



**OCEANA**  
investimentos

Carta de Gestão 2º Semestre 2020

2020 foi um ano desafiador para a Oceana. A performance dos fundos no ano fechado não reflete adequadamente a dificuldade que o ambiente de investimentos ao longo do ano representou para a nossa filosofia de investimentos.

O fundo Oceana Long Biased apresentou rentabilidade de 2,3% no ano, versus uma valorização do Ibovespa de 2,9% e uma valorização do CDI de 2,8%. A apreciação dos mercados no mês de dezembro evitou que o fundo apresentasse seu primeiro ano negativo até hoje.

O fundo Oceana Valor FIA, após 11 anos consecutivos superando o índice Bovespa (uma mera coincidência de calendário, mesmo assim digna de nota), em 2020 apresentou sua primeira performance inferior ao índice. O fundo apresentou performance de 1,7% versus uma valorização do Ibovespa de 2,9%. Naturalmente, uma performance de 1,2% abaixo do índice não é relevante se comparada a um desempenho acumulado de 282% acima do índice, mas não deixa de indicar o nosso ano mais desafiador até hoje.

O fundo Oceana Selection FIA apresentou uma performance de -0,22% no ano. Também não foi motivo para comemorações.

No período, as principais contribuições positivas foram Vale, Natura, Localiza, Eletrobras, Gerdau e Yduqs. Algumas destas posições ofereceram interessantes pontos de compra em meio à volatilidade de preços com a crise do Covid. No ano, também tivemos importantes destaques negativos, valendo citar os shoppings de forma mais relevante, além de contribuições negativas menores de bancos e Petrobras.

Se, por um lado, os fundos ficaram abaixo de nossa rentabilidade média histórica, acreditamos que o fato mais importante é que nenhum dos fundos apresentou uma performance adversa em magnitude que viesse a prejudicar de forma significativa os retornos atingidos até hoje. Como sempre repetimos, para se obter retornos elevados no longo prazo, a preservação de capital em momentos desafiadores é fundamental.

Desde a criação da Oceana em 2008, em poucos momentos nossa filosofia de investimentos foi tão desafiada pelo mercado. Felizmente, encaramos este ambiente desafiador com um time bem estruturado e processos de gestão maduros. Essas foram as nossas linhas de defesa diante de um mercado incrivelmente hostil à nossa filosofia de investimentos.

Como adiantado em nossa carta do primeiro semestre de 2020, passamos o ano com o sentimento de remar contra a correnteza. Conseguimos gerar retornos em oportunidades específicas em função da competência de nossos analistas e de uma filosofia de investimentos que aproveita bem os momentos de volatilidade do mercado. No entanto, nos deparamos com um tsunami, com o mercado migrando de forma impressionante para ativos de crescimento e tecnologia, que chamaremos aqui de disruptores, e deixando de lado ativos menos charmosos ou aqueles prejudicados pelo Covid-19.

Nossa filosofia de investimentos é centrada no profundo conhecimento das companhias, e na tentativa de adquirir participações nessas companhias a preços atrativos quando o mercado oferece oportunidades.

O conceito de preço atrativo pode ser subjetivo e variar conforme o investidor. No caso da Oceana, identificamos o preço atrativo através do conceito de margem de segurança. Tentamos explorar o valor de cada ativo em diferentes cenários, em especial em cenários mais adversos para as companhias, e observamos o valor que esses ativos teriam nestes diferentes cenários, assim como a geração de caixa e a capacidade das empresas de honrarem suas dívidas.

Nosso objetivo é comprar ativos que apresentem um retorno adequado mesmo em cenários hostis. Com isso, a chance de perda permanente de capital é reduzida (apesar de nunca eliminada, como observamos no caso de shoppings este ano), e podemos nos beneficiar de retornos compostos elevados por muitos anos.

