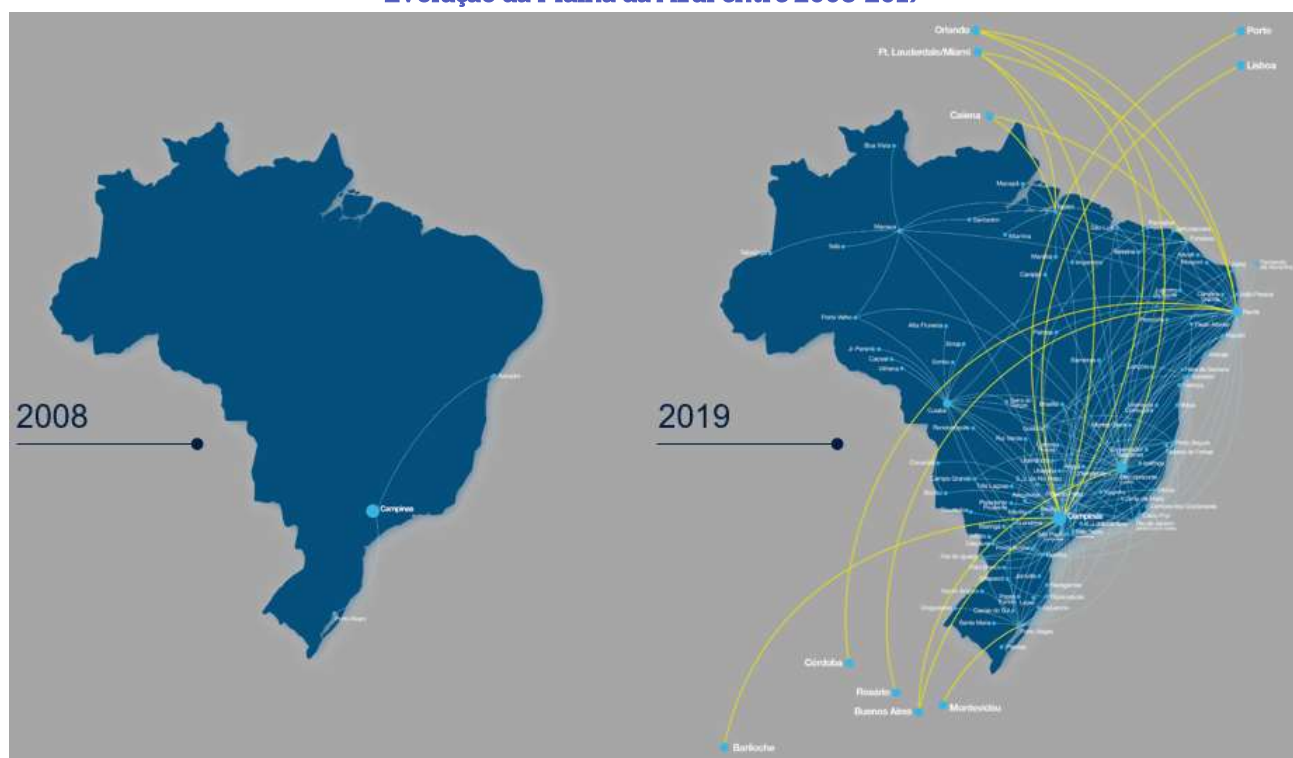
- Azul: tem como sócia a United;
- Latam: uma *corporation* (empresa sem controle definido) com base no Chile, mas com relevante operação no Brasil, que recentemente teve 20% de suas ações adquiridas pela Delta;
- Gol: controlada pela família Constantino e contava com a Delta como acionista (Delta trocou sua posição por Latam). Noticiário dá conta que estaria negociando um acordo com a American Airlines.

Avianca era a única *major* brasileira que não possuía um acionista de referência global. Operava em regiões altamente competitivas (RJ-SP-Brasília). Depois de acumular seguidos resultados negativos, a empresa entrou em Recuperação Judicial e faz alguns meses que não realiza voos.

