

RealInvestor

GESTÃO DE RECURSOS

"Comprar bem é metade da venda e a garantia do lucro"

Gilson Grazziotin



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela Real Investor Gestão de Recursos, não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não pretende substituir o regulamento e/ou prospecto do fundo e tem caráter meramente informativo. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento ao aplicar os seus recursos. Os fundos de ações com renda variável podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. O fundo pode utilizar estratégias com derivativos como parte de sua política de investimento, que podem resultar em perdas patrimoniais para seus cotistas. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. As rentabilidades divulgadas não são líquidas de impostos. Para avaliação de performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de período de, no mínimo, 12 (doze) meses.

Prezado Investidor,

Fechamos o primeiro trimestre de 2014 com uma rentabilidade de -5,1% contra -2,1% do Ibovespa. Desde o início de nossas operações, o Fundo acumula uma rentabilidade de 319,0% contra 43,5% do Ibovespa. Nesse período, a valorização da cota do FIA Real Investor foi de 1,00 para 4,19.

Seguem, abaixo, duas tabelas com nosso histórico de desempenho:

Rentabilidade Anual				Rentabilidade Acumulada			
Ano	Real Investor	Ibovespa	Diferença	Ano	Real Investor	Ibovespa	Diferença
2008	8,9%	6,9%	2,0%	2008	8,9%	2,6%	6,3%
2009	159,2%	82,7%	76,5%	2009	182,4%	95,3%	87,1%
2010	25,8%	1,0%	24,8%	2010	255,4%	97,3%	158,1%
2011	-10,1%	-18,1%	8,0%	2011	219,4%	61,6%	157,8%
2012	38,3%	7,4%	30,9%	2012	341,7%	73,5%	268,2%
2013	0,0%	-15,5%	15,5%	2013	341,7%	46,6%	295,1%
1T-2014	-5,1%	-2,1%	-3,0%	1T-2014	319,0%	43,5%	275,5%
				CAGR*	30,9%	7,0%	23,9%

O Clube Real Investor teve início em 4/12/2008 e, em 28/2/2012, foi transformado no Fundo Real Investor. A rentabilidade do ano de 2008 é referente ao período de 4/12/2008 até 31/12/2008. Os valores divulgados são livres de taxas de administração e performance.

*CAGR - Taxa composta de crescimento anual.

Após o difícil ano de 2013, 2014 já começou bastante desafiador, com o valor das empresas sendo influenciado mais por notícias e fluxo de capitais do que por seus fundamentos. Apesar do resultado negativo alcançado pelo fundo no primeiro trimestre, estamos bastante tranquilos com os investimentos que possuímos em carteira, pois, em nossa opinião, estão bem abaixo do seu real valor intrínseco. Vale ressaltar que, apesar de escrevermos cartas trimestrais, períodos curtos são totalmente incompatíveis para julgar o nosso resultado, como já comentamos no passado, “estamos em uma maratona e não em uma corrida de 100 metros”.

Nesses primeiros três meses, tivemos uma forte queda do valor das ações até o meio do mês de março, com o nosso Fundo e o Ibovespa chegando a desvalorizar mais de 10%. Entre os vários fatores que levaram a esse resultado, podemos destacar: a expectativa de elevação gradual nas taxas de juros americanas; a piora dos fundamentos do país, com o consequente rebaixamento da nota de crédito brasileira BBB para BBB- pela agência de *rating* Standard and Poors, e a deterioração da percepção sobre o risco de racionamento de energia elétrica, entre outros. Vale lembrar que é impossível identificar ou elencar uma ou algumas causas, pois são milhares as variáveis que impactam os mercados.

A partir da metade do mês de março, a bolsa acabou recuperando boa parte das quedas, motivada por prévias das pesquisas eleitorais, que indicavam queda da avaliação do governo atual, pois, com isso, a percepção passou a ser de uma disputa um pouco mais acirrada pela presidência. Como os principais candidatos de oposição têm se mostrado mais pró-mercado, as ações de maneira geral se valorizaram, em especial as das empresas estatais, o que explica parte da nossa *underperformance*, já que não possuímos e nem almejamos investir em empresas estatais (nós almejamos lucro, mas o governo tem outros propósitos). Além disso, contamos com alguns desdobramentos positivos nos mercados externos e a volta de um fluxo de recursos positivos para o nosso país. No momento atual, alguns investidores importantes têm apontado que o desempenho negativo da bolsa brasileira nos últimos anos e o câmbio um pouco mais desvalorizado deixaram o preço da bolsa brasileira em um patamar bastante interessante.

Apesar dessa breve introdução “macroeconômica”, como vocês sabem nosso foco principal não é analisar as questões macro e sim os nossos negócios, que, apesar das cotações de suas ações de maneira geral não terem

valorizado recentemente, estão a preços bastante atraentes. Vamos, abaixo, rapidamente destacar as principais contribuições para o nosso resultado no trimestre, e, na sequência, mostrar com mais detalhes para vocês um dos investimentos que possuímos em nossa carteira.

Nesse primeiro trimestre, os destaques positivos da nossa carteira foram: Banco Daycoval +14,2%, Bradesco + 8,3%, Itaúsa +6,7% e a Helbor +1,7%. Como podemos notar, os bancos – setor que conta com a maior alocação do nosso fundo – contribuíram positivamente para o nosso resultado. Apesar dessa leve alta, seguimos otimistas e projetamos que o Bradesco e a Itaúsa (*holding* que tem a maior parte do seu patrimônio investida em Itaú) devem apresentar bons resultados nos próximos anos e o Daycoval deve melhorar o nível de rentabilidade já em 2014.

