

Rio de Janeiro, 13 de agosto de 2022

**“Like everything else worthwhile, successful investing demands a price. But its currency is not dollars and cents. It’s volatility, fear, doubt, uncertainty, and regret – all of which are easy to overlook until you’re dealing with them in real time.”**

Morgan Housel

Prezados cotistas,

Para os estudiosos mais dedicados ao tema de inflação alta e seu impacto sobre os mercados financeiros, o ambiente atual é fértil para construção de cenários de *bear market*. Em relatórios de corretoras, têm sido populares análises relacionadas à dinâmica de preços em mercados de baixa e o interesse pelas figuras de Arthur Burns e Paul Volcker provavelmente nunca foi tão alto. Muitos estão curiosos a respeito dos preços de ativos vigentes nas décadas de 70 e 80, quando os juros americanos alcançaram dois dígitos, ou após o estouro da bolha da internet dos anos 2000. Nós também estamos.

Infelizmente, a análise desses períodos não traz extrapolações favoráveis para este momento de mercado, especialmente para as bolsas de ações dos países desenvolvidos. Seguindo esse encadeamento, constata-se que (1) o início do movimento de queda dos índices acionários ainda é recente; (2) os níveis de valuation das empresas não atingiram referências parecidas com as dos episódios acima mencionados; (3) as expectativas de lucros das empresas não foram revistas em magnitude relevante para baixo; e (4) não há movimentos de resgates em massa de investidores do mercado de ações. No fundo, ainda não percorremos o padrão conhecido de um *bear market* longo e agudo, o qual costuma terminar em pânico, seguido de capitulação e depressão. Não estamos lá.

De qualquer forma, ambientes como o vivenciado recentemente, em que a incerteza macro é o fator preponderante na formação de preços, trazem para nós da Squadra um desafio especialmente duro. O desempenho de nossos fundos, que havia sido negativo na crise financeira de 2008 e na eclosão da pandemia em 2020, também sofreu com a presente mudança de regime inflacionário e suas implicações. Com base nesse histórico, pode-se perceber que nossa capacidade de performar no curto prazo é ainda mais desafiadora quando as incertezas macroeconômicas não são exclusividades do Brasil, e sim fenômenos mundiais.

Acreditamos que essa dificuldade não vai mudar. Estamos construindo a história da Squadra dessa forma e consideramos que chegamos até aqui tendo aderência a uma filosofia de investimento: nosso foco será sempre acertar mais do que errar em investimentos nos quais a microeconomia irá, ao transcorrer do processo, dominar o resultado final.

No fundo, por trás dessa convicção, continuamos a acreditar que nossa vantagem competitiva é a capacidade de análise das empresas, aliada ao fato de nosso grupo estar junto há tanto tempo nesse esforço e com uma equipe cada vez mais qualificada. Baseados nessa doutrina, mantivemos desde a formação da Squadra nossa posição relevante em Equatorial Energia. Esse mesmo método de trabalho propiciou que carregássemos um investimento *short* em IRB enquanto a ação se desvalorizava seguidamente. Essa é a essência da nossa *restless culture*.

As falas abaixo foram retiradas de uma entrevista recente feita pela XP com o famoso e sempre citado investidor Howard Marks. Achamos que se encaixam bem na compreensão desses breves comentários iniciais a respeito de como abordamos projeções macroeconômicas e de nosso jeito de pensar sobre o investimento em ações:

“People should know that when they are talking about inflation, which is, I find, highly mysterious, they should not have confidence in their forecasts or anybody else’s.”

“I think that inflation in the coming five years will be above the level of the last 40 years, when we couldn’t get to two... it will be less than today’s eight, but I think it will be, I don’t know, maybe three or four. We are not going to do anything about that. We are going to look at the outlook for individual companies and industries and make our investment decisions on that basis.”

Juros em alta em escala global, risco de estagflação nos países desenvolvidos, guerra na Ucrânia, eleições no Brasil, dúvidas sobre como será o próximo governo, possíveis mudanças de liderança de setores nas bolsas... Há incertezas para todos os lados. Não faltam motivos para o leitor de jornal cotidiano estar pessimista. Diante dessa conjuntura, temos uma boia onde nos segurarmos, a qual sempre buscamos nas situações de “*volatility, fear, doubt, uncertainty, and regret*”.

A boia é o valuation e a qualidade do nosso portfólio. Ele está composto por um grau saudável de diversificação entre empresas com vantagens competitivas sustentáveis e perspectivas favoráveis, baseadas em hipóteses realistas, apropriado grau de ceticismo e intensa diligência. Felizmente, essa não é uma boia frágil, pois não existe melhor proteção ao investidor do que pagar preços baixos por ativos de qualidade.

O gráfico a seguir mostra, para nosso portfólio, a evolução da métrica de valuation que mais gostamos de utilizar em nossas decisões de investimentos: *Price-to-Earnings (P/E)* projetado dos próximos 12 meses. Para a construção desse histórico, utilizamos as estimativas de lucros do consenso de analistas de mercado<sup>1</sup> e, fazendo uso da foto do nosso portfólio *long* no fechamento do último semestre, assumimos constante essa composição<sup>2</sup> durante todo o período que se inicia no começo de 2018<sup>3</sup>. Nesse período, o *P/E* médio do nosso portfólio foi de 16,9x e estava em 16,7x no fechamento do 1º semestre de 2021. No dia 30 de junho de 2022, em decorrência das quedas de preços que testemunhamos no último ano, ele se encontrava em 10,6x.



Partindo dessa fortaleza dos valuations, quando avaliamos a matriz de probabilidades dos cenários para frente, é possível enxergar uma conjunção em que o Brasil não apresente uma correlação perfeita com os desdobramentos de um eventual *bear market* do mercado acionário americano. A sincronia no *bull market* com esse mesmo mercado desde 2009 não nos atingiu em função de nossas idiossincrasias negativas. Seguindo essa leitura, provavelmente carregada com alguma dose de *wishful thinking*, o caos da nossa década perdida nos coloca potencialmente em um ciclo não sincronizado com os mercados desenvolvidos.

<sup>1</sup> O critério adotado foi o de lucro líquido ajustado, por eliminar eventuais receitas e despesas classificadas como não recorrentes.

<sup>2</sup> As empresas do portfólio que abriram capital nos últimos anos são introduzidas no acompanhamento a partir do seu primeiro dia de listagem. A PRIO é considerada a partir do início de 2021, devido à disponibilidade limitada de projeções para os períodos anteriores.

<sup>3</sup> Para acompanhamentos de valuations históricos, o ideal é considerar horizontes mais longos. No entanto, estender o horizonte do gráfico fica impossibilitado pelo fato de nosso portfólio *long* se concentrar em cerca de 20 ações, com uma parcela importante proveniente de companhias que abriram capital nos últimos cinco anos, como XP Inc. e Hapvida Intermédica, e outra, de companhias oriundas de reestruturações de entidades que apresentavam prejuízo, como PRIO e Rumo Logística. No apêndice “Valuations e Margens de Lucro”, elaboramos um índice *Equal-Weight* como forma de apresentar análise assemelhada ao menos para o período desde o início dos fundos da Squadra.

Após a queda dos índices acionários americanos no primeiro semestre deste ano, tem se tornado frequente uma leitura de que os múltiplos das ações já corrigiram e retornaram para patamares compatíveis com médias históricas longas. No entanto, como as margens de lucros das empresas ainda estão bastante acima de patamares anteriores, a próxima perna do *bear market* viria de revisões de lucros para baixo, principalmente caso o país entre em recessão. Em contraponto, no caso do Brasil, tanto os valuations como as margens líquidas são inferiores a referências médias históricas para as empresas ligadas à economia doméstica.

Na macroeconomia, o mundo vem de mais de uma década de crescimento sustentado, que culminou com a recuperação em V do evento da pandemia. Já o Brasil, a despeito de ter apresentado evoluções positivas no ambiente de negócios nos últimos anos, vem de um desempenho econômico modesto, insuficiente inclusive para recuperar o nível de emprego anterior à não tão distante recessão de 2015-16. Quando se confronta o momento atual, lidar com inflação e juros altos é algo mais frequente para os agentes econômicos brasileiros. Enquanto os países desenvolvidos andam com parcimônia, ponderando entre as dúvidas e *trade-offs* de uma situação não vivenciada há décadas, o banco central brasileiro já aplicou sua conhecida cartilha de levar os juros para patamares restritivos em termos reais.

Na prática, em função de nossa própria mediocridade, não temos várias das exuberâncias que se observam na economia americana. Quem sabe um mínimo de acerto político e macroeconômico, que acabe por tornar o ambiente de negócios mais calmo e previsível, ajude a descomprimir uma mola potencialmente pressionada há alguns anos? Enquanto isso, seguramos na nossa poderosa boia, na expectativa de que ela se revele resistente o suficiente para sobressair em qualquer cenário que se apresente à frente.

**Nossa Performance**

Ano	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,0%	-37,0%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
2019	35,5%	45,7%	31,6%	33,4%	9,6%
2020	12,2%	5,1%	2,9%	3,5%	7,9%
2021	-8,6%	-14,6%	-11,9%	-11,2%	14,3%
2022-1S	-7,0%	-15,6%	-6,0%	-5,7%	8,2%
<b>Desde o início</b>	<b>606,5%</b>	<b>538,9%</b>	<b>62,7%</b>	<b>111,8%</b>	<b>396,5%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>14,8%</b>	<b>13,9%</b>	<b>3,5%</b>	<b>5,4%</b>	<b>11,9%</b>
<b>Últimos 60 meses</b>	<b>102,2%</b>	<b>69,3%</b>	<b>56,7%</b>	<b>61,5%</b>	<b>67,1%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>15,2%</b>	<b>11,2%</b>	<b>9,4%</b>	<b>10,1%</b>	<b>10,9%</b>

\* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Em 2021, os fundos Squadra Long-Biased (LB) e Squadra Long-Only (LO) caíram 8,6% e 14,6%, respectivamente. Depois de cinco anos de performance positiva, o Ibovespa, principal índice de bolsa do Brasil, apresentou queda de 11,9%. O *benchmark* do Squadra Long-Biased (IPCA+3,8%<sup>4</sup>) foi positivo em 14,3%, refletindo a alta inflação acumulada. As tendências observadas no ano anterior prosseguiram no primeiro semestre de 2022, período em que os fundos Squadra LB e Squadra LO caíram 7,0% e 15,6%, respectivamente. O Ibovespa apresentou desvalorização de 6,0%, enquanto o IPCA+5,2% a.a. foi positivo em 8,2%.

