

“FOR HERE AM I SITTING IN A TIN CAN, FAR ABOVE THE WORLD. PLANET EARTH IS BLUE AND THERE’S NOTHING I CAN DO”¹

Eventos catastróficos são normalmente interpretados sob a ótica do sofrimento imediato. Consequência da obsessão humana em fixar momentos específicos como algo permanente. Isso funciona tanto para a tragédia, quanto para a bonança. *“There is nothing either good or bad, but thinking makes it so”².*

A pandemia causada pelo vírus SARS-CoV-2 não se trata de um evento que poderá ser esquecido daqui a algumas décadas. Será documentada e estudada, científica e sociologicamente, com impactos duradouros sob a sociedade.

O comentário clichê de que, em quatro meses, presenciamos uma corrida tecnológica que talvez demorasse quatro anos é real. Observando empresas e consumidores, foi como assistir a um filme em *fast-forward*. Obviamente o efeito de curto prazo para as empresas que souberam se posicionar rapidamente ou que já estavam no lugar correto foi benéfico, permitindo um ritmo de crescimento acelerado e dando a percepção de uma jornada rumo ao paraíso sem nenhuma parada para esticar as pernas.

A pandemia ofereceu para algumas empresas um crescimento “antecipado”, que foi prontamente premiado pelo mercado. Paralelamente, possibilitou a capitalização de diversos competidores que, em circunstâncias regulares de mercado, não teriam sido capazes de atrair esses recursos, principalmente se o movimento de digitalização seguisse seu curso normal.

Se as empresas fossem submetidas ao teste do Marshmallow³, desejar crescimento rápido no curto prazo com maior competição no futuro seria análogo a desejar comer um doce agora ao invés de dois doces em 15 minutos. Um crescimento mais lento em um ambiente pouco competitivo tende a gerar mais valor ao longo do tempo. Mesmo que revertam todo o lucro adicional momentâneo no fortalecimento de suas barreiras, uma competição capitalizada pode limitar qualquer vantagem adicional obtida no curto prazo.

Como investidores, temos o complexo trabalho de tentar interpretar esses efeitos, no meio do turbilhão, almejando a sabedoria necessária para separar o ruído do sinal. Correndo o risco de sermos enganados por uma reflexão que valide convicções pré-cristalizadas, não resistimos à tentação de esboçar alguns pensamentos nesta carta.

“I WANT TO STAND AS CLOSE TO THE EDGE AS I CAN WITHOUT GOING OVER. OUT ON THE EDGE YOU SEE ALL THE KINDS OF THINGS YOU CAN’T SEE FROM THE CENTER”⁴

A humanidade foi toda construída em cima de narrativas locais. Mais recentemente, o avanço das comunicações passou a permitir a criação de narrativas globais. O efeito subsequente é uma enorme homogeneização de mitos.

¹ Trecho da música “Space Oddity”, de autoria de David Bowie.

² Frase de Hamlet em conversa com seus amigos de infância, Rosencratz e Guildenstern, no Ato 2, Cena 2, da famosa peça. Essa citação está presente em nossa Carta 22, mas continua possuindo enorme pertinência frente ao gravíssimo momento que ainda vivemos.

³ Para mais, ver: <https://bit.ly/39vUDDa>

⁴ Kurt Vonnegut, escritor norte-americano.

O mercado financeiro, intrinsecamente reflexivo, não poderia ficar à margem desse movimento. A sofisticada indústria de fundos global, com todas as suas classes de ativos, da semente até a fruta madura, se jogou em direção a uma caçada por teses similares ao redor do planeta. Assistimos, na América Latina, a uma *proxy* dessa corrida, com o benefício de que a temática em países emergentes se inspira nos dois mercados mais desenvolvidos e originais do mundo (EUA e China).