Do lado negativo, sofremos com a desvalorização acentuada da Saraiva -38,2%, Unicasa -32,7% e da Time for Fun -11,0%. Apesar da queda expressiva, felizmente, essas três empresas não são posições relevantes do nosso fundo. Um ponto muito importante para um bom resultado de um alocador é “errar pequeno”. No caso acima, possuíamos em torno de 5% da nossa carteira em cada uma das empresas. Vale ressaltar que aproveitamos para comprar mais ações de todas essas três empresas, pois, apesar dos resultados fracos apresentados recentemente, eles foram impactados por vários fatores não recorrentes. Acreditamos que os resultados desses negócios em 2014 e 2015 serão significativamente superiores aos apresentados em 2013. Ressaltamos que a queda foi exagerada e que estamos bastante empolgados com o potencial de apreciação dessas empresas daqui para frente.

Reforçamos que a carteira do nosso fundo possui ativos com ótimas perspectivas para os próximos anos, continuando adequadamente diversificada e posicionada majoritariamente em negócios lucrativos e pouco endividados.

Nessa carta, diferentemente dos outros trimestres, no lugar de detalhar um pouco mais o desempenho do período e falar brevemente sobre as empresas nas quais investimos, ou sobre um tema que julgamos interessante, vamos aproveitar a oportunidade para apresentar, com um pouco mais de detalhes, uma empresa em que nosso fundo investe desde dezembro de 2008. Gostaríamos que vocês conhecessem mais o tipo de ativos que nós buscamos e temos no fundo. Com isso, tiramos um pouco os holofotes do mercado e de suas idiossincrasias e passamos a olhar mais para as ações como participação em negócios e não apenas como um “papel” que varia de preço diariamente.

Ressaltamos que a empresa, apresentada a seguir, não é necessariamente a melhor oportunidade que temos em nossa carteira e que sua escolha deveu-se ao fato de ser desconhecida da maior parte dos investidores, além de ser um negócio simples de entender. Exemplifica igualmente um lado diferente para as pessoas que pensam que “bolsa” é Petrobras, Vale, Usiminas, Ogx, Banco do Brasil... E, logicamente, pesou também na escolha o fato de gostarmos do negócio, da gestão e, em especial, do preço de suas ações.



O Grupo Grazziotin foi fundado há mais de 63 anos na cidade de Passo Fundo – RS. É uma empresa de varejo, com atuação nos três estados do sul do País. Possui grande parte de suas lojas no Rio Grande do Sul, tendo, porém, a cada ano, mais participação nos estados de Santa Catarina e Paraná. Possui capital aberto desde 1979.

Atualmente, é composto por quatro redes de lojas, totalizando 302 lojas, com mais de 121 mil m² de área de vendas. Segue, abaixo, uma breve descrição de cada tipo de loja:



Rede Pormenos: Seu principal direcionamento consiste na comercialização de moda, voltada para os públicos C e D. Mantém, igualmente, características de autosserviço. Opera, hoje, com 169 lojas, com um tamanho médio de 300m².



Rede Grazziotin: Lojas de departamento especializadas em comercializar moda feminina e masculina, calçados, cama, mesa e banho, com foco direcionado aos públicos B e C. Mantém, em suas lojas, um moderno sistema de automação, proporcionando à clientela excelentes condições de consumo, por meio de um crédito flexível e do autosserviço. Conta, hoje, com 47 lojas, com um tamanho médio de 800m².



Rede Tottal: Comercializa produtos de utilidades do lar nos setores de bazar, cama, mesa, banho, decorações e lazer. Atualmente, opera com 62 lojas, voltadas aos públicos B e C. O tamanho médio das lojas é de 400m².



Rede Franco Giorgi: Comercializa moda masculina com marca própria. Prioriza encantar seus clientes com atendimento personalizado e tem, como público-alvo, os consumidores pertencentes às classes B e C. Atualmente, conta com 24 lojas, com um tamanho médio de 80m².

Além dessas redes de loja, a Grazziotin S.A. possui outros negócios não ligados à atividade principal:



Centro Shopping: A companhia é proprietária do Centro Shopping, que compreende uma área de 7.500 m² distribuídos em cinco andares na cidade de Porto Alegre (RS), sendo um shopping bem localizado no centro da cidade. A Grazziotin possui 100% do shopping. Valor aproximado de R\$ 20 milhões.



Grato Agropecuária: A Grato é uma empresa do setor agropecuário, localizada na região centro-oeste da Bahia, no município de São Desidério, numa área de 10.700 hectares. Atua no plantio de soja e milho, e explora a pecuária com a venda de novilhos. A Grazziotin possui 50% dessa empresa; os outros 50% pertencem à Todeschini S.A. Valor aproximado de R\$ 60 milhões (parte da empresa).



Grazziotin Financiadora: A financeira foi constituída com o objetivo de financiar as vendas dos clientes das redes de varejo e oferecer crédito pessoal, em busca de sinergia entre suas operações e de otimização dos resultados da companhia. A Grazziotin possui 100% da financeira. Possui um valor estratégico bastante interessante, tendo acesso a uma base de clientes relevante e ainda não bancarizados.

Reflorestamento: Possui uma área de 940 hectares em Piratini – RS, com reflorestamento da espécie Pinus. Valor aproximado de R\$ 20 milhões.