No acumulado dos últimos cinco anos, o Squadra LB subiu 102,2% e o LO, 69,3%, com performances superiores aos 56,7% do Ibovespa e aos 67,1% do IPCA+X%.

Desde nossa última carta aos senhores, há cerca de um ano, em que comentamos sobre o desempenho dos fundos até o fim do primeiro semestre de 2021, nota-se uma diferença de ambiente marcante. O final de 2021 e a primeira metade de 2022 foram penosos para os ativos financeiros brasileiros. Nesse período, o Ibovespa desvalorizou-se 22,3%, enquanto nosso portfólio *long* em ações apresentou queda ainda mais significativa, com a cota do Long-Only caindo 33,2%.

Período	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
jul/21 - jun/22	-21,5%	-33,2%	-22,3%	-23,0%	17,0%

<sup>4</sup> IPCA+X% a.a., sendo o fator X definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator X era fixo em 6% ao ano. O fator X foi definido em 3,8% em 2021 e 5,2% em 2022.

O fundo Long-Biased teve performance negativa de 21,5%, enquanto o *benchmark* da estratégia foi positivo em 17,0%. O desempenho do referencial IPCA+X% pode dar a impressão de um ano favorável e tranquilo para o investidor de renda fixa de longo prazo no Brasil. Porém, nada poderia ser mais distante da realidade. Os títulos públicos de longo prazo tiveram quedas relevantes, na esteira de um expressivo movimento de subida de juros, tanto da taxa Selic quanto dos contratos de juros futuros.

A alta do referencial IPCA+X%, na realidade, é explicada por se tratar de um índice de “*accrual*”, o que significa que seu rendimento é calculado com base em uma taxa predefinida no final do ano anterior e que se soma à inflação corrente. Para 2021, essa taxa havia sido predefinida em 3,8%, tendo aumentado para 5,2% em 2022. Acrescentando-se a inflação de 11,9% no período entre julho/21 e junho/22, chegamos à valorização de 17,0% exposta na tabela anterior. A apuração do seu rendimento, portanto, não foi (e nunca é) afetada pelas variações de preços dos ativos negociados no mercado financeiro, costumeiramente conhecidas como “*marcações a mercado*”.

Nos últimos 12 meses, seguindo padrão observado nos anos de performance negativa do mercado acionário, o fundo Long-Biased apresentou rendimento superior ao Long-Only. Essa performance mais favorável se deu majoritariamente por uma contribuição positiva importante do nosso portfólio *short*. Adicionalmente, o LB experimentou uma contribuição positiva dos *hedges* empregados e ganhos com um par *long/short* específico. No decorrer desse período, os investimentos *long* dos dois fundos foram essencialmente equivalentes e, conseqüentemente, apresentaram performance similar.

Na sequência, abordamos alguns temas que julgamos pertinentes ao nosso portfólio e que nos ajudam a organizar o pensamento sobre as perspectivas para frente.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Em nossa carta de agosto de 2020, em meio a uma recuperação aguda dos mercados após o choque trazido pela covid-19, descrevemos nossa visão de que, naquele momento, a curva de distribuição de retornos possuía um formato não usual, com caudas gordas (*fat tails*) para ambos os lados<sup>5</sup>. O extremo positivo dessa curva para a valorização de ativos financeiros estava ligado ao impacto que os juros baixos acarretam para a formação de preços, podendo inclusive funcionar como combustível para o surgimento de bolhas.

Enquanto nós optamos pela comparação com o “combustível”, Warren Buffett elegeu a “gravidade” como a melhor analogia para explicar a importância das taxas de juros na determinação do valor de ativos financeiros, aproveitando para fazer graça com o seu conhecido não atletismo.

**“Interest rates are to the value of assets what gravity is to matter, (...) if I could reduce gravity’s pull by about 80%, I’d be in the Tokyo Olympics jumping.”**

Warren Buffett

Eis que, no último ano, após um período de quedas sustentadas das taxas de juros no Brasil, nos deparamos com a visita de dois velhos conhecidos: a inflação elevada e a ameaça de descontrole fiscal. A reação dos agentes financeiros ao reconhecerem os vultos dos receados visitantes foi compreensível: os juros baixos deixaram de ser o “combustível” impulsionando um potencial cenário de valorização e os juros altos viraram o “banho de água fria” fundamentando a queda de diversos mercados, principalmente o acionário. Atualmente, acentuando tal movimento, o amargor do aperto monetário como remédio para controlar a inflação deixou de ser uma particularidade brasileira para ser experimentado em escala global.

Desde então, várias empresas brasileiras com ótimo histórico de resultados e perspectivas promissoras testemunharam quedas notáveis na cotação de suas ações. Naquilo que podemos distinguir em nossas observações, ainda que tenhamos visto deterioração nas expectativas e projeções de lucro de algumas companhias, tema ao qual

<sup>5</sup> Quem desejar, pode consultar a seção “*Fat Tails*”, na página 12 da carta aos cotistas de 21 de agosto de 2020.

retornaremos nesta carta, é justo dizer que, de forma agregada, a baixa nos preços das empresas foi bem mais intensa.

Explicar as oscilações de preço de ações no curto prazo não é tarefa trivial. A tal ponto que *value investors* históricos recorreram ao personagem caricato “*Mr. Market*”, um sujeito de psique volátil que oscila frequentemente entre o entusiasmo e a depressão, para explicar como lidavam com as oscilações do mercado de capitais.

**“Any investment is worth all the cash you’re going to get out between now and judgment day discounted back. The discounting back is affected by whether you choose interests rates like those of Japan or interest rates like those we had in 1982.”**

Warren Buffett

Considerando o fato de que a redução nas expectativas de “*cash you’re going to get out between now and judgment day*” foram de magnitude inferior à queda das ações, a dedução natural é atribuir a mudanças no “*discounting back*” uma parcela relevante da baixa dos preços. No dia a dia do investidor em ações, isso se traduz em maiores taxas de desconto (*cost of equity*) e menores múltiplos de avaliação, principalmente o tradicional preço sobre lucro (*P/E*).

Como consequência desse panorama, no mercado em geral, temos visto empresas reputadas negociando em valuations que não estavam disponíveis até algum tempo atrás e observados apenas em outros momentos de profunda incerteza macroeconômica. No apêndice “Valuations e Margens de Lucro”, procuramos quantificar de forma simplificada em que ponto se encontram os múltiplos de avaliação das empresas em comparação ao histórico desde o início da Squadra e aproveitamos para também analisar a evolução das margens de lucro.

Em nosso portfólio, é interessante observar que identificamos essas boas oportunidades de investimento em companhias distribuídas em um universo diversificado de setores, modelos de negócio e perfil de geração de caixa.

Incontestavelmente, os juros são um fator determinante para a definição e revisão para baixo do valor intrínseco de empresas. Entretanto, há um outro lado da mesma moeda que, embora menos comentado, é mais animador para investidores de longo prazo. Sobretudo, para aqueles poupadores líquidos, ou seja, que ganham mais do que consomem e, portanto, acumulam novos recursos para investir ao longo do tempo. Quando observados em escala abrangente, valuations mais baixos tendem a significar retornos implícitos maiores e, consequentemente, ganhos superiores esperados para o futuro.

No gráfico que expomos na seção inicial, mostramos que o *Price-to-Earnings* do portfólio *long* dos fundos da Squadra em 30 de junho de 2022 estava em 10,6x, segundo as estimativas do consenso de analistas de corretoras. Há um ano, no fim do primeiro semestre de 2021, esse mesmo múltiplo se encontrava em 16,7x. Vamos tentar usar alguma matemática simples<sup>6</sup> para entender o significado dessa alteração.

Estamos no fim do primeiro semestre de 2021. Um cotista da Squadra hipotético, determinado a iniciar sua carteira própria de investimento em ações como poupança de longo prazo, decide montar um portfólio de companhias que contribuam com R\$ 1.000 de lucros anuais para seus rendimentos. Por absoluta coincidência, ou talvez por partilhar a mesma filosofia de investimento, o investidor acaba por replicar exatamente o portfólio *long atual*<sup>7</sup> da Squadra, seguindo inclusive as mesmas proporções de sua composição. Para atingir os R\$ 1.000 de lucros desejados, o cotista então desembolsa R\$ 16.700 (16,7 x R\$ 1.000). Em termos percentuais, ele passa a ter direito a lucros que correspondem a 6,0% do capital inicialmente investido (R\$ 1.000 / R\$ 16.700).

Um ano se passa. Ao longo desse período, o investidor realiza apenas movimentações de forma a manter seu portfólio com exatamente a mesma composição em termos percentuais. Dessa forma, por exemplo, ele vende

<sup>6</sup> Os números a seguir são aproximações e estão arredondados, de forma a facilitar o exercício.

<sup>7</sup> Portfólio de 30 de junho de 2022.

algumas ações de PRIO<sup>8</sup>, que subiu ao longo do ano, e compra mais ações de Mercado Libre, que caíram mais que a média da sua carteira de empresas.

Ao avaliar novamente seu portfólio em 30 de junho de 2022, o cotista hipotético constata que as cotações de suas ações recuaram cerca de 28% em um ano e seu investimento inicial de R\$ 16.700 agora se encontra avaliado a R\$ 12.080, enquanto ele recebeu apenas R\$ 420 de dividendos no período. O sentimento é ruim, bate um desconsolo. Haveria um lado construtivo para um começo tão desafortunado?

