



OCEANA
investimentos
Carta de Gestão 2021

“The financial markets offer many temptations to vulnerable investors. It is easy to do the wrong thing, to speculate rather than invest. Emotion lies dangerously close to the surface for most investors and can be particularly intense when market prices move dramatically in either direction. It is crucial that investors understand the difference between speculating and investing and learn to take advantage of the opportunities presented by Mr. Market.”

“All an investor can do is follow a consistently disciplined and rigorous approach; over time the returns will come.”

Margin of Safety: Risk-Averse Value Investing Strategies for the Thoughtful Investor – Seth A. Klarman

A Oceana completou 13 anos de existência em meio a um período de grande volatilidade, e achamos importante reforçar os nossos valores e a nossa filosofia de investimentos.

Acreditamos que tudo o que fazemos na Oceana deve fazer sentido hoje e também em 10 anos. Isso vale para as estratégias de investimentos que oferecemos, tamanho dos produtos, para a forma como avaliamos e conseguimos reter nossos talentos e, não menos importante, para a forma como nos relacionamos com nossos investidores. Afinal, não estamos aqui pela corrida do maior retorno irreplicável dos próximos 12 meses, e sim para gerir o nosso patrimônio com segurança pelas próximas décadas como fizemos na última. Essa é a proposta que apresentamos para os nossos clientes.

Nossa filosofia de investimentos é baseada no profundo conhecimento das companhias, e na tentativa de adquirir participações nessas companhias a preços atrativos quando o mercado oferece oportunidades. Entendemos que a melhor forma de multiplicar nosso dinheiro ao longo do tempo é investir em empresas com fundamentos sólidos, vantagens competitivas duradouras, gestão qualificada e honesta, e que negociem a preços atrativos.

Na última carta de gestão, mencionamos a nossa dificuldade ao longo de 2020 em compreender a precificação dos ativos da velha economia quando comparados aos preços dos ativos da nova economia no mercado acionário brasileiro. Métricas tradicionais de valor deixaram de fazer sentido para boa parte desses ativos que, muitas vezes, não geravam lucro ou sequer apresentavam perspectivas de gerarem lucro no futuro. Por outro lado, víamos o mercado fugir de ativos da velha economia, avaliando empresas mais tradicionais como investimentos fadados ao fracasso, apesar da robusta geração de caixa e suporte quantitativo de valor em diferentes cenários.

Interessante notar que esta distorção de preços existia também quando comparávamos as companhias brasileiras a empresas similares em outros países. De certa forma, a migração dos investidores para ativos de tecnologia se deu de forma mais pronunciada no Brasil do que no resto do mundo, criando uma clara dicotomia: víamos ativos brasileiros da velha economia negociarem com descontos substanciais em relação a ativos similares nos Estados Unidos ou Europa, e ativos brasileiros da nova economia negociando com prêmios significativos em relação a ativos similares nos mercados desenvolvidos.

Essa foi uma dinâmica de difícil interpretação. Talvez a explicação estivesse na escassez de ativos de tecnologia no Brasil; talvez estivesse no fato de que muitos novos gestores surgiram, e que apresentavam, como tipicamente acontece, um elevado apetite a risco (inversamente proporcional ao número de crises vivenciadas). Outra hipótese é que, por conta de uma exorbitante captação de novos recursos que alguns desses novos gestores tiveram, sem qualquer pausa para acomodação, uma compra contínua quase passiva destes mesmos ativos tenha ocorrido. Não sabemos ao certo o motivo. Mas, ao longo de 2020, realmente tivemos muita dificuldade em compreender os preços de diversos ativos.

Ao longo de 2021, observamos alguma correção dos exageros observados em 2020. Aqui também é difícil apontar o catalisador desta reversão. Talvez a deterioração do ambiente macro, talvez resgates na indústria de fundos, talvez a menor permissibilidade por parte do mercado quanto a sequenciais resultados negativos das empresas de tecnologia. O fato é que, como diria Warren Buffett: *“Only when the tide goes out do you discover who's been*

swimming naked". Vale apontar que essa correção nos permitiu sair de uma exposição mínima a ativos da nova economia para uma posição não mais desprezível nestes ativos.