Modelo de Negócios Diferenciado

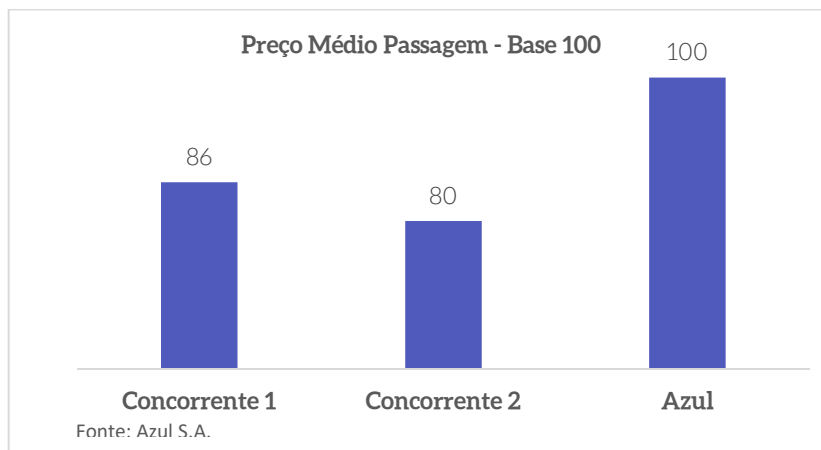
A Azul fez a opção de estruturar sua operação focada na aviação regional conectada a vários *hubs*, sendo os principais Viracopos (Campinas), Confins (Belo Horizonte) e Guararapes (Recife). Isso permitiu que ela se tornasse a empresa aérea com o maior número de rotas no Brasil. Mais do que isso, a Azul opera de forma monopolística para mais de 70% dos destinos para os quais voa. Isso faz com que a empresa tenha uma malha única, com conectividade incomparável.

Evolução da Malha da Azul entre 2008-2019





Os motivos anteriormente descritos permitiram à empresa praticar um preço médio maior do que a concorrência (slide 30 da apresentação a investidores realizada pela empresa no dia 14/10/2019).

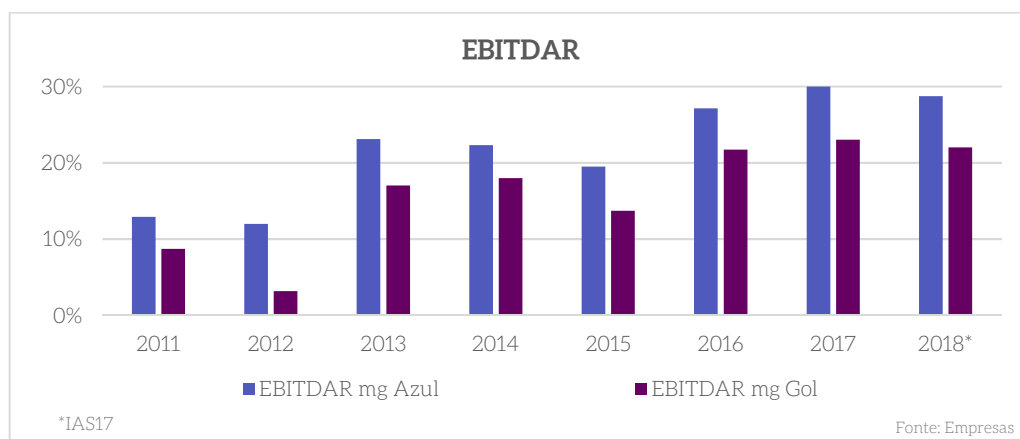


Outro ponto importante é que a companhia tem presença muito dominante em Viracopos, seu centro operacional e maior hub. Isso lhe permite atingir um grande mercado e uma vantagem de acesso a destinos.

