

Carta 1º Semestre de 2021

23 de agosto de 2021

Prezados investidores,

Em nossa última carta, comentamos como a pandemia intensificou a quantidade de mudanças que realizamos no portfólio. Passados 6 meses, voltamos à mesma narrativa, mas desta vez por uma coleção de motivos distintos.

Esta carta está dividida em 4 sessões. Primeiro, passamos por uma abordagem conceitual sobre como pensamos investimentos até seus eventuais desinvestimentos. Em seguida, pelos três eventos mais emblemáticos desse semestre, tangibilizando a filosofia na prática.

O Arbor Global Equities BRL (“Fundo”) encerrou o primeiro semestre de 2021 com rentabilidade de 12% no ano e acumula 469% desde o início¹ – ambos os retornos são líquidos de taxas e custos. A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada [em nosso site](#), com mais detalhes em nossa lâmina mensal.

Nomeamos o Fundo a partir da sua estratégia: investimentos em ações globais sem exposição cambial – ou seja, as cotas não estão sujeitas a ganhos ou perdas materiais com a flutuação de moedas. Além disso, por filosofia, o Fundo é *long-only*, 100% investido, não utiliza alavancagem e todos os investimentos são estruturados com a mentalidade de longo prazo.

Monitorando o longo prazo

Excelentes modelos de negócios, com boas pessoas e oportunidade de crescimento secular são elementos chave para geração de valor. Investir a longo prazo em empresas com essas características é um caminho conhecido para retornos acima da média, desde que não se pague caro demais.

Essa estratégia é simples, mas não é fácil. Principalmente porque exige tempo, e tempo exige paciência – uma virtude cada vez mais escassa.

Em um mundo dinâmico, com a atenção sequestrada por notificações e estímulos de gratificação imediata, é ainda mais tentadora a busca por atalhos para a riqueza. E casos de

¹ Início em 20 de março de 2014 como Clube de Investimentos Arbor e convertido em fundo em 23 de março de 2015 - a rentabilidade acumulada desde o início do fundo é de 377%.

sucesso, seja pela repentina valorização de ações de uma empresa ou pelo *payoff* desproporcional de derivativos, seduzem.

Em retrospecto, os resultados dos investimentos parecem óbvios e previsíveis, mas o olhar probabilístico não se deixa persuadir por jogos de azar.

Oportunidades extremamente assimétricas, com baixo risco e cenários desproporcionais de retornos no curto prazo, são extremamente infrequentes. Caímos na falácia de julgar as chances a partir do resultado e, com isso, interpretamos o "possível" como "provável". Em um jogo de futebol geralmente conseguimos discernir as probabilidades e separar bem essas palavras, mas por algum motivo em investimentos temos uma tentação pelo misticismo.

Investimos a longo prazo não porque preferimos ver o dinheiro crescendo devagar. Se fosse possível multiplicar o capital de forma acelerada, com recorrência e baixo risco de perda permanente, fatalmente seguiríamos esse caminho, mas esses elementos não se combinam. Investimos a longo prazo porque, em um jogo infinito, é a melhor estratégia para maximizar as nossas chances de permanecermos no jogo.

Mas isso não significa investir e esquecer. Significa investir e acompanhar; ou acompanhar e investir, e continuar acompanhando.

Se o investimento segue a trajetória esperada, entregando todos os KPIs ou surpreendendo favoravelmente, o trabalho é facilitado e o tempo toma conta do resultado. Mas a prática costuma divergir da teoria, e o dinamismo atual também significa que os cenários competitivos mudam rápido e que empresas dominantes podem se tornam ameaçadas e até obsoletas. Além disso, o nosso julgamento inicial pode se provar equivocado e mesmo o investimento que dá certo eventualmente matura.

Por isso, a estratégia de se investir a longo prazo demanda monitoramento constante. E sempre que ocorre uma mudança de cenário, ou mesmo da nossa compreensão sobre o investimento, somos obrigados a reavaliar – muitas vezes, o desinvestimento surge como o mecanismo de ajuste.

Quando a política predomina

Nas últimas quatro décadas a China foi palco de um progresso econômico sem precedentes. Nesse ambiente, diversas empresas prosperaram.

Atualmente, o país ruma para se tornar a maior economia do mundo e já é o maior mercado consumidor. Antes associada à manufatura, à cópia e à pirataria, hoje a China é detentora de propriedade intelectual e os seus modelos de negócio inspiram empreendedores do mundo todo. Suas principais empresas exercem influência global e rivalizam com as maiores empresas americanas.