A criação de narrativas sofisticadas e atuais, o aumento da indústria de ETFs e dos fundos temáticos ativos (impulsionados pelo juro baixo) e, por fim, o medo de ficar de fora da festa, criam um ciclo que se retroalimenta, elevando a capitalização dos novos gigantes. O efeito é a redução do custo de capital dos mesmos e, por conseguinte, a solidificação de vantagens competitivas. Profecia autorrealizável com boa dose de execução e estratégia.

A transposição dessa dinâmica para o mercado latino-americano também passa a impulsionar, com bastante força, os poucos nomes locais listados em bolsa carimbados como empresas de tecnologia. A correlação dessas ações com *peers* globais, a despeito da separação geográfica, das características do mercado e até da diferença na moeda que lastreia os negócios é impressionante.

No mundo, é raríssimo encontrar empresas que conseguem lucrar ~0,1% do PIB dos mercados onde atuam. A Apple, uma das empresas com maior venda e margem do planeta, por exemplo, lucra aproximadamente ~0,1% do PIB dos mercados em que participa. Aplicando-se um múltiplo generoso de 30x lucro, é possível verificar que empresas que valem ~3% do PIB deveriam ser extremamente raras. No Brasil, onde o sistema bancário é notoriamente oligopolizado, os maiores bancos não lucram mais de 0,15% do PIB acima do custo de capital e o valor de mercado em excesso ao patrimônio é de cerca de ~1% do PIB. Por sua vez, na China, onde os ecossistemas do Alibaba e da Tencent valem cerca de ~10% do PIB em conjunto, existe uma dominância tremenda em vários serviços. A Tencent possui o Whatsapp e o Facebook chineses (WeChat Moments), *gaming*, uma *wallet*, além de centenas de milhares de "mini aplicativos" de terceiros que prestam uma multitude de funções online e offline; todos dentro do seu ecossistema. Apesar do somatório do valor de mercado das plataformas que atuam no Brasil apontar nessa direção, a dinâmica concorrencial nos parece completamente incomparável. Vale ressaltar que o valor de mercado das unidades locais do Google e do Facebook devem representar conjuntamente algo entre 2% e 4% do PIB brasileiro, dada a relevância de ambas as empresas por aqui. Além disso, a taxa de desconto elevada do país e o crescimento geral da economia inferior ao crescimento dos EUA e da China - além de boa parte do mundo desenvolvido - também deveriam diminuir os *valuations* relativos das empresas que atuam exclusivamente na região⁵.

**“PEGAR CARONA NESSA CAUDA DE COMETA / VER A VIA LÁCTEA / ESTRADA TÃO BONITA /
BRINCAR DE ESCONDE-ESCONDE / NUMA NEBULOSA / VOLTAR PRA CASA / NOSSO LINDO BALÃO
AZUL”⁶**

Desde os idos dos mercados persas, utiliza-se instintivamente a técnica de valor relativo para a precificação de bens e ativos. Assusta-se o consumidor ao perguntar o preço na primeira tenda, mas o mesmo adentra a segunda com um apetite superior para a compra. E assim por diante, até que abre a carteira na certeza de que está realizando um belo negócio.

⁵ A não ser no caso de companhias participantes de segmentos ainda pouco penetrados e com condições pouco competitivas no relativo.

⁶ Trecho da música “Lindo Balão Azul” de autoria de Guilherme Arantes.

Ao se jogar na difícil seara de precificar negócios que não geram fluxo de caixa para o acionista, é comum que se caia na sedução do charmoso comerciante, agora vestido de empreendedor visionário ou investidor midas. Arrisca-se perder a referência de lastro, até o dia que todos os lêmings já pularam do abismo⁷.

O e-commerce, por suas similaridades em termos de experiências, larga na frente como o segmento de maior comparabilidade entre continentes⁸. Mas, assim como o varejo físico, as diferenças nas condições de contorno competitivas entre regiões não poderiam ser mais distintas.

