



FABIO MOTTA
Head de Gestão de Renda Variável

GLEIDSON LEITE
Portfólio Manager de Renda Variável

WA Valuation FIA: Visão do Gestor

Sumário

- Sempre que possível, preferimos ter em nossos portfólios ações de empresas cujo retorno esperado dependa mais de sua própria dinâmica de resultados e menos de uma eventual expansão de seus múltiplos de negociação.
- Empresas cujas ações apresentem alto retorno esperado, mas sem boas perspectivas de crescimento de lucros, tendem a ter boa performance em momentos de mercado otimista, mas são boas candidatas a “armadilhas de valor”.
- As maiores quedas dos últimos 3 meses estão entre empresas com fundamentos mais frágeis, com maior alavancagem e menor visibilidade de resultados.
- Ao longo do trimestre, aproveitamos os movimentos exacerbados de preços para aumentar posições em empresas que consideramos de qualidade e que já detínhamos no portfólio do fundo, tais como Fleury, Raia Drogasil, e Lojas Americanas, e introduzimos novos nomes na carteira - Localiza e Renner

Movimentações recentes

As incertezas decorrentes dos embates comerciais entre Estados Unidos e China, a trajetória da política monetária americana e seus efeitos sobre mercados emergentes, a continuidade da fraqueza da economia brasileira (agora agravada pela recente greve dos caminhoneiros) e o cenário eleitoral ainda totalmente indefinido demandam uma reflexão sobre o melhor posicionamento em ativos de renda variável.

Nosso estilo de gestão de renda variável, conhecido como GARP (“*growth at a reasonable price*”, ou “crescimento a um preço razoável”), busca selecionar ações de empresas com boas perspectivas de crescimento de lucros, sem pagar preços superiores ao seu valor intrínseco.

Sempre que possível, preferimos ter em nossos portfólios ações de empresas cujo retorno esperado dependa mais de sua própria dinâmica de resultados e menos de uma eventual expansão de seus múltiplos de negociação. Isso se deve ao fato de acreditarmos em nossa capacidade de projetar lucros, mas admitimos que estimar qual múltiplo P/L ou EV/EBITDA o mercado vai considerar justo para cada empresa daqui a 2 ou 3 anos é uma tarefa muito mais desafiadora.

Empresas cujas ações apresentem alto retorno esperado, mas sem boas perspectivas de crescimento de lucros, tendem a ter boa performance em momentos de mercado otimista, mas são boas candidatas a “armadilhas de valor”. Em momentos de pouca visibilidade como este por que estamos passando, convém aumentar o peso dos fundamentos, ou seja, a dependência em crescimento de lucros.

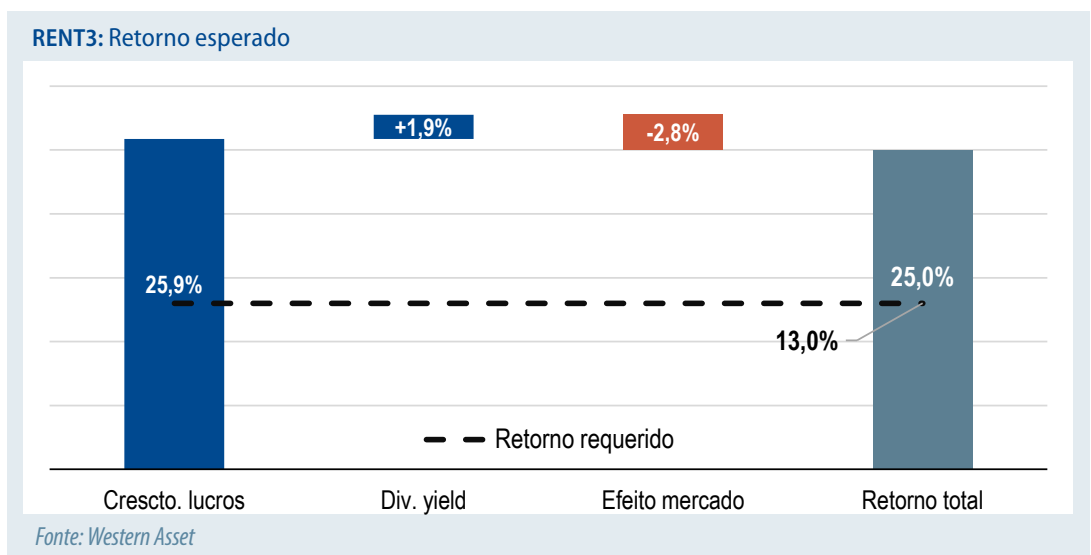
Mesmo com a recuperação recente, a bolsa continua com queda de aproximadamente 13%¹ desde o nível máximo, observado no final de fevereiro. As maiores quedas dos últimos 3 meses estão entre empresas com fundamentos mais frágeis, com maior alavancagem e menor visibilidade de resultados. Mas há também entre as mais afetadas algumas companhias com boa perspectiva de crescimento de lucros, *management* com bom histórico de execução, bom padrão de governança e muito bem posicionadas em seus respectivos setores. O recuo nos preços de tais ações configura, então, uma boa oportunidade de rotação do portfólio, com pouco ou nenhum sacrifício de *upside*, e com aumento considerável de qualidade.