Vantagens Competitivas

Agora que descrevemos brevemente as principais linhas de negócio da Grazziotin, gostaríamos de discorrer um pouco sobre a estratégia da empresa e suas vantagens competitivas (focando na operação varejista), que, a nosso ver, devem garantir o contínuo crescimento com lucratividade da empresa. Vamos elencar abaixo alguns pontos que identificamos e consideramos relevantes para a compreensão do modelo de negócio da empresa:

- Lojas em cidades pequenas: O foco da empresa está nas cidades pequenas, localizadas no sul do Brasil, onde a maior parte das grandes redes não está presente. Com isso, a empresa acaba concorrendo com pequenos comerciantes, sem escala e com uma gestão pouco profissional.
- Escala e logística: Apesar de possuir várias lojas em cidades pequenas, as lojas estão localizadas em um raio de, no máximo, 700 quilômetros do centro de distribuição, o que facilita a logística, pois, em um dia, conseguem repor o estoque das lojas. Além disso, as compras das lojas são feitas em conjunto, o que confere à Grazziotin um grande poder de barganha.
- Foco no comércio: O grupo não possui uma indústria (ex: confecção); com isso, é menos afetado pela baixa competitividade da indústria brasileira, podendo comprar produtos de fornecedores competitivos e, muitas vezes, importar vários itens, beneficiando-se de compras de países com menores custos de produção e mantendo o foco em atender o consumismo do brasileiro.
- Foco na baixa renda: O grupo é focado nas classes C,D e E, classes que vêm ampliando o seu poder aquisitivo e são bastante relevantes no Brasil. O *ticket* médio de suas lojas é de R\$ 70,00.
- Facilidade de pagamento: A Grazziotin tem, por estratégia, levar seus clientes a obter e a realizar suas compras com cartão próprio (com a marca de suas lojas). Esse cartão concede descontos e parcelamentos vantajosos para os clientes; porém, ele é pago mensalmente na própria loja, o que acaba forçando o cliente a voltar com frequência e, com isso, realizar novas compras, pois sempre encontra promoções e um vendedor preparado para atendê-lo. Além do cartão, a Grazziotin pode financiar as compras do cliente por meio de sua financeira, cobrando juros superiores a 10% a.m.
- Posição financeira forte: A empresa não possui dívidas e, além disso, conta com mais de R\$ 73 milhões em caixa (20% do seu patrimônio líquido), o que a deixa em uma posição privilegiada para negociar com fornecedores, investir no crescimento de suas lojas e passar por períodos de recessão com facilidade.
- Oferta de crédito pessoal: Com a Grazziotin Financiadora, a empresa oferece, em suas lojas, crédito pessoal aos clientes com bom histórico de pagamento e, muitas vezes, não bancarizados, com taxas superiores a 10% a.m. Ressaltamos que o nível de inadimplência é bastante baixo.
- Disciplina: Quando uma loja não apresenta a rentabilidade esperada e o desempenho deixa a desejar, mesmo depois de alguns ajustes na operação, é fechada pela administração. No passado, o grupo já abriu diferentes marcas e linhas de negócio, e acabou fechando devido à baixa rentabilidade. Acreditamos que essa disciplina é um ponto muito positivo em um mercado que está sempre em transformação.
- Pessoas: Esse, talvez, seja o principal diferencial da Grazziotin – mais de 2.200 colaboradores, que contam com plano de carreira e recebem 50 mil horas de treinamento por mês, sendo que todas as posições de chefia e liderança são ocupadas via promoções internas. A Grazziotin figura como uma das melhores empresas do país na gestão de pessoas e já recebeu o prêmio de melhor empresa do Brasil em gestão de pessoas por sete anos consecutivos.

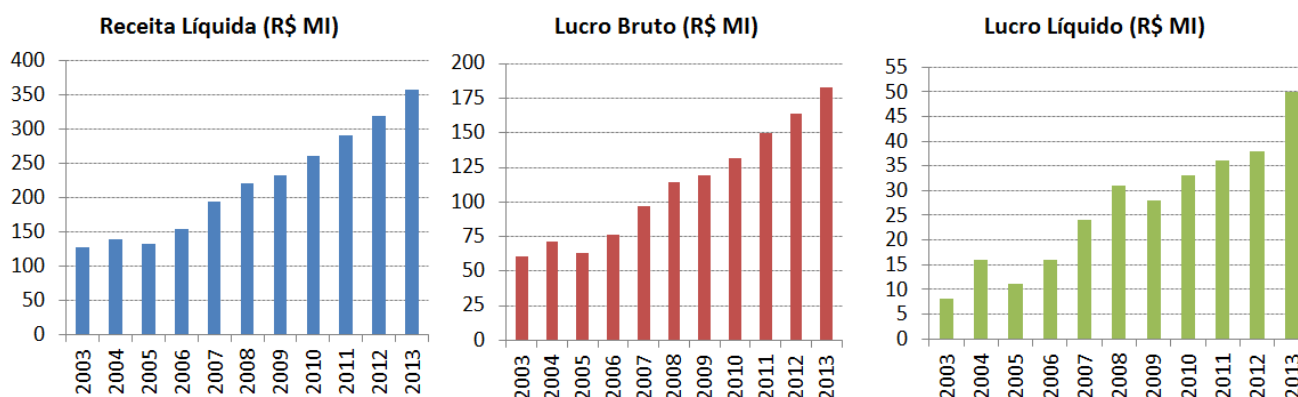
Logicamente, a empresa conta com muitos outros pontos fortes. Negócios, como se sabe, não são nada simples e, com certeza, desde 1950, esse grupo vem aprimorando a administração de seu empreendimento. Para entender um pouco mais sobre essa forma de administrar empresas, recomendamos a leitura de dois livros escritos pelo então presidente, Gilson Valentim Grazziotin, falecido em 2011, aos 67 anos, por causa de um câncer de pâncreas (sem dúvida, uma grande perda): “A Arte do Varejo - o pulo do gato está na compra” e “Varejo Lucrativo – como

sobreviver em um mercado onde nada é estático”. Recomendamos a leitura, principalmente para quem tem um negócio, em especial no setor de varejo.