Nesse mesmo intervalo, os lucros projetados a que o investidor terá direito no próximo ano subiram 14% para R\$ 1.140 para o conjunto de seu portfólio. O portfólio agora está sendo negociado em bolsa a 10,6x *Price-to-Earnings* em comparação aos 16,7x do momento em que iniciou sua carteira própria. Em termos percentuais, o investidor passa a ter direito a lucros que correspondem a 9,4% da cotação de seu portfólio (R\$ 1.140 / R\$ 12.080).

Dado que o cotista estava no início da construção de um investimento direto em ações, vamos assumir que ele tenha poupado ao longo do último ano R\$ 16.700 adicionais, ou mesmo que tenha patrimônio em outros ativos financeiros que deseje realocar, com o objetivo de incrementar seus rendimentos com lucros. Desta vez, os mesmos R\$ 16.700 vão conseguir adquirir quase 40% a mais de ações das mesmas empresas que comprou no ano passado, e o investidor passará a ter direito a R\$ 1.580 em lucros adicionais (58% a mais).

Múltiplos, como o *P/E*, são simplificações extremadas de fluxos de caixa descontados e, inclusive, não são métricas propícias para avaliar empresas específicas de nosso portfólio. Mas entendemos que cumprem seu papel aqui. Nosso objetivo com essa história simplificada foi apenas tentar tangibilizar um pouco a magnitude da redução dos preços e o seu significado para a melhora dos rendimentos esperados em termos absolutos. Ter um portfólio diversificado entre ótimas companhias precificadas aos valuations vigentes no encerramento do semestre é um ponto de partida atrativo. Não significa que não vai cair mais no curto prazo, não significa que vai subir amanhã, não significa que vai subir no próximo ano. Porém, é um elemento fundamental para que os retornos para frente sejam melhores que aqueles observados no passado recente.

Como dissemos, uma boa parte da queda das ações é justificada pela subida de juros, tanto em escala doméstica como global, com o atenuante da melhora dos retornos implícitos para aqueles que mantêm ou mesmo incrementam seus investimentos. Na esteira desse movimento, a precedente euforia deu lugar a um ceticismo generalizado nas avaliações de empresas com perfil de alto crescimento ou com algum viés tecnológico. Um teorema conhecido no mercado financeiro enuncia que, nas crises, “*all correlations go to one*”. Nos últimos meses, as cotações de um conjunto extenso de empresas pareciam seguir fielmente a desfortuna do ARK Innovation ETF<sup>9</sup>. Caíram empresas ruins e caíram empresas boas, *non-profitable* e *profitable*, *tech* e *not-so-tech*.

Diante dessa conjuntura, as principais movimentações que tivemos em nosso portfólio recentemente foram incrementos em nossas posições em Mercado Libre e XP Inc. A realidade dos dois casos guarda semelhanças, mas também diferenças. No segundo semestre de 2021, nós tínhamos encerrado nosso investimento em Mercado Libre principalmente pelo desconforto com o valuation, que parecia atribuir muito valor a uma parte do negócio (*fintech*) em relação à qual somos menos construtivos em comparação com o negócio principal de marketplace. Na XP, não tivemos a mesma astúcia (ou sorte) e incrementamos uma posição que já era representativa em nosso portfólio. Em ambos os casos, são empresas que figuram entre os melhores negócios disponíveis na bolsa e cuja precificação se reduziu drasticamente de um ano para cá. Com o aumento da atratividade dessas oportunidades de investimento, passaram a aparecer entre as principais posições dos fundos no encerramento do semestre.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

<sup>8</sup> A PetroRio adotou o nome de PRIO desde maio de 2022.

<sup>9</sup> O ARK Innovation ETF é um fundo de gestão ativa listado em bolsa focado em companhias com o tema de inovação disruptiva.

Em nossas comunicações com os senhores, procuramos frequentemente transmitir o que esperar (e o que não esperar) dos fundos geridos pela Squadra ao longo do tempo. Ao fazê-lo, o intuito é ampliar o conhecimento dos cotistas sobre a gestão dos fundos, de modo que a expectativa dos investidores sobre a poupança que confiam à Squadra seja coerente com a nossa filosofia de investimento.

Em meio a essas comunicações que temos tido, por mais de uma vez, mencionamos uma expectativa de que os fundos da Squadra tivessem desempenho superior ao mercado acionário em anos de queda. Ainda que *outperformar* perdendo dinheiro não costuma ser motivo para grandes celebrações, costuma mais do que compensar *underperformances* nos melhores períodos de mercado. Não só matematicamente como também psicologicamente.

O período recente, contudo, foi o primeiro em que o fundo Squadra Long-Only teve desempenho inferior aos principais índices de bolsa brasileira em um mercado de baixa. A estratégia Long-Biased, graças à contribuição positiva do portfólio *short*, caiu menos que o Ibovespa no acumulado dos últimos 18 meses. O quadro abaixo destaca apenas o histórico dos anos de queda do mercado acionário brasileiro<sup>10</sup>:

Ano	IBrX/ Ibovespa	Squadra Long-Biased	Performance Relativa	Squadra Long-Only	Performance Relativa
2008*	-37,0%	-20,3%	16,7%	-29,6%	7,5%
2011	-11,4%	12,6%	24,0%	-0,8%	10,6%
2013	-3,1%	8,2%	11,3%	6,6%	9,8%
2014	-2,9%	2,6%	5,5%	0,1%	3,0%
2015	-13,3%	-1,5%	11,8%	-5,9%	7,4%
2021	-11,9%	-8,6%	3,3%	-14,6%	-2,6%
2022-1S	-6,0%	-7,0%	-1,0%	-15,6%	-9,6%
<b>Média</b>	<b>-12,2%</b>	<b>-2,0%</b>	<b>10,2%</b>	<b>-8,5%</b>	<b>3,7%</b>

\* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Ao analisarmos o quadro acima, a primeira constatação é de que, felizmente, a performance de ambos os fundos ao longo dos anos foi coerente com a expectativa comunicada aos senhores. Desde o início da Squadra, nos anos de queda do mercado acionário brasileiro, o desempenho do Squadra Long-Biased foi em média 10,2% superior ao do índice, enquanto o do Long-Only foi 3,7% acima. Ainda que fosse esperado que, em uma história longa, essa “invencibilidade” eventualmente fosse derrubada, os últimos 18 meses terem representado o primeiro período em que LO teve rentabilidade inferior em uma conjuntura adversa merece algumas reflexões e comentários.

Que tal começarmos lembrando a principal razão por que, em nossos modelos mentais, os fundos da Squadra deveriam apresentar performance superior em *bear markets*?

O mercado financeiro é frequentemente comparado a um pêndulo, que oscila entre o otimismo abundante e o pessimismo que beira a depressão. No movimento para cima do pêndulo, comumente há exageros, comportamento especulativo e uma postura pró-risco. Quando se desloca para baixo, os ativos beneficiados por essa euforia indevida são os que mais caem ao serem alvos de prevalentes ceticismo e escrutínio. Por nossa filosofia de investimento focada em análise fundamentalista, valor intrínseco e horizonte de investimento de longo prazo, pensamos que nosso portfólio será estruturalmente menos exposto a esses “excessos”. Sendo assim, nos beneficiaríamos menos dos ganhos do frenesi de um *bull market* e estaríamos menos expostos no momento da

<sup>10</sup> Para os anos entre 2008 e 2013, optamos por utilizar o IBrX na análise da performance relativa dos fundos da Squadra, pois o índice Ibovespa possuía uma lógica de composição que constantemente causava distorções, por ser ponderado com base em liquidez e não em valor de mercado. A partir do ano de 2014, utilizamos o Ibovespa, uma vez que sua metodologia de composição foi alterada justamente para sanar o problema apontado, aproximando sua lógica de composição daquela do IBrX – desde então, o desempenho ano a ano dos dois índices é bastante assemelhado, como pode-se constatar na tabela que abre a seção “Nossa Performance”. Uma comparação com o Ibovespa para todo o período de análise ampliaria a performance relativa favorável aos fundos geridos pela Squadra.



---

**“Our preaching was better than our performance. (We neglected the Noah principle: predicting rain doesn’t count, building arks does.)”**

Warren Buffett

Em nossa última carta, recomendamos cautela com o momento aquecido de estreias de companhias no mercado de ações:

*“Entretanto, a ocasião da listagem de uma companhia em bolsa costuma não ser o melhor momento para se investir na mesma. Geralmente, processos de IPO não levam mais de um mês e envolvem empresas, e até mesmo setores, previamente desconhecidos pelos habituais investidores de public equities. O comprador está adquirindo ações do dono do negócio, seja indiretamente, em uma oferta primária, ou diretamente no caso de uma secundária. Por definição, o dono conhece muito mais a companhia do que qualquer comprador, por mais educado que se possa estar. Como se não bastasse, os vendedores contratam os bancos de investimentos e oferecem-lhes suculentos incentivos para promover a oferta da melhor maneira possível (adivinhem para quem?). Ou seja, há uma assimetria muito grande de informações e incentivos entre compradores e vendedores no momento de um IPO.”*

Passado um ano, a melancólica realidade é que nós não seguimos o princípio de Noé elencado por Buffett. Embora tenhamos empregado cautela ao analisar um amplo número de empresas que abriram capital em anos recentes, o tempo tem mostrado que nosso ceticismo deveria ter sido ainda (bem) maior.

**“We expect that undistributed earnings from such companies will produce full value for Berkshire and its shareholders. If they don’t, we have made mistakes as to either: (1) the management we have elected to join; (2) the future economics of the business; or (3) the price we have paid.”**

Warren Buffett

Em dois casos em particular, nossos erros “*checked all the boxes*” – (1), (2) e (3) – da citação acima. Por mais que acreditássemos estar mitigando os riscos relacionados a IPOs ao aplicarmos posições menores dentro de nosso portfólio, a combinação das três modalidades acima foi implacável em um ambiente de mercado pouco permissivo e esses investimentos custaram pontos preciosos na performance de nossos fundos. Ao longo do primeiro trimestre deste ano, nossa decisão foi por vendê-los. Embora essas companhias não parecessem necessariamente maus investimentos considerando os preços então vigentes, acreditávamos que o capital poderia ser mais bem aplicado em outras oportunidades do nosso portfólio, principalmente quando se considerava o custo de oportunidade da dedicação de nossa equipe.