Neste sentido, ao longo do trimestre, aproveitamos os movimentos exacerbados de preços para aumentar posições em empresas que consideramos de qualidade e que já detínhamos no portfólio do fundo, tais como Fleury, Raia Drogasil, e Lojas Americanas. Além disso, ainda aprofundando o tema de qualidade e crescimento a preço justo, introduzimos novos nomes na carteira - a locadora de veículos Localiza e a varejista Renner. Apesar de reconhecer os desafios de curto prazo que se apresentam, acreditamos serem empresas com forte capacidade de execução e balanços bastante sólidos. Abaixo, descrevemos brevemente o racional de cada uma das novas posições:

¹ Performance aproximada entre 26 de fevereiro e 12 de julho último.

Localiza: com uma frota de 172 mil veículos e 25% do mercado, a Localiza é a maior empresa de locação de veículos do Brasil, operando em nos segmentos de *rent-a-car*, gestão de frotas, venda de semi-novos e franquias. As famílias fundadoras (Mattar e Resende) ainda são as maiores acionistas, com 27,8%, e efetivamente controlam a empresa.

O mercado de locação de veículos no Brasil ainda é relativamente sub-penetrado, o que se explica pelo nível de desenvolvimento econômico do país. O que chama realmente a atenção é a fragmentação do mercado, com os maiores *players* respondendo por 44% do *market share*. Nos Estados Unidos, as maiores empresas detêm aproximadamente 95% do mercado, e na Europa este número fica em torno de 70%. A situação financeira dos competidores menores tem se agravado com o aumento dos preços de carros novos e a queda das tarifas de locação. Mesmo os concorrentes maiores da Localiza estão em situação competitiva menos favorável: a Movida, que no passado apresentou bastante agressividade, agora parece ter adotado a estratégia de buscar mais rentabilidade. A Unidas, por sua vez, está concentrada em integrar suas operações com a da Locamérica. A Localiza tem melhor poder de barganha com as montadoras do que seus concorrentes, uma operação muito eficiente de venda de semi-novos e menor custo de financiamento. Acreditamos que o *gap* de rentabilidade entre a RENT e os demais *players* do setor deve continuar aumentando.