O maduro mercado americano incorpora características competitivas singulares. Motivações históricas carregam grande parte da culpa. A Amazon, apesar de competir digitalmente com uma empresa gigante e das mais admiradas dos EUA (Walmart), conseguiu o salvo-conduto junto aos investidores para tornar todos os dias “*Day 1*”. Apostou em um jogo longo e, elegantemente, construiu a tese de que a lucratividade de curto prazo era desnecessária. Inverteu a lógica do varejo e colocou o cliente à frente de quaisquer outras considerações. Aproveitando a exponencialidade de uma economia digital com significativos efeitos de rede, sabiamente notou o poder da agregação de demanda⁹. Por fim, contra tudo e todos, quando ativos fixos já pareciam anacrônicos ao ponto de serem taxados como passivos, construiu um *last mile* logístico para de fato se tornar o dono da única bola da pelada da cidade.

Hoje, a Amazon representa ~8% do varejo total norte-americano¹⁰ e ~40% do e-commerce, sem competidores relevantes atuando no seu modelo de negócios, e sob a sombra de uma Walmart com escala maior no varejo total, mas significativamente menor no varejo eletrônico. Nos últimos anos, somente o Shopify surgiu como alternativa real ao modelo de agregação da companhia. Com um ângulo moderno de apoiar o *DTC retail*, se consolida como possibilidade para pequenos e médios varejistas que almejam uma relação mais “pessoal” com seus clientes, atingindo rapidamente um GMV superior a \$100B dentro de sua plataforma.

No Brasil, quatro empresas líderes disputam o mercado de varejo online, com alta dispersão de estratégia e execução. O Mercado Livre conseguiu se distanciar com uma venda ~2x superior ao segundo colocado, com número de itens vendidos ~5x maior, um sistema de logística próprio muito avançado, e com um foco específico no *long tail*, onde teoricamente o oceano é mais azul do que vermelho. A Amazon, na quinta posição, é a que mais cresce e já passa a ganhar certa relevância. Inclusive, a subsidiária da Amazon no Brasil possui participação no mercado online que rivaliza com a do Walmart nos Estados Unidos. Por sua vez, a parcela do mercado sem a potência necessária para ambicionar o protagonismo de uma plataforma se vê na encruzilhada da competição em um negócio de custos fixos altos, pouca diferenciação de produto e, por fim, capital barato e abundante para gastar em logística e CAC.

Para apimentar a competição, outros agregadores¹¹ perceberam um varejo dependente de crédito como uma opção crível para construir uma nova vertical de negócio. De maneira geral, diferente da Amazon nos EUA, nenhuma empresa no segmento de e-commerce brasileiro parece ter conquistado a fidelidade do cliente. Vale ressaltar que o relacionamento com os clientes conquistado pelos novos participantes do setor financeiro parece um tanto mais resiliente do que os *marketplaces* locais, uma vez que é muito mais trabalhoso mudar de banco/*wallet* do que de plataforma de compras pura.

⁷ Para mais, ver: *Coherent Arbitrariness: Duration-sensitive pricing of hedonic stimuli around an arbitrary anchor*, de Ariely, Lowenstein e Prelec.

⁸ Afinal, no mundo ocidental, raramente são desenvolvidas plataformas de busca ou interação social com ‘características locais’.

⁹ Tornando todas linhas de custo em linhas de receita, a Amazon foi plugando diversas funcionalidades para reduzir o *churn* da sua base de clientes ao longo do tempo. Destaca-se particularmente o Amazon Prime (e sua subunidade, Prime Video) que, atualmente, conta com ~150M de assinantes globais.

¹⁰ GMV US 2020: ~\$320B.

¹¹ Como Fintechs e SaaS-companies.

A equação recente utilizada na avaliação dos ativos de *growth* passou a atribuir múltiplos de receita elevados aos negócios que apresentam com alguma consistência crescimento de duplo dígito, e possuem um *runway* longo pela frente, fruto de um *TAM* enorme. Não conseguimos falsificar que a mecânica está correta, principalmente quando se enxerga *pricing power* terminal.

Como anteriormente dito, Bezos foi pioneiro na estratégia de reinvestir todo o lucro operacional recorrente com o objetivo de financiar mais crescimento, em uma espécie de ciclo virtuoso e contínuo. Em uma dinâmica de vencedor que leva quase tudo, a direção parece correta, principalmente quando avaliada *ex-post*.

