

A large sailboat with white sails is sailing on a blue ocean. The sails are partially filled with wind, and the boat is leaning slightly. The sky is clear and blue. The overall scene is bright and sunny.

OCEANA
investimentos

Carta de Gestão 2º Semestre 2022

Introdução

Os últimos anos foram marcados por movimentos extremos de preços no mercado acionário brasileiro. Em março de 2020, a pandemia provocou uma rápida e pronunciada queda de praticamente todos os ativos de risco. Após a depressão, com o auxílio de estímulos sem precedentes, iniciou-se um período de grande euforia que perdurou até o final do 1º semestre de 2021. A dinâmica deste período de euforia foi detalhadamente explorada em nossa última [carta de gestão](#).

A partir de meados de 2021, entramos em um novo ciclo de mercado, marcado por uma forte correção dos ativos de risco. Uma análise simplista do movimento de preços do índice Bovespa neste período não traz a correta compreensão da magnitude da oscilação que pudemos observar em alguns setores. Os ativos dos setores de varejo, consumo, shoppings, tecnologia, saúde, educação e transportes sofreram correções impressionantes e que não foram refletidas de forma mais explícita no índice pelo simples fato de que o Ibovespa atualmente possui uma parcela relevante de empresas exportadoras de commodities em sua composição, em torno de 35% do índice, e estas performaram bem nos últimos 18 meses.

Podemos dividir o movimento de correção de preços em duas partes: a primeira parte deve ser vista como uma simples correção de exageros, algo natural após um ciclo de exuberância, tema amplamente explorado em nossa última carta de gestão; a segunda parte, por sua vez, foi causada majoritariamente por uma acentuada piora das perspectivas fiscais e macroeconômicas. Estes dois movimentos combinados levaram o mercado a um ambiente de preços atrativos para as ações, porém com um pano de fundo macroeconômico bastante desafiador.

Este é um ambiente com o qual temos bastante familiaridade. Infelizmente, crises têm sido uma constante no Brasil. Ao longo da história da Oceana, que nesse ano completa seu 15º ano de existência, passamos por inúmeras situações similares à atual, em que nos víamos navegando em cenários com ativos aparentemente baratos, mas em ambientes macroeconômicos desafiadores.

O tempo e a experiência são importantes aliados em momentos mais turbulentos. Uma coisa é realizar uma avaliação histórica teórica de crises passadas; totalmente diferente é, como um time, já ter conduzido a estratégia de investimentos e a própria empresa ao longo de diferentes crises.

Crises e Oportunidades

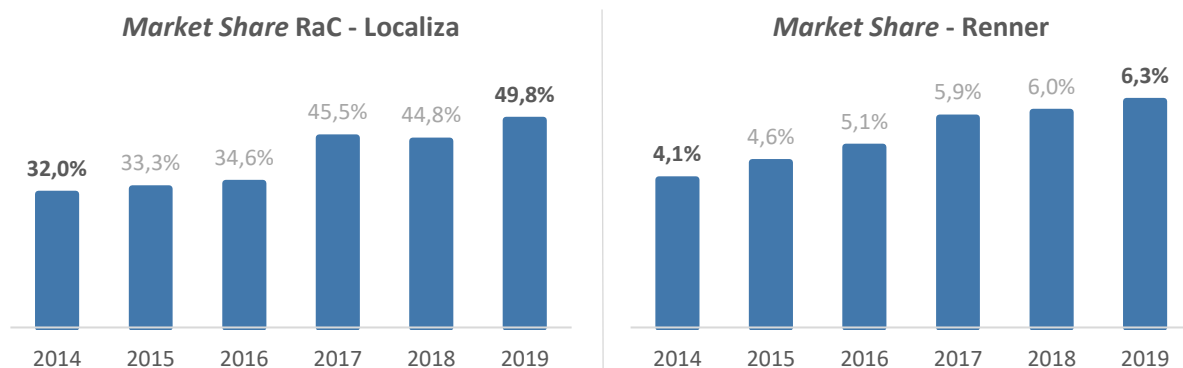
“We worry top-down, but we invest bottom-up”- Seth Klarman

Após fortes movimentos de correção como o observado recentemente, uma importante dúvida paira sobre os investidores: os preços das ações estão realmente atrativos ou um cenário macro mais desafiador – seja em função de um menor crescimento do país, um custo de dívida mais elevado, ou ainda, por potenciais mudanças regulatórias – impactará de forma significativa as companhias de modo que o *valuation* aparentemente barato de hoje se prove uma ilusão? Mais uma vez no Brasil, esta parece ser a principal questão a ser respondida pelos investidores.