Felizmente, como bom gestor que sempre foi, Gilson deixou herdeiros competentes e bem preparados. Renata e Marcus Grazziotin (presidente e vice-presidente) já trabalhavam na empresa há um bom tempo, ocupando cargos importantes e exibindo excelentes currículos. Para nós, acionistas, a sucessão ocorreu com tranquilidade, tendo a Grazziotin, já em 2013, apresentado o melhor resultado de sua história, como veremos mais adiante.

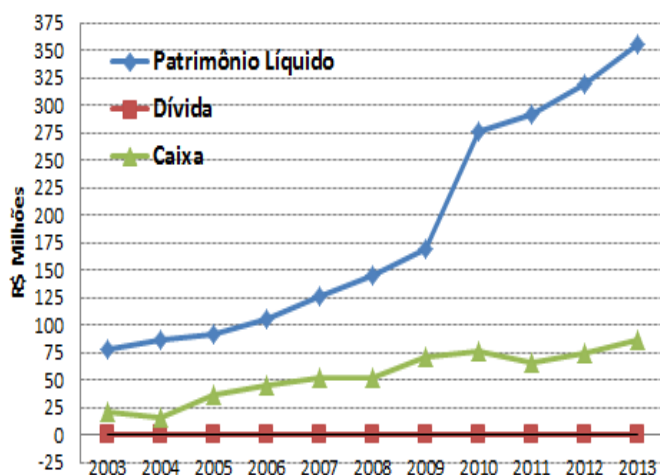
Como analistas, muitas vezes acompanhamos um discurso e/ou uma estratégia que parece muito boa na “teoria”, mas que não encontra respaldo nos resultados. No caso da Grazziotin, os resultados são bastante robustos e consistentes. Seguem abaixo alguns dos principais números da empresa; notem sua consistência e evolução nesses últimos dez anos. Não é muito difícil imaginar como serão os próximos anos.

Indicadores Financeiros



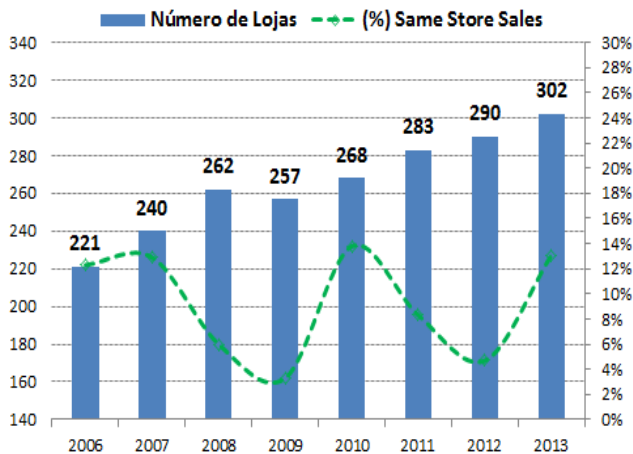
Observem, nos gráficos acima, a consistência do crescimento dos resultados da Grazziotin. Em dez anos, a receita da Grazziotin saiu de pouco mais de R\$ 100 milhões para R\$ 350 milhões, crescendo a uma taxa média anual de 11%. Vale destacar que esse crescimento foi acompanhado pelo lucro bruto e pelo lucro líquido. O lucro líquido, nesse período, saiu de R\$ 8 milhões, em 2003, para R\$ 50 milhões, em 2013, crescendo mais de seis vezes, ou a uma taxa composta de 20% a.a. O fato de a receita crescer 11% a.a e o lucro, 20% a.a, nos mostra que a administração é bastante competente, melhorando consistentemente a lucratividade e as margens do negócio, além do benefício do ganho de escala.

Outro ponto que merece destaque nessa empresa é ela conseguir realizar todo esse crescimento de maneira orgânica, sem contrair dívidas; pelo contrário, nesse período, além dos investimentos em novas lojas e do pagamento anual de dividendos aos seus acionistas, a empresa ampliou seu caixa, passando de R\$ 21 milhões, em 2003, para R\$ 73 milhões, no final de 2013.



Nesse período, o patrimônio líquido evoluiu 4,5 vezes. Vale ressaltar que o grande salto, de 2009 para 2010, foi devido à mudança das regras contábeis, com a adoção do IFRS (normas e padrões internacionais de contabilidade). Com isso, foi reavaliado o valor de alguns ativos imobilizados.

