



4UM SMALL CAPS FIA

No mês de novembro de 2020, o 4UM Small Caps apresentou rentabilidade de +10,8%, e, no ano, acumula uma queda de -9,1%. Para fins de comparação, o Índice Bovespa apresentou variação de +15,9% no mês, e acumula queda de -5,8% no ano.

Em maio deste ano, tivemos a oportunidade de comentar na carta de gestão a respeito de uma das nossas novas teses, a LOG Commercial Properties (LOG). Oito meses depois, resolvemos finalizar nosso investimento em LOG, de forma bem sucedida, e gostaríamos de refletir nesta carta sobre os motivos que nos levaram a nos tornar sócios da companhia e porque é momento de nos despedir, ou pelo menos dizer um até logo.

Em março de 2020, os mercados globais começaram a precificar os impactos do Covid-19 sobre a economia mundial. As bolsas do mundo inteiro caíram de forma abrupta, com a bolsa brasileira seguindo o mesmo caminho. No auge da crise, buscamos as empresas cujo preço das ações fora penalizado em excesso, mas cujos modelos de negócio fossem resilientes para o momento crítico que a economia passava. Dessa nossa busca, encontramos a oportunidade de investir na LOG.

O primeiro ponto que devemos considerar para o êxito do investimento foi nosso estudo prévio e contínuo acompanhamento da empresa. Já tínhamos conhecimento em detalhe da companhia, como um bom grau de confiança dos níveis de *valuation* ideais. Em momentos de caos, é preciso bastante convicção na hora de realizar

um investimento, e isso só é possível com bom grau de confiança e conhecimento da empresa.

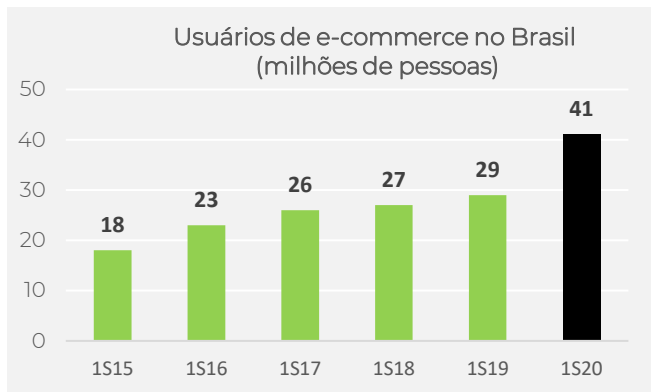
No momento mais crítico da queda da bolsa, durante a última semana de março, a LOG chegou a negociar a R\$16,00 por ação, próximo da metade do valor patrimonial de suas ações, sendo que menos de dois meses antes a empresa era precificada em mais que o dobro desse valor.

Obviamente, não era uma tese isenta de riscos. Ponderamos uma lista de possíveis adversidades para a tese, sendo a principal delas a potencial crise econômica que poderia levar a quebra de empresas, redução de consumo e consequente aumento da inadimplência e vacância nos galpões logísticos. De certa forma, a crise foi amenizada pelo *coronavoucher* e outros grandes pacotes de estímulos econômicos, mas mesmo outras companhias de aluguéis, principalmente nos segmentos de lajes corporativas e shoppings, foram extremamente impactadas, com mudanças de hábitos que ainda são difíceis de mensurar para o longo prazo dos negócios.

De fato, esperávamos que o portfólio da LOG teria um impacto das restrições sanitárias muito pequeno, levando em conta que sua carteira de clientes é majoritariamente composta de empresas muito sólidas. Ainda assim, acreditamos que o grande diferencial da tese de galpões foi a exposição aos *drivers* de crescimento, que definitivamente surpreenderam a todo o mercado, inclusive nós.



Em maio comentamos: “No caso (do e-commerce) brasileiro, não sabemos quem será o grande vencedor dessa corrida... o que sim sabemos é que a LOG é fornecedora de galpões para todas as principais companhias (com varejo digital)”. Ao citarmos essa exposição ao crescimento das compras online, estávamos olhando pelo menos dez anos à frente. Passado todo esse tempo, podemos dizer que vivenciamos boa parte da realização dessa expectativa de dez anos em meses, ou até semanas.



Fonte: XP, Euromonitor, 4UM

A penetração do e-commerce no varejo americano cresceu na última década cerca de um ponto percentual ao ano. No início de 2020, 18% do varejo americano era feito de forma digital, enquanto o restante se concentrava no varejo físico. Em cerca de três meses de pandemia, com protocolos para abertura de lojas físicas já estabelecidos, esse número passou a girar em torno de 28%, um aumento de dez pontos percentuais, equivalente ao mesmo crescimento apresentado nos dez anos anteriores.

Para o Brasil, não temos dados exatos da penetração do e-commerce, mas a tendência é que o movimento tenha sido similar, se não maior. Em usuários do varejo digital, crescemos cerca de 12 milhões, atingindo 41 milhões de pessoas que consomem pela internet. Nos cinco

anos anteriores, esse número subiu a uma média de 2,5 milhões de usuários ao ano. **Crescemos cinco anos em seis meses.**

Esse movimento de crescimento levou os *players* de e-commerce a começarem a anunciar expansões de suas malhas logísticas. Amazon e Mercado Livre, dois dos maiores, prometeram dobrar seus centros de distribuição no Brasil entre o ano de 2020 e 2021. A LOG logo sentiu esse movimento em suas operações, e prometeu acelerar o plano de expansão, dado que a demanda por galpões ficou muito aquecida. Não demorou para o mercado voltar a precificar esse potencial na ação.

Quando montamos nossa posição, a empresa negociava abaixo de seu valor patrimonial. Em nossos cálculos, inclusive abaixo do valor que a companhia receberia se liquidasse todo o portfólio de galpões já existentes e liquidasse seus passivos, o equivalente ao seu valor de liquidação.



Fonte: Quantum, 4UM

Nos preços atuais, encontramos uma precificação justa de nosso cenário mais otimista, que contempla um crescimento robusto do portfólio para os próximos dez anos. Dessa forma, achamos que era hora de encerrar o investimento e alocar os recursos em outras teses com mais



margem de segurança. Nosso preço médio de venda ficou em torno de R\$34,00, representando um retorno de 73% para nossos cotistas. Dado o baixo tempo que ficamos alocados, cerca de oito meses, esse investimento gerou um retorno anualizado de 123%, bem acima de nossas melhores expectativas.

Permaneceremos atentos aos próximos movimentos da empresa. Eventualmente, o mercado pode voltar a nos oferecer o mesmo negócio com um desconto muito maior. A crise foi um grande aprendizado para todos, e nos mostrou mais uma vez que diligência e preparo são duas grandes virtudes. Com isso em mente, esperamos encontrar muitas outras barganhas nas próximas oportunidades que virão.