Nosso entendimento é que a melhor forma de multiplicar nosso dinheiro ao longo do tempo é seguir investindo em ativos que sobrevivam a tempestades e aproveitar momentos de aversão a risco dos mercados para

incrementar a posição nessas empresas que entendemos serem capazes de sobreviver às adversidades. Com isso em mente, discorreremos abaixo sobre a nossa dificuldade no atual momento de mercado.

Acreditamos que dominamos bem a arte de gerar retornos em ativos previsíveis e geradores de caixa. Por outro lado, temos muita dificuldade em adquirir as empresas disruptoras, de altíssimo crescimento e transformação – exatamente onde se enquadram os ativos de tecnologia. Esses ativos representam um grande desafio para nossa filosofia, uma vez que, por serem empresas pouco maduras, observamos uma variedade quase infinita de cenários possíveis. Muitas delas não gerarão caixa de maneira representativa pelos próximos 5 anos. Em termos da precificação atual, para algumas dessas empresas vemos um valor justo de menos de 20% do valor de mercado atual quando projetamos cenários menos construtivos. Quando projetamos cenários de stress, uma parcela relevante delas simplesmente não sobreviveria sem sucessivos aumentos de capital. Dessa forma, ativos de tecnologia, ativos de muito potencial de crescimento, ou empresas-projeto sempre foram um desafio para nós. Como aproveitar os momentos de stress de mercado para incrementar as posições se o próprio stress de mercado pode colocar em risco a sobrevivência da empresa?

Naturalmente, não é impossível ganhar dinheiro em empresas com essas características, mas inevitavelmente nos deparamos com o seguinte pensamento: entendemos que evoluímos muito na arte de multiplicar nosso dinheiro ao longo do tempo investindo em ativos com taxas de retorno atrativas e sem incorrer em riscos relevantes de perda de capital. Acreditamos que o retorno que geramos nos últimos 12 anos pode ser replicado e ampliado por ainda mais tempo se dermos os passos corretos como empresa. Será que devemos nos aventurar em nichos de mercado que não dominamos e arriscar destruir algo que consideramos extremamente valioso? Até hoje a resposta foi não.

Em anos como 2020, dada a forte performance dos ativos de tecnologia, é natural esse questionamento. Tentaremos aprofundar mais a reflexão sobre esse tema a seguir.

Nossa estratégia de investimentos sempre nos levou a dois principais segmentos de empresas:

1. ativos de valor (*deep value*): estilo difundido pelo famoso *value investor* Benjamin Graham. A ideia seria comprar as empresas por um preço inferior ao valor dos seus ativos líquidos (algo possível em um passado mais remoto), ou com um valor de mercado deprimido sob uma ótica simplista de valor. Tipicamente, em um mercado minimamente eficiente, existe um motivo para um ativo negociar a níveis de preço deprimidos, e o foco de nossa análise está em entender se os motivos para este preço baixo estão ligados a fatores estruturais ou conjunturais. Muitas oportunidades surgem quando observamos uma boa empresa sofrendo desafios que entendemos serem conjunturais. O risco aqui, naturalmente, é subestimar os desafios estruturais da empresa, considerando-os passageiros, e o investimento se provar uma armadilha (*value trap*).

2. ativos GARP (*growth at reasonable prices*): apesar de muitas vezes os investidores não classificarem este segmento como pertencente ao *value investing* clássico, nosso entendimento é que se enquadra de forma semelhante. É um segmento onde os múltiplos preço/lucro de curto prazo não são necessariamente baixos, mas são razoáveis se considerado o crescimento potencial de lucro das companhias. O desafio aqui é ter segurança na concretização do crescimento e no lucro futuro projetado. Uma inversão de tendência pode ocasionar prejuízos, mas, se corretamente identificado o crescimento do lucro futuro, o investimento que parece ser caro hoje sob uma ótica simplista pode se provar barato se considerado o lucro 3 anos à frente.

Por uma série de motivos, dentre eles uma taxa de juros global muito baixa, uma situação de contorno especialmente favorável aos ativos de tecnologia, e o ingresso de pessoas físicas na bolsa, o mercado passou a premiar o crescimento de forma muito diferente do que observamos nos últimos 20 anos. Internamente brincamos que o mercado passou a perseguir uma nova classe de ativos, que chamamos de GAUP (*growth at unreasonable prices*).

