



CEANA
investimentos

Carta de Gestão 1º Semestre 2020

Vivenciamos em 2020 um primeiro semestre difícil de descrever. Talvez o melhor adjetivo seja inacreditável. O Covid-19 nos trouxe diversos desafios, afetando de forma direta a rotina e hábitos diários da população, o que naturalmente impactou significativamente diversos setores da economia.

A pandemia acarretou mudanças de hábitos bruscas e repentinas. Acreditamos que algumas dessas mudanças serão passageiras, ao passo que outras mudanças poderão produzir efeitos mais duradouros. Hoje, não temos todas as respostas, apenas opiniões preliminares.

Na Oceana, tivemos o desafio de adaptar o nosso dia a dia para uma estrutura de home office. Essa migração ocorreu de forma relativamente rápida e bem sucedida, com enorme mérito da nossa área de suporte e TI, que não mediu esforços para garantir uma excelente transição.

Também foi um semestre que exigiu muito do time de análise/gestão. Em um curto período de tempo, o time precisou trabalhar muito na compreensão e na modelagem das empresas diante de uma nova realidade, que até então era difícil de se prever. Foi um período em que o time foi bastante exigido e respondeu muito bem ao desafio.

Do ponto de vista de mercados e adaptação dos fundos a este cenário de extrema volatilidade e incerteza, muito foi feito. Discorreremos nesta carta sobre o posicionamento dos fundos ao longo do primeiro semestre, enfatizando o que funcionou, o que não funcionou, nossas opiniões e nossas dúvidas olhando para frente.

Nossa abordagem de investimentos, focada na margem de segurança dos ativos investidos, tem sido capaz de proteger nosso capital de perdas expressivas em momentos de forte turbulência. Tipicamente, os ativos que adquirimos não dependem de cenários otimistas ou tendências específicas e tendem a apresentar uma boa geração de caixa mesmo em cenários mais desafiadores.

Essas características dos nossos ativos investidos oferecem conforto para aumentarmos as posições em momentos mais desafiadores, como o que vivemos na pandemia do Covid-19. Como exemplo, o fundo Oceana Long Biased apresentava uma exposição líquida em torno de 60% antes do carnaval. Com o advento do Covid e da forte realização dos mercados, oportunidades de investimento foram surgindo e com as compras que realizamos atingimos uma exposição líquida em torno de 75%.

Dentre as oportunidades que foram oferecidas pelo mercado, podemos mencionar Natura, Localiza, SulAmérica, Cesp, Pardini e Eletrobras como exemplos onde a Oceana conseguiu investir um montante significativo de recursos com boa margem de segurança.

Um aspecto comum entre essas empresas é a capacidade que constatamos possuírem para atravessarem a crise. Fizemos um trabalho intenso de simulações para revalidarmos a capacidade dessas empresas de pagarem suas dívidas de curto prazo. Talvez a Localiza tenha sido o exercício mais complexo nesse sentido, mas as diversas simulações que fizemos nos deram conforto para investir neste ativo, que consideramos diferenciado e que negociava a preços interessantes.

Essa combinação de taxas de retorno atrativas e a capacidade de atravessarem a crise nos deram conforto para investir nestes ativos com segurança em um momento de extrema incerteza.

Em alguns destes investimentos, víamos um grande receio por parte do mercado sobre o que aconteceria com as empresas no curto prazo. Em nossa opinião, parte deste sentimento era exagerado. Um bom exemplo é a SulAmérica. Apesar do receio com a potencial elevação do custo médico gerado pela pandemia, o que se observou na prática foi um efeito benéfico para a empresa na sinistralidade, dado que as pessoas ficaram receosas de realizarem praticamente qualquer procedimento eletivo. Alguma cautela é necessária aqui, pois este efeito positivo

de sinistralidade tende a não ser recorrente. Podemos ainda ver um efeito de crescimento de custo médico represado importante com o fim da crise do Covid.

Houve casos em que a velocidade de adaptação das empresas acabou surpreendendo o mercado (e a nós), como nos casos de Natura e Localiza. A primeira conseguiu minimizar os efeitos da crise por conta de uma excelente execução da estratégia de digitalização, enquanto a segunda conseguiu adaptar/redirecionar suas operações de forma impressionante. Boas empresas tendem a surpreender positivamente, simples assim.

Em outros casos, como o de Pardini, a perda de curto prazo (2º trimestre) tende a se provar menos relevante frente ao potencial de geração de valor com a testagem PCR e sorologia IGM/IGG. No resultado do 2º trimestre, a companhia ofereceu mais clareza sobre o tema.

Também houve situações em que a concentração do fluxo de geração de caixa no curto/médio prazo tornou o retorno desproporcionalmente alto para o investidor, como nos casos de Eletrobras e Cesp.