A relevância chinesa torna o estudo obrigatório.

Em 2016, quando já investíamos no Google, no Facebook e na Amazon, começamos a estudar o Baidu, a Tencent e o Alibaba, com o intuito original de procurar por pistas para opcionalidade. Mas a dominância, o alto crescimento, e a história fascinante das duas últimas nos levou ao investimento em ambas. O caminho natural foi estudar também outras empresas, e focamos principalmente nas investidas pela Tencent, como JD.com, Meituan e Pinduoduo.

De lá para cá, acompanhamos o crescimento dessas companhias, investimos em todas as citadas (com exceção do Baidu) e, apesar de sermos surpreendidos com notícias negativas, obtivemos bons retornos. No entanto, a pressão regulatória se intensificou recentemente e, à medida que escrevemos essa carta, novos episódios surgem. Os exemplos mais claros remetem ao Ant Group, à Didi e a todo o setor de After School Tutoring, mas esses casos não são exclusivos.

De repente, vimos a política chinesa invadindo nossas discussões; um tema que não temos vantagem competitiva e que tampouco desejamos construir. Nos lembramos do motivo central que nos fez investir globalmente: nos reservar de ter opinião sobre a política brasileira. Na política os cenários costumam ser transitórios, são muitas variáveis de controle e geralmente idiossincráticas.

Por isso, decidimos diminuir consideravelmente nossa exposição a companhias chinesas e limitar nossos investimentos a empresas que não são dominantes em seus mercados, não possuem capitalização de mercado elevada, e que não lidam com mídia, *fintech* ou dados sensíveis. Em outras palavras, consideramos proibitiva qualquer empresa que possa parecer uma ascensão de poder paralelo ao Governo Central.

Apesar desta decisão, vamos procurar não diminuir nossa atenção às empresas chinesas, inclusive àquelas que excluímos do nosso universo de investimento. Porque mesmo sem o retorno direto do investimento, estudar essas empresas nos mantém em dia com os modelos de negócios mais inovadores, e este conhecimento tem aplicação lateral.

No entanto, para investirmos a longo prazo precisamos conseguir abstrair dinâmicas políticas e macroeconômicas. Com essa premissa, privilegiamos negócios amparados por tendências seculares e geografias que incentivam o empreendedorismo. À primeira vista, a China pontua alto nestes pré-requisitos, mas suas tendências seculares são guiadas pelo governo e o empreendedor dança conforme a música.

O equívoco

A consolidação de setores é uma prática comum que pode gerar valor. A arbitragem entre o preço do ativo adquirido e as fontes de capital, e as oportunidades de sinergia de receita e de despesas, maximizam o lucro por ação e ampliam as barreiras de entrada.

Essa estratégia se torna ainda mais atrativa quando ela pode ser aplicada com recorrência em um negócio com economias de escala.

Há pouco mais de um ano, o setor de *third party sellers* virou alvo de agregadores. Mais de \$7 bilhões foram levantados em rodadas privadas perseguindo vendedores de e-commerce. Com um GMV 3P que supera \$300 bilhões, os vendedores da Amazon são o principal foco, mas já existem inclusive players dedicados ao ecossistema do MercadoLibre.

Alguns fatores tornaram essa tese em moda. O ambiente de 3P *sellers* é fragmentado e pouco profissionalizado, a grande maioria dos empreendedores não possui acesso a capital, e o e-commerce ainda possui uma longa avenida de crescimento. Ou seja, é um ambiente propício para aquisições em massa, com eficiências operacionais e financeiras rápidas, em um mercado endereçável crescente.

Fora isso, os compradores no e-commerce se relacionam com produtos de forma distinta que em um supermercado. A maior parte das buscas em um e-commerce de cauda longa são relacionadas ao item específico, ao uso, ou à ocasião, como "luzes de LED", "roupa de inverno", ou "dia das mães". Isso se traduz em uma baixa conexão com marcas em geral.

O antigo posicionamento na gôndola foi substituído pelo ranking da pesquisa online. Com isso, diversas marcas que se valiam como um atalho para a qualidade se tornaram ameaçadas, e os principais indicadores de qualidade passaram a ser inputs de um algoritmo que prioriza a conversão e a satisfação de compra – como avaliações, preço, taxa de devolução, disponibilidade em estoque, *bounce rate*, velocidade de entrega etc.