Ao longo de 2020, observamos teses pouco charmosas permanecerem desvalorizadas e teses de crescimento e tecnologia se valorizando continuamente. Este foi um fenômeno global. Nos EUA, observamos o Russel 1000 Growth com performance de 38,5% no ano, ao passo que o Russel 1000 Value apresentou performance de 2,8%. O índice Nasdaq apresentou apreciação de 44,9%, ao passo que o Dow Jones apresentou apreciação de 9,7%. No Brasil, em função do efeito da escassez de ativos de tecnologia, assim como maior aceleração da penetração das empresas digitais (dada a menor base), os ativos de crescimento se apreciaram de maneira ainda mais acentuada.

Entendemos que parte da performance dos ativos disruptivos é racional. Diante das restrições impostas pelo Covid 19, o mundo se tornou mais digital, favorecendo ativos de tecnologia ou mais adaptados ao mundo digital. O evento Covid possibilitou importante geração de valor por parte destas empresas.

No entanto, este argumento é válido apenas até um determinado nível de preço dos ativos, dado que existe um limite teórico do quanto os ativos disruptivos deveriam se valorizar. Reforçamos aqui a expressão “limite teórico”. Afinal, o mercado financeiro é criativo e vem inovando para justificar níveis de preço cada vez mais elevados para essas empresas.

Talvez a métrica mais utilizada por *value investors* ao redor do globo seja a métrica de valor de mercado da empresa dividido pelo lucro anual projetado, ou o fluxo de caixa recorrente anual projetado. Esta é uma estimativa simplista do quanto a empresa gera de resultado por ano versus quanto se está pagando pelo ativo.

Naturalmente, esta é uma métrica falha para a avaliação de negócios de alto crescimento, em especial no setor de tecnologia. Para se adaptar, o mercado passou a avaliar essa classe usando múltiplos de valor da firma versus a receita da empresa. O conceito por trás disso é que a rentabilidade de hoje não é relevante, pois este é um ativo de alto crescimento e com benefícios de escala expressivos, e que, portanto, se tornará rentável em um futuro indeterminado.

O risco dessa análise é que a receita pode ou não estar sendo gerada de forma sustentável. Existem negócios em que a baixa rentabilidade é função de falta de escala ou da realização de investimentos para crescimento com o objetivo de se criar um ecossistema de consumidores. Nesses casos, a baixa rentabilidade é justificada, dado que existem claros benefícios a médio prazo. Por outro lado, existem negócios em que a baixa rentabilidade ocorre como função do negócio ser estruturalmente competitivo e de baixa barreira de entrada. Aqui, vender sem lucro ou com prejuízo maximiza a receita, mas não necessariamente traz benefícios futuros. Na nossa opinião, alguns subsegmentos do *ecommerce* se enquadram nesta última categoria.

Recentemente, após uma nova onda de valorização, o valor da firma dividido pela receita se tornou insuficiente para justificar o preço desta classe de ativos. Vimos então o mercado migrando para métricas de valor da firma dividido pelo GMV e TPV (valor total de mercadorias vendidas no *marketplace* e valor total de pagamentos processados, respectivamente). Pouco tempo depois, após mais uma alta de preços, o mercado migrou para estas mesmas métricas observando esses números não no presente, mas projetados anos à frente.

Já no final de 2020, essas métricas também se provaram incapazes de justificar a precificação de diversos desses ativos. O mercado então passou a mirar de forma mais ampla no TAM (*Total Addressable Market*). Ou seja, agora pouco importa se a empresa é muito pequena e se mesmo após crescer consideravelmente ainda terá uma receita irrisória em 3 ou 5 anos, desde que o TAM e o potencial de *market share* da companhia neste mercado em 10 anos sejam enormes. Poucas vezes observamos tantas empresas repetirem em seus *conference calls* o tamanho de mercados potenciais em que poderiam entrar. TAM virou a mais nova febre dos *conference calls* de empresas. O TAM é uma análise comumente feita por fundos de venture capital, que investem em *start ups* em estágio inicial de vida, e em níveis de preço significativamente menores que os que estamos observando em algumas *start ups* na bolsa.