Após a apreciação dos mercados nos meses de junho/julho/agosto, vendemos parte dos ativos que adquirimos, retornando o fundo Oceana Long Biased a uma exposição líquida ao redor de 60%. Para alguns dos ativos mencionados, a redução de posição foi marginal e, para outros, foi mais expressiva, de acordo com a margem de segurança que víamos em cada investimento após o movimento de alta dos preços.

Essa capacidade/disciplina de comprar quando a maior parte do mercado está vendendo, assim como reduzir as posições quando o mercado fica mais eufórico (e os investimentos oferecem menor margem de segurança) tem gerado valor para os nossos investidores ao longo do tempo. Apesar da obviedade de se comprar quando o mercado oferece preços atrativos, o desafio emocional para fazer isso é significativo. A experiência é uma importante aliada nesses momentos.

Apesar da performance dos nossos fundos não deixar isso claro, estamos vivenciando um dos mercados mais desafiadores da última década para a nossa estratégia de investimentos, focada na margem de segurança.

A tendência global de melhor performance dos ativos de crescimento e tecnologia em relação aos ativos de valor vem trazendo desafios importantes aos *value investors* tradicionais ao redor do globo, e vem nos trazendo desafios também no Brasil.

A tendência de ganho de *market share* dos ativos de tecnologia ou digitais em relação à “velha economia” é natural e esperada. Essa dinâmica é perversa sobre a velha economia, onde empresas sólidas com forte geração de caixa passam a conviver com ameaças crescentes de novos entrantes cada vez mais digitais e disruptivos. Exemplos são diversos, valendo citar, dentre outros, os bancos sendo atacados por diferentes frentes (XP, Stone, PagSeguro, bancos digitais diversos), e varejo físico/shoppings sendo atacados por um e-commerce cada vez mais eficiente.

Para cada situação, é fundamental entender os potenciais impactos da disrupção para os historicamente rentáveis negócios pré-digitalização. Vemos hoje casos em que, em nossa opinião, o mercado subestima o efeito disrupção, e casos em que acreditamos que o mercado sobreavalia os impactos da disrupção. Para as empresas que se enquadram no segundo grupo, identificamos algumas importantes oportunidades de investimento, como as ações dos grandes bancos e de shoppings.

Ações de bancos e shoppings provocaram perdas para os fundos no semestre, dadas as quedas de preços expressivas que estes ativos sofreram. Parte da queda é justificada, afinal, foram setores frontalmente afetados pela crise Covid. Os grandes bancos foram afetados pela expectativa de alta da inadimplência, e os shoppings ficaram fechados durante boa parte da crise, afetando de forma severa os pequenos lojistas. O cenário desafiador

de curto prazo, aliado a um receio de disrupção tecnológica, trouxe as ações dessas empresas para patamares que entendemos como atrativos.

Grandes Bancos: como referência histórica, ao longo das últimas 2 décadas, em apenas 3 momentos observamos o Bradesco negociando perto de 1x seu valor patrimonial: em setembro/outubro de 2002, em fevereiro de 2016 e agora em março de 2020. Faz sentido que o cenário seja mais adverso, seja pelo risco de disrupção tecnológica, seja pela perda de curto prazo esperada por conta da crise resultante do Covid. O receio da disrupção nos fez reduzir a exposição ao setor em meados de 2018 para cerca de metade da nossa exposição histórica. Dito isso, entendemos que a assimetria hoje é favorável ao investimento. Atualmente, de acordo com nossas projeções, vemos BB negociando a cerca de 0.8x seu valor patrimonial e 6x o lucro de 2021, Bradesco a cerca de 1.4x seu valor patrimonial e 8x lucro de 2021, e Itaú (excluindo a participação atual na XP e o ganho de capital com aumento de participação já contratado em 2022) a cerca de 1.4x seu valor patrimonial e 7x o lucro de 2021. Entendemos que são níveis de preço que embutem uma piora expressiva para frente, uma vez que estes bancos apresentam um patamar de retorno sobre patrimônio normalizado muito superior ao custo de capital. Alguns segmentos dos grandes bancos tendem a ser disruptados, mas serão mantidos alguns bolsões importantes de rentabilidade que o mercado pode estar desprezando, como seguros, *investment banking*, *wealth management* e crédito.

Uma curiosidade, o Banco Itaú ex-XP (excluindo a participação atual em XP e o ganho de capital com aumento de participação já contratado em 2022) negocia a um valor em torno de R\$ 165 Bi. Há exatos 3 anos, o Banco Itaú comprou 49% do capital da XP, por R\$ 6 Bi (avaliando a empresa em R\$ 12 Bi). Há 3 anos, essa era uma aquisição pouco expressiva para o Banco, que apresentava um valor de mercado de cerca de R\$ 250 Bi à época. Em apenas 3 anos, a XP passou a ser avaliada pelo mercado a R\$ 140 Bi, cerca de 50x o lucro de 2021, ou o equivalente a 85% do atual valor do Banco Itaú ex-XP. Diversas opiniões/conclusões podem ser tiradas deste fato, mas ele, no mínimo, provoca uma reflexão sobre a atual precificação de mercado do disruptor versus o incumbente. Cabe lembrar que o Itaú vem apresentando um bom crescimento em duas das principais linhas de negócio da XP – *asset management* e mercado de capitais.

