



# Carta ao Cotista

Março de 2019

## Joule Value FIA

Prezado(a) cotista,

Nos últimos 24 meses, a base de cotistas do Joule Value FIA aumentou consideravelmente. Para melhorar a nossa comunicação decidimos iniciar a publicação de cartas trimestrais. Nesses textos vamos discutir nossa filosofia de investimento, fundamentar alocações importantes, descrever nossa percepção de mercado ou qualquer outro tema referente à nossa atividade.

Destacamos que nossa estratégia é baseada integralmente na avaliação de empresas “*bottom up*”. Observando por outra ótica, atualmente nossas posições estão em empresas expostas à recuperação econômica em combinação com “*valuation*” atrativo, qualidade de execução e bom momento operacional. Cerca de 2/3 do nosso portfólio está alocado em empresas expostas à recuperação dos volumes de crédito com redução do desemprego e melhoria da confiança do consumidor.

Agradecemos aos novos e antigos cotistas a confiança em nosso trabalho. Esperamos que esse novo canal de comunicação reforce a transparência e auxilie, de alguma forma, a compreensão dos nossos resultados.

Atenciosamente,  
Joule Asset Management

Prezado(a) cotista,

No dia a dia, confundimos os conceitos de Preço e Valor de maneira inocente. Porém, em nossa atividade, a diferença entre ambos não é somente uma questão de hermenêutica, mas sim o que permeia nossas tomadas de decisão de investimento.

É dito que o Preço é dado. O resultado de transações realizadas em um certo período de tempo que não explicita muito mais do que os ânimos dos investidores no curto prazo. Sendo assim, o preço é relativo e impessoal.

O Valor, por outro lado, é intrínseco e pessoal, dado pelas expectativas futuras de investidores de longo prazo resultantes de diversas variáveis qualitativas e quantitativas. Muitas vezes, há um descasamento entre Valor e Preço, onde certas variáveis que geram Valor não estão sendo consideradas no Preço.

Quando isso acontece é dito que o ativo está descontado. Esse é foco do *Value Investing*: a busca incansável por ativos subavaliados pelo mercado. Diversos investidores renomados atingiram rentabilidades invejáveis no passado utilizando essa estratégia. Porém para que o *Value Investing* funcione de maneira sustentável, a premissa de que há assimetrias de informação no mercado tem que ser verdadeira.

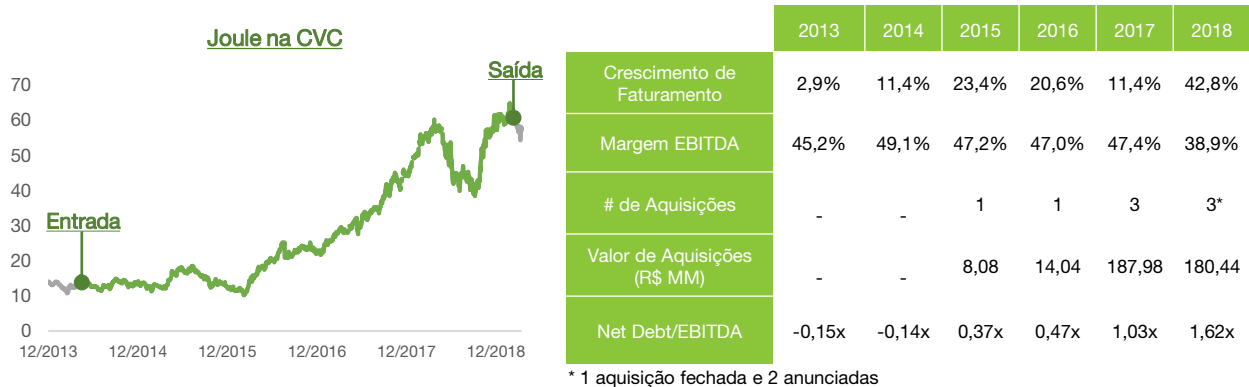
Do final dos anos 80 para os dias atuais, a assimetria de informação vem se tornando um bem cada vez mais escasso. Desde então, o *Value Investing* focou-se em ativos de má fama, porém com grande Valor potencial, o “ferro-velho da bolsa”. O problema dessa estratégia é a necessidade de mudança da visão do mercado sobre o ativo para haver valorização, o que pode demorar semanas, meses ou até mesmo anos.