Como um renomado *value investor* e *short seller*, Jim Chanos, recentemente colocou, se você criar um negócio oferecendo 10 dólares para cada pessoa que lhe trouxer uma nota de 5 dólares, o seu TAM será infinito, seu crescimento de receita será exponencial, mas seu prejuízo será certo. Em um mundo onde pouco se observa o resultado das empresas, vemos diversas destas companhias sendo avaliadas por um montante obscuro de dinheiro. É claro que existe a possibilidade de se extrair valor dos clientes dessas empresas no longo prazo, assim como a utilização destes clientes em outros negócios lucrativos no futuro, mas é incrível o número de negócios bilionários onde o crescimento se dá pelo oferecimento de dinheiro grátis (direta ou indiretamente).

Nossa maior dúvida na precificação de ativos de alto crescimento/tecnologia tipicamente não reside no crescimento de receita em si, mas se esse crescimento trará rentabilidade no longo prazo. Para diversos dos ativos disruptores, vemos o mercado com projeções de aumento de rentabilidade e lucro no médio prazo que aparentam ser completamente irrealistas.

Muitos agentes de mercado observam o disruptor como um ativo de crescimento exponencial. Concordamos em boa parte com as teses de crescimento, mas seriam estes ativos rentáveis no médio/longo prazo? A resposta supostamente deveria depender da posição competitiva projetada para cada empresa. Seria este o *player* dominante de mercado no longo prazo, com poder de monetizar seus clientes (algo observado nas *big techs* nos EUA, como Amazon, Google, Facebook)? Ou seria este apenas mais um *player* em um mercado altamente competitivo? Em mercados altamente competitivos, entendemos que o aumento de rentabilidade no longo prazo é, no mínimo, questionável. Temos dificuldade de concordar com a tese da grande maioria dos investidores que projeta margens de *ecommerce* no Brasil similares à rentabilidade projetada da Amazon nos EUA, por serem países com dinâmicas competitivas completamente diferentes. Também temos dificuldade em enxergar o aumento de rentabilidade das *fintechs* ao longo do tempo. Se a premissa de redução de rentabilidade do sistema financeiro é um consenso (ao qual aderimos), será que as *fintechs* conseguirão gerar alta rentabilidade no longo prazo? Será que quando atingirem a escala teórica para isso, este mercado não será ainda mais competitivo, e consequentemente contará com um *profit pool* menor?

Poucas vezes discordamos tanto do consenso de mercado. Naturalmente, testamos e re-testamos nossas premissas e estudamos o aumento de rentabilidade de diferentes segmentos fora do Brasil (sempre uma boa bola de cristal), mas a conclusão não se altera.

O foco do mercado hoje é simplesmente diferente do nosso. É um mercado focado em crescimento de receita, enquanto a Oceana segue focada na geração de caixa futura, ou ao menos em empresas onde enxergamos uma alta probabilidade de isso ocorrer. Tem sido uma jornada difícil.

O foco do mercado em premiar o crescimento vem produzindo um efeito secundário importante: o aumento do número de companhias que vêm realizando movimentos sequenciais de M&As. Múltiplas aquisições em um curto espaço de tempo deixaram de ser questionadas pelo mercado, cada vez mais focado no incremento da receita que ocorre a cada nova aquisição.

Assistimos a essa tendência com espanto. Contas simplificadas têm sido suficientes para oferecer conforto aos mais diversos investidores. Há tempos não se mencionam as inúmeras contingências ao se adquirir empresas menores e tipicamente adeptas de práticas mais informais.