Shoppings: poucos setores foram tão impactados no curto prazo como shoppings. A exposição que tínhamos antes do início da crise a este setor não nos favoreceu neste momento. Dito isso, entendemos que os shoppings listados são ativos diferenciados, com boa gestão e um ótimo preço. Alguns ativos excepcionais estão sendo oferecidos bem abaixo do custo de reposição. Para se construir um shopping, gasta-se com a construção entre R\$ 9-14 mil/m² de área bruta locável (dependendo do projeto e materiais), mais o valor da compra do terreno (que pode ser significativo), e existe um enorme custo do tempo/maturação (que inclui o tempo do projeto, o tempo de comercialização/construção e os primeiros 3 ou 5 anos de operação quando se cobra menos do lojista até a operação maturar). Existe também o risco de um projeto não decolar por uma aceitação menor do que a esperada por parte do lojista ou do consumidor. Durante a crise, foi possível adquirirmos participação adicional em Aliansce a um custo inferior ao “tijolo” (abaixo de R\$ 9 mil/m²), e em brMalls próximo ao custo do “tijolo”. Lembrando que estamos falando de shoppings consolidados, rentáveis e plenamente ocupados por lojistas (>95% de ocupação). Certamente o mercado nos ofereceu (e ainda oferece) estes ativos a preços que nos parecem bem atrativos. Não subestimamos os desafios da crise do Covid e os desafios que o e-commerce traz para o futuro dos shoppings, mas entendemos que estamos comprando alguns dos melhores ativos de shoppings no país, geridos por pessoas capazes e honestas, e com ótimos descontos para seus valores intrínsecos.

No outro lado do espectro, estão os ativos que provocam a disrupção. São ativos que têm apresentado uma fantástica tendência de crescimento, mas que, tipicamente, não vem sendo acompanhada por uma rentabilidade

adequada. Métricas tradicionais de valor deixaram de fazer sentido para boa parte desses ativos, que muitas vezes não geram lucro ou geram lucros pouco representativos em relação aos seus valores de mercado.

Para lidar com o desafio de precificar o disruptor, novas métricas vêm sendo criadas para justificar uma precificação pouco justificável por números. Comparações entre o valor da empresa com o valor total de sua receita, ou com seu volume transacionado, número de clientes, ou ainda número de acessos ao site, vêm sendo cada vez mais utilizadas. Números não auditados como o CAC (Custo de Aquisição do Cliente) e LTV (*lifetime value*) vêm sendo utilizados com um grau de confiança impressionante pelos investidores. Já observamos por parte dos bancos de investimento a utilização de métricas inovadoras de precificação, como o valor da empresa em relação ao volume transacionado daqui a 5 anos! Inovações nessa linha devem se tornar cada vez mais frequentes.

Para o investidor, o desafio é relevante. Afinal, de um lado vemos empresas com forte geração de caixa, mas que podem ser desafiadas pelos novos entrantes, fazendo com que seu fluxo de caixa projetado seja bastante diferente do inicialmente previsto. Do outro lado, vemos os disruptores crescendo de forma vigorosa, gerando muito valor para os clientes finais de seus produtos, mas ao mesmo tempo apresentando lucros inexpressivos ou prejuízos ao longo do tempo.

Onde se proteger? Não por acaso, os *value investors* globais têm sofrido um longo e tenebroso inverno em termos de performance ao longo dos últimos 5 anos. Atualmente, o mercado vem premiando cada vez mais os disruptores, com os preços dos ativos em níveis impressionantes, em especial quando comparamos os preços com os lucros gerados, ou lucros prospectivos em 3 anos. Em alguns casos, o lucro se tornará minimamente representativo em relação ao valor de mercado somente após o ano de 2025.

Nos EUA, as discussões mais acaloradas estão centradas na indústria de automóveis, onde a Tesla atingiu uma capitalização de USD 390 Bi, com receitas projetadas de USD 41 Bi e um lucro projetado de USD 2,9 Bi para 2021. Como comparação, GM, Ford e Fiat, as disruptadas, apresentam uma capitalização de mercado combinada de cerca de USD 83 Bi, para uma receita combinada de USD 380 Bi para 2021 e um lucro projetado de USD 11,7 Bi. A Oceana não tem vantagem competitiva na avaliação de fabricantes globais de automóveis, e naturalmente não estamos argumentando que as montadoras tradicionais estejam baratas, ou que a Tesla seria um *short* claro. Estamos trazendo uma exemplificação sobre a dificuldade de se utilizar qualquer métrica tradicional para se justificar o valor atual de mercado da Tesla, que pode ser considerada um ícone do atual momento de mercado.