Como aproveitar a disciplina do *Value Investing* sem pagar caro pela sua restrição, evitar problemas de seleção adversa de ativos e, ao mesmo tempo, ser capaz de seguir uma filosofia uniforme ao longo do tempo para capturar Valor?

Consideramos nossa estratégia *Value Driven*, focada na busca constante de Valor, mas não obstante a isso, também no monitoramento exaustivo das janelas de oportunidade dos ativos disponíveis. Toleramos pagar mais caro por ativos melhores desde que existam pelo menos 2 condições: o desconto do valor de mercado em relação ao valor econômico e uma clara assimetria entre risco e retorno. Utilizamos ferramentas do *Value Investing* como margem de segurança, análise econômico-financeira, *Valuation* e análise de risco aliadas à percepção de precificação do mercado dada diversas características dos ativos, como perfil dos investidores, timing, cenário macroeconômico, político e regulatório.

Para melhor exemplificar a estratégia *Value Driven*, pode-se citar o caso de desinvestimento em CVC S.A., que esteve na carteira da Joule Value FIA até fevereiro de 2019. Durante 5 anos, acompanhamos as transformações da companhia que, durante esse período, se mostrou um ativo extremamente promissor, com altas taxas de crescimento, na ponta consolidadora da indústria, pouco volátil, dívidas e capital de giro equilibrados e, além disso, um rentável e longo relacionamento com as companhias aéreas e hotéis.

No ano de 2014, a CVC tinha a maior operação de varejo de viagens do Brasil, sendo *Top of Mind* entre os consumidores brasileiros. Com um negócio de elevada escala, portfólio diversificado, management experiente e um modelo de negócios irreplicável, baseado no relacionamento de longa data com fornecedores e master-franqueados, que possuíam *know-how* do negócio e independência financeira. Suas franquias tinham um dos menores tempos de *payback* do Brasil.



A grande qualidade da companhia era seu alto Retorno sobre Capital Investido (ROIC), na casa dos 40%; baixíssimo *CAPEX (Asset Light)*; ausência de risco de estoque e *Take Rate* estável, baseado em uma política de *markup* de preços. Além disso, a companhia estava em um setor crescente, dada a baixa penetração dos gastos com viagens no Brasil, mesmo estando no topo das intenções de consumo.

Acompanhado do crescimento do mercado, o ganho de *market-share* da CVC também era evidente, dado o alto *take-rate* da companhia, que suportava grandes margens operacionais, especialmente quando comparada com seus concorrentes, melhores condições de pagamento através parcerias com instituições financeiras, uma elevada capacidade de venda e uma rede de distribuição única. A companhia tinha o *pricing power* em função da sua escala e relevância dentro dos negócios de seus principais parceiros, hotéis e companhias aéreas.

No Brasil, 92% dos Hotéis estão fora das grandes redes, enquanto nos EUA 43% estão na mesma situação, o que ainda hoje gera uma grande dependência comercial dos pequenos hotéis perante as agências de turismo. Já nas companhias aéreas a CVC é estratégica na gestão de *Load Factor*, principalmente porque a CVC oferece antecipação de venda, reduzindo significativamente o risco de ocupação dos voos. A complementariedade de seus negócios permitiu com que toda cadeia se beneficiasse do *yield management*. Esse cenário baseado em escala e parcerias estratégicas direcionou a empresa à consolidação.

Somado a isso, a CVC era comercializada a múltiplos relativamente baixos comparados as suas taxas de crescimento e de retorno, mesmo possuindo alta previsibilidade de margem para os próximos anos. Por exemplo, o indicador Preço da ação/Lucro em 2014 estava na casa de 14x, o que não fazia sentido em uma empresa com um *Same Store Sales* de 13% e expansão de lojas de 10% ao ano.  $F(\text{cresc. de lucro}) = 1,13 * 1,10 + \epsilon$ .

Ao longo dos últimos 4 anos, a empresa cresceu organicamente e via aquisições, adquirindo um portfólio completo, incluindo a concessão de 10 anos da Submarino Viagens, compra da Rextur Viagens (*corporate*), Experimento Turismo (intercâmbio), Tren (dist. hoteleira) e Visual (B2B). Ao final das aquisições, a companhia conseguiu capturar sinergias e implementou uma cultura única, focada na venda ou para a venda, sem dispensar o *know-how* de cada adquirida.