Em um mercado que privilegia o crescimento, e foca suas atenções na receita, GMV, TPV ou TAM, cria-se um ambiente fértil para a realização de manobras contábeis, que muitas vezes são facilitadas por aquisições que confundem os números consolidados. Aproveitando-se de um mercado que não se atenta mais a números como a geração de caixa e contingências, faz todo o sentido (do ponto de vista da empresa) direcionar a atenção dos investidores a powerpoints com as potencialidades do negócio (TAM), números não auditados de clientes e custo de aquisição destes clientes (CAC).

A longa história de M&As ao redor do mundo não é favorável a empresas que efetuam aquisições em série. Ficamos impressionados com o otimismo do mercado em relação a geração de valor em movimentos competitivos de M&A quando, historicamente, os vendedores dos ativos e os bancos de investimentos são os grandes vencedores em movimentos competitivos desse tipo. Não é incomum observarmos uma forte disputa por um ativo, com 3 ou 4 competidores na briga, e no dia seguinte ao fechamento da compra o mercado avaliar este ativo em 2x a 3x o valor pago pelo comprador. Teriam sido excessivamente conservadores os competidores que decidiram não oferecer preços maiores, ou será que o mercado está exageradamente otimista? Em um mercado que privilegia o crescimento, não é de se espantar a forte apreciação dos ativos que efetuam aquisições em série.

A dinâmica de mercado com foco extremo no crescimento tem sido nosso maior desafio. Nossa percepção em relação ao mercado nunca esteve tão diferente do que aparenta ser o consenso.

### E onde observamos oportunidades hoje?

Tipicamente, em empresas com bom suporte de valor, sem alavancagem excessiva, e sem um temático forte. Ou seja, naquelas empresas mais monótonas, que atualmente o mercado definitivamente não quer. Discorreremos sobre algumas delas a seguir.

#### BR Distribuidora

Ativo líder no setor de distribuição de combustíveis, que vem apresentando sensível melhora de resultados após a privatização da companhia em 2019. A empresa está bem pouco alavancada e tem uma quantidade relevante de ativos monetizáveis e não percebidos pelo mercado. Acreditamos que as oportunidades de geração de valor podem vir tanto de uma melhor alocação de capital quanto de ganhos de eficiência. Essa geração de valor deve se tornar mais evidente sob a gestão do novo CEO que tem um excelente histórico de execução tanto na antiga CPFL Energia quanto na Eletrobrás.

Mesmo operando sub-alavancada e sem a venda de ativos *non core*, observamos a empresa negociando a um P/E 2022 próximo a 12x. Esse número pode ser consideravelmente menor (9-10x) se o *management* seguir o caminho correto de monetização de ativos *non core* e ajustar a alavancagem da companhia no médio prazo para um patamar próximo a dos seus concorrentes.

#### Equatorial

Uma das empresas mais bem geridas no setor de distribuição e transmissão de energia elétrica no Brasil. Somos acionistas há mais de 10 anos e entusiastas em relação à capacidade que a empresa tem de alocar bem seu capital. A companhia gerou muito valor ao longo deste período através de diversas aquisições de distribuidoras mal geridas e da aquisição de vários projetos num único leilão de transmissão em 2016, quando a competição pelos projetos não estava tão aquecida.

Recentemente, a Equatorial não teve êxito nas disputas competitivas por ativos de transmissão e saneamento, e com isso o mercado passou a acreditar menos na tese de crescimento da empresa. No entanto, historicamente a empresa tem sido capaz de evitar disputas competitivas e capturar oportunidades com precisão cirúrgica quando elas aparecem.

O último ciclo de crescimento da Equatorial está em fase final de maturação, o que deve se refletir em um elevado crescimento de resultados e forte geração de caixa. Temos observado sucessivos aumentos de estimativas de lucro

se traduzirem em múltiplos mais baixos, de forma que a empresa está negociando no seu menor múltiplo P/E dos últimos 5 anos.

Entendemos que a Equatorial é uma empresa *premium* que oferece um bom retorno ao acionista, e com o potencial de gerar valor com aquisições rentáveis ao longo do tempo.