As falhas destacadas acima resultaram em que incorrêssemos no risco principal da gestão de investimentos, que são os episódios de perda permanente de capital. Após termos feito as avaliações *post-mortem* dessas ocorrências, quando pensamos nas perspectivas para frente, nossa confiança vem do fato que continuamos a evoluir na capacidade de análise das empresas, com uma equipe de investimento cada vez mais qualificada, formada internamente, e buscando cultivar uma cultura de excelência. Acreditamos ser essa a vantagem competitiva fundamental para sermos capazes de entregar retornos superiores a nossos cotistas ao longo dos anos.

No restante do nosso portfólio, é justo afirmar que algumas outras companhias também apresentaram certo grau de revisão para baixo em suas perspectivas, tais como receitas inferiores ao esperado, pressões de custo prolongadas e piora em ciclo de capital de giro. No entanto, de forma agregada, tais revisões foram menos relevantes que as quedas testemunhadas nos preços por larga margem. Houve, também, avanços para determinadas empresas do portfólio, como aquisição de ativos com alto valor presente líquido, obtenção de concessões estratégicas, aumento de preços de serviços prestados e vendas acima do esperado.

Várias dessas alterações fazem parte do roteiro esperado para o investidor de um portfólio diversificado entre diferentes negócios e setores da economia. Pelo ambiente de *bear market*, naturalmente, a ênfase nas evoluções negativas sobressaiu. Como situação preponderante, acreditamos que as vantagens competitivas das

companhias em que investimos continuam presentes e as teses de investimento seguem válidas, a valuations mais atraentes.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Antes de entrarmos especificamente no tema da exposição a empresas produtoras de commodities como uma das razões da *underperformance* recente dos fundos, nos permitam fazer uma pequena volta no tempo.

Estávamos no fim de 2007, começo de 2008. Frequentemente reunidos em volta de uma mesa, pensávamos e debatíamos as bases da gestora de ações que gostaríamos de construir. Como vocês devem imaginar, são reflexões longas, por serem fundamentais para estabelecer a cultura e os incentivos corretos, fiéis a uma filosofia de investimento e alinhados com os interesses dos cotistas. Evidentemente, várias dessas decisões envolvem *trade-offs*. Desse rol de temas discutidos na época de nossa formação, para contribuir com a conjuntura atual, é válido tratarmos de um assunto singular: a estrutura de remuneração do fundo Squadra Long-Only.

Após se definir que a Squadra faria a gestão de uma estratégia Long-Only, cabia estabelecer qual seria o modelo de taxas do fundo. De forma simplificada, tínhamos a opção de adotar um formato que remunerasse nossa gestora apenas com taxa de administração ou uma alternativa que contemplasse uma taxa fixa inferior com o complemento de uma taxa de performance. Em um primeiro impulso, o modelo de taxa de administração inferior com possibilidade de cobrança de performance, tal qual adotado no Long-Biased, sobressaía por intuitivamente alinhar nosso resultado com aquele obtido por nossos cotistas de forma mais adequada.

Em seguida a essa constatação, passamos à segunda etapa da árvore de decisão. Dado que haveria aferição de performance, que índice estabelecer para avaliar nosso desempenho como gestor e, conseqüentemente, nosso merecimento (ou não) à tal remuneração variável. Por se tratar de um fundo Long-Only, a resposta natural era adotar como *benchmark* um índice de ações, de preferência aquele que refletisse o desempenho do mercado acionário brasileiro. O Ibovespa se apresentava como candidato óbvio, já que suas variações estampavam as manchetes diárias do noticiário de economia. Parecia fazer sentido. Por que não?

Na realidade, havia alguns poréns. Em várias circunstâncias da vida, ser comparado a determinada referência gera vieses cognitivos diretos no comportamento das pessoas. “Diga-me como me medes e eu te direi como me comportarei”, resumiu brilhantemente Eliyahu Goldratt, um dos gurus da Engenharia de Produção.

Na indústria de investimentos especificamente, estabelecer *benchmarks* traz como consequência direta o viés da indexação. Quando contaminado por tal orientação, o gestor de recursos constrói seu portfólio partindo da composição do referencial arbitrado. Começando pela ação #1, a posição de maior peso no índice (digamos, 15%), o gestor avalia se acha bom ou ruim o investimento naquela empresa. Caso considere a perspectiva positiva, decide, então, por ter em seu portfólio uma alocação ainda superior àquela do índice (20%, por exemplo). Caso repute como pouco atraente, deve optar por uma posição inferior à do índice (10%, por exemplo). Há ainda a hipótese de o gestor avaliar que desconhece ou pouco entende sobre a empresa, não possuindo opinião alguma sobre o negócio e seu preço. Nesse caso, sua decisão típica seria por não adotar posição “ativa”, o que significa replicar o mesmo peso do índice. Tomada a decisão em relação à ação #1, o gestor repete o mesmo exercício para a empresa #2 e assim sucessivamente para as N companhias que estejam presentes no índice de referência.

Observem que, pela lógica acima, o gestor ativo de recursos pode deter em seu portfólio ações que (i) não conheça, (ii) julgue pouco atraentes ou (iii) até mesmo que considere provável perder dinheiro. Quando criamos a Squadra, nosso objetivo era uma cultura de investimento totalmente oposta a essa. Partimos de uma folha de papel em branco, avaliamos as companhias disponíveis na bolsa de ações e selecionamos as que entendemos serem as melhores ideias.

À vista disso, ao iniciarmos a gestora, com a determinação de não termos o viés de indexação e de comunicarmos adequadamente nossa filosofia de investimento aos cotistas que nos confiavam parte de sua poupança, optamos por adotar uma estrutura sem cobrança de performance no fundo Squadra Long-Only.

Com o passar do tempo e o crescimento da empresa, a Squadra passou a gerir veículos de investimento que adotam diversos índices acionários brasileiros como *benchmark* para cobrança de taxa de performance. Por mais contraintuitivo que pareça, essa evolução tornou nossa gestora e nossa cultura de investimento ainda mais robustas. Em uma relação que já dura vários anos, esses veículos abrigam recursos provenientes de instituições com capital e horizonte de longo prazo, como *endowments* de universidades americanas, fundações internacionais, fundos de pensão locais e estrangeiros, fundos soberanos e *single family offices*. Essa base de investidores sólida nos permite serenidade para tomar decisões sem ter obrigatoriamente excessiva preocupação com os inevitáveis períodos de *underperformance*.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Voltando ao nosso objetivo ao iniciarmos a reflexão anterior, é legítimo dizer que nossa obstinação por fugir do viés da indexação também está relacionado ao fato de estarmos no Brasil, um país vocacionado para a produção de commodities.

Na bolsa brasileira, grande parte dessas empresas possuem bons negócios, protegidos por vantagens competitivas claras, advindas de ativos irreplicáveis. Por essa razão, seria até mesmo tentador para investidores fundamentalistas focados no Brasil deter um portfólio contendo jazidas que produzem o minério de ferro de maior qualidade do mundo e florestas de eucalipto cujas árvores crescem duas vezes mais rápido do que em solos estrangeiros. Especialmente, quando esses ativos estejam gerando muito caixa e possam ser adquiridos a baixos múltiplos de curto prazo, como é a circunstância atual.

Por outro lado, produtoras de commodities costumam falhar em dois pontos-chave na lista de desejos típica do investidor de valor. O primeiro é o *pricing power*, que Warren Buffett certa vez classificou como “*the single-most important decision in evaluating a business*”. Empresas de commodities possuem poder praticamente nulo de determinar o preço de venda de suas próprias mercadorias. Em uma feira, quem compraria na barraquinha que vende bananas por R\$ 1,00 a unidade, enquanto a do lado estiver anunciando bananas equivalentes por R\$ 0,90?

Essa impossibilidade de diferenciação leva as empresas a praticarem preços idênticos aos de seus concorrentes. São os temidos preços de mercado das commodities, definidos em escala global, o que nos leva ao segundo ponto, intimamente ligado ao “círculo de competência” do investidor fundamentalista. Ao adotar uma estratégia baseada na análise de empresas, ele objetiva justamente delimitar o seu escopo de análise a um domínio que consiga compreender bem e se aprofundar. Se afasta, assim, de estudos macroeconômicos com infundáveis variáveis, repletas de referências circulares entre si. No entanto, para estimar o preço da commodity, seria necessário projetar curvas de oferta e demanda, requerendo conhecimentos tão diversos quanto prever recessões e expansões econômicas em diferentes geografias, compreender o modelo de incentivos do Partido Comunista Chinês, avaliar potenciais conflitos no Oriente Médio e, agora, infelizmente, no Leste Europeu, entre muitos outros.

Em face do contexto descrito, nossa perspectiva com relação a esses investimentos é clara: a Squadra investe em empresas produtoras de commodities. Em nossa carta de agosto de 2020, comentamos inclusive sobre nosso investimento em Vale, à época uma das posições mais relevantes dos fundos sob nossa gestão. Como de hábito, nossa atitude envolve análises sobre cada companhia, buscando avaliar os principais riscos e potenciais de geração de valor. De forma geral, por reconhecermos uma falta de visibilidade sobre o preço da commodity, variável tão fundamental nos fluxos de caixa futuros das empresas, ao decidirmos nossos investimentos nessas companhias, tendemos a ter uma barra relativamente mais elevada na relação entre o preço e o valor intrínseco estimado por nós.

De todo modo, 2021 e o início de 2022 acabaram por se revelar períodos fantásticos para os preços dos bens vendidos por essas empresas. Em dólares, o minério de ferro testemunhou patamares recordes históricos, o petróleo atingiu a sua maior cotação em muitos anos, enquanto a margem das siderúrgicas chegou a níveis impensados. De modo bem diferente do que vimos na última década, as subidas de preços das mercadorias ainda

coincidiram com um momento em que muitas empresas haviam concluído seus planos de expansão e estavam pouco alavancadas, resultando em níveis recordes de geração de caixa para o acionista.