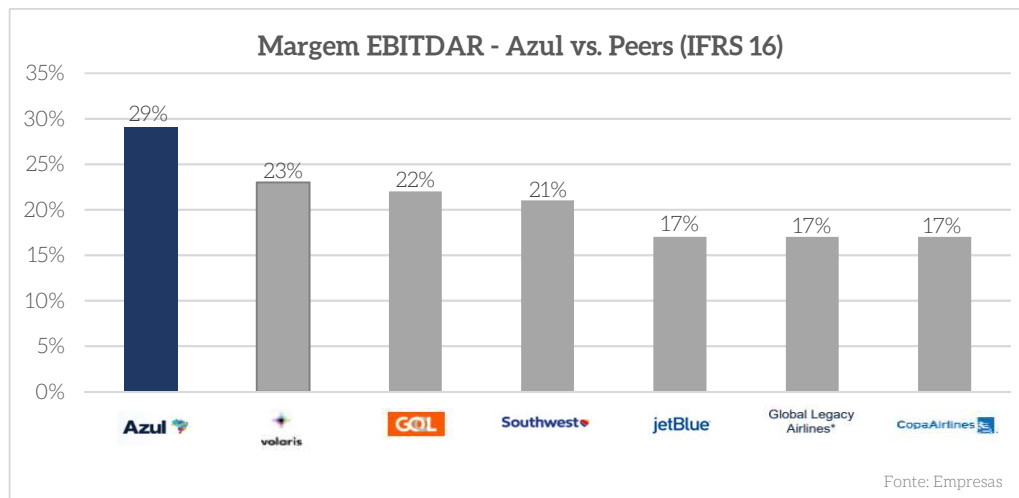
Para atender essa malha de forma eficiente, a Azul possui uma frota que otimiza seus custos de operação:

- ATR: 70 assentos, alcance médio de 391 km;
- E-Jets: 106-136 assentos, alcance médio 701 km;
- Airbus A320neo: 174 assentos, alcance médio 1.475 km;

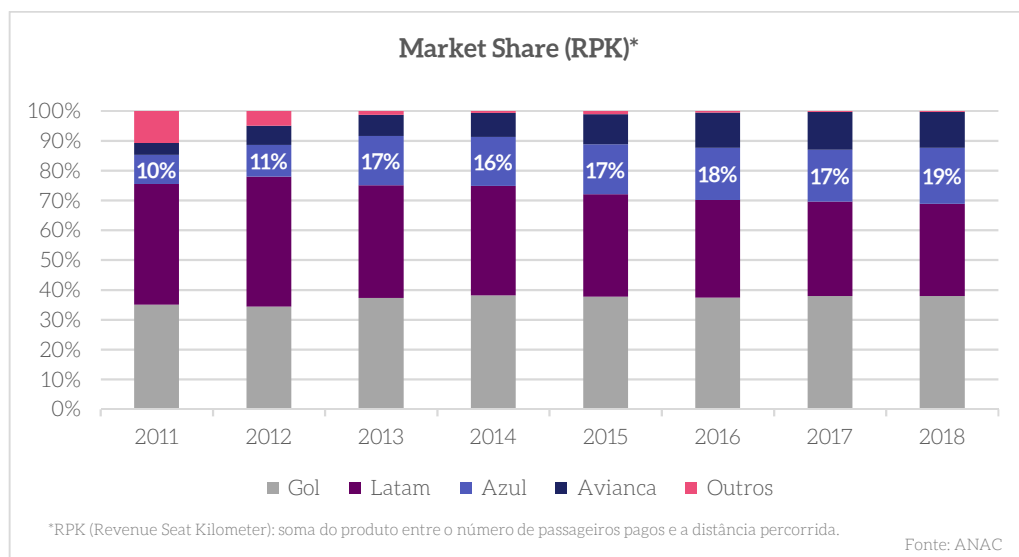
Em outras palavras, o que permite à empresa atender uma malha tão extensa e diversificada é o fato de possuir uma frota adequada para isso. Ademais, a Azul é a única empresa brasileira com uma frota flexível de aeronaves. Essa posição diferenciada se reflete no resultado operacional superior apresentado pela empresa, como pode ser constatado abaixo:



Margem EBITDAR da Azul mostrou constante evolução ao longo dos últimos anos. Além disso, houve consistência no diferencial dessa métrica em relação à da Gol.



Azul possui liderança de margem EBITDAR setor aéreo.



Estratégia desenhada pela Azul permitiu a captura de participação de mercado por vários anos consecutivos.