Olhando para o balanço da Grazziotin, vemos um conservadorismo financeiro muito grande, que acaba prejudicando um pouco a rentabilidade sobre o

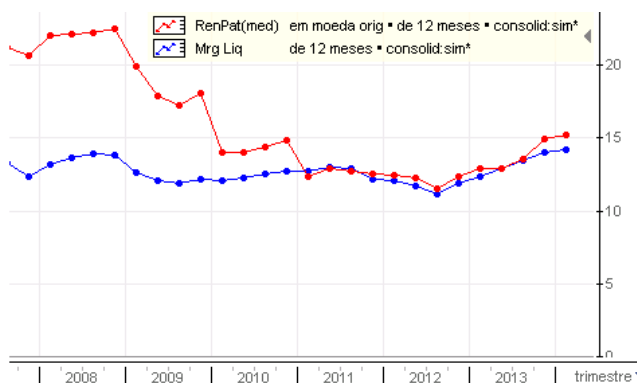


patrimônio líquido, que hoje está em 15%. Por outro lado, no entanto, deixa a empresa muito sólida para enfrentar quase qualquer cenário.

Ao lado, podemos visualizar o consistente aumento no número de lojas, que saiu de 221, em 2006, para 302, em 2013. Para 2014, está prevista a abertura de mais 15 lojas.

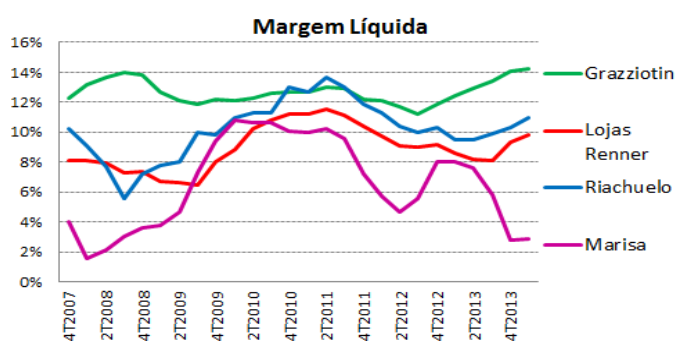
Outro ponto que gostaríamos de destacar é a evolução das vendas nas mesmas lojas (linha verde), que têm sempre aumentado, e, no ano de 2013, foi de 13,1%, ou seja, a empresa tem melhorado constantemente a venda de suas lojas, conseguindo um importante crescimento orgânico,

independentemente da abertura de novas lojas. Esse indicador reforça a qualidade das lojas existentes e da gestão, pois não é fácil seguir crescendo, nessas taxas, em um país que tem crescido a baixas taxas.



Observando todo esse crescimento da Grazziotin, tanto em termos de número de lojas, como em receita e lucro, ressaltamos que ela tem obtido esse crescimento sem abrir mão de margem; com isso, a margem líquida fechou 2013 em 14% (linha azul) e o retorno sobre o patrimônio em 15% (linha vermelha), números muito bons. Vale lembrar que o retorno sobre o patrimônio sofreu pela reavaliação do patrimônio líquido, ocorrida de 2009 para 2010, e, apesar de um retorno de 15% já ser um bom resultado, devemos lembrar que a Grazziotin tem vários ativos que aumentam seu patrimônio, mas não

contribuem muito para o lucro, como fazenda, imóveis próprios, shopping, reflorestamento e o nível de caixa elevado. Se desconsiderarmos esses ativos, o retorno sobre o patrimônio da operação de varejo provavelmente ficaria em torno de 25%.

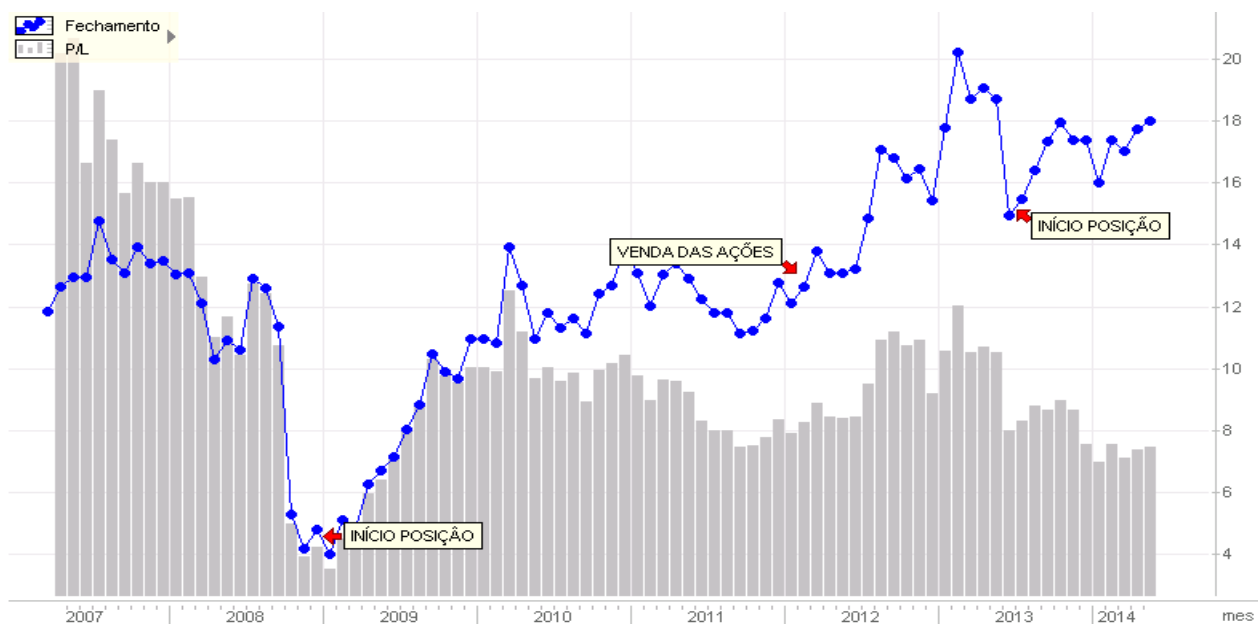


Com relação à margem líquida, vale destacar que outros varejistas (comparáveis), e que são referência no setor, não possuem uma margem líquida tão alta. Basta olhar o gráfico ao lado para ver que as margens da Grazziotin são sistematicamente mais altas e estáveis.