## Carrefour

Carrefour, além de ser a líder do setor de alimentos no Brasil, é uma empresa que consideramos bem gerida, resiliente, com baixa alavancagem financeira, bom retorno sobre o capital, e que, a despeito de estar vivendo seu melhor momento de desempenho operacional, está negociando no menor patamar de múltiplo P/E desde a sua listagem no início de 2018. O *hidden value* no banco de terrenos próprios (que consideramos estratégico apesar de prejudicar o ROE), e na sua instituição financeira (Banco Carrefour), também não deve ser desprezado.

Enxergamos 3 fatores que podem estar impactando o preço atual da ação: 1) preocupações com uma ressaca pós-Covid no setor, 2) temática negativa de ESG em função da fatalidade ocorrida ano passado, e 3) um mercado bastante temático e focado em crescimento, sobre o qual já discorreremos na carta.

Sobre o item 1, acreditamos que as premissas embutidas no consenso de mercado já consideram uma ressaca bastante severa e que a dinâmica recente tem sido de surpresa positiva nas estimativas. Na nossa visão, a pandemia trouxe mudanças permanentes no hábito do consumidor: as pessoas investiram mais em seus lares, passaram a socializar mais dentro de casa e implementaram um modelo total ou parcial de *home office*. A pandemia também fez os consumidores irem menos vezes ao supermercado, no entanto fazendo compras maiores, o que favoreceu particularmente o hipermercado dado seu modelo "*one-stop-shop*".

Um outro ponto bastante relevante foi que o auxílio emergencial do governo permitiu que consumidores que compravam por dia, por restrições financeiras, migrassem para compras mensais. Trabalhadores informais consumiam majoritariamente nos supermercados de sua região, e conforme obtiveram o auxílio, passaram a poder fazer a compra do mês, com melhor planejamento e em especial migrando para o atacarejo. Como resultado da economia obtida no atacarejo, acreditamos que parte relevante destes consumidores devem permanecer neste canal. Também, em 2021, teremos o efeito positivo da volta dos transformadores e público PJ (como restaurantes de bairro, escolas, creches, igrejas, etc.), compensando parte da ressaca esperada.

Nesse sentido, a estratégia comercial do Carrefour – com um modelo bastante fortalecido no atacarejo (líder de mercado) e hipermercados bem posicionados – parece ter se beneficiado de forma estrutural dessa pandemia.

Ainda assim, notamos que mesmo em um cenário bastante conservador com uma ressaca severa no segundo semestre, estaríamos enxergando o ativo negociando próximo de 15x PE21, o seu *low* histórico desde o IPO. Esse patamar é parecido com o consenso atual do Bloomberg, talvez porque alguns modelos financeiros de analistas *sell sides* estão desatualizados (por exemplo, estimativas atualizadas pela última vez no 1T20), e a empresa surpreendeu o mercado positivamente nos últimos trimestres.

Lamentamos bastante a fatalidade ocorrida na loja do Carrefour de Porto Alegre. Apesar da gravidade do evento, acreditamos que existe uma boa chance de o impacto sobre as vendas não ser recorrente, e ser mais restrito às vendas de não alimentos do hipermercado e do e-commerce. Esse impacto deve ser mais sentido no resultado do quarto trimestre, uma vez que o evento trágico ocorreu às vésperas da *Black Friday*. Sobre a reação da empresa ao episódio, vemos com bons olhos a criação do comitê para tratar questões de inclusão, não só na companhia, mas também em toda a cadeia de valor em que a empresa está inserida. O comitê é formado por membros com *backgrounds* distintos, sendo todos expoentes em suas áreas de atuação, e já apresentou propostas interessantes.

O impacto efetivo de tais propostas e o desdobramento delas na imagem da marca Carrefour é algo que ainda estamos para conhecer, mas acreditamos que a empresa está em um caminho promissor nesse sentido.