Finalmente observamos o mercado em transformação, pois o processo de digitalização está mudando o setor rapidamente. Tradicionais barreiras de entrada tendem a se reduzir com o surgimento de novas opções de *funding* para viagens, o desenvolvimento de plataformas B2B capazes de conectar hotéis aos seus vendedores e menor ROIC dado o aumento do capital investido da companhia. A nova competição reduzirá o *take-rate* da empresa, tornando o futuro da CVC mais incerto.

Apesar do potencial de crescimento do setor, dada a possível retomada econômica, a mudança de cenário e os novos níveis de *Valuation* determinaram o desinvestimento na companhia.

Durante esse período, a Capitalização de Mercado da companhia foi de R\$ 2 Bi (P/L de 14x e EV/EBITDA de 5,5x) para R\$ 9 Bi (P/L de 33x e EV/EBITDA de 15x). Em CVC, o Joule Value FIA multiplicou o capital investido por 4,5x, o que significa uma rentabilidade de 40% ao ano, em um período de recessão econômica. Pela comparação dos múltiplos de entrada e de saída, observamos que cerca de 60% do ganho veio da reprecificação da empresa. Em outras palavras, nossa estratégia de comprar um ativo descontado (*Value Driven*) foi remunerada pelo aumento do múltiplo. Os outros 40% do lucro, vieram do crescimento da companhia, que apesar de já considerarmos no modelo desde 2014, pagamos muito pouco por ele – o sonho de todo gestor - um investimento de GARP (*Growth at a Reasonable Price*).

Investimentos com as características da CVC são extremamente raros e quando encontramos algum, nos dedicamos a aproveitar ao máximo todo o retorno que a empresa é capaz de entregar. Consideramos que acima das oportunidades individuais de investimento está a disciplina de tomar decisões orientadas pelas nossas avaliações econômico-financeiras. Encerra-se por enquanto um dos melhores investimentos que o Joule Value FIA já fez.

Atenciosamente,  
Joule Asset Management

## Anexo – Rentabilidade Joule

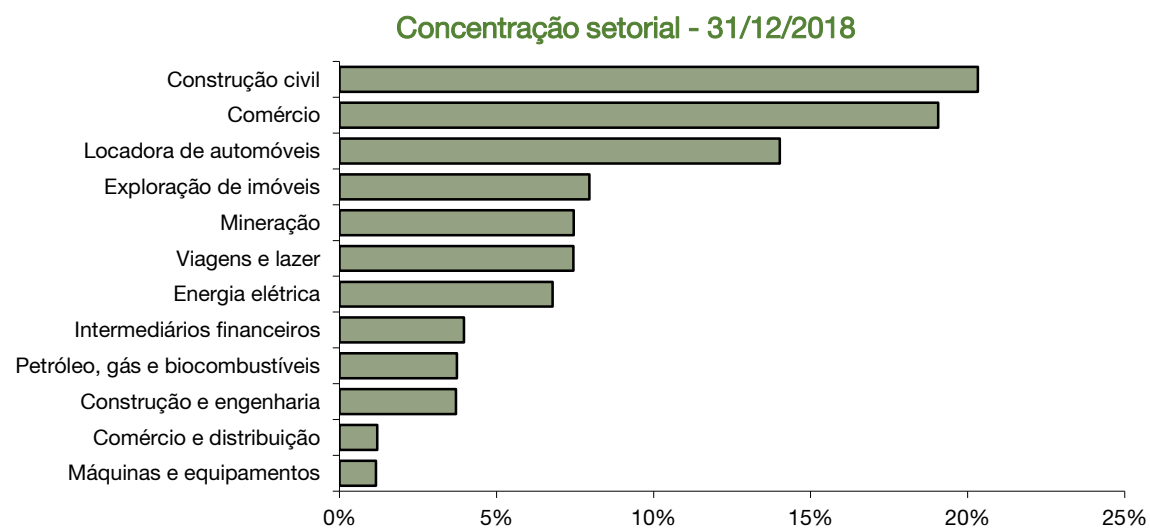
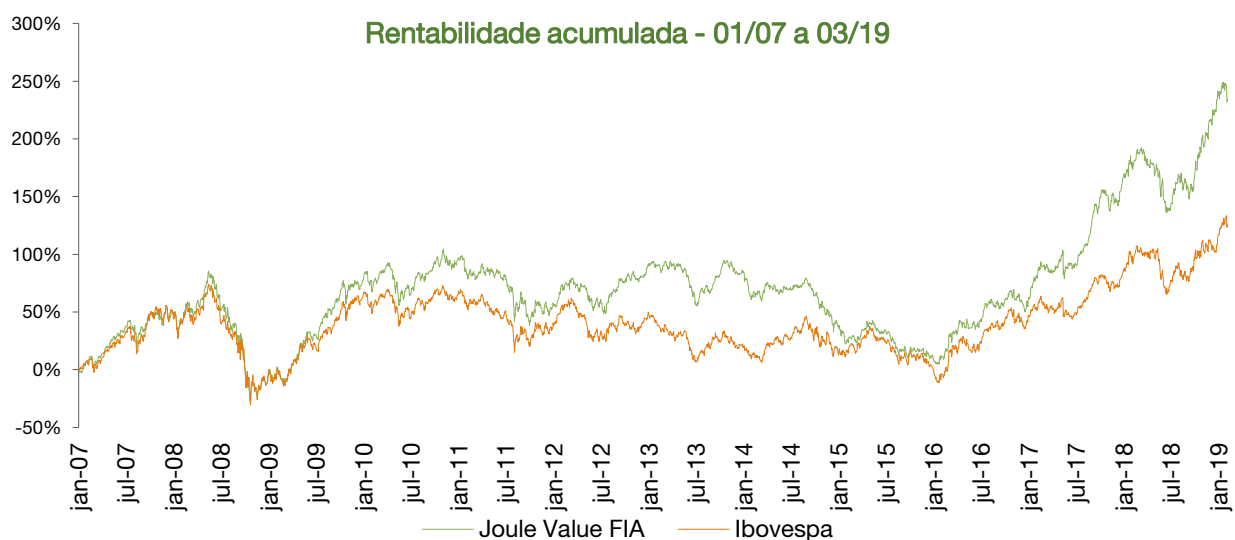
	Joule Value FIA	Ibovespa
Rentabilidade Acumulada*	250,87%	125,86%
Retorno Anualizado	10,85%	6,91%
Retorno Médio Diário	0,041%	0,027%
Risco Diário**	1,47%	1,72%
Índice de Sharpe***	1,54	0,72
Beta Histórico	0,72	1,00
Anos acima do benchmark	8 anos	NA
Anos abaixo do benchmark	3 anos	NA
Maior Rentabilidade Mensal	15,23%	16,97%
Menor Rentabilidade Mensal	-24,82%	-24,80%