Após olharmos os gráficos acima e entendermos um pouco mais sobre o negócio e a estratégia da Grazziotin, conhecendo alguns de seus principais indicadores, acreditamos que não reste dúvida de que o negócio é

bom e tem um balanço bastante saudável. Mas, antes de pensarmos em investir em suas ações, um ponto extremamente importante a considerar é se o preço pelo qual suas ações estão sendo negociadas nos fornece uma boa margem de segurança (baixo risco de perda) e um bom potencial de ganho. Caso contrário, não pode ser considerada uma boa oportunidade de investimento.

Investimento



No gráfico acima, mostramos a evolução do preço das ações da Grazziotin PN (linha azul) e a relação preço/lucro (barra cinza) na qual suas ações eram negociadas. Notem que os nossos primeiros investimentos na empresa ocorreram logo no início do nosso fundo, em dezembro de 2008, momento em que suas ações foram fortemente penalizadas pela crise financeira de 2008, e que fez que as suas ações desvalorizassem de R\$ 12 para pouco mais de R\$ 4. Nosso preço inicial de compra foi de R\$ 4,50. Nesse preço, o valor de mercado do Grupo Grazziotin era de aproximadamente R\$ 100 milhões, um valor impensável para um negócio de qualidade, lucrativo e que só em caixa possuía R\$ 51 milhões, ou seja, praticamente 51% do valor de mercado da empresa. Apenas para ilustrar, se descontássemos o caixa, estaríamos pagando aproximadamente R\$ 49 milhões por uma operação que lucrava R\$ 30 milhões em 2008... Que saudades dessa época!

Fazendo um parêntese na análise, gostaríamos que vocês observassem novamente os gráficos das páginas anteriores, com a evolução do lucro, receita, patrimônio, caixa e, depois, olhassem novamente o gráfico acima com as cotações de suas ações. Notem que apesar de os resultados serem bastante consistentes e não terem se deteriorado em nenhum momento, a variação do preço de suas ações foi acentuada, oscilando entre R\$ 4 e R\$ 20.

Nós, como investidores, apesar de parecer estranho, gostamos dessa “volatilidade”. Muitos no mercado a enxergam como “risco”; nós, como “oportunidade”, pois ela cria para nós, que conhecemos o real valor do negócio, janelas para adquirir uma participação na empresa por um preço bastante inferior ao valor justo e, em outros momentos, uma oportunidade para vender a um preço bem acima do valor real. Vale lembrar que o valor de um negócio não é um valor exato, depende do futuro, que é difícil de prever. Por isso, somos bastantes conservadores nas nossas premissas e somente compramos quando nos sentimos confiantes em nossa análise e confortáveis com o preço a ser pago. A partir do momento que não visualizarmos mais essa segurança, preferimos vender o ativo, alocar em outra empresa ou deixar o recurso na renda fixa.

Ficamos posicionados na empresa até janeiro de 2012, quando resolvemos encerrar nossa posição, não porque não acreditássemos no negócio ou considerássemos que as ações já tinham atingido o seu valor justo, mas especialmente porque, na época, decidimos focar a participação de nosso fundo, destinada ao varejo, para as ações da Grendene (da qual já éramos acionistas), cujo potencial de valorização julgamos, naquela época, ser superior. Com isso, realizamos a nossa participação na empresa, depois de pouco mais de três anos investidos, obtendo uma valorização entre a primeira compra e última venda de, aproximadamente, 270%, o que gerou uma importante contribuição para o resultado de nosso fundo.

Após realizar a participação na Grazziotin e concentrar nossa posição em Grendene, as ações da Grendene valorizaram mais de 180%, no período de fevereiro de 2012 a março de 2013, momento em que realizamos totalmente o nosso investimento em Grendene (conforme explicado na nossa carta 1T2013 - <http://www.realinvestor.com.br/download.php/116/Carta+ao+Investidor+-+1T13.pdf>), por considerar que as ações estavam acima do preço que julgávamos justo. Apenas como comparação, nesse período, as ações da Grazziotin valorizaram aproximadamente 50%, mostrando que a troca foi bastante vantajosa para o fundo.