Muitas das dúvidas que temos hoje relacionadas aos *valuations* dos disruptores não estão ligadas à capacidade de crescimento dessas empresas, mas sim a uma dúvida se este crescimento será acompanhado por rentabilidade adequada.

Ao se pensar em disrupção tecnológica, acreditamos que o investidor deve ter em mente que o *profit pool* da indústria simplesmente diminui, pois o cliente é o grande beneficiado do processo. Boa parte do mercado enxerga a perda de valor do incumbente de forma clara e migra seus investimentos para o disruptor. Mas será ele o beneficiário da rentabilidade perdida pelo incumbente ou será o cliente final o beneficiado através de preços menores?

Hoje, claramente o mercado se questiona pouco sobre a capacidade de geração de lucros dos disruptores no futuro. Comumente ouvimos as frases: “o que importa é que o *top line* cresça bem nos próximos 2 anos”, ou “esse mercado não está ligando para lucro, então não sou eu que vou ligar”. Entendemos isso, mas também acreditamos que modismos passam e o valor de um ativo ao longo do tempo inevitavelmente converge para o somatório dos fluxos de caixa futuros. Claramente não é esta a realidade de mercado atual, mas pode vir a ser.

O exemplo de e-commerce no Brasil reflete bem essa tendência de mercado.

Com as pessoas “presas” em casa, naturalmente elas mudam seus hábitos: utilizam mais o celular, assistem a mais filmes no Netflix, pedem mais refeições no iFood, compram mais produtos on-line, e têm mais tempo disponível para realizarem *day trades* na bolsa de valores... que perigo!

Essa situação de contorno leva a uma mudança de patamar do e-commerce no mundo e, mais ainda, em mercados subpenetrados como o brasileiro. O crescimento, que já era elevado, atinge níveis antes inimagináveis. A penetração do e-commerce no Brasil, que era de 6% do varejo em 2019, atingiu 11% em junho, em meio a uma aceleração de vendas impressionante de praticamente todas as empresas relevantes do segmento. Mas se o crescimento é uma realidade, será que este segmento se tornará rentável ao longo do tempo? Quem será o vencedor no Brasil? B2W, Mercado Livre, Magazine Luiza, a antes adormecida Via Varejo ou a Amazon (que hoje ainda é um *player* tímido no mercado)?

Hoje os 3 maiores *players* de e-commerce no Brasil negociam a um valor de mercado combinado de R\$ 535 Bi, e apresentam um lucro projetado para 2021 de aproximadamente R\$ 0,6 Bi (nossas projeções já consideram a impressionante aceleração no período de pandemia). Isso se traduz em um valor de mercado sintético de 890x o lucro projetado em 2021. Sim, a rentabilidade deverá crescer no tempo, mas sem 1 ou 2 vencedores claros (como ocorre nos EUA e China), será que as margens se expandirão na magnitude que o mercado espera?

Bancos digitais chegaram para disruptar o business bancário tradicional, mas serão rentáveis no tempo? Quais serão os vencedores?

O investimento em disruptores, com uma rentabilidade futura questionável, é algo muito desafiador para a nossa estratégia de investimentos. Investir em uma geração de caixa altamente incerta não se encaixa na essência do que fazemos, e isso tem sido um desafio importante para a Oceana ao longo dos últimos anos.

Apesar das performances dos nossos fundos terem sido muito boas nos últimos anos, nosso sentimento é de estarmos remando contra a correnteza. Apesar disso, alguns fatores vêm contribuindo para nos auxiliar nesse momento mais desafiador: um time sólido com baixa rotatividade; a realização de um trabalho de campo diferenciado; uma filosofia de investimentos aprimorada ao longo de mais de uma década; um crescimento controlado do nosso volume sob gestão; uma base de investidores bem alinhados com o nosso modelo de gestão; dentre outros. São nossas ferramentas, ou nossa linha de defesa, que vêm nos protegendo nesse ambiente mais hostil à nossa estratégia. Mas o sentimento não deixa de ser o de estarmos remando contra a correnteza.

Ao longo da última década já houve outros momentos em que a nossa filosofia de investimentos pareceu de certa forma “ultrapassada”. Em diferentes momentos fomos desafiados por novas tendências, mas a disciplina de nos mantermos fiéis à nossa estratégia trouxe resultados positivos ao longo do tempo, e com o importante benefício de termos corrido baixo risco de perdas permanentes de capital. Esse benefício pode ser pouco tangível em horizontes curtos de tempo, mas acreditamos ser de extremo valor quando se pensa na geração de retornos compostos superiores em horizontes mais longos de tempo.