Pela nossa experiência, em momentos de crise o mercado tende a generalizar os efeitos negativos para os diferentes setores da economia, dando peso excessivo ao cenário macro e às notícias político-econômicas, enquanto ao mesmo tempo, subestima os efeitos positivos de segunda ordem que podem ser gerados nas crises pelas empresas que têm claras vantagens competitivas.

Empresas que lideram seus setores, com vantagens competitivas e balanços sólidos, tendem a atravessar melhor os períodos turbulentos e emergem colhendo importantes benefícios para seu posicionamento competitivo de longo prazo. Dentre os muitos benefícios, destacamos o potencial ganho de participação de mercado que pode ser capturado em momentos como esse. Os concorrentes diretos menos competitivos e mais alavancados se veem, devido ao cenário, obrigados a retrair suas operações de forma significativa através da liberação de capital de giro e/ou através de uma rápida elevação dos preços de seus produtos e com isso acabam por oferecer ao líder do setor um ganho de *market share* “fácil”, rentável e possivelmente sustentável. Inclusive, a depender do grau de consolidação de cada setor ao longo da crise, é possível que se observe uma maior rentabilidade em curto espaço de tempo, em função de uma menor concorrência no setor. Os grandes oligopólios são formados nas crises.

A geração de valor substancial dos líderes em ambientes desafiadores pôde ser observada em diversas crises vivenciadas pelo Brasil. Por exemplo, entre os anos de 2014 e 2016, algumas empresas apresentaram importante ganho de *market share* através do crescimento orgânico, tendência que perdurou por algum tempo. No setor de aluguel de veículos, o pior período de crise econômica dos últimos anos foi um dos catalisadores para um ganho de *market share* no segmento de Aluguel de Carros (RaC) bastante impressionante da Localiza, tendo a empresa saído de 32% de *market share* em 2014 para 50% em 2019. Efeito similar ocorreu com a Renner neste período, quando a empresa saiu de 4,1% de *market share* em 2014 para 6,3% em 2019.



Um dos pontos-chave para a avaliação da dinâmica que tenderá a ocorrer em um setor durante uma crise é a compreensão profunda do ambiente competitivo do setor e o correto entendimento da situação financeira dos competidores, tanto aqueles de capital aberto quanto aqueles de capital fechado. Analisar estes fatores nunca é simples. É uma análise que só é possível através de muito trabalho de campo e que, naturalmente, demanda razoável esforço do time de análise.

Temos a percepção de que a vantagem competitiva de alguns ativos em nosso portfólio vem aumentando consideravelmente ao longo dos últimos anos. Isso pode ser muito poderoso para a lucratividade destes ativos a médio prazo. Naturalmente, um crescimento menor do Brasil pode impactar essas empresas. Porém, são ativos com claro diferencial competitivo e balanços sólidos, alavancas importantes que podem permitir que essas empresas gerem muito valor para os acionistas em ambientes mais desafiadores.

Abaixo, destacamos algumas empresas que acreditamos que merecem destaque no momento atual.

Aluguel de Veículos

O menor crescimento do país e os juros mais altos são fatores que inegavelmente impactam negativamente o crescimento do setor de aluguel de veículos. Além deste impacto, possivelmente os resultados de 2023 serão pressionados por um aumento da depreciação da frota de veículos.

Ainda assim, é notória a evolução do diferencial competitivo da Localiza em relação aos seus concorrentes no setor. A posição competitiva atual da empresa é a mais favorável desde o seu IPO em 2005.

Parte desse diferencial competitivo vem da escala que a empresa atingiu decorrente da fusão ocorrida em dezembro de 2021, entre a Localiza e a segunda empresa mais relevante do setor, a Unidas. A empresa resultante desta fusão tem hoje impressionantes 70% de *market share* no segmento de Aluguel de Veículos (RaC).

Em adição ao ganho de escala por conta da fusão, um erro estratégico cometido por um de seus concorrentes pode trazer ainda mais benefícios no futuro próximo para a empresa. A Movida, único player relevante remanescente do setor, adquiriu quantidade expressiva de carros em um momento em que os descontos praticados pelas montadoras estavam baixos, queimando caixa durante o período de crescimento e elevando neste processo sua dívida para R\$ 11,5 bilhões, comparada a um valor de mercado da companhia de R\$ 2,5 bilhões. Atualmente, esta dívida tem um custo superior a 130% do CDI e este alto custo financeiro tem impactado a Movida em um momento delicado, uma vez que seus resultados estão fragilizados por conta de um aumento expressivo da depreciação

econômica de sua frota. Acreditamos que a Movida será obrigada a encolher a sua frota, o que por sua vez resultará em oportunidade para a Localiza expandir ainda mais sua penetração e, mais à frente, sua rentabilidade.