Nosso conservadorismo, de certa forma, nos protegeu de perdas desproporcionais no ano de 2021, mas não impediu que o nosso fundo de retorno absoluto, Oceana Long Biased, apresentasse o seu 1º ano negativo, fechando o ano com resultado de -4,8%. Isso é digno de nota, pois o fundo possui mais de uma década de história, tendo apresentado resultado positivo em todos os anos anteriores.

Entendemos que um resultado de -4,8% no ano, comparado a queda de -11,9% do Ibovespa, não pode ser considerado um fracasso completo, mas a realidade é que o fundo historicamente se apreciou mesmo nos anos de forte queda do Ibovespa, o que fez uma enorme diferença para nossos retornos compostos no tempo. Essa dinâmica pode ser observada na tabela abaixo:

Ano	Fundo	Ibovespa
2011	+3,5%	-18,1%
2013	+11,1%	-15,5%
2014	+3,0%	-2,9%
2015	+3,9%	-13,3%
2021	-4,8%	-11,9%

Sim, foi o nosso primeiro ano de performance negativa (em nossa já não tão curta história), e por isso começaremos o comentário do portfólio falando de nossa principal perda no ano: Natura.

Natura

Nossa principal perda no ano foi a posição em Natura que, mesmo tendo sido uma posição de tamanho mediano, representou uma perda 2,5x maior que nossa 2ª maior contribuição negativa.

O resultado do 3º trimestre veio abaixo das nossas expectativas, que já eram negativas dada a nossa leitura de campo, porém não antevimos a intensidade de alguns pontos que decepcionaram no resultado.

O resultado desapontou o mercado em 3 frentes: (I) deterioração de tendência no 3T21 no Brasil da marca Natura, com crescimento de receita de 9% vs. 3T19, comparado a 20% no 1S21, atribuída a um ambiente macro mais desafiador; (II) uma ruptura pontual na implementação de um novo modelo comercial na Avon no Brasil que trouxe uma queda na base de consultoras acima do previsto (parcialmente já endereçado pela companhia); e (III) uma rentabilidade mais pressionada tanto como resultado de uma menor alavancagem operacional, quanto de pressões conjunturais de custo na cadeia produtiva (empresa estima 5pp de impacto na margem EBITDA do 3T21). Parte desses fatores eram esperados, mas algumas tendências se mostraram piores e merecem um monitoramento contínuo.

O ponto de maior preocupação foi a persistência dos desafios exógenos e conjunturais que podem vir a postergar o *turnaround* da Avon, assim como adicionar obstáculos para a marca Natura no Brasil, que até então estava com uma boa performance. Esses desafios podem se materializar em algumas frentes, em especial: nos custos na cadeia produtiva, impactando a rentabilidade das operações e exigindo repasses de preço; ou na demanda impactada no Brasil pela redução da renda disponível devido ao cenário de inflação, juros, desemprego, e aumento do endividamento das famílias. Algum efeito da deterioração do cenário macro já pôde ser sentido no 3º trimestre no segmento de perfumaria da Natura Brasil, que representa cerca de 40% da sua receita, e que havia sido beneficiada em 2020 com o auxílio emergencial.

Este curto prazo mais desafiador torna o investimento um pouco mais complexo. Se por um lado reconhecemos os desafios de curto prazo da companhia e ausência de catalisadores óbvios, por outro lado vemos um ativo subavaliado pelo mercado e com um histórico de entrega operacional positiva nos últimos anos.

O valor intrínseco da Natura se torna mais evidente ao analisarmos o valor de cada marca individualmente e a soma das partes de NTCO para seus 4 grandes blocos (LatAm, Aesop, Body Shop e Avon Internacional). À medida que Natura se torna um ativo mais complexo, torna-se mais importante exercitar o valor de cada divisão dentro deste conglomerado de *beauty*. Isso facilita tangibilizar o valor da companhia como um todo.