No entanto, em ambientes mais competitivos, a lógica se inverte. Se esse for o caso, no que tange ao comércio eletrônico brasileiro, corre-se o risco de levar gato por lebre.

(Em bilhões de USD)	EV (29-03-2021)	Lucro Bruto (2020)	EV/Lucro Bruto	g Lucro Bruto 2017-2020**	Região	PIB Região	EV/PIB
JD	115	15,8	7,2x	29%	China	14.726	0,8%
B2W	5	0,6	9,2x	29%	Brasil	1.445	0,4%
Amazon	1.565	152,8	10,2x	32%	UE, EUA e outros	40.189	3,9%
Amazon	1.565	152,8	10,2x	32%	UE, EUA e outros*	33.149	4,7%
Alibaba	561	40,0	14,0x	26%	China	14.726	3,8%
Magazine Luiza	22	1,5	15,2x	28%	Brasil	1.445	1,5%
Pinduoduo	151	5,8	25,9x	240%	China	14.726	1,0%
Mercado Livre	69	1,7	40,1x	57%	Latam	3.635	1,9%
Sea Ltd.	100	1,3	74,3x	149%	Sudeste Asiático	2.975	3,4%
Shopify	123	1,5	79,8x	59%	UE e EUA	36.554	0,3%

* PIBs endereçáveis calculados utilizando como base a mesma proporção de vendas que a Amazon possui em seus mercados mais penetrados, vide: EUA, Reino Unido e Alemanha

** Crescimento nos últimos 3 anos em moeda local (exceto Sea Ltd. que reporta os seus números em dólar e Mercado Livre cujos números foram convertidos para real para efeitos de simplificação)

12

“TIME IS THE CRUELEST FORCE OF ALL”¹³

Exercitamos uma luta diária entre esses sentimentos antagônicos que migram do ceticismo exagerado para um otimismo míope. Da disciplina de perseguir um lastro que minimiza perdas significativas, mas, ao mesmo tempo, respeita o caráter exponencial de opicionalidades escondidas, tão característico desta nova economia.

O investidor inteligente deve ser ponderado. Não cede aos extremos e persegue obstinadamente o equilíbrio. O preço pago tem limites e quem sobrevive normalmente compreende o conceito de finitude.

A mecânica de falsificação exige que as hipóteses de crescimento sejam permanentemente checadas. A presunção preguiçosa e a automatização do nível de crescimento projetado catalisam loucuras na “perpetuidade”. Nessa direção, quando o *valuation* passa a implicar a necessidade de ganhos de *share* incomuns, ou a conquista de verticais paralelas, a conta para obter um carregado educado pelo ciclo dos próximos dez anos torna-se um jogo de valor esperado questionável.

¹² Fonte: Atmos Capital.

¹³ Cixin Liu, escritor chinês.

Ao se observar um negócio de baixa penetração e conseqüentemente alto crescimento, como o de comércio digital, a altura dos múltiplos atuais desperta certa vertigem nos investidores. Um múltiplo de ~3x o GMV anual, considerando uma margem terminal de 5% sobre este GMV, implica em um múltiplo estrutural de 75-90x o lucro dependendo da alíquota fiscal utilizada. Ignorando a criação de novos negócios ou verticais, essa avaliação implicaria¹⁴ no líder do setor, no Brasil, contar com um crescimento real de GMV de ~20% ao ano¹⁵ por dez anos e, por conseguinte, atingir ao final da década ~20% de participação sobre o varejo total¹⁶. Posição de liderança que nunca foi vista por um *player* em mercado maduro. Porém, este trata-se de um exercício matemático míope, buscando uma precisão impossível. Seria ingênuo, tendendo para uma certa arrogância, não deixar espaço para as opcionalidades de um modelo de negócios que ainda parece estar em sua incipiência. Por exemplo, a conquista de uma vertical nova que adicione ~500Bps na margem potencial de longo prazo, anularia completamente a lógica anterior.