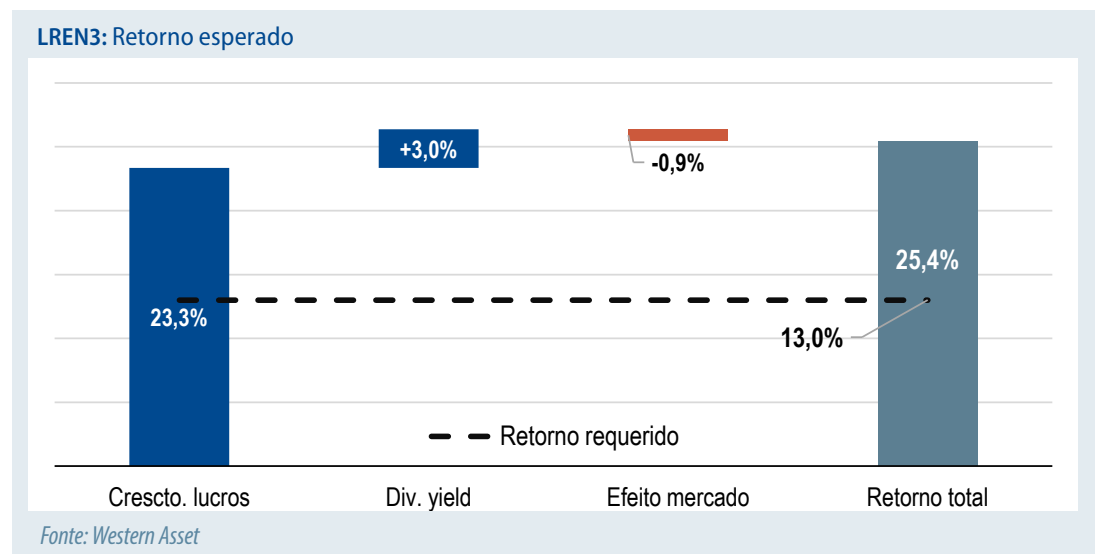
O *sell-off* recente do mercado brasileiro não poupou nem empresas sólidas e bem geridas como Localiza, o que nos propiciou oportunidade de montar uma posição e, com isso, aumentar a qualidade média da carteira. Ao preço atual, vemos um spread superior a 10pp entre retorno esperado e o requerido.”

Renner: em termos de faturamento a Lojas Renner é o maior varejista brasileira de moda. A empresa tem uma cultura corporativa sólida e uma gestão voltada ao encantamento do consumidor. Atua em todas as regiões do país com a marca Renner, onde oferece moda em diferentes estilos e com alvo no público feminino, focando em qualidade dos produtos, preços competitivos e um ambiente de loja agradável. Além disso, opera no segmento de casa e decoração através da marca Camicado e no de moda jovem por meio da Youcom. A vasta maioria das lojas está localizada em shopping centers.

A tese de investimento da Renner é baseada em nossa visão de que a empresa caminha para ser a melhor e mais reconhecida companhia brasileira no segmento de vestuário no mercado latino americano. Essa visão

tem como ponto central a excelente gestão, sólida disciplina financeira e operacional e cultura corporativa bem definida, levando seus colaboradores a agirem e pensarem como donos de suas respectivas unidades de negócio, ponto central na execução diferenciada de sua estratégia. Acreditamos que a companhia deverá ser o principal consolidador do segmento de vestuário. Além disso, vemos que a migração para o modelo de *fast retailing* trará benefícios importantes para a Renner, tais como maior disponibilidade dos produtos (menor perda de vendas), maior sincronia de coleção e maior valor percebido pelo cliente. A consequência direta disso será uma maior produtividade do estoque e consolidação da base de fornecedores, com consequente aumento de margem bruta e do giro dos estoques, o que trará uma melhora substancial no retorno sobre o capital investido nos próximos anos.

O *sell-off* recente do mercado abriu uma boa oportunidade para comprar ações de qualidade como a LREN. Vemos hoje spread superior a 10 pontos percentuais entre o retorno esperado e o requerido. Por este motivo incluímos o papel no WA Valuation.



Por fim, adicionamos uma tese de *turnaround*, com a inclusão de **Ultrapar** no portfólio. A Ultrapar Participações S.A. é uma holding que controla operações em diferentes segmentos: distribuição de combustíveis (Ipiranga), gás liquefeito de petróleo – GLP (Ultragaz), varejo farmacêutico (Extrafarma), indústria de especialidades químicas (Oxiten) e armazenagem de grânéis líquidos (Ultracargo). Em 2017 a distribuição de combustíveis contribuiu com 77% do EBITDA do grupo, seguida pelas operações de GLP com 11% e especialidades químicas com 7%.

Os resultados decepcionantes dos últimos trimestres levaram o mercado a questionar a credibilidade do *management* e causar um forte movimento de *de-rating* das ações da Ultrapar que caíram mais de 40% desde o início de Fevereiro deste ano. O múltiplo P/L baseado no consenso de mercado reduziu-se de um patamar de aprox. 23x para 16-17x (os menores níveis desde 2011). Apesar de um cenário bastante desafiador, a companhia apresenta um histórico bastante positivo em termos de alocação de capital e um balanço robusto. Além disso, acreditamos que o *management* e o *valuation* já foram bastante penalizados pelo mercado neste movimento recente de venda das ações (*sell-off*).

