

## Relatório de Gestão – Dez/18

### Fundos de Ações

Ações				
FUNDO	% DEZ/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
RIO AÇÕES FIA	-0,08	26,31	26,31	453,47
IBOVESPA	-1,81	15,03	15,03	97,59
ATRIBUIÇÃO DE PERFORMANCE				
	% DEZ/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
Caixa	0,02	0,42	0,42	38,16
Large Caps	-1,48	8,33	8,33	149,90
Mid Caps	1,61	24,68	24,68	329,28
Small Caps	0,31	-2,66	-2,66	52,56
Custos	-0,54	-4,45	-4,45	-116,43
<b>Total</b>	<b>-0,08</b>	<b>26,31</b>	<b>26,31</b>	<b>453,47</b>

início: 26/10/2010 (fundo) 31/12/2006 (clube)

Ações				
FUNDO	% DEZ/18	% ANO	% 12 MESES	% ACUMULADO
PILOTIS FIA	4,03	25,67	25,67	307,35
IBOVESPA	-1,81	15,03	15,03	36,77

início: 12/04/2016 (fundo) 30/08/2010 (clube)

O Rio Ações FIA obteve rentabilidade negativa de 0,08% no mês de dezembro/18, contra queda de 1,81% do Ibovespa. Em 2018, o fundo apresentou valorização de 26,31%, superando a alta de 15,03% de seu benchmark. O Pilotis FIA apresentou rentabilidade positiva de 4,03% no mês, acumulando alta de 25,67% em 2018.

O último mês de 2018 contou com forte volatilidade em meio aos ruídos do mercado externo, com negociações do *Brexit*, descontentamento de Trump em relação a política monetária do FED e falta de sinalização a respeito da tensão comercial entre EUA e China. Essa combinação de fatores associada à queda dos preços de commodities e revisão para baixo do crescimento global em 2019 resultou no segundo pior dezembro da história da S&P 500 (-9,2%). Ainda na esteira do otimismo eleitoral, a bolsa brasileira se comportou bem frente ao cenário global estressado, mas os investidores estrangeiros ainda parecem estar aguardando definições mais concretas em relação à principal reforma, a da Previdência. Tal incerteza é refletida no fluxo de saída de recursos estrangeiros da Bovespa, que totalizou aproximadamente R\$ 11,5 bilhões em 2018.

Os mercados globais mais desafiadores no ano passado tendem a manter elevados patamares de volatilidade. Para navegar nesse cenário em 2019, vamos continuar posicionados em um portfólio bem

equilibrado entre setores ligados à economia interna, com grande assimetria de retorno por fundamento, e outros correlacionados ao mercado externo, que se beneficiam tanto de resultados operacionais em moeda forte (dólar) como através do atual ciclo benéfico para commodities. Entretanto, após a definição das eleições, com o esvaziamento do risco político binário, optamos por realocar suavemente a carteira, aumentando a exposição à economia interna e reduzindo setores ligados ao mercado internacional. Somos construtivos com a economia brasileira em 2019 e acreditamos na aprovação de alguma Reforma da Previdência próxima ao projeto aprovado na Comissão Especial da Câmara no Governo Temer, que dará fôlego aos ativos, principalmente a Bovespa.

Os principais destaques da carteira em 2018 foram Cemig ON e PN (+137,8% e +116,8%), Banco Inter (+111,3%), B2W ON (+105,0%), Banco do Brasil ON (+52,4%) e Schulz ON (+48,2%). Ao longo das cartas anteriores abordamos alguns cases que se destacaram nos respectivos meses (Banco Inter, Cemig, Guararapes, etc.). Para o encerramento de 2018, vamos dar ênfase no investimento em B2W, ação que carregamos durante todo o ano.

A B2W é resultado da fusão da Americanas.com com a Submarino em 2006, e foi inspirada no modelo da Amazon. Proprietária de marcas líderes no e-commerce (1P) no Brasil, como Americanas.com, Submarino, Shoptime e SouBarato, opera também uma plataforma de serviços de tecnologia, logística, distribuição, atendimento ao cliente e pagamentos. Possui 11 Centros de Distribuição, mais de 200 Hubs e tem acesso às mais de 1400 lojas das Lojas Americanas para o serviço de compra e retirada no local (*Click and Collect*).

Investimentos constantes na Plataforma Digital (logística, distribuição e tecnologia) e aquisições de pequenos players no setor ao longo dos últimos 5 anos explicam os sucessivos fluxos de caixa negativos e a necessidade de aumentos de capital que totalizaram R\$ 4,5 bilhões no mesmo período. Essa “queima de caixa” impactou o preço das ações da companhia, que, associada a crise econômica e política do Brasil na época, levou os múltiplos para patamares muito inferiores à média histórica.

A estratégia da companhia migrou do modelo de e-commerce tradicional para o modelo híbrido (e-commerce 1P + Marketplace 3P + Serviços). Por ser uma estrutura mais enxuta e rentável do que o modelo puramente 1P, cujos custos de estoque e distribuição são elevados, a referida migração conduziu o turnaround da geração de caixa da companhia.

Quando passamos a investir em B2W, entendíamos que a nova estratégia mencionada acima, por ter margens maiores, iria aos poucos melhorar os resultados operacionais da empresa à medida que a economia brasileira apresentasse sinais de recuperação. A surpresa positiva desde então foi a velocidade da melhora dessa geração de caixa, que passou a ser positiva na janela de 12 meses a partir do 2º trimestre de 2018. A operação de *marketplace* vem apresentando bom crescimento e já representa mais de 50% do GMV total (receita bruta de mercadorias vendidas online), indicando sucesso na transição para o modelo híbrido.

Analisando o cenário brasileiro, onde a penetração do e-commerce sobre o varejo total ainda é muito baixa se comparada a outros mercados, como China e países do 1º Mundo, acreditamos que a B2W, após anos investindo em uma robusta plataforma digital/ logística completa, está bem posicionada para se beneficiar da nova tendência global de transição do varejo físico para o varejo online. O Brasil, mesmo com população altamente engajada na internet, possui gargalos de infraestrutura que retardam essa transição mencionada, criando oportunidades para empresas com vantagens competitivas logísticas.

Para o seu *valuation*, utilizamos o modelo de fluxo de caixa descontado convencional que apontava para um *upside* razoável no preço das ações. Para este case, a análise por múltiplos também se torna bastante palatável. Encorpamos o modelo, comparando múltiplos de EV/EBITDA da B2W em cenários em que o mercado pague um prêmio maior pela ação, como acontece nas empresas do *peer group* nos EUA, por exemplo Ebay, Mercado Livre, Amazon e Alibaba, dada a possibilidade de crescimento de resultados muito acima do que ocorre com empresas tradicionais do varejo. Nossa conclusão é a de que os múltiplos ainda estão atrativos para continuarmos posicionados dentro de um horizonte de médio prazo.

**Atenciosamente,**

**Equipe Rio Gestão de Recursos.**