Dinâmica Favorável de Resultados

Conforme mencionamos em cartas anteriores, somos da opinião que o Brasil está no início de uma recuperação cíclica da atividade econômica. Assim, quando realizamos o investimento em Azul, tínhamos a visão que à medida que a recuperação ganhasse tração (a expectativa de mercado do relatório Focus de 28/9/2018 era de crescimento de PIB de 1,35% em 2018 e 2,5% em 2019) a Azul deveria observar melhora da venda de passagem, incremento no valor do ticket e aumento de ocupação das aeronaves. Isso, por consequência, se traduziria em crescimento do resultado operacional da empresa. Em outras palavras, excetuando a ocorrência de um evento imponderável, vislumbrávamos uma melhora substancial no resultado da empresa.

Além disso, enxergávamos uma combinação de questões idiossincráticas da Azul que impactariam positivamente seu negócio. Em 2008, na fundação da empresa, as primeiras aeronaves foram contratadas por um custo de leasing muito alto, tendo em vista que tratava-se de uma empresa nova, sem qualquer histórico de crédito. Além disso, esses contratos foram firmados durante a crise financeira global, auge da aversão a risco.



Outro importante ponto quando iniciamos a análise de Azul era que a empresa estava a ponto de promover uma troca de parte de sua antiga frota por uma mais nova, a qual seria mais eficiente no consumo de combustível e com maior número de assentos. Em 2018, 28% da frota era de aeronaves de nova geração, número que deveria atingir 42% ao final de 2019. Essa atualização resultaria numa melhora superior a 20% no custo médio da Azul, o que traria uma importante alavancagem operacional para a empresa.

Nos parecia claro que a combinação de fatores micro e macroeconômicos deixava “contratado” uma melhora de resultados operacionais para Azul nos trimestres que se seguiriam, o que de fato aconteceu.

Alto alinhamento dos executivos e opicionalidades relevantes

Além de David Neeleman, participaram da fundação da Azul um grupo de executivos com vasta experiência no setor aéreo. A grande maioria desses ainda está presente na administração da empresa e possui um atraente pacote de incentivo de longo prazo.

COMPANHIA LIDERADA POR FUNDADORES



David Neeleman
Fundador e Presidente



John Rodgerson
Fundador e CEO



José Mario Caprioli
Fundador da Trip Airlines e
membro do conselho



Alex Malfitani
Fundador e CFO



Abhi Shah
Fundador e CRO



Jason Ward
Fundador e VP de Pessoas



Flávio Costa
Fundador e COO



Por fim, existiam algumas opicionalidades, não inclusas no preço de mercado na época da análise, que poderiam potencializar o retorno, caso viessem a ocorrer:

- Quando iniciamos a análise de Azul, essa era a única empresa do setor aéreo brasileiro que detinha 100% do seu programa de milhagem. Essa era uma vantagem importante para a empresa, pois trata-se de um negócio estável, com margem alta e com bom potencial para crescimento.
- A Azul possuía mais de 40% da aérea portuguesa TAP. A empresa brasileira poderia, em algum momento, se desfazer dessa participação, o que potencializaria nosso retorno.
- A Azul era detentora da segunda maior operação logística do Brasil, o que lhe dava uma série de opções estratégicas.



Riscos

Um risco relevante para o investimento em uma empresa aérea no Brasil é a taxa de câmbio. Os leasings das aeronaves, o principal desembolso de uma companhia do setor, são realizados em dólar. Portanto, caso ocorresse uma significativa apreciação da moeda americana, o fluxo de caixa da Azul poderia ficar comprometido.

Um segundo ponto relevante é preço do barril de petróleo. O principal custo operacional de uma aérea é o querosene de aviação. Uma súbita valorização do petróleo poderia estreitar a margem da Azul. Como agravante, esse insumo é negociado em dólar.