Entendemos que esta é uma tese controversa, pois ainda há muitas dúvidas entre os investidores sobre a

duração do processo de *turnaround*, o quanto a companhia irá “gastar” para restabelecer a força de seus canais de venda no varejo e também qual será o patamar em que se estabilizarão a margem e o *market share* (no segmento de distribuição) da empresa. Somado a isso, há também questionamentos sobre os próximos movimentos de alocação de capital, num ambiente em que novos movimentos relevantes de M&A no Brasil foram virtualmente proibidos após o CADE negar as aquisições da Alesat e da Liquigás.

Ainda assim, apesar das dúvidas e do curto prazo desafiador, em especial se considerarmos que a greve dos caminhoneiros trouxe o setor para o centro das atenções da opinião pública e afetou fortemente os resultados do 2t18, reconhecemos nossa incapacidade de prever com precisão o timing de maturação das ações da gestão e da tradução disso para o preço das ações. Sendo assim, decidimos adicionar o nome gradativamente à carteira, iniciando com um posição modesta. Contribuiu para nossa decisão o fato da gestão ter saído do “modo de autonegação”, reconhecendo os erros estratégicos ao apertar demais o revendedor (posteiro), deteriorando seu relacionamento com este importante elo da cadeia. Além disso reconheceu também, entre outras coisas, que é o momento de um freio de arrumação antes de retomar o crescimento (redução do *guidance* de capex é exemplo disso). Por fim, outro ponto positivo é que as mudanças na gestão parecem ter se estabilizado.

Agora começa o momento da execução. A companhia identificou o que precisa fazer - foco será em retomar relacionamento com posteiro (isto custa), melhorar execução na Extrafarma (isto leva tempo) e buscar oportunidade de M&A fora do Brasil (em Ipiranga e Ultracargo – boa alocação de capital é chave para este negócio). Além disso, Oxiteno contribuirá mais após a conclusão da planta nos EUA. Assim, é um *call* de maturação mais longa e também dependente da recuperação da economia, mas que, em nossa visão, começa a voltar à direção correta.

Tendo repassado as principais adições, vale discorrer brevemente sobre as reduções. Neste intuito, destacamos que o *fundings* para tais compras deu-se pela liquidação da posição residual em CCR, pela realização parcial de lucros na posição ganhadora em IRB e, principalmente, pela exclusão da Petrobrás do fundo.

No caso da estatal, vínhamos há bastante tempo mantendo uma aposta na empresa, calcada na perspectiva de um desfecho favorável para a cessão onerosa, na melhora dos padrões de governança corporativa implementada pelo seu corpo diretor e conselho de administração, além da impressionante redução de endividamento observada nos últimos 2 anos. A greve dos caminhoneiros, no entanto, evidenciou a fragilidade da governança da empresa e nos obrigou a refletir isso em nossa análise qualitativa. De acordo com nosso arcabouço, empresas com governança pior precisam apresentar um retorno esperado consideravelmente mais alto para suas ações do que aquelas com as melhores práticas. A flexibilização da política de preços de derivados e a renúncia do presidente Pedro Parente reduziram nosso conforto com esta tese de investimento, levando à decisão de desinvestimento.

Desenvolvimentos relevantes - Fusão da IMC com a Sapore

No dia 15 de junho, a IMC assinou um acordo de associação com a Sapore, algo já esperado pelo mercado há algum tempo. A operação resultará na criação de uma empresa com faturamento de R\$3,1 bilhões, com mais de 1.400 pontos de venda e operações em 5 países.

A Sapore foi fundada pelo empreendedor Daniel Mendez em 1992 e se tornou uma das maiores empresas de alimentação corporativa do Brasil, com mais de 1.100 restaurantes servindo cerca de 1,2 milhão de refeições por dia. A empresa tem cerca de 10% deste mercado no Brasil.