\* desde 05 de janeiro de 2007

\*\* desvio-padrão dos retornos diários

\*\*\* Janela de 24M

	Joule Value FIA	Ibovespa
Rentabilidade 12M	25,82	14,17
Rentabilidade 24M	89,44	46,44
Rentabilidade 36M	160,80	97,45



# Disclaimer

- A rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura. Todas as informações contidas neste relatório tem caráter meramente informativo e, portanto, não devem ser consideradas ofertas de venda ou compra de cotas do fundo ou qualquer título ou valor mobiliário. A Joule Asset Management não intermedia, comercializa ou distribui quaisquer quotas de clubes, fundos ou qualquer outro ativo financeiro.
- A Joule Asset Management não se responsabiliza pela publicação acidental de informações incorretas, nem por operações ou decisões de investimentos tomadas com base neste material. As projeções, opiniões e valores expressos nesse relatório foram elaboradas no momento da sua publicação e estão sujeitas a alteração sem aviso prévio.
- Os fundos geridos pela Joule Asset Management aplicam seus recursos em ações de acordo com a legislação vigente e portanto estão sujeitos a oscilações diárias. Os fundos de investimento poderão incorrer em rentabilidade negativa e perda do capital investido. Os fundos de investimento não utilizam estratégias com derivativos e não contam com garantia da instituição administradora, do Gestor ou do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.
- É recomendada a leitura detalhada do Estatuto dos fundos que pode ser obtido junto à administradora. Os fundos estão sujeitos a todos os riscos das ações que compõem sua carteira. O Estatuto dos fundos e demais informações sobre Distribuição e Administração poderão ser obtidas junto à sua Administradora e Distribuidora.
- O Gestor dos fundos não se obriga a vender índice ou fazer qualquer tipo de operação para limitar perdas caso o mercado apresente grandes oscilações negativas.
- Informamos que os sócios e funcionários da Joule Asset Management podem ter investimentos nos fundos administrados pela empresa.