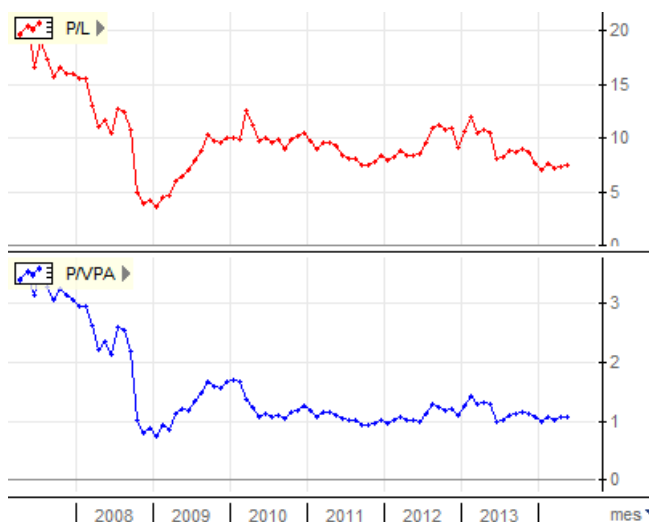
Ao vender as ações da Grendene, em março de 2013, acabamos ficando pouco alocados no varejo, o que nos levou novamente a cogitar o reinvestimento em Grazziotin, empresa que não deixamos de acompanhar. Felizmente, em julho de 2013, as ações, que chegaram a valer mais de R\$ 20, desvalorizaram para menos de R\$ 16, apesar do crescimento da empresa e dos bons resultados reportados durante 2013. Foi quando vimos a oportunidade de montar boa parte de nossa posição atual em Grazziotin. Nesse patamar, as ações estavam sendo negociadas a 7,5 vezes o lucro, patamar semelhante àquele de quando encerramos nossa posição, em fevereiro de 2012, e muito mais atrativo do que as ações da Grendene, que vendemos em março de 2013 por 15 vezes o lucro.

Desculpem essa fuga do tópico Grazziotin, mas explicar o momento em que compramos e o que vendemos, assim como o preço que pagamos e a alocação da nossa carteira são temas extremamente relevantes para o nosso resultado. Lembrando que, mais importante do que encontrar e investir em Grazziotin, é o preço pelo qual compramos, e pelo qual posteriormente deixamos de ser sócios. Saber o “porquê” comprar e vender, e alocar adequadamente o capital ao longo do tempo é uma tarefa fundamental para atingirmos bons resultados.

Depois dessa breve história de nossa alocação em Grazziotin, vale lembrar que, hoje, possuímos 6,7% da nossa carteira alocada na empresa, representando aproximadamente 1,2% do capital total do Grupo Grazziotin.

Potencial de Valorização

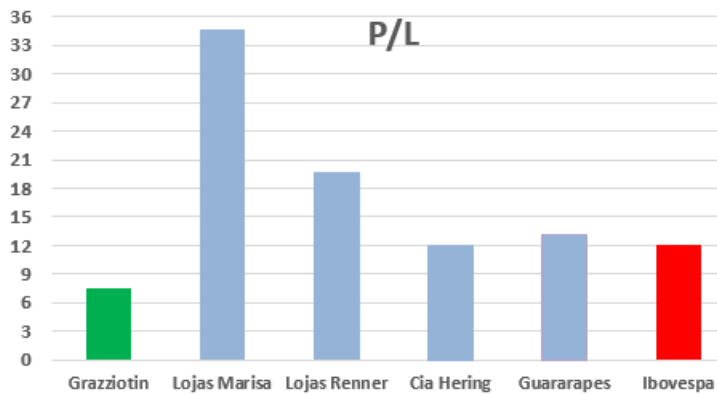
Atualmente, as ações da Grazziotin são negociadas próximas do seu valor patrimonial e apenas 7,5 vezes do seu lucro dos últimos 12 meses. Uma avaliação que, a nosso ver, faz pouco sentido para uma empresa saudável, lucrativa e que tem crescido a mais de 10% a.a, de maneira consistente, ao longo de mais de 10 anos.



Observando o gráfico ao lado, nota-se que a empresa ficou boa parte do tempo avaliada em mais de 10 vezes os lucros (linha vermelha). Se ela apenas voltar a esse patamar, e sem contar com o crescimento do lucro, que provavelmente continuará, ela teria de valorizar pelo menos 33%.

Se observarmos o preço, em relação ao valor patrimonial (P/VPA), hoje não pagamos praticamente nenhum ágio para entrar em um negócio saudável, com boas perspectivas e que tem dado um retorno sobre o patrimônio de 15%. Notem que a empresa já foi negociada, várias vezes, a mais de 1,3 vezes o valor patrimonial.

Outra conta que poderíamos simular é que, com uma renda fixa rendendo 11% ao ano, ou 9,3%, depois de descontado o IR de 15%, uma vez que o lucro da empresa à qual nós referimos já foi tributado, poderíamos pagar 1,6 vezes o patrimônio para igualar esse retorno, ou seja, 60% a mais que o preço atual, pois a Grazziotin apresenta atualmente um retorno sobre o patrimônio de 15%.



Se formos comparar o P/L da Grazziotin com algumas empresas varejistas como: Lojas Marisa, Lojas Renner, Hering e Guararapes (Riachuelo), a diferença fica ainda mais relevante, pois o setor de varejo, de maneira geral, é atualmente um dos setores mais bem avaliados na bolsa brasileira. Se compararmos com o P/L médio do Ibovespa, que estimamos estar em 12, a Grazziotin teria de valorizar cerca de 60% para chegar a esse patamar. Nada mais justo, pois a Grazziotin, com certeza, é uma empresa acima da média.