Varejo de Vestuário

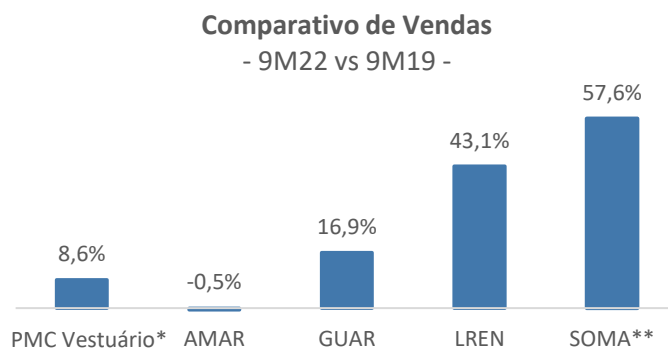
Em função de uma perspectiva macroeconômica desfavorável e expectativa de um resultado fraco para o 4º trimestre influenciado pontualmente por temperaturas mais frias e pela Copa do Mundo, o setor de vestuário apresentou uma desvalorização expressiva recentemente. Isso fez com que, tanto a Lojas Renner quanto o Grupo Soma passassem a negociar a uma relação Preço/Lucro 2023 muito atrativa, em torno de 13x, que se aproxima das mínimas históricas. Estruturalmente continuamos vendo ambas as empresas bem-posicionadas para manter ganhos relevantes de mercado.

A Renner se beneficia pelo seu sólido balanço, com posição de caixa líquido e uma execução consistente em um momento em que muitos de seus concorrentes estão fragilizados, com altos níveis de endividamento e acesso mais restrito ao crédito (o episódio da Americanas tornou o acesso ao crédito ainda mais difícil). Os concorrentes da Renner atualmente enfrentam elevados níveis de inadimplência no crédito ao consumidor, que é uma alavanca importante de vendas no varejo de vestuário de grandes magazines. A Marisa, por exemplo, entrou recentemente em recuperação judicial. É em momentos de crise que a Renner mais se diferencia. Enxergamos a atual conjuntura como bastante favorável para a companhia se consolidar ainda mais e ampliar suas vantagens competitivas.

“A Renner sempre cresceu em momentos de crise. O diferencial está no produto, no seu desenvolvimento, na rapidez desse desenvolvimento, no nível de prestação de serviços na loja e nos preços.” José Gallo, Ex CEO e atual Presidente do Conselho das Lojas Renner em entrevista de 2015.

O Grupo Soma possui um sólido portfólio de marcas focadas no público A/B, segmento que tem se provado mais resiliente na conjuntura atual. As principais marcas do grupo, Farm, Animale, NV, Maria Filó e Foxton, estão se beneficiando de um ambiente competitivo fragilizado em um mercado que ainda é altamente fragmentado. Como referência, a marca com maior participação de mercado neste segmento é a Farm, que possui 8% de *market share* do seu mercado endereçável no Brasil. As demais marcas do grupo possuem entre 3-5% de *market share*, tornando possível uma contínua consolidação deste mercado nos próximos anos.

Ainda sobre o Grupo Soma, não acreditamos que está embutido nos níveis atuais de preço das ações grandes expectativas de melhoria na operação da marca Hering. Nosso trabalho de campo já indica uma evolução importante na experiência do consumidor nas lojas do varejo físico, com melhor sortimento, menor nível de *stockout* e melhor nível de serviço. O novo formato de megaloja da Hering tem apresentado sinais encorajadores, com feedback positivo dos shoppings, uma conversão de vendas 5pp acima da média da rede e maior gasto médio por consumidor em função do aumento no tempo de permanência na loja.



*PMC Receita Nominal de Vendas categoria Tecidos, vestuário e calçados.