Em 2021, a Vale gerou quase US\$ 22 bilhões de fluxo de caixa ajustado<sup>11</sup> ao acionista (30% do seu valor de mercado<sup>12</sup>), sendo que, diferentemente do que aconteceu no último superciclo de commodities, na ausência de projetos grandiosos, a geração de caixa de fato retornou para o bolso do acionista: foram US\$ 19 bilhões entre dividendos, juros sobre capital próprio e recompra de ações. O caso da Petrobras é ainda mais extremo com US\$ 26 bilhões de fluxo de caixa ajustado ao acionista, equivalente a 35% do valor de mercado<sup>13</sup>. Impensáveis há alguns anos, foram desembolsados US\$ 19 bilhões em dividendos referentes ao exercício de 2021 e, até o momento, as sucessivas administrações têm sinalizado a intenção de devolver toda geração de caixa possível, dado que a companhia já atingiu sua meta de alavancagem.

Nos fundos Squadra LB e LO, em meio ao desempenho negativo recente, tivemos contribuições positivas de nossos investimentos em PRIO, Petrobras e Vale. No agregado dessas posições, nos últimos 18 meses, os fundos tiveram exposição comprada próxima a 15% em média, oscilando entre pouco abaixo de 10% e pouco acima de 20%.

No Ibovespa, por outro lado, na carteira do último 30 de junho, produtoras de commodities representavam 39% da composição do índice, sendo a maior parte concentrada em apenas duas companhias (Vale e Petrobras). No passado recente, esse perfil de composição contribuiu sobremaneira para atenuar a performance negativa do Ibovespa. Desde o início de 2021, por dentro dos -17% do Ibovespa, enquanto o índice ex-Commodities caiu 29%, o extrato de Commodities subiu 15% – uma diferença de 44% em apenas um ano e meio!

Desde o começo de nossa atuação como gestora, a relevância de setores de commodities nos principais índices de bolsa tem oscilado, mas sempre foi estruturalmente alta. Seguirá sendo assim, dado o peso desses setores na economia brasileira. Por outro lado, os fundos geridos pela Squadra já tiveram momentos com posições agregadas em produtoras de commodities consideravelmente superiores ao patamar recente e outras épocas em que não detinham nenhum investimento com esse perfil. Empiricamente, a exposição média dos fundos a essas companhias foi inferior à dos índices acionários e, pelo nosso estilo de investimento, é provável que essa realidade se mantenha quando analisarmos períodos longos. O compromisso da Squadra segue o mesmo de quando estávamos sentados em volta de uma mesa, há mais de 14 anos: buscar retornos superiores em horizontes alongados e evitar o viés da indexação.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Em relação ao tamanho do investimento em companhias produtoras de commodities dentro do nosso portfólio, esse tem sido um dos mais provocadores desafios de gestão. Na maior parte dos setores, companhias com os atuais níveis de alavancagem, geração de caixa, retornos sobre capital investido e *payout* observados nas produtoras de commodities seriam consideradas decisões óbvias de investimento nos múltiplos de lucro a que estão disponíveis. No entanto, nesse segmento, a complexidade cresce.

Dado o caráter cíclico dos negócios, considerações sobre múltiplos justos só podem ser feitas levando em conta o ponto do ciclo de preço em que a commodity comercializada está. Em um modelo mental simplista, baseado em um movimento pendular, os múltiplos pagos por essas empresas podem ser mais elevados quando acredita-se que o mercado está em situação de *trough earnings*, refletindo, portanto, a expectativa de forte aumento de resultado que está por vir. Se o mercado está em *peak earnings*, o inverso é verdadeiro.

Considerando o nível dos preços de commodities vis-à-vis os custos dos produtores marginais em seus respectivos mercados e os *ROICs*<sup>14</sup> observados nas demonstrações financeiras de diversas empresas, é razoável

<sup>11</sup> Fluxo de caixa ajustado ao acionista = Fluxo de caixa operacional (-) Investimentos (-) Amortização de arrendamentos (-) Itens não recorrentes.

<sup>12</sup> VALE3 a R\$ 76,56, preço de fechamento de 30 de junho de 2022.

<sup>13</sup> PETR4 a R\$ 27,93, preço de fechamento de 30 de junho de 2022.

<sup>14</sup> *Return on Invested Capital*.

supor que o período recente foi próximo de *peak earnings*. Sendo esse o caso, era esperado que presenciássemos os correntes múltiplos baixos, dada a provável insustentabilidade dos resultados de curto prazo. No apêndice “Valuations e Margens de Lucro”, destacamos quão extraordinariamente altas estão as margens para empresas do segmento e quão extraordinariamente baixos são os múltiplos atuais.

Para avaliar se essas companhias estão de fato baratas, se faz necessário estimar o que seria um lucro “normalizado” em um cenário de “preço de longo prazo”. A partir daí, as incertezas da decisão de investimento aumentam substancialmente. O “preço de longo prazo” é essencialmente uma referência teórica baseada em uma curva de custos setorial, que, por sua vez, é dinâmica. A cotação da commodity nunca para nesse patamar teórico, visto que a indústria está sempre sujeita aos ciclos de capital. Períodos, às vezes longos, de sobreinvestimento sucedem fases de subinvestimento, enquanto são temperados por movimentos de estocagem e desestocagem de cadeias.

Por essas razões, ao avaliar tais empresas, procuramos não nos agarrar a uma suposta convicção em determinado preço teórico da commodity em questão. Um dos exercícios factíveis é inverter a equação, respondendo à pergunta sobre qual o nível da commodity e de rentabilidade sobre o capital investido implícito no valor de mercado das companhias. A partir daí, podemos analisar a margem de segurança do investimento, considerando (i) o estágio do ciclo de capital que a indústria se encontra; (ii) o risco de demanda (que costuma ser a variável mais incerta); e (iii) os específicos de cada companhia (como exemplo caricato, pense a relevância desse item na Petrobras). Esse exercício mostra que, para boa parte das empresas listadas na B3, os investidores precificam atualmente quedas substanciais de rentabilidade, com a rápida convergência do preço das commodities comercializadas para patamares próximos ao custo dos produtores marginais. Esse é certamente um ponto a favor na análise desses investimentos.

Na esteira da subida de cotação dessas mercadorias, algumas teses têm argumentado a favor de mudanças com caráter mais estrutural para produtoras de commodities. Uma delas, cujo racional julgamos frágil, defende que commodities são uma ótima opção de investimento para períodos inflacionários, funcionando inclusive como proteção para tal cenário. Nós temos preferência por negócios que possuem *pricing power* e somos sempre cuidadosos em fazer investimentos temáticos sem olhar o mérito de cada empresa, de acordo com os fundamentos específicos daquela indústria. Nos EUA da década de 70, que vários economistas têm apontado como a melhor referência de paradigma para os próximos anos, o movimento mais marcante é uma forte alta de ações do setor de óleo e gás em específico, sendo a mesma bastante concentrada no final da década, por ocasião do segundo choque do preço do petróleo. O setor siderúrgico, em contrapartida, enfrentou uma década de crises.

Sob outra perspectiva, temos mais simpatia pela tese que o trauma da destruição de valor do último ciclo e a adoção de políticas ESG por governos e pelas corporações geraram um quadro de subinvestimento, principalmente no setor de petróleo, com consequências possivelmente de mais longo prazo. Pelo lado da oferta, a situação parece ter pouca solução de curto prazo sem a manutenção de preços mais altos da commodity ou *re-ratings* nas ações do setor, que venham a estimular investimentos para incrementos de produção. Valuations descontados indicam um custo de capital elevado para as companhias, incentivando o uso do caixa para recompras de ações em detrimento da aprovação de novos projetos.

Quando levamos em conta o quadro descrito e a atratividade relativa de outras opções de nosso portfólio, optamos por concentrar nossos investimentos em duas empresas cujos modelos de negócio estudamos há bastante tempo: PRIO e Petrobras, ambas no setor de petróleo. Não obstante, no investimento em companhias produtoras de commodities, costumamos dizer que “estamos sempre mais perto da porta”, nos reservando a liberdade de reavaliar as probabilidades de diferentes cenários e de nos valermos de oscilações de preço de forma mais frequente que o habitual.

---

## Portfólio *Short* – Novas empresas na Bolsa

---

Como sublinhamos no início da seção sobre a performance dos fundos, nosso portfólio *short* contribuiu de maneira importante para o rendimento da estratégia Long-Biased nos últimos 18 meses. Seria razoável esperar que ocorresse dessa forma, tendo em vista a desvalorização pronunciada do mercado acionário. Ainda assim, cabe ressaltar que boa parte das quedas testemunhadas por esse grupo de empresas em nosso portfólio teve suas razões peculiares e foi mais acentuada do que a do mercado em geral.

Nesse período, novamente nosso *short* em IRB foi a maior contribuição dentro desse portfólio, principalmente no ano de 2021, quando foi a maior exposição vendida na média do ano. No encerramento do primeiro semestre de 2022, continuamos a deter um investimento *short* na empresa, entretanto, em tamanho menor, muito em razão do decaimento de seu valor de mercado. Quando escrevemos a carta específica sobre nosso investimento em IRB, a companhia era avaliada em cerca de R\$ 42 bilhões. Em 30 de junho de 2022, seu valor de mercado era de R\$ 2,5 bilhões<sup>15</sup>, mesmo após ter realizado um aumento de capital de R\$ 2,3 bilhões em agosto de 2020. Os cerca de R\$ 200 milhões de valor de mercado residuais ao aumento de capital efetuado correspondem a uma queda ao redor de 99,5% em pouco mais de dois anos. Seguiremos com o mesmo foco em oportunidades *short*, porém não será trivial nos depararmos com outra história como essa em nossas carreiras.

Voltando um pouco mais no tempo, podemos lembrar que iniciamos nosso investimento *short* em IRB em maio de 2018, menos de um ano após a empresa ter realizado seu IPO, em julho de 2017, há cinco anos. Guardem essa data como referência.