A fusão deve ocorrer em dois estágios. Primeiramente, a Sapore deve lançar uma oferta para compra de até 25% das ações da IMC em circulação, a um preço de R\$9,30/ação. Num segundo momento, as operações de Sapore e IMC devem ser fundidas. A relação de troca será tal que os acionistas originais da IMC passem a deter 65% da empresa resultante, com o acionista controlador da Sapore ficando com os 35% restantes.

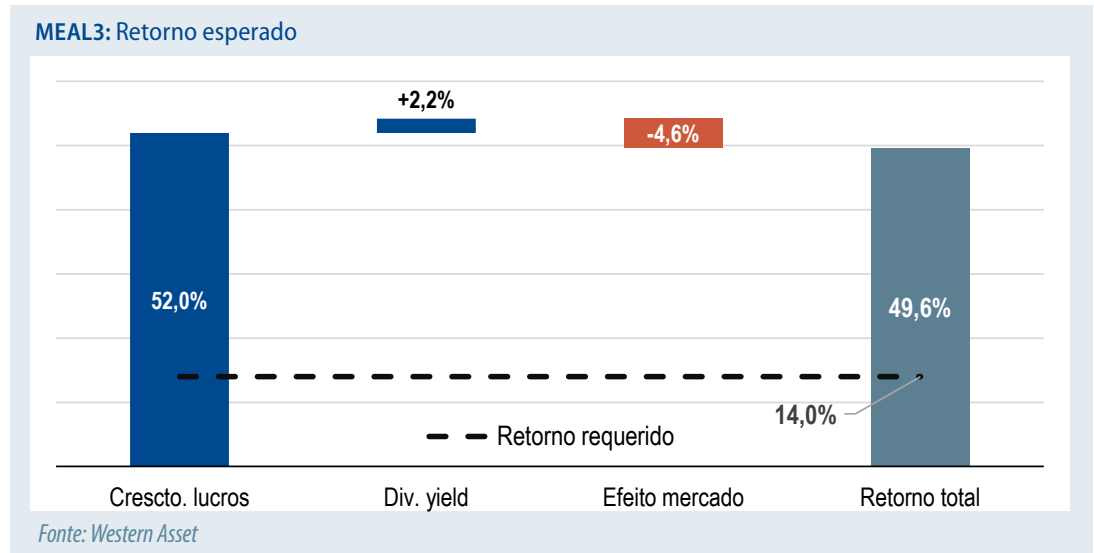
Ao final, o controlador da Sapore ficará com 41,8% da empresa combinada. Ele terá também a prerrogativa de indicar 4 dos 7 membros do Conselho de Administração, inclusive o Presidente. O *management* atual da IMC, inclusive seu CEO Newton Maia, deverão permanecer na nova empresa.

A fusão deve acarretar sinergias relevantes de custos e despesas. A centralização de compras deve aumentar o poder de barganha junto a fornecedores. Também esperamos ganhos com a otimização das operações de cozinhas e com logística. Além disso, há oportunidades de venda cruzada, com a IMC expandindo suas operações para localidades onde a Sapore já opera e vice-versa.

Acreditamos que essa transação possa ser particularmente interessante para as operações da IMC em *shopping centers*. A empresa vem, há um bom tempo, tentando acertar o modelo operacional das lojas Viena Express, até hoje com apenas relativo sucesso. Um dos principais vetores de crescimento da IMC é justamente este formato, que permite a abertura de um número grande de lojas, com investimento modesto, alto potencial de retorno sobre o capital e risco relativamente baixo. Para tanto, é necessário que se consiga reduzir consideravelmente o trabalho de preparo de alimentos nos próprios pontos de venda, fazendo o máximo possível em cozinhas centrais (próprias ou de fornecedores) e transportando-os às lojas já praticamente prontos para servir. Isso permite expansão de área de venda, redução do número de funcionários, menor complexidade operacional e de supervisão e maior padronização do produto vendido. A experiência da Sapore vem ao encontro dessas demandas, de forma que acreditamos ser questão de tempo até observarmos uma melhoria operacional sensível nesta bandeira.

Para a Sapore, a transação é uma forma ágil e mais segura para entrar no segmento de varejo de alimentos, algo que seu fundador almejava já há algum tempo. Também há que se levar em conta o fato de que o Sr. Mendez passa a deter parcela substancial de uma empresa bem gerida e já listada na bolsa. Caso optasse por seguir sozinho e eventualmente abrir o capital de sua empresa, teria que passar por um longo processo de preparação e incorreria em custos substanciais.