Respeitando Edmund Burke¹⁷, que nos alertou sobre o risco de planejar o futuro pelo passado, não resistimos a buscar exemplos históricos que apimentam a reflexão e podem rimar com o presente. Um investidor que tivesse se animado em se tornar sócio de Bill Gates na Microsoft, após sua ascensão meteórica ao primeiro lugar do ranking da Forbes, *circa* 1998, teria obtido um retorno de aproximadamente ~9% real ao ano até os dias de hoje. Mérito de uma companhia incansável em defender seu mercado, e criatividade e selvagem na busca de outras verticais de valor sinérgicas ao seu antigo *core product*, como o Azure¹⁸. No entanto, a paciência deveria ser característica essencial para esse investidor. Entre 1998 e 2012, seu capital teria ficado estacionado em termos nominais. Quatorze anos se caracterizam como um *blip* na construção da história, mas uma eternidade para o investidor que acompanha as cotações diariamente. "*What is smart at one price, is stupid at another.*"¹⁹

O sentimento de comprar cavalos rápidos, sob a ilusão de parecerem imparáveis, catalisa uma estamina em nosso organismo que vem junto com o sentimento de onipotência. Investimentos com frequência positiva geram conforto, mas bastam poucos dias de correções significativas para torná-los medíocres.

PERSPECTIVAS

“OUÇA UM BOM CONSELHO QUE EU TE DOU DE GRAÇA / INÚTIL DORMIR QUE A DOR NÃO PASSA / ESPERE SENTADO OU VOCÊ SE CANSA / ESTÁ PROVADO, QUEM ESPERA NUNCA ALCANÇA”²⁰

No livro “O Velho e o Mar”, obra prima de Hemingway, somos envolvidos na aventura do velho Santiago em sua luta por fisgar o maior peixe de sua vida. Após alguns meses sem conseguir abater nenhum peixe, sente-se desafiado pelos pescadores mais jovens. Sai em direção ao mar aberto de Havana, para provar que ainda é um vigoroso pescador. Depois de lutar incansavelmente, consegue abater um peixe enorme e o amarra em sua embarcação para voltar ao continente. Quando acreditava ter vencido a batalha, inicia-se um ataque por um grupo de tubarões que, aos poucos, destroem a carne do peixe amarrado em seu barco. Chega exaurido à praia, apenas com um enorme esqueleto capturado. No fim, trata-se da luta pela sobrevivência entre a natureza e o homem; da perseverança e a (falta de) sorte. A tenacidade de Santiago simboliza o homem que, nas palavras de Hemingway, foi “destruído, mas jamais derrotado”.

¹⁴ Para que se ganhe um custo de capital de ~7,5-9,5% real - assumindo um múltiplo terminal de 30x lucro ao fim do décimo ano.

¹⁵ Com o varejo total crescendo na velocidade do PIB, a ~2,5% a.a.

¹⁶ Para simplificação, assume-se um crescimento homogêneo entre regiões.

¹⁷ Renomado economista, filósofo e parlamentar irlandês do século XVIII.

¹⁸ Apesar da tardia entrada ao segmento de *Cloud Computing*.

¹⁹ Warren Buffett.

²⁰ Trecho da música “Ouça Um Bom Conselho” de autoria de Chico Buarque.

O Brasil tem lutado por muito tempo. Sobreviveu a uma democracia claudicante, sete golpes institucionais desde a independência, crises sucessivas de suas *commodities* principais, uma industrialização induzida por um estado ineficiente e sem disciplina, a hiperinflação pós-milagre econômico e até mesmo uma tentativa rudimentar de um novo-keynesianismo petista que deixou cicatrizes substanciais na economia.

Após tudo isso, ainda assistiu a um segundo impeachment na recente redemocratização, uma investigação combatendo a corrupção endêmica e um presidente grampeado pessoalmente pelo corruptor-estrela do último ciclo. A década passada acabou sendo perdida e a produtividade, principal alavanca de crescimento per capita, continuou caindo sem que fosse decifrada.