Um exemplo do *hidden value* dentro da Natura está na divisão Aesop, que é a *luxury brand* da Natura, focada em *skin care* em mercados desenvolvidos. Fazendo uma conta simplista para contextualizar o valor intrínseco do negócio atual, apenas para a Aesop – uma operação com crescimento estimado de receita e EBITDA em dólar acima de 20% nos próximos 3 anos – se aplicarmos o múltiplo atual de ~25x EV/EBITDA 2023 de Estee Lauder e L'Oréal (empresas mais maduras, com consenso de crescimento médio de EBITDA estimado em ~11% nos próximos 3 anos) sobre nosso EBITDA conservador para 2023, chegamos a um valor de pelo menos R\$ 18bi para essa operação (versus um EV total de R\$ 40bi para a Natura consolidada). É como se as operações remanescentes (LatAm, Body Shop e Avon Internacional) negociassem a cerca de 6x PE24 em nossas estimativas. Isso, naturalmente, chama nossa atenção, em especial tendo em mente que dentro desse bolo há um outro negócio de alto retorno que é a divisão LatAm ex-Brasil, com crescimentos consistentes há anos e bastante espaço para ganhos de *market share*.

Em suma, a soma do valor dos ativos do grupo nos traz conforto para carregar o investimento, mesmo cientes do desafio de curto prazo e ausência de catalisadores neste investimento.

- - - - -

Em 2021 observamos evoluções importantes em diversos ativos de nosso portfólio. Alguns destes são dignos de nota:

Localiza

Em dezembro de 2021 foi aprovada pelo CADE a fusão da Unidas com a Localiza, transação que havia sido anunciada em setembro de 2020. A nova empresa, já considerando os remédios desenhados pelo CADE, nasce com aproximadamente 400 mil carros, ampliando o *gap* de escala para seus principais concorrentes e se tornando 2,5x maior que a Movida, segunda maior locadora brasileira.

Com a fusão, acreditamos que a Localiza está em posição amplamente privilegiada para enfrentar um cenário adverso para a economia e para o setor de aluguel de veículos. O ambiente de alta de juros combinado ao aumento de preço dos veículos novos traz o desafio de repasse de preços ao mesmo tempo em que se enfrenta um ambiente macroeconômico desfavorável. A Localiza é, por larga margem, a empresa mais preparada do setor para enfrentar esse cenário, dada a combinação de maior escala, menor alavancagem, melhor e mais longo histórico de execução e os ganhos de sinergia após a transação com a Unidas.

Vemos a empresa resultante da fusão negociando a 17x lucro 2022, isso sem considerar nenhum benefício de sinergias, que poderá ser relevante ao longo dos próximos anos. São diversas as frentes de ganhos potenciais: (I) G&A; (II) escala na compra/venda de carros; (III) escala na manutenção de veículos; e (IV) escala no investimento em tecnologia (a experiência de aluguel nos próximos 10 anos será bastante diferente da experiência na última década, em especial no que tange a tecnologia). Acreditamos que parte dos ganhos serão revertidos em um menor preço para o consumidor, o que resultará possivelmente em maior ganho de *market share* e crescimento.

Entendemos que a empresa resultante da fusão será ainda mais forte e com perspectivas bastante promissoras.

Itaú

Em 2021, o Banco Itaú concluiu o *spin off* da posição adquirida na XP. Esta participação foi adquirida por R\$ 6bi (50% do capital), à época equivalendo à um valor da XP de R\$ 12bi. Hoje a XP vale em mercado aproximadamente R\$ 90bi. Foi um belo negócio para os acionistas do banco. Após o *spin off* da XP, tornou-se mais simples para o mercado fazer a avaliação do banco, que hoje se encontra em níveis próximos a 7x lucro.