A operação não altera, no entanto, o cenário macroeconômico desafiador que se coloca para o varejo de alimentos. As vendas em shoppings continuam deprimidas e o tráfego nas estradas ainda não dá sinais claros de recuperação. Nossa tese de investimento em IMC se baseia, em parte, na recuperação da economia e no efeito positivo que isso deve ter sobre suas margens devido à sua alta alavancagem operacional. Entretanto, acreditamos que as melhoras operacionais já em curso, somadas aos ganhos de eficiência decorrentes desta fusão e abertura de novas lojas, possam compensar o vento contra do cenário econômico.



Western Asset Valuation FIA

CNPJ: 09.087.523/0001-91 / ISIN: BRLMM6CTF008

Classificação Anbima: Ações Livre

Taxa de administração: 2,50% / Taxa de Performance: não há

Data de início do Fundo: 25 de junho de 2010

PL médio dos últimos 12 meses: R\$ 122,02 milhões / PL atual: R\$ 137,55 milhões

LEIA O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E O REGULAMENTO ANTES DE INVESTIR, OS QUAIS PODEM SER OBTIDOS EM WWW.WESTERNASSET.COM.BR

SUPERVISÃO E FISCALIZAÇÃO: Comissão de Valores Mobiliários CVM – Serviço de Atendimento ao Cidadão em www.cvm.gov.br

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.

DESCRIÇÃO DO TIPO ANBIMA DISPONÍVEL NO FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES

A relação de distribuidores do Fundo WA Valuation consta do Formulário de Informações Complementares, disponível em [HTTP://WWW.WESTERNASSET.COM.BR/PT/PRODUCTS/](http://WWW.WESTERNASSET.COM.BR/PT/PRODUCTS/)

A Western Asset é signatária dos 6 princípios do Principles of Responsible Investment "PRI", uma organização sem fins lucrativos apoiada pelas Nações Unidas e principal responsável pelas propostas de Investimento responsável. A Western Asset se compromete em adotar e implementar estes princípios quando consistentes com nossas responsabilidades fiduciárias e em contribuir com o desenvolvimento de um sistema financeiro global mais sustentável.

A Western Asset pode ser contatada por meio dos seguintes canais: SAC: 11 3478-5200 - dias úteis das 9h às 18h; www.westernasset.com.br – Seção Fale Conosco. Se a solução apresentada pelo SAC não for satisfatória, acesse a Ouvidoria: 11 3478-5088 - dias úteis das 9h às 12h - 14h às 18h; ouvidoria@westernasset.com. Correspondências ao SAC e Ouvidoria podem ser dirigidas à Av. Pres. Juscelino Kubitschek, 1.455, 15º andar, conj. 152 - São Paulo – SP - 04543-011.

As opiniões, estimativas e previsões apresentadas neste material de divulgação, constituem julgamento dos gestores da Western Asset Management Company DTVM Limitada baseadas nas condições atuais do mercado e estão sujeitas a mudanças sem aviso prévio. A Western Asset acredita que as informações apresentadas neste material de divulgação são confiáveis, mas não garante sua exatidão. Este material não tem o propósito de prestar qualquer tipo de consultoria financeira, recomendação de investimentos, nem deve ser considerado uma oferta para aquisição de produtos da Western Asset. Recomenda-se ao leitor consultar seus analistas e especialistas particulares antes de realizar qualquer investimento. A Western Asset não se responsabiliza pelas decisões de investimento tomadas pelo leitor.

© Western Asset Management Company DTVM Limitada 2018. Este material é de propriedade da Western Asset Management Company DTVM Limitada

Ouvidoria Western Asset: 1) telefone (11) 3478-5088, de segunda a sexta, das 9h às 12h e das 14h às 18h; 2) website: www.westernasset.com.br; 3) e-mail ouvidoria@westernasset.com; ou 4) correspondência para Av. Presidente Juscelino Kubitschek, nº 1.455, 15º andar, conj. 152, São Paulo – SP, CEP 04543-011.