Em nossa última carta, comentamos sobre o grande número de empresas brasileiras que abriram capital nos últimos anos. Para investidores focados no Brasil, seria natural esperar que um maior número de companhias listadas acabasse por se refletir em oportunidades novas de alocação de nossos recursos. Há algumas páginas, comentamos como fizemos investimentos *long* em algumas dessas empresas, que, inclusive, foram detratórias ao desempenho recente. Agora, um suspiro sobre um aspecto que tem sido mais favorável.

Em nosso portfólio *short*, tem sido bastante destacada a presença de companhias que abriram capital no passado recente. No ano de 2021 e no primeiro semestre de 2022, 6 das 7 contribuições positivas importantes que tivemos nessa estratégia não eram listadas antes de julho de 2017, data do IPO do IRB. O contexto da maior parte desses outros investimentos estava descrito em nossa última carta:

*“No universo de investimento que mais nos interessa, enxergamos sinais de excesso em determinados nichos de mercado, geralmente naqueles cercados por temas “hot” a nível global, tais como energias renováveis e tecnologia (...) Combinar preços exagerados com expectativas inatingíveis e percepções demasiadamente favoráveis sobre a qualidade de negócios é uma receita conhecida para se obter, no melhor dos casos, retornos sofríveis ao longo do tempo.”*

Com esse pano de fundo, mas sobretudo com análise individual de cada companhia, as outras contribuições importantes acabaram sendo decorrentes de investimentos *short* em “*fintechs*”, um programa de afiliados de e-commerce e um fornecedor da cadeia de energia renovável. Na sequência, comentamos sobre dois investimentos: (i) Aeris Energy, por ilustrar o benefício gerado pelo aumento da nossa capacidade em pesquisar novos negócios, ao mesmo tempo que extraímos sinergia com setores aos quais nos dedicamos há longo tempo; e (ii) Nu Holdings, maior contribuição de performance dentro do portfólio *short* no último semestre.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

O IPO da Aeris Energy, fabricante de pás para geradores de energia eólica, é um exemplo característico da dificuldade de se investir em empresas na ocasião de sua listagem, quando há grande assimetria de informações entre compradores e vendedores. Em novembro de 2020, após análise inicial da companhia, optamos por não participar da oferta de ações. As elevadas expectativas de rentabilidade e crescimento para um negócio

---

<sup>15</sup> IRBR3 a R\$ 2,03 em 30 de junho de 2022.

aparentemente arbitrado, em conjunto com o pouco tempo de análise, típico de processos de IPO, foram fatores que nortearam nossa decisão. Outro ponto que nos chamou atenção foi o valor de patrimônio líquido pré-oferta de apenas R\$ 172 milhões, o que suscitou dúvidas sobre as barreiras de entrada e a replicabilidade do negócio. A precificação do IPO implicava um múltiplo de aproximadamente 20x o valor contábil de antes da oferta, algo raramente visto em empresas com perfil de bens industriais.

Impulsionadas pelo tema de energias renováveis, e todo o otimismo que o acompanha, as ações da Aeris tiveram um começo espetacular na bolsa, valorizando-se +132% passados apenas dois meses da oferta. Após profunda análise, avaliamos que as expectativas que sustentavam os elevados múltiplos em que a ação era negociada pareciam distantes da realidade da companhia e montamos uma posição vendida na empresa.

Projetos de energia eólica são tipicamente contratados em processos extremamente competitivos, em que constroem suas usinas as geradoras que oferecem o menor preço de energia. Estabelecido o valor da energia vendida, receita responsável por remunerar toda a cadeia, a geradora seleciona o fornecedor dos aerogeradores, conhecido na indústria como OEM<sup>16</sup>. O OEM, então, subcontrata a Aeris para a fabricação das pás dos aerogeradores. O OEM é o participante da cadeia que desenvolve a inteligência que existe nas pás em termos de formas e materiais, sendo, inclusive, responsável pela especificação de cada molde de produção.

Geradoras de energia e fabricantes de aerogeradores possuem *ROICs* historicamente baixos, o que deveria motivar pressões constantes em seus fornecedores visando à redução de custos para ganhar competitividade. No entanto, nos anos recentes, a demanda no Brasil e EUA, os dois mercados relevantes para a atuação da Aeris, estava inflada por uma corrida de entrega de projetos a tempo de gozarem de subsídios governamentais. Beneficiada por esse contexto, a companhia vinha apresentando alta rentabilidade e forte crescimento, o que levou participantes do mercado a atribuírem múltiplos elevados ao avaliarem seu negócio.

Em relação à rentabilidade, ponto central da nossa tese, entendemos que os resultados vigentes na época do IPO não eram uma referência adequada para o futuro: havia um desequilíbrio claro na cadeia de energia eólica que tornava a manutenção do alto retorno sobre capital investido da Aeris desafiadora. Mesmo com a demanda aquecida, de um lado, víamos geradores de energia competindo ferozmente por novos contratos, entregando retornos apertados em seus novos projetos. Do outro, OEMs vinham sofrendo com pressões de custos e reportando resultados cada vez piores.

O segmento de fabricação de pás é um mercado que se desenvolveu no Brasil não por vantagens competitivas naturais claras, mas sim por exigências de regra de conteúdo local para obtenção de financiamentos de bancos de fomento nacionais. Em nosso estudo de Aeris, por não termos encontrado vantagens competitivas que justificassem perpetuar elevado retorno sobre capital, achávamos provável que os novos contratos firmados por seus clientes buscassem endereçar o desequilíbrio anteriormente mencionado. Esse cenário de arbitragem dos retornos se tornava mais provável tendo em vista que a receita era concentrada em poucos OEMs, sendo que as pás são um dos componentes de maior relevância nos custos totais desses clientes.

A despeito do inquestionável potencial de expansão da energia eólica no mundo, identificamos um excesso de otimismo de alguns analistas em relação ao crescimento da Aeris. Por vezes, nos deparamos com projeções de demanda doméstica que ignoravam o efeito conjuntural do fim de subsídios da fonte eólica, e que divergiam frontalmente do cenário enxergado pela Empresa de Pesquisa Energética (EPE) em seu planejamento do sistema elétrico brasileiro. Em relação às exportações, a empresa possui relevância principalmente no estado americano do Texas e o enorme tamanho das pás eólicas indica a necessidade de considerações logísticas para análises bem fundamentadas. Entretanto, frequentemente, projeções de crescimento excepcional durante anos a fio eram embasadas simplesmente em premissas de incremento de “*global market share*”.

Após o ânimo inicial, foram necessários poucos trimestres para que uma importante pressão de margens e crescimentos abaixo do esperado tornassem inevitável uma significativa revisão de expectativas. Com a deterioração de resultados ainda mais rápida do que imaginávamos e a expressiva queda da ação, nossa posição *short* se encontrava extremamente reduzida no fim do semestre.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

<sup>16</sup> *Original Equipment Manufacturer.*

Em dezembro de 2021, a Nu Holdings (Nubank), maior banco digital da América Latina e detentora de uma base de investidores renomada, realizou uma das estreias mais aguardadas das bolsas de valores. Com o suporte de investidores âncora em sua oferta, a companhia foi avaliada em R\$ 231 bilhões, passando a ser a instituição financeira mais valiosa da América Latina. Essa precificação, substancialmente acima da última rodada de captação privada, se torna ainda mais emblemática quando confrontada com a performance que vinha sendo apresentada pelas “*fintechs*”<sup>17</sup> brasileiras listadas em bolsa – que, àquele momento, caíam em média 56% dos seus *highs* recentes – e foi acentuada pelo admirável desempenho da ação em seus primeiros pregões. Ao final do seu segundo dia de listagem, o Nubank estava avaliado em R\$ 306 bilhões.

Sendo o principal expoente no ambiente de bancos digitais no Brasil, o Nubank se enquadrava em um grupo de empresas que a equipe da Squadra estudava com afincamento muito antes do contexto do IPO. Com um histórico impressionante de crescimento de base de clientes e NPS (*Net Promoter Score*) fantástico, o banco digital já era há algum tempo peça fundamental para o entendimento da dinâmica competitiva do varejo bancário no país. Frente à admiração prévia que possuíamos pela trajetória da empresa, entretanto, se sobrepôs uma combinação de fatores no momento do IPO que julgamos desfavoráveis a uma evolução positiva do preço de suas ações. Partindo de uma avaliação de mercado elevada e projeções que nos pareciam excessivamente otimistas, nos deparamos com uma relação de risco-retorno que avaliamos bastante assimétrica, especialmente tendo em vista o ciclo de crédito que se anunciava. Dessa forma, em seus primeiros meses de listagem, acrescentamos o Nubank em nosso portfólio *short* e mantivemos uma exposição vendida no fundo Squadra Long-Biased desde então.

Em relação ao valuation, o primeiro elemento que nos chamou atenção foi o conjunto de métricas sob o qual os bancos de investimento participantes da oferta encorajavam os investidores a avaliar a Nu Holdings. Na seleção de companhias comparáveis, destacavam-se algumas empresas de *fee businesses*, pouco intensivas em capital, não reguladas e sem exposição a risco de crédito. Em termos de múltiplos, eram sugeridas métricas como *Price-to-Sales* ou até *Price-to-Gross Profit*, naquele momento já em rota de descrédito mesmo para empresas de software. Estava claro que o negócio da empresa era percebido por alguns participantes do mercado através de lentes bem diferentes das que utilizávamos. Como consequência, o valor de mercado atribuído ao Nubank era de mais de 9x seu expressivo valor patrimonial de R\$ 25 bilhões<sup>18</sup>, já considerando a capitalização do IPO. Isso significava um prêmio em relação ao *Book Value* superior a R\$ 200 bilhões, maior que a soma do prêmio sobre valor patrimonial observado nos três bancos privados de maior receita no Brasil. Largando de um ponto de partida de prejuízos correntes, a matemática implícita nessa avaliação era sem dúvida desafiadora.