O ano de 2020 foi desafiador para os bancos em função das incertezas relativas aos impactos da pandemia, levando-os a adotar uma postura muito conservadora em relação ao provisionamento para perdas. Ao longo de 2021, com a retomada econômica, vimos uma aceleração expressiva do crédito, enquanto os bancos ainda mantiveram níveis de provisionamento elevados. Enxergamos o Itaú negociando a 7x lucro e 1,3x patrimonial, níveis muito próximos à crise de 2015-16, o que incorpora um razoável pessimismo com o desempenho futuro do banco. Para 2022, esperamos um crescimento de carteira positivo, enquanto a inadimplência deve aumentar, porém mantendo níveis próximos aos do pré-COVID.

O mercado parece precificar no Itaú uma queda relevante da rentabilidade por conta do acirramento da competição e perda de *market share* para os novos entrantes, o que foi evidenciado pelo recente IPO do Nubank, cujo valor de mercado na época chegou a superar o do Itaú, negociando a 22x receita. Alguns segmentos de varejo nos preocupam quanto ao impacto da entrada de novos *players*, porém achamos que a disrupção tende a ser gradual, principalmente em linhas relacionadas ao crédito. A perda que a Stone incorreu recentemente ao entrar de forma mais abrupta no crédito neste ano evidencia a dificuldade das *fintechs* de se tornarem *players* relevantes nesta linha de negócio tão importante para a rentabilidade de um banco. Neste contexto, vemos o Itaú como um ativo de alta qualidade e bem-posicionado para enfrentar a competição.

No começo de 2021, Milton Maluhy assumiu a presidência do banco e desde então acelerou o processo de transformação digital, além de implementar uma estrutura menos hierarquizada e mais voltada para entregas rápidas e com foco no cliente. O banco está migrando 50% de todos os seus sistemas para nuvem até o fim de 2022, e os resultados dessa migração já são evidentes, com o lançamento do iti, banco digital com cerca de 15mm de clientes ao fim de 2021, do íon, uma plataforma aberta de investimentos, e do iupp, o *marketplace* do banco. Além disso, houve uma reestruturação importante da área de cartões, fazendo com que o banco mais do que duplicasse a emissão de novos cartões em 1 ano, ao mesmo tempo que elevou de forma significativa o NPS.

Malls

No final de 2021, detínhamos 4,5% do capital da brMalls, que é nossa principal posição no setor. O racional foi apresentado em nossa última carta de gestão: (I) vemos o ativo negociando abaixo do custo de reposição atual, custo esse que subiu de maneira relevante nos últimos 12 meses, dado que o INCC foi de 14%; e (II) o ativo também negocia abaixo dos níveis de preços que observamos em transações privadas. Nos últimos 24 meses, a média de *cap rate* transacionada para a indústria de *malls* foi de cerca de 8,5%, enquanto brMalls negociava ao final de 2021 a um *cap rate* próximo de 11,5%.

Ao final de dezembro, foi anunciado que Aliansce está estudando uma proposta para fusão entre Aliansce e brMalls, possivelmente criando a maior empresa de shoppings no Brasil por larga margem. A *NewCo* teria 58 ativos enquanto a 2ª colocada, a Multiplan, tem 20 ativos. Sem entrarmos na questão dos termos de uma negociação complexa como essa, nosso entendimento é que os ganhos de escala/sinergia podem ser relevantes. As frentes de ganhos são diversas, valendo destacar:

1. Diluição de G&A;
2. Maior poder de barganha frente aos lojistas, possibilitando ganhos de aluguel;
3. Ganhos de escala na contratação de fornecedores, diluindo os custos condominiais;

4. Maior capacidade/escala para investir em tecnologia, oferecendo soluções *omnichannel* para os lojistas de maneira mais ágil que os concorrentes;
5. Maior escala do business de mídia, tornando o produto mais vendável para anunciantes;
6. Maior liquidez nas ações listadas;
7. A capacidade de atrair talentos.