Por uma obra do destino e competência de alguns poucos abnegados, um sopro reformista nos atingiu como uma lufada de ar fresco. Enfileiraram-se reformas estruturais importantes, como a reforma trabalhista, o novo marco do saneamento, nova lei das falências, lei das estatais, teto dos gastos, nova lei geral de Telecom, entre outras. Além disso, avançou-se em algumas privatizações e novas concessões, e direcionou-se a sonhada reforma da previdência, finalizada no governo de um populista caricato.

Nesse contexto, vínhamos abandonando nosso ceticismo e aceitamos observar o horizonte através de uma lente mais construtiva. Sob a visão de juros estruturalmente baixos e uma recuperação cíclica na porta de casa, a aventura de investir a totalidade do portfólio em ativos de *duration* longo parecia uma decisão sábia.

O ano de 2020 deixou suas marcas na história da humanidade e do mercado de capitais. O crédito pela recuperação vai para a velocidade com que governos e bancos centrais implementaram políticas visando a manutenção da demanda e dos empregos. E do lado da crise sanitária, os *unknown unknowns* positivos, citados em nossa penúltima carta²¹, vieram (dentre várias outras manifestações), por exemplo, através da baixa transmissão via superfícies, o que permitiu um mínimo de normalidade para o funcionamento da economia.

Em contexto global, neste início de pós- crise, o baixo crescimento surge como argumento em relação a uma potencial bolha de ativos. Seriam *valuations* de 25-30x lucro justificáveis em um mundo de crescimento sustentadamente baixo? Esse questionamento nos parece míope. Afinal, juros anêmicos permeiam as economias, em grande parte consequência desse tímido crescimento. De modo complementar, os *corporates* listados em bolsa representam uma fração das economias e podem continuar crescendo a taxas elevadas, à medida que ganham *share* em cima de *players* menos estruturados. No mais, é interessante notar como, apesar de toda a alta recente do mercado, o *spread* entre o *FCF yield* estrutural do S&P e os juros reais de 10 anos do tesouro americano continua bastante elevado (~5%).

Para frente, espera-se uma política monetária levemente contracionista e os esforços migrando para um fiscal mais agressivo. Deflação e juros reais negativos devem sair do menu de políticas públicas. Os governos devem se aventurar ao aumentar gastos sem contrapartidas imediatas de impostos e, se exagerarem ou perderem o controle da narrativa, a inflação pode escapar. Nesse contexto, seria de se esperar algum grau de deflação de ativos, revertendo em parte a onda dos últimos 10 anos de inflação de bens e serviços baixa e inflação de ativos alta.

Porém, se o juro longo americano se acomodar em um nível comportado, como parece ser o cenário central, desenha-se um caminho para que o Brasil consiga sair vivo do outro lado do túnel, apesar de todos seus notórios problemas de médio prazo. Somos como o velho Santiago, cansado das batalhas, cercado de tubarões famintos, olhando em direção à costa para tentar trazer o peixe inteiro. Ainda na expectativa de que, ao atracar no porto,

²¹ Carta 22.

nos afastemos do final de Hemingway rumo a um epílogo menos sombrio, encontrando o peixe com alguma carne e não apenas o esqueleto.

Diante de tanta incerteza, mantemos nossa disciplina em busca de empresas com crescimento, em ambientes competitivos difíceis, mas não hostis, e cujo valor de mercado não incorpora a perfeição esperada dos supostos vencedores deste novo momento. Também temos buscado um elevado grau de desconexão entre teses e casos de investimentos com alavancas mais endógenas que exógenas. Na concorrida disputa entre ativos de *duration* longo, as ações brasileiras ainda oferecem retornos acima dos 4% reais oferecidos pela curva longa de juros.

Bons ativos colecionados em uma carteira com as características descritas acima devem pavimentar o caminho para um retorno atraente, sem que se corra riscos desproporcionais.