As projeções adotadas por analistas de *sell-side* partiam de uma premissa central, com a qual concordamos: o Nubank seria capaz de expandir sua receita por cliente através de *cross-sell*, ao mesmo tempo em que se manteria como um provedor de baixo custo no setor bancário. No entanto, nos despertou desconforto o principal ingrediente desse plano de negócios: a carteira de crédito pessoal. Crucial para os resultados e a geração de valor da companhia, os números indicavam uma trajetória de crescimento estelar e sem volatilidade na rentabilidade. A bola de neve dos crescimentos compostos indicava que, em poucos anos, o Nubank se tornaria por uma larga margem o principal *player* dessa modalidade de crédito.

O diagnóstico de que o valor atribuído à companhia era embasado na construção impecável dessa carteira nos sinalizou que havia um significativo risco de execução, especialmente tendo em vista a natureza do produto. Ao longo dos anos estudando os grandes bancos de varejo, aprendemos que o crédito pessoal é, certamente, uma das principais fontes de lucros do sistema financeiro. Por outro lado, trata-se de um produto com risco intrinsecamente alto e muito exposto aos ciclos de inadimplência.

Pelo histórico desses ciclos, percebe-se que existem dois principais motivos que explicam períodos de deterioração de qualidade de crédito, sendo um deles endógeno (“*lending standards*” ou oscilações no apetite de risco) e outro exógeno (desaceleração de crescimento econômico e de renda). No caso do Nubank, o ritmo de crescimento vinha sendo excepcionalmente forte, enquanto, no sistema, os indícios de virada no ciclo de inadimplência já eram visíveis. Sem a figura de um “banqueiro” tradicional, acostumado aos ciclos de crédito em um país como o Brasil, alguns analistas acreditam que a companhia possui capacidade de subscrição de crédito

<sup>17</sup> Desde o *high* até o IPO da Nu Holdings, cotações em R\$. Stone (-81%), Banco Inter (-55%), PagSeguro (-54%), Banco Pan (-52%) e XP Inc. (-40%).

<sup>18</sup> Patrimônio Líquido de R\$ 24,6 bilhões nas demonstrações contábeis de 31 de dezembro de 2021.

superior aos demais *players*, suportada por bases de dados estruturadas e algoritmos com uso de inteligência artificial. Não obstante considerações subjetivas, nossa abordagem objetiva foi observar o histórico de inadimplência do cartão de crédito do Nubank (produto mais maduro da instituição) e constatar que ele não era imune aos ciclos de inadimplência: quando o sistema piorava, ele piorava também. Esse mesmo histórico também nos revelou que, quando confrontada com uma perspectiva de aumento acentuado na inadimplência, a administração havia optado por desacelerar bruscamente o ritmo de crescimento, como foi o caso durante a primeira fase da pandemia, em 2020.

Na distribuição de cenários, nos pareceu extremamente provável que, em um momento não muito distante no tempo, o Nubank se deparasse com uma situação na qual teria que escolher entre continuar crescendo rapidamente, mas se expondo a um risco desproporcional de inadimplência, ou desacelerar para preservar a qualidade da carteira. Ao nosso ver, porém, a precificação atribuída pelo mercado não acomodava nenhuma dessas opções. Dada a relevância desse componente, julgamos que se tornaria central e dominante em relação a prováveis evoluções positivas que enxergávamos, como lançamentos de novos produtos de crédito e reduções na despesa de captação de depósitos.

Passados alguns meses desde que iniciamos nossa posição vendida, vemos hoje que nossas preocupações se mostraram, em certo grau, válidas. O cenário de inadimplência de pessoas físicas, no sistema bancário como um todo, vem deteriorando de maneira importante e o Nubank não tem passado ileso, com aumento de atrasos e piora de *ratings* na carteira. Em meio ao *sell-off* global de empresas de alto crescimento com perfil tecnológico, temos visto uma crescente preocupação com a situação de inadimplência, bem como o surgimento de dúvidas sobre o ritmo de crescimento e tamanho potencial da carteira de crédito, um quadro que entendemos que pode perdurar por algum tempo. Como a assimetria de valuation é menos marcada do que era há alguns meses, nossa posição em 30 de junho era inferior àquela que tivemos ao longo do último semestre.

---

## Considerações sobre operações societárias envolvendo ativos de controlador

---

Ao longo do ano de 2021, vivenciamos duas importantes operações societárias no setor elétrico, envolvendo empresas listadas em bolsa e ativos pertencentes aos respectivos grupos controladores: Omega e CESP. Como acionistas minoritários com participação relevante nas duas companhias no momento do anúncio das operações, julgamos por bem dividir com os senhores nossas impressões sobre os processos, bem como passar uma visão geral sobre transações dessa natureza.

No dia 24 de setembro de 2021, a Omega Geração (“Omega” ou “OG”) anunciou ao mercado uma proposta de combinação de negócios com a Omega Desenvolvimento (“OD”), pertencente aos acionistas controladores da OG e detentora de projetos de geração eólica e solar ainda a serem desenvolvidos (no jargão do setor, “*pipeline* de projetos”). Para os pouco familiarizados com a história, essa estrutura apartada, com uma companhia operacional e outra sendo a proprietária do *pipeline* de crescimento, havia sido uma escolha dos controladores à época do IPO da Omega, ainda em 2017. Temendo que o mercado não precisasse corretamente o *pipeline*, os controladores decidiram abrir o capital apenas da companhia operacional, com ativos já construídos e razoavelmente contratados para o futuro, sem incorrer no risco de construção dos novos projetos. Tratava-se de uma “*yield company*”, na classificação da moda à época. O objetivo agora era justamente fundir os dois braços e dar origem à Omega Energia.

Pouco tempo depois, no dia 18 de outubro do mesmo ano, a CESP – geradora de energia elétrica privatizada em 2018 – anunciou que seus acionistas controladores, Votorantim S.A. (“Votorantim”) e Canada Pension Plan (“CPPIB”), haviam proposto uma combinação de negócios que culminaria na integração da CESP com os ativos de energia renovável e a comercializadora de energia detidos pelo grupo de controle. Nasceria, alguns meses depois, a Auren Energia (“Auren”).

Por se tratar de transações com partes relacionadas, em virtude do inerente conflito de interesses, a negociação dos protocolos de incorporação e da relação de troca entre as companhias envolvidas, atos de responsabilidade dos administradores da empresa controlada, são guiados pelo Parecer de Orientação CVM 35 (“Parecer 35”). Resumidamente, ele estabelece duas alternativas para a concretização da operação: (1) a constituição de um comitê especial independente para negociar e submeter suas recomendações ao conselho de administração da empresa listada, com o controlador podendo votar na assembleia; ou (2) que a transação seja condicionada à aprovação da maioria dos acionistas não conflitados, exclusivamente.

Ainda que as situações fossem análogas, cada empresa optou por um caminho distinto. A Omega decidiu por conferir aos minoritários o poder de decisão sobre a operação, o que, à primeira vista, foi bastante celebrado por analistas de mercado e consultores de governança corporativa. Votorantim e CPPIB, por outro lado, optaram pela constituição do comitê especial independente, guardando para si o direito de voto em eventual assembleia. Nesse caso, a reação instintiva foi de críticas e desconfiança com relação à governança da combinação de negócios. Entretanto, curiosamente, as avaliações finais de ambas as operações foram no sentido contrário ao das impressões preliminares: a condução da transação da CESP foi bem avaliada pela maioria dos participantes de mercado, enquanto a da Omega não teve o mesmo sucesso na nossa avaliação, inclusive com uma significativa parcela dos minoritários tendo votado contra a aprovação da matéria.

Tendo participado ativamente de ambas as reestruturações, como discorreremos a seguir, estamos convictos de que, em processos relacionados ao Parecer 35, as garantias e *checks and balances* existentes não são suficientes para resguardar completamente os investidores minoritários. O controlador continua com amplo poder de influenciar o resultado da combinação e, portanto, caso não possua uma visão construtiva de longo prazo para a empresa combinada, a transação não será boa para os acionistas da empresa listada, independente do caminho trilhado.

No caso da Omega, após a divulgação da operação ao mercado, foi estabelecido o prazo de 34 dias para a realização da assembleia de acionistas em que os minoritários decidiriam o futuro das companhias envolvidas, um prazo estreito para a apropriada análise de um processo de tamanha importância e complexidade. Aliado a isso, uma apresentação de PowerPoint com 11 páginas (sendo as 2 primeiras páginas compostas pelo título e pelos *disclaimers*), elaborada pelo assessor financeiro contratado pela OG, foi disponibilizada para balizar e auxiliar os minoritários na avaliação dos ativos do controlador. Apresentação essa que, de acordo com os *disclaimers*, não

deveria ser considerada um laudo de avaliação ou uma *fairness opinion* (opinião externa independente). No referido documento, o valor chancelado para os ativos da OD chamou a atenção: R\$ 2,7 bilhões pelo *pipeline* de projetos, uma cifra consideravelmente acima do valor justo daqueles ativos, em nossa visão.

Após a divulgação dos termos propostos, a OG promoveu reuniões com seus acionistas para defender o negócio, ressaltando que o cenário de não aprovação traria incertezas e preocupações para a companhia listada. Posteriormente, a companhia propôs uma nova relação de troca valorando os ativos da OD em R\$ 2,0 bilhões. A Squadra e outros acionistas, que conjuntamente totalizavam 28,6% das ações da OG, escreveram uma carta para a companhia reconhecendo os méritos de uma eventual fusão, mas apontando como essa nova relação de troca ainda falhava em capturar o valor correto da empresa listada, bem como não incorporava todos os riscos e desafios associados aos projetos de desenvolvimento da entidade não-listada. Nessa ocasião, o grupo de acionistas sugeriu uma relação de troca que implicava um valor de R\$ 1,6 bilhão para a OD.

Após diversas negociações entre a companhia e parte de sua base acionária, a transação foi aprovada pelos minoritários por uma pequena margem de votos (52% x 48%) em uma relação de troca que valorava a OD em aproximadamente R\$ 1,8 bilhão, acima do valor sugerido na carta subscrita por nós, e 33% abaixo do valor inicialmente proposto pela companhia.