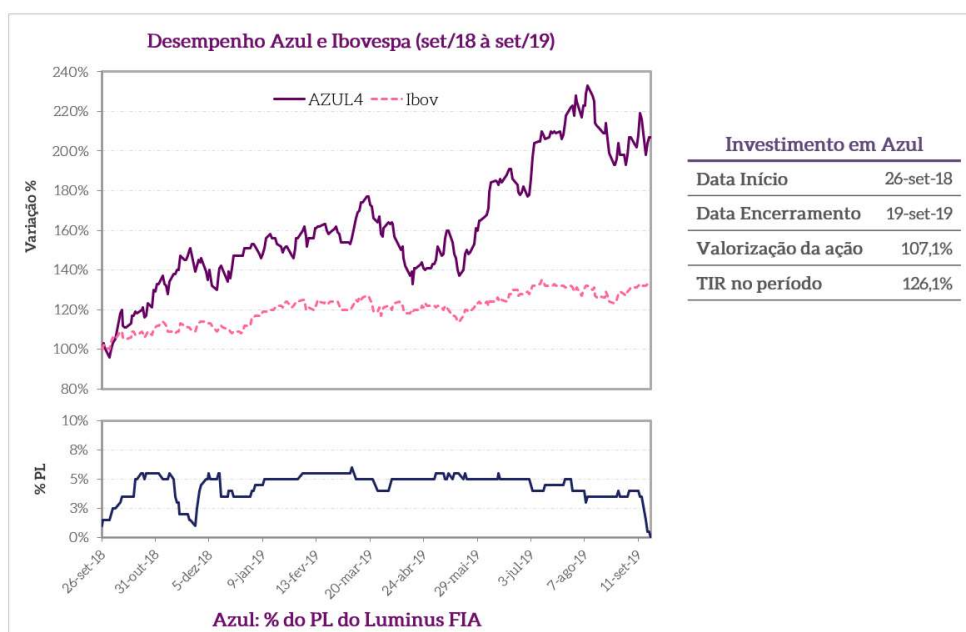
Esses fatores faziam da Azul, assim como qualquer empresa aérea, uma *price taker* ao invés de uma *price maker*. Por esse motivo, foi fundamental ao longo do nosso investimento na empresa acompanhar muito proximamente essas variáveis.

Independentemente dos pontos qualitativos explicados acima, o investimento na Azul contava com a condição *sine qua non* para a empresa fazer parte do portfólio, uma relevante Margem de Segurança. Enxergávamos, aproximadamente, 50% de retorno anualizados olhando o horizonte de 3 anos.

Mesmo depois do encerramento do investimento em Azul, continuamos a acompanhar (como é prática na Luminus) os resultados a serem entregues pela empresa e como esses se enquadram nas nossas projeções. Dessa forma, estamos preparados para aproveitar uma eventual oportunidade de reinvestimento, seja porque o preço da empresa volte a níveis que consideramos razoáveis, ou porque vislumbramos que a Azul seja capaz de gerar maior valor do que inicialmente imaginávamos.