**SOMA receita orgânica Brasil (exclui NV e Maria Filo adquiridas em Out20 e Fev20, respectivamente).

Bancos

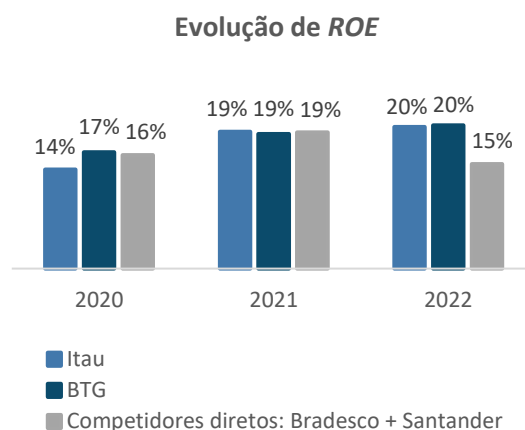
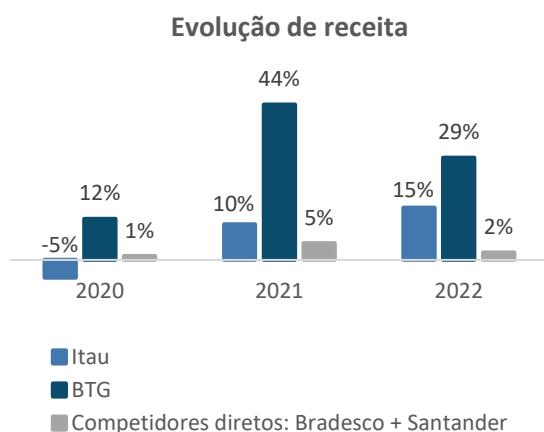
O diferencial competitivo que foi criado nos grandes bancos privados nos últimos anos é digno de nota. O aumento da dominância dos bancos Itaú e BTG Pactual em diversos segmentos em um curto espaço de tempo impressionam. Temos a leitura de que o diferencial de gestão nos últimos anos está começando a se traduzir em resultados diferenciados que deverão perdurar a médio prazo.

O caso do Itaú, após a entrada do Milton Maluhy como CEO em 2021, vale uma menção especial. Poucas vezes em uma empresa muito grande e estabelecida vimos tamanha mudança de percepção sobre o *top management* dentre os funcionários de diferentes níveis e áreas. O nosso trabalho de campo nos levou a uma agradável surpresa: os feedbacks positivos sobre a nova gestão são contundentes, e indicam uma gestão mais presente, dinâmica e muito mais capaz de motivar a estrutura. Quando comparamos aos feedbacks que colhemos de dois a quatro anos atrás, de uma gestão menos presente, lenta, hierarquizada, a impressão que temos é de se tratar de duas companhias distintas.

O *e-NPS*, que mede a satisfação dos funcionários da companhia, está em 88 pontos, o maior resultado histórico. Isso vem se traduzindo em uma maior satisfação do cliente, com o *NPS* global do banco aumentando 20 pontos em apenas 4 anos. Uma mudança realmente impressionante para uma organização dessa escala e em um intervalo de tempo relativamente curto.

O BTG, por sua vez, sempre foi referência pelo seu modelo de *partnership*, que promove alinhamento de longo prazo entre funcionários e acionistas. Mesmo tendo aumentado seu quadro de funcionários em quase 90% nos últimos 2 anos, o BTG conseguiu manter sua cultura e excelência dos seus negócios, expandindo suas linhas de atuação para além do seu core business, o que resultou em um crescimento de receitas e *ROE* acima da média do setor.

Essa evolução de ambos os bancos, em conjunto com equívocos importantes de parte de seus competidores diretos, vem criando um *gap* relevante no posicionamento competitivo no setor, o que é evidenciado pela performance diferenciada tanto na evolução de receitas, quanto na expansão de *ROE*.



A performance ruim do setor por conta da provável (ou quase certa) perda no crédito concedido à Americanas acabou criando uma boa oportunidade de incrementarmos nossa posição nos dois bancos.

Tecnologia

A performance das ações do setor de tecnologia tem sido mais regida pela emoção e especulação do que por fundamentos. É impressionante a comparação entre os preços praticados no auge da euforia e os preços atuais. Quedas de 90% não são incomuns.

Apesar das ações de praticamente todas as empresas do setor terem sofrido, o impacto da crise tende a ser muito distinto para diferentes companhias. Conforme já ressaltado, a saúde do balanço de uma empresa é uma variável determinante durante uma crise. Atualmente, seja por sorte ou competência, determinadas empresas estão sobrecapitalizadas, enquanto outras empresas estão fragilizadas e dependentes de novos aportes de capital, em um momento particularmente delicado por conta da escassez de capital de risco.

A empresa com um balanço forte pode ter uma vantagem importante agora, uma vez que encontrará muitos de seus competidores fragilizados. Se bem trabalhada, essa vantagem pode se traduzir em um crescimento mais fácil e/ou menos custoso nos próximos meses ou anos. No auge da euforia, tanto os custos de propaganda *on-line* quanto os custos de mão de obra eram fortes detratores dos resultados das empresas do setor. Acreditamos que, por conta de uma demanda mais fraca, em um curto espaço de tempo esses custos serão menores e o ganho de *market share* mais barato.