A votação apertada, com quase metade da base de minoritários em desaprovação, incluindo-se nesse grupo a Squadra, evidencia o quão turbulento foi o processo. A dura realidade, em processos desse tipo, é que os acionistas minoritários, em geral, não querem estar na posição de rejeitar a operação. O receio do *day after* acaba imperando e o desejo de evitar as incertezas sobre as ações futuras do acionista controlador se sobrepõem à vontade de brigar por uma transação justa. Alguns meses após a aprovação da fusão, optamos por vender a posição dos fundos em Omega, realocando em outras oportunidades de investimento no setor elétrico.

Voltemos as atenções agora ao caso de CESP. Tal transação, vale ressaltar, já era esperada por nós desde a privatização da companhia, ao final de 2017. Em nossa carta de 2018, escrevemos:

*“Quanto à CESP, o futuro operacional promissor conviverá com os riscos de governança, dada a estrutura acionária dos novos controladores, que possuem outros ativos no setor e que serão, cedo ou tarde, competidores da própria CESP na busca pela expansão de seus respectivos negócios. Permaneceremos atentos a esse ponto no acompanhamento do investimento.”*

Atentos a esse risco para a companhia listada, antevedo a provável operação com partes relacionadas, elegemos, ainda em 2018, nosso sócio Felipe Dutra para a posição de conselheiro de administração, como representante dos acionistas preferencialistas, acreditando ser possível a sua participação ativa nessa eventual operação. Três anos depois, em 2021, ao decidirem por incorporar a CESP a seus ativos não listados, Votorantim e CPPIB optaram justamente pela constituição do comitê especial independente, cuja função seria de analisar os valores relativos dos ativos. De imediato, convidaram nosso sócio para ser um dos três membros participantes.

Embora a CVM recomende a participação do conselheiro eleito pelos minoritários, há outros formatos possíveis previstos no Parecer 35 para a formação do comitê. Os controladores poderiam, inclusive, formar um comitê composto apenas por membros independentes *outsiders*. Mas Votorantim e CPPIB optaram, desde o início, pela condução transparente do processo.

Em operações conduzidas por um comitê especial desse tipo, a diligência tende a ser mais detalhada, profunda e, não menos importante, documentada. Todas as reuniões do comitê são registradas em atas, arquivadas na sede da companhia aberta. O comitê é assessorado, jurídica e financeiramente, por instituições de primeira linha e, adicionalmente, pode contratar consultores externos para avaliar determinadas variáveis que julgue importantes. Não há um período determinado para o fim dos trabalhos, podendo durar meses, eventualmente, bem como não há limites para a quantidade de informações a serem solicitadas. Finalmente, há a emissão de uma *fairness opinion* em que o assessor financeiro referenda formalmente a relação de troca acordada. Esse foi exatamente o processo realizado na CESP.

Entretanto, como dito anteriormente, a escolha desse caminho obviamente não significa que o processo será conduzido de maneira apropriada. Há espaço para abusos de um eventual controlador ousado, já que ele

---

possui larga influência na escolha dos membros do comitê. Caso seja eleito o “clube do charuto” do controlador, pronto: o espaço está aberto para pressionar por uma transação desvantajosa para os minoritários.

Por esses motivos, reforçamos nossa convicção que o principal conceito por trás do sucesso de operações desse tipo está na visão construtiva de longo prazo dos acionistas controladores, independentemente do caminho a ser escolhido para a reestruturação. Seguindo essa trilha, evita-se a desconfiança de acionistas e o aparecimento dos corriqueiros descontos de governança. Os acionistas controladores permanecem com suas ações bem avaliadas no mercado, podendo inclusive se valer de acesso a capital em termos adequados em caso de eventual necessidade.

Voltando ao caso de CESP, a relação de troca final aprovada de forma unânime pelo comitê e pelo conselho de administração pouco se alterou da proposta inicial divulgada pelos controladores. Aplaudimos a condução da transação por parte de Votorantim e CPPIB e vislumbramos um futuro próspero para a companhia combinada. Continuamos carregando uma posição importante para nossos fundos em ações de Auren.

Por último, consideramos apropriado comentar que, passada a transação, optamos pela não continuidade do Felipe Dutra como conselheiro de administração da nova companhia. Sempre que ponderamos sobre participar diretamente de algum conselho, procuramos medir com cuidado os prós e contras tanto para a companhia, quanto para os cotistas da Squadra. Nesse caso, julgamos que a Auren estará em boas mãos e que, daqui por diante, nossa contribuição seria marginal. Dessa maneira, as externalidades negativas que tal participação poderia causar na gestão de nossos fundos prevaleceram, e, portanto, decidimos encerrar esse ciclo. Nos colocamos, como acionistas, à disposição para qualquer contribuição que a administração da nova companhia julgue necessária.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho, nos 14 anos de existência de nossos fundos. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou quaisquer outros de seu interesse.

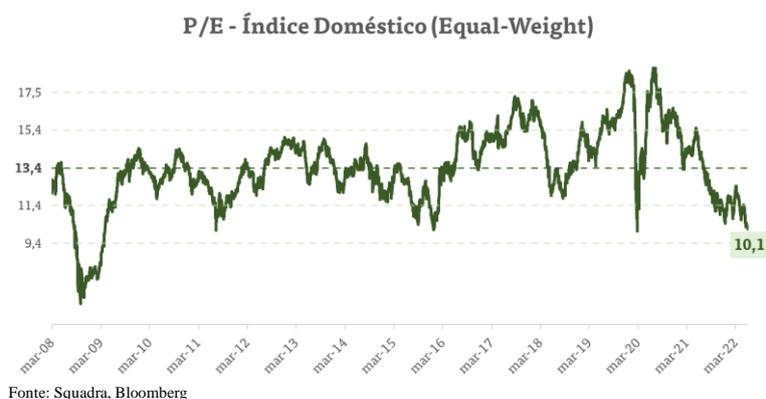
Atenciosamente,

Equipe Squadra

## Apêndice: Valuations e Margens de Lucro

O objetivo deste apêndice é, de forma bastante simplificada, ilustrar alguns comentários que fizemos ao longo da carta. Para tal, buscamos quantificar em que ponto estão os valuations e as margens de lucro líquido de dois perfis de empresas em comparação ao histórico desde o início da Squadra. Antes de prosseguirmos, importante reforçar que nossas decisões de investimento do portfólio são feitas analisando individualmente o negócio e a relação entre preço e valor de cada oportunidade de investimento, e não a partir de observações agregadas como as tratadas neste apêndice.

Para o presente exercício, primeiramente, selecionamos 40 empresas<sup>19</sup> não produtoras de commodities, diversificada entre setores, majoritariamente expostas à economia doméstica, listadas em bolsa há nove anos ou mais e com histórico de terem margens de lucro consistentemente positivas. O gráfico abaixo mostra o *Price-to-Earnings (P/E)* projetado dos próximos 12 meses para um índice *Equal-Weight*<sup>20</sup> formado por essas empresas. Para a construção desse histórico, utilizamos as estimativas de lucros do consenso de analistas de mercado. O critério selecionado foi o de lucro líquido ajustado, por eliminar eventuais receitas e despesas classificadas como não recorrentes.



Como comentamos na carta, no mercado em geral, temos visto empresas reputadas negociando em valuations que não estavam disponíveis até algum tempo atrás e observados apenas em outros momentos de profunda incerteza macroeconômica, como a crise do Euro e *downgrade* da dívida soberana dos EUA em 2011, a recessão pré-impeachment em 2015 e a eclosão da pandemia em 2020. Múltiplos mais baixos do que os do encerramento do semestre foram observados apenas no período da crise financeira global de 2008/09.

Considerando que os valuations correntes se encontram consideravelmente abaixo da média histórica nos 14 anos desde o início da Squadra, aproveitamos para analisar o histórico de margem líquida desse mesmo grupo de empresas. No mercado americano, tem se tornado frequente uma leitura de que as margens de lucros das empresas ainda estão bastante acima de patamares históricos e a próxima perna do *bear market* poderia vir de revisões de lucros para baixo, principalmente caso o país entre em recessão. No caso do Brasil, as margens líquidas se encontram em patamares inferiores a referências do passado para as empresas ligadas à economia doméstica.

<sup>19</sup> Ambev, Arezzo, B3, Banco do Brasil, BB Seguridade, Bradesco, brMalls, CCR, Cielo, CPFL, Cyrela, Energias do Brasil, Engie, Equatorial Energia, Fleury, Hering, Hypera, Iguatemi, Iochpe-Maxion, Itaú Unibanco, Localiza, Lojas Renner, Marcopolo, M. Dias Branco, MRV, Multiplan, Natura, Odontoprev, Porto, Qualicorp, Raia Drogasil, Sabesp, Santander Brasil, Sulamérica, TIM Brasil, Totvs, Ultrapar, VIVO, Weg, Yduqs.

<sup>20</sup> Todas as empresas possuem o mesmo peso na composição do índice.

### Margem Líquida - Índice Doméstico (Equal-Weight)



Quando procedemos a mesma análise para as empresas produtoras de commodities, nos deparamos com um quadro com diferenças notáveis. Para analisar companhias desse perfil, foram selecionadas 13 empresas<sup>21</sup> com histórico longo de capital aberto e diversificadas entre indústrias. Dada a relevância de Petrobras e Vale no universo de commodities brasileiro, foram atribuídos na composição do índice peso 4 para essas 2 companhias e peso 1 para as demais 11 empresas.

Nos gráficos abaixo, como salientamos na seção da carta que trata de empresas produtoras de commodities, fica evidente quão baixos são os múltiplos de lucro atuais e quão elevadas estão as margens líquidas para empresas do segmento. Interessante salientar que os múltiplos observados em determinados momentos de incerteza macroeconômica, como a recessão pré-impeachment em 2015 e a eclosão da pandemia em 2020, diferem profundamente daqueles de empresas domésticas, pois tais ocasiões coincidiram com quedas acentuadas nos preços globais de commodities, pressionando significativamente a margem das empresas.

### P/E - Índice Commodities



### Margem Líquida - Índice Commodities



<sup>21</sup> Braskem, BRF, CSN, Gerdau, JBS, Klabin, Marfrig, Petrobras (peso 4), SLC Agrícola, São Martinho, Suzano, Usiminas e Vale (peso 4).