Resultados Obtidos no Investimento em Azul

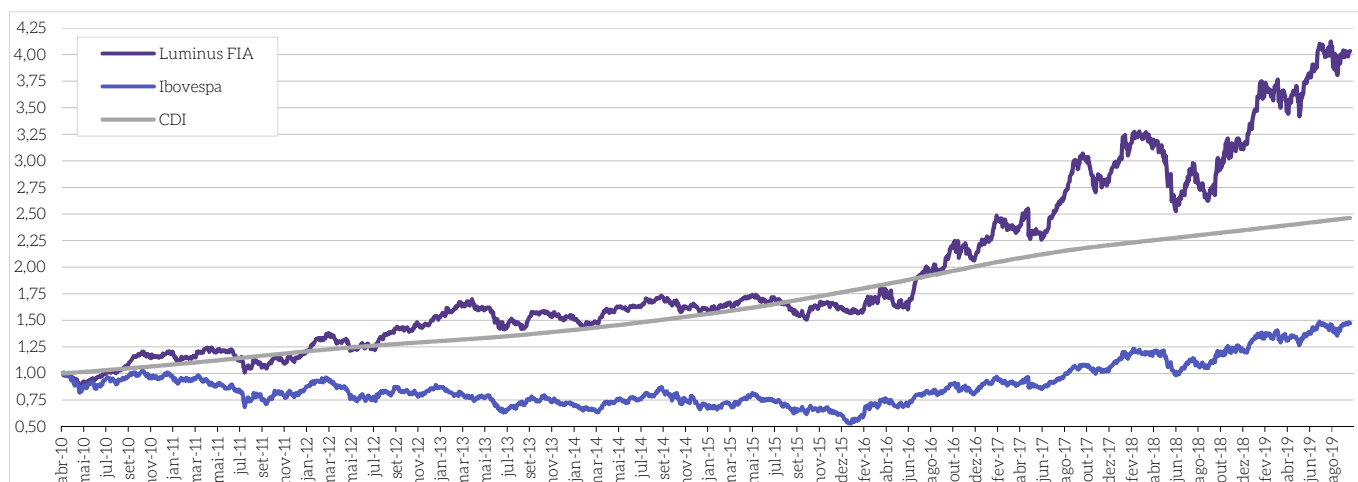
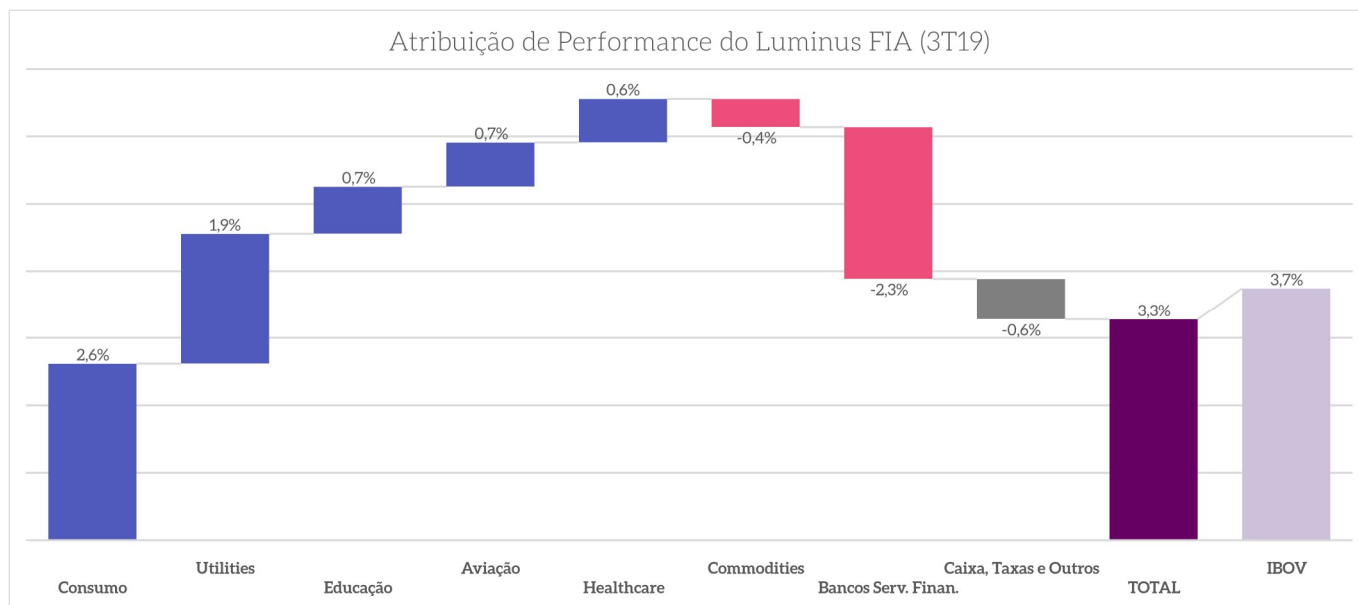
Iniciamos nosso investimento no final de setembro de 2018. Ao longo de um ano que mantivemos a empresa no portfólio, vimos a tese descrita acima se realizar. Nesse período, apuramos uma Taxa Interna de Retorno de 126,1%, enquanto que o Ibovespa se apreciou 32,9%. Abaixo os detalhes do retorno apurado:





Análise 3º Trimestre de 2019

No terceiro trimestre de 2019 o Luminus FIA acumulou uma rentabilidade de 3,28%, contra 3,74% do Ibovespa e 1,54% do CDI. Abaixo a atribuição de performance do período.



Equipe Luminus

contato@luminuscapital.com.br

luminuscapital.com.br

São Paulo, outubro 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.