Como muitos colocam, a brMalls é a última noiva do setor. Não sabemos ainda com quem, quando e em que condições, mas estruturalmente a Oceana vê com bons olhos que a noiva se case.

Utilities – Transações no segmento de energia renovável

Observamos recentemente uma concentração de M&A's em ativos de energia renovável. A Omega geração se fundiu com a Omega desenvolvimento, o controlador da CESP anunciou a intenção em fundir seus ativos renováveis com a empresa listada, a Equatorial comprou a Echoenergia após um disputado processo, a Vibra atravessou o processo de IPO da Comerc anunciando a aquisição de 50% da empresa e, mais recentemente, a Eneva anunciou a compra da Focus Energia.

Em um período inferior a 6 meses, foram mais de 11 GW de energia renovável transacionadas (entre ativos operacionais e projetos), o correspondente a ~50% da capacidade instalada de energia eólica e solar em 2021. Apesar da coincidência de tantas transações ocorrerem em tão curto período, parte disso ocorreu porque há uma janela se fechando com o fim dos subsídios das fontes de energia renovável, ao mesmo tempo que uma janela de oportunidades se abre com a abertura do mercado livre de energia.

Diante dessa “corrida do ouro” para adquirir ativos beneficiados por subsídios regulatórios e com apelo ESG (energia “limpa”), enxergamos os retornos das transações muito próximos ao custo de capital das companhias, de modo que, inicialmente, esses movimentos não tenham gerado valor e em alguns casos trouxeram aumento da alavancagem para o comprador.

Por outro lado, o movimento estratégico parece fazer sentido. Olhando para os próximos anos, devemos ver: (I) um protagonismo das energias renováveis na expansão da oferta; (II) a abertura do mercado livre que trará maior flexibilidade para a comercialização da energia gerada; (III) o fim dos subsídios para novos projetos de renováveis, o que gera uma reserva de mercado para aqueles que já garantiram esse benefício; e (IV) o avanço dos temas relacionados a eletrificação/descarbonização que devem gerar uma avenida de crescimento secular para as fontes renováveis.

Aprofundando nas possibilidades de geração de valor com ativos renováveis (além do que já estaria precificado), enxergamos três frentes mais relevantes: (I) possibilidade de fechar contratos de autoprodução, (II) apropriação de um prêmio da energia incentivada no cliente de média tensão; e (III) possibilidade de alocar capital em novos projetos de energia renovável com retornos atraentes e tendência de forte crescimento nos próximos anos.

(I) Contratos de autoprodução

Os autoprodutores de energia não pagam ICMS, uma vez que estão produzindo a própria energia. Dependendo do tamanho do consumo e do estado em que o autoprodutor se situa, esta economia pode variar entre R\$ 40 e R\$ 80 MWh. Outra vantagem importante é a isenção de encargos setoriais (TFSEE, CDE, Proinfa, ESS/EER) que somadas podem alcançar entre R\$ 25 e R\$ 50 MWh. Para obter esses ganhos, o comercializador renovável pode “vender” uma participação societária no ativo de geração aos clientes, que se tornariam autoprodutores. O benefício em torno de R\$ 100 MWh é então partilhado entre o cliente/autoprodutor e o gerador/comercializador vendedor do ativo.

(II) Prêmio da energia incentivada para o cliente de média tensão

Para estimular o desenvolvimento das fontes renováveis de energia, foi concedido um desconto de até 50% na tarifa de transmissão e distribuição tanto para os clientes livres quanto para os geradores. Esse benefício é capturado na venda de energia e atualmente gira em torno de R\$ 35 MWh. Com a abertura de mercado, passam a migrar para o mercado livre clientes de menor consumo e tensão que pagam tarifas de distribuição mais elevadas. Para esses clientes, o benefício tende a aumentar significativamente, podendo chegar a mais de R\$ 80 MWh, gerando ganhos adicionais para o gerador na hora de contratar a sua energia.