Outro ponto que merece destaque e que talvez seja a “cereja do bolo” para o *case* Grazziotin diz respeito aos ativos valiosos (em relação ao valor de mercado) que a empresa possui e que pouco contribuem para o seu lucro. Podemos citar: a participação de 50% na Grato Agropecuária, que deve valer algo como R\$ 60 milhões de reais; o Centro Shopping, em R\$ 20 milhões; lojas próprias, avaliadas em cerca de R\$ 25 milhões, e o reflorestamento em Piratini – RS, em R\$ 20 milhões. Somando o valor desses ativos, que consideramos não pertencerem ao “*Core Business*” da Grazziotin, ou seja, ao negócio principal que é o varejo, chegamos a um valor estimado de R\$ 125 milhões, ou 31% do valor de mercado da empresa, que atualmente está em R\$ 390 milhões, lembrando que esses ativos têm uma contribuição pouco representativa no lucro da companhia. Além desse valor, podemos também considerar o caixa de R\$ 73 milhões; com isso, chegaríamos a R\$ 198 milhões, ou 50% do valor de mercado da Grazziotin, já que o negócio rodaria facilmente com um caixa menor e, se necessário, com um pequeno endividamento.

Apesar de não acreditarmos que esses ativos serão vendidos nos próximos anos ou que o caixa será distribuído ou melhor investido, caso aconteça, traria um belo potencial adicional de valorização para o *case*, e melhoraria bastante a alocação de capital da empresa, pois, como comentamos anteriormente, estimamos que apenas a operação de varejo da Grazziotin sozinha deva gerar um retorno aproximado de 25% sobre o patrimônio líquido, o que possibilitaria à Grazziotin valer em torno de duas vezes o valor patrimonial.

Apesar de acharmos que a alocação de capital poderia ser otimizada, respeitamos e admiramos muito a gestão da Grazziotin. Preferimos excesso de conservadorismo a uma gestão muito arrojadada, ainda mais em um setor tão competitivo como o varejo. Como gestores, muitas vezes gostaríamos de ver uma estrutura ótima, com a finalidade de obter uma maior valorização em um período mais curto de tempo; já os gestores da empresa, filhos e netos dos fundadores procuram continuar o legado dos seus antepassados e perpetuar a empresa. Se nossos papéis fossem trocados, talvez estivéssemos dormindo bem tranquilos, administrando uma empresa com R\$ 73 milhões em caixa, sem dívidas e com vários ativos valiosos. Esse é um problema bom para se ter!

Outro ponto que poderia levar o mercado a avaliar melhor a empresa seria o gradual incremento da liquidez das suas ações, pois com uma liquidez média de R\$ 250 mil por dia, a Grazziotin é pouco acompanhada e conhecida pelos investidores, o que acaba gerando um desconto por iliquidez e por desconhecimento.

Acreditamos que, conforme os resultados da Grazziotin mantenham o ritmo de crescimento, o valor de mercado de suas ações deve aumentar, elevando gradualmente a liquidez e diminuindo o desconto pelo qual as ações negociam atualmente.

Outro ponto, que explica a pouca liquidez das ações, é a base acionária da empresa, concentrada em acionistas de qualidade e com horizonte de longo prazo, como a Fama Investimento, Credit Suisse Hedging-griffo Asset, Eduardo Brenner (ex: Diretor Hedging-griffo e ex: Vice-presidente da Bovespa), Phronesis Investimentos (controladores do Boticário), Rio Bravo Investimentos, entre outros. Acreditamos que esses fundos, de maneira geral, conhecem bem o

valor da Grazziotin e só venderão suas ações a preços mais condizentes com o real valor do negócio. Gostaríamos de ressaltar que estamos muito bem acompanhados.

E, por fim, utilizando o método de fluxo de caixa descontado e sem entrar em muitos detalhes quanto às premissas, também chegamos a um valor 30-40% maior do que o valor atual.

Colocados todos esses pontos, acreditamos que o potencial de valorização das ações da Grazziotin é bastante significativo e, caso esse reconhecimento do mercado demore a acontecer, seguimos muito confortáveis com a perspectiva de que o Grupo Grazziotin vai continuar melhorando e aumentando seus resultados, elevando cada vez mais o valor do seu negócio.

Considerações Finais

Esperamos que vocês, ao entenderem mais sobre uma empresa na qual investimos, consigam cada vez mais separar a especulação de curto prazo do real valor das nossas empresas. Lembrem, vocês são sócios de um negócio lucrativo, com boas perspectivas, bem gerido, que mantém uma posição financeira extremamente confortável, conta com vários ativos valiosos e, principalmente, foi comprado a um preço sensato, proporcionando uma boa margem de segurança e um excelente potencial de valorização.

Para finalizar, seguem abaixo os princípios que regem o Grupo Grazziotin, do qual temos orgulho de ser acionistas.

Obrigado pela confiança!
Equipe Real Investor

1º	Homem como valor maior: <i>Por sua participação, torna-se agente na construção da cultura da empresa.</i>
2º	Inovação e atualização: <i>Impulsionam a empresa para um crescimento contínuo e sólido.</i>
3º	A confiança recíproca: <i>É essencial para que todos possam se envolver com os projetos e desafios lançados pela empresa.</i>
4º	O trabalho constante: <i>Aliado ao empenho e dedicação são os fatores que diferenciam o colaborador Grazziotin.</i>
5º	A ética, disciplina, justiça e a honestidade: <i>São os valores que norteiam a empresa e seus colaboradores em todas as ações.</i>
6º	O Cliente: <i>É a fonte de nossos recursos e por isso nossas ações devem ser sempre na busca de sua satisfação.</i>
7º	Disposição para ação: <i>Pela consciência da importância do trabalho em equipe faz com que todos busquem a otimização dos resultados.</i>