

Carta Mensal

Março 2021

Continuamos pagando o preço da morosidade e incompetência do governo na questão do Covid-19. Enquanto muitos países já vacinam proporções relevantes de sua população, avançamos a passos lentos e atingimos recentemente por volta de 10% da população vacinada com a primeira dose – cerca de 3% com duas doses. Isso retarda a reabertura vigorosa da economia, a exemplo do que vemos hoje nos EUA. Não obstante a ineficiência na vacinação, há ainda a falta de um discurso único que conscientize os cidadãos da necessidade (quando possível) de isolamento e do uso de máscaras. Mas temos ainda mais problemas, como a discussão sobre o orçamento, que conta com a frágil articulação do governo, que nos lembra dos enormes problemas fiscais com os quais temos que lidar. A enorme dívida pública será ainda pressionada pela elevação dos juros, para fazer frente à elevação da inflação, que por sua vez é

pressionada pelo câmbio. Os juros das *treasuries* americanas de 10 anos também se elevaram e balançaram bastante nos últimos 30 dias, trazendo instabilidade a todos os mercados mundiais, em especial aos mais frágeis como Brasil e Turquia.

Mas no meio desta confusão toda há muita coisa interessante acontecendo no ambiente empresarial privado, onde as empresas buscam eficiência, crescimento e melhorias de rentabilidade. Elas tem buscado cada vez mais o mercado de ações para levantar recursos para novos investimentos, haja vista o grande número de *IPOs* que já ocorreram e que são esperados para 2021.

Neste mês destacaremos uma veterana do mercado, o GPA – Grupo Pão de Açúcar, que já comentamos brevemente na carta de fevereiro. Apesar do histórico pobre de governança, várias mudanças nas empresas e duas classes de ações, houve um movimento bastante razoável por parte do controlador, levando a empresa ao Novo Mercado e transformando todas as ações em ordinárias – PCAR3. O passo seguinte, que começou a valer no início de março, foi fazer uma cisão de dois negócios muito diferentes que ficavam sob o PCAR3: a parte de supermercados (bandeiras Pão de Açúcar, Minuto Pão de Açúcar, Mercado Extra, Mini Extra e Compre Bem) e de hipermercados, abrigados sob o código PCAR3, e a parte de atacarejo – cash & carry – sob o código ASAI3.

Gostamos de ambas as operações: o Pão de Açúcar (GPA) tem que fazer uma lição de casa difícil e extensa e o Assaí é uma empresa que já vem crescendo com muita força e continuará assim pelos próximos anos. Quando investimos nas ações PCAR3 enxergávamos uma enorme assimetria.

O GPA faturou R\$ 50,4 bilhões em 2020 e tem a operação brasileira (Extra, Pão de Açúcar, Compre Bem, entre outras) como a maior da rede, com 56% da receita total. A operação no exterior tem a Colômbia como destaque, com outros 34% da receita, mercado no qual é líder e tem operações de qualidade, com margem superior à do Brasil. Há ainda operações no Uruguai, com 8% da receita e na Argentina, com 2%. O cenário é bastante competitivo para a operação brasileira, e certamente agora, sem o Assaí no grupo, os holofotes estarão sobre os resultados das principais bandeiras, em especial o Pão de Açúcar, que viu concorrentes relevantes surgirem nos últimos anos. Os hipermercados Extra foram também em parte transformados em Assaí, mas os desafios persistem para esta operação. O GPA tem ainda uma participação de 34% na Cnova, empresa do Casino (controlador do GPA) que tem valor de mercado de 2,5 bilhões de euros e que pode ser vendida. Há uma oportunidade para a gestão atual do Pão de Açúcar mostrar que pode ir além do que foi feito até hoje, enquanto os desafios na Colômbia são também grandes, dada a forte concorrência naquele mercado. Caso isso aconteça, enxergamos ainda um potencial de valorização da ordem de 50% para as ações PCAR3.



O caso do Assaí, adquirido em 2007 pelo Pão de Açúcar (comprou 60% e os 40% restantes em 2010), quando faturava R\$ 1,5 bilhão e tinha 15 lojas, é bastante interessante. Cresceu a ponto de ter faturado R\$ 39,4 bilhões em 2020 com 184 lojas, e com crescimento contínuo na margem Ebitda, além do enorme ganho de produtividade com o aumento progressivo na receita por loja. O potencial de crescimento ainda é enorme, pois hoje há uma concentração relevante de lojas no Sudeste, onde ficam 102 das 184 lojas; não há ainda lojas em Santa Catarina e no Rio Grande do Sul. Outra vantagem é a abertura de lojas em várias regiões aproveitando o conhecimento dos gestores locais, evitando assim incorrer em erros de mix de produtos, formato e localização de lojas, o que permite que o Assaí consiga competir tanto com competidores locais (Grupo Mateus, por exemplo) quanto nacionais (Atacadão, do Carrefour). O atacarejo atende pequenos negócios como mercearias, lanchonetes, pizzarias, dogueiros, bem como famílias, que vão em busca de preços melhores para volumes maiores, tendo a classe C como principal cliente. Também tem havido investimento do Assaí em soluções financeiras, como aplicativos e cartões de crédito (há 1,3 milhão emitidos), a fim de fidelizar seus clientes. Enxergamos na ação ASA13 um potencial igualmente relevante de alta, da ordem de 30%. Se o potencial de valorização aqui é mais baixo em relação ao PCAR3, os riscos são também substancialmente menores. Estamos investidos nas duas ações atualmente.

Assaí - Faturamento e número de lojas



Em relação ao mercado, apesar dos dados horrorosos da Covid, começamos a ver uma derivada mais positiva com o distanciamento social, mas principalmente com o recente avanço nos índices de vacinação. Se de fato em abril conseguirmos vacinar na média 1 milhão de pessoas por dia, veremos uma queda relevante nos índices de internações/mortes no fim deste mês. Daí nosso otimismo, em especial com ações focadas no mercado doméstico. Dependemos, evidentemente, da continuidade dos movimentos nos mercados americano e chinês. Os EUA anunciaram, além do plano de ajuda às pessoas e empresas, um plano de infraestrutura de US\$ 2 trilhões, e o crescimento do PIB por lá deverá ficar além dos 6,5% em 2021 e por volta de 5% em 2022. Já a China deverá crescer por volta de 9% neste ano, assegurando a demanda por *commodities*.

A cota do fundo oscilou bastante entre os dias 19/02 e 10/03, intervalo no qual tivemos perdas da ordem de 12% em nossa cota, especialmente em algumas ações da carteira tech (liquidamos boa parte), saúde (queda para fazer caixa para os novos *IPOs*). A partir daí recuperamos cerca de 7%, encerrando o mês com -0,2%, acumulando -1,55% no ano. As melhores performances em março foram nos setores de *commodities* (Gerdau e CSN) e de varejo (2,4% ganhos em PCAR3 e ASAI3). Continuamos focados nos setores de varejo (38% do PL), bancos (23%), consumo (18%) e índices Bovespa e SMAL11 (16%).

Obrigado pela confiança!