## Shoppings

O setor de shoppings foi frontalmente atingido pela crise do Covid. Com o distanciamento social e os shoppings fechados, o mercado puniu severamente o setor com forte queda do preço das ações dos ativos listados. É possível que parte desta perda seja permanente, dado que de fato houve destruição de parte do valor que víamos anteriormente. No entanto, entendemos que os novos patamares de preços das ações oferecem um suporte importante de valor para ativos do setor.

Atualmente, temos investimentos no setor principalmente em Aliansce e BR Malls, ativos que negociam próximo do seu custo de reposição de construção (custo do tijolo), sem contabilizar o valor de seus terrenos, sua localização e os benefícios que os ativos maduros do setor naturalmente têm.

Acreditamos que o mercado subestima o repasse da inflação acumulada nos últimos 2 anos nos contratos dos lojistas. Nosso entendimento é que o real repasse no preço de aluguel a ser verificado em 2021 será superior às estimativas do mercado. Conversas com diversas pequenas cadeias de varejo reforçam a nossa visão.

Também temos a percepção que o mercado ainda não enxerga algumas potencialidades em alguns ativos listados. No caso de Aliansce, o valor do banco de terrenos parece estar sendo subestimado quando comparado aos valores atribuídos aos bancos de terrenos das incorporadoras listadas. Nos casos de Br Malls e Multiplan, os seus *stakes* na Delivery Center (*start up* focada em *delivery* e integração de varejistas com *marketplaces*) podem vir a ser fonte de apreciação importante, em especial em um mercado que parece pagar caro por empresas *tech*.

## Vale

Estímulos econômicos como forma de combater a crise do COVID-19 foram frequentes ao longo de 2020. No caso da China, tais estímulos foram, em sua maioria, concentrados em investimentos em infraestrutura e construção civil, o que levou a demanda por aço – e consequentemente por minério de ferro – a níveis recordes. A produção de aço bruto chinesa atingiu o seu nível mais alto já registrado, fechando o ano acima de 1 bilhão de toneladas. Aliado a isso, a oferta de minério de ferro se manteve limitada durante boa parte do ano, em parte devido a fatores climáticos desfavoráveis no Brasil e na Austrália, e em parte devido a restrições de produção da própria Vale.

A conjunção desses fatores elevou os preços da commodity para U\$170/t, o maior patamar desde 2011, aumentando de forma explosiva a perspectiva de geração de caixa de curto prazo da Vale. Mesmo sob uma premissa de queda agressiva do preço de minério ao longo dos próximos três anos, ainda esperamos que a empresa tenha uma forte geração de caixa, o que oferece uma importante proteção ao investimento em Vale.

Entendemos que o maior risco do investimento é a possibilidade de uma forte desaceleração da demanda de aço chinesa, causada por um possível arrefecimento do mercado imobiliário. Os indícios de uma bolha imobiliária na China não são poucos e a atenção sobre os indicadores relevantes é constante, como por exemplo a metragem anual de novos lançamentos, que parece insustentável (especialmente quando levamos em conta os níveis de 2020), e a constante elevação dos preços dos imóveis residenciais.

Mesmo com esse cenário em mente, ainda enxergamos a assimetria do investimento em Vale como favorável quando consideramos a perspectiva de forte geração de caixa (que provavelmente será convertida em dividendos elevados), bem como a possibilidade de um re-rating para níveis mais próximos de suas concorrentes australianas, que negociam a múltiplos EV/EBITDA de 40% a 70% maiores.



Além destes, é válido destacar as posições em **Localiza**, **Natura** e **Cesp**.

Contamos hoje com um portfólio não tão charmoso, não-temático, e definitivamente diferente do que a maior parte das pessoas busca neste momento - talvez por isso com preços das ações deprimidos. No entanto, temos confiança de que estes investimentos trarão bons retornos compostos ao longo do tempo, com baixo risco de perda permanente de capital.

Mais uma, vez agradecemos aos nossos investidores pela longa parceria e confiança depositada na Oceana.