(III) Oportunidade de crescimento com bons retornos

As fontes eólica e solar tendem a ser as protagonistas na expansão da oferta de energia, por serem as mais competitivas e pela tendência global em privilegiar o uso de energia limpa. Ao mesmo tempo, entendemos que expansão do sistema deve incluir fontes térmicas que permitem regular a intermitência do recurso eólico e solar, mas que elevam o preço da energia gerada. Desse modo, as renováveis terão um espaço entre o preço que as viabiliza e o preço médio da energia gerada, que tende a manter o retorno de novos ativos acima do custo de capital.

Vale mencionar que o setor está passando por uma série de discussões regulatórias para melhor precificar a energia das diferentes fontes, levando em conta sua distância em relação ao centro de consumo, intermitência, *despachabilidade*, dentre outros atributos. Entendemos que, caso essa discussão avance, os retornos possam comprimir um pouco. No entanto, ainda veríamos projetos *greenfield* com retorno acima do custo de capital nas empresas listadas, tendo em vista que a necessidade de investimento para expansão da oferta é maior que a capacidade de execução destas empresas e as empresas não listadas em geral apresentam um custo de capital mais elevado.

Entendemos que os movimentos observados nos últimos meses de 2021 são estrategicamente positivos, porém precificar as opcionalidades destes ativos não é trivial – ainda há muitas variáveis soltas. O que nos deixa confortáveis é a assimetria que parece positiva: enxergamos um valor justo nos ativos “tangíveis”, enquanto as empresas se posicionam para capturar prováveis oportunidades de arbitragem regulatória na comercialização e bons retornos com o crescimento que esse segmento deve apresentar.

Considerações finais

Momentos turbulentos de muitas incertezas e de forte depreciação da bolsa tendem a favorecer o gestor fundamentalista que está próximo das companhias. Na Oceana, essa vantagem é fortalecida por um time sólido com baixíssima rotatividade, uma filosofia de investimentos aprimorada em diferentes cenários ao longo de mais de uma década, um crescimento responsável de patrimônio e uma base de investidores alinhada ao modelo de gestão.

Nos últimos dois anos, vimos diversas armadilhas de valor na bolsa brasileira. Recentemente essas armadilhas trouxeram perdas importantes para alguns investidores. A queda recente da bolsa puniu, em especial, os acionistas de empresas de qualidade duvidosa, ou com modelos de negócio muito distantes de se provarem rentáveis, mas que no passado entraram na moda por motivos de difícil explicação. Ao mesmo tempo, como normalmente acontece, o movimento de queda da bolsa trouxe oportunidades interessantes. Conseguimos tirar proveito de algumas delas, e hoje temos em nosso portfólio empresas de alta qualidade, muitas vezes dominantes em seus setores de atuação, que adquirimos a preços bastante descontados. Estamos confiantes de que estes investimentos trarão bons retornos compostos ao longo do tempo, e com baixo risco de perda permanente de capital.

Por fim, agradecemos enormemente aos nossos clientes a parceria e confiança depositada na Oceana (em alguns casos parcerias com mais de 13 anos de vida!), e desejamos um excelente 2022 a todos.

		1 Ano	3 Anos	5 Anos	Anualizado desde o início	Acumulado desde o início	Data Início
Long Biased Retorno Absoluto	Fundo	-4,78%	26,68%	85,34%	13,17%	290,14%	20/12/2010
	Ibovespa	-11,93%	19,27%	83,08%	4,11%	55,84%	
Selection Long Only Retorno Absoluto	Fundo	-10,68%	30,19%	106,72%	12,53%	189,22%	21/12/2012
	Ibovespa	-11,93%	19,27%	83,08%	6,20%	71,82%	
Valor Long Only Índice Ativo	Fundo	-8,21%	26,03%	109,08%	12,58%	378,61%	01/10/2008
	Ibovespa	-11,93%	19,27%	83,08%	5,80%	110,50%	