Hoje, detemos participações pequenas em algumas empresas de tecnologia bem capitalizadas. Diversas delas estão negociando a preços inferiores aos valores de liquidação das companhias – algo que parecia impensável durante o período de euforia, há apenas dezoito meses.

Celulose

Atualmente temos uma visão bem distinta do que parece ser o consenso do mercado em relação ao setor de papel e celulose, valendo destacar nossa posição em Suzano.

Existe hoje no mercado uma visão pessimista em relação à Suzano por conta de dois principais fatores: (i) a provável queda no preço da celulose dos atuais patamares bastante elevados e (ii) os múltiplos menos atrativos no biênio 2023/2024 em função dos fortes investimentos no projeto Cerrado, que adicionam dívida e que somente se traduzirão em geração de resultado de forma mais representativa em 2025.

Esta visão mais negativa nos permitiu incrementar a nossa posição de Suzano em níveis de preço que consideramos bastante atrativos.

Estamos de acordo com a visão de que os atuais patamares de preço de celulose estão acima do preço normalizado e que, portanto, deveriam cair. No entanto, acreditamos que a intensidade da queda pode ser menor do que a esperada pelo mercado. O consenso hoje indica uma expectativa de preço de longo prazo para a celulose de USD 550/ton, preço este que está em linha com o que utilizamos em nossas projeções. Entretanto, houve uma forte inflação de custos na indústria e essa inflação de custos, na nossa visão, poderá oferecer um piso de preço mais elevado para a celulose.

A evolução de custos do setor foi da ordem de USD 80/ton no período Jan-Set 2022 em relação ao período Jan-Set 2019. Essa inflação de custos, no entanto, não ocorreu na Suzano. No mesmo período, o custo da Suzano caiu cerca de USD 35/ton. Isto se deu por diversos fatores, dentre eles: (i) o fato de a empresa possuir ativos florestais mais produtivos; (ii) o maior nível de integração que a Suzano tem em relação aos concorrentes; (iii) ao menor raio médio de suas florestas; e (iv) a desvalorização do Real. Esse diferencial de custos em relação ao setor foi muito significativo, e tende a aumentar na medida em que o projeto Cerrado entre em plena produção.

O diferencial de custos crescente da Suzano em relação às demais empresas do setor cria um colchão de rentabilidade estrutural muito significativo. Aqui, assim como nos exemplos em outros setores que mencionamos nesta carta, estamos observando um incremento do diferencial competitivo que talvez não esteja sendo devidamente apreciado pelo mercado.

O investimento em Suzano possui um fator de atratividade adicional que é o fato de a precificação do ativo estar baseada em um olhar pelo mercado excessivamente de curto prazo em nossa opinião. Enquanto a empresa investe no projeto Cerrado, a dívida aumenta sem a contrapartida no resultado. Como o projeto só entra em produção em meados de 2024, o resultado só será adequadamente refletido em 2025. Naturalmente, a conta simplista de EV/EBITDA permanece inflada até a conclusão do projeto, e o fluxo de caixa livre será limitado no biênio de 2023/24, uma vez que o caixa gerado pela operação está sendo investido no projeto de expansão.

Os números que o mercado está observando hoje estão deprimidos pelo efeito temporário do investimento em um projeto com alta TIR e que gera muito valor para os acionistas. Esses números são números pouco importantes na nossa visão. Mais importante, ao nosso ver, é o fato de que uma vez concluído o projeto, vemos um FCF *Yield* recorrente de mais de 15% usando premissas de preço de longo prazo que julgamos conservadoras.

Considerações Finais

Entendemos o receio dos investidores diante de um cenário macro mais desafiador, com perspectivas piores para o país. Trata-se de uma preocupação legítima, já que de fato poderá impactar o crescimento e/ou rentabilidade das empresas em diferentes setores.

No entanto, acreditamos que o sucesso ao longo do tempo dos nossos investimentos está muito mais ligado à capacidade individual de cada uma das empresas nas quais investimos do que à evolução do país. Entendemos que a maioria das companhias em nosso portfólio, em razão de suas capacidades, está ampliando suas respectivas vantagens competitivas frente aos seus concorrentes e tendem a consolidar mercado ao longo dos próximos anos, efeito este que pode se provar muito poderoso para o retorno dos acionistas.

O mercado acionário brasileiro é repleto de histórias de sucesso, a despeito de uma evolução medíocre do país.