Nesse ambiente encontramos a Aterian, uma *small-cap* listada em bolsa que parecia possuir todos os atributos necessários para prosperar. Antes de se introduzir à dinâmica de aquisições, esta empresa já havia lançado diversos produtos na Amazon e, após 5 anos, atingiu \$100 milhões de receita anual.

Para isso, ela construiu sistemas proprietários que, além de eficiência, informavam onde havia descasamento de oferta e demanda no marketplace – ou seja, algumas buscas na Amazon não retornam produtos bem estabelecidos, e estas palavras-chave são oportunas para lançar produtos. Intuitivamente, o mesmo software que aponta esta oportunidade teria também vantagem para indicar produtos bem estabelecidos – onde o resultado da busca possui poucos produtos dominantes e uma cauda longa de produtos com menos visibilidade.

Acontece que essa tese de investimento possuía um defeito estrutural em seu modelo de negócios. Sua barreira de entrada, lastreada em avaliações e outros dados históricos, se mostrou extremamente frágil. Na ausência de marca, o produto é vulnerável à guerra de preços, e o alto ranking no resultado da pesquisa pode ser efêmero.

Somado a isso, a empresa enfrenta uma tempestade perfeita. Desde a pandemia, a cadeia de suprimentos ficou disfuncional e o custo do frete da China para os EUA escalou magnificamente. Para um negócio de margem apertada com desafios de capital de giro, a

situação é perigosa. Já para uma empresa que além disso é endividada, corre-se o risco do valor do *equity* ir a zero.

Felizmente, chegamos a esta realização a tempo de evitar uma perda permanente de capital relevante. Zeramos nossa posição inteira, e desde a data do desinvestimento a ação acumula 85% de queda.

A Aterian começou como uma posição pequena no Fundo. Compramos suas ações a \$17 e sua rápida e expressiva valorização a tornou em uma posição grande, ao atingir o preço de \$47. Saímos completamente do investimento a \$14 e, antes disso, fomos vendendo ao longo da queda. Tudo isso em apenas 6 meses.

Esse erro deixou uma cicatriz de quase 3% na cota, uma quantia que não é desprezível. Mas historicamente reservamos até 15% do PL para investimentos mais arriscados com alto potencial de valorização e, no agregado, essa estratégia contribuiu consideravelmente para o retorno do Fundo.

Erros também fazem parte do percurso. Costuma-se de dizer que o segredo está em errar pequeno e acertar grande.

Vantagens duradouras de conversão e retenção de clientes

No primeiro semestre de 2018, a Suprema Corte dos EUA revogou a lei que vedava os estados americanos de legalizarem a aposta esportiva. A partir desta data, cada estado pode definir suas próprias normas.

O mercado de aposta esportiva já é bem desenvolvido em países como Austrália e Reino Unido, mas na maior parte do mundo a indústria é explorada na ilegalidade do mercado negro ou na zona cinzenta da internet com websites em paraísos fiscais. Para um apostador, a principal vantagem da legalização é que reduz consideravelmente a fricção do *cash-in* e do *cash-out*.

E como já vimos diversas vezes, sempre que se reduz a fricção o mercado expande. Portanto, desde que soubemos que o maior mercado potencial de aposta esportiva estava legalizando, procuramos entender como essa indústria funciona e quais eram os players mais expostos a se beneficiar da aposta esportiva online.

Nesse exercício, chegamos a importante conclusão de que esse mercado não tende a concentração absoluta. Ao contrário de vários negócios digitais B2C, sites de apostas não possuem efeitos de rede exclusivos, porque mesmo a liquidez das apostas é compartilhada através de Market Makers e arbitradores. A própria distribuição de mercado dos países desenvolvidos nos guiava para esse raciocínio.

A partir de um processo de filtragem, chegamos a algumas empresas candidatas a investimento, mas foi uma companhia específica que identificamos como a melhor oportunidade ajustada ao risco: a Score Media.

Essa empresa familiar canadense possui uma história fascinante de três gerações de executivos com o sucesso consecutivo em três ramos da mídia: primeiro na TV a cabo; em seguida com emissoras de TV; e, finalmente, com aplicativos de celular. Todos esses negócios foram construídos do zero e um deu sequência ao outro: ao vender a TV a cabo para um consolidador, a família Levy investiu na emissora de mídia esportiva; ao vender a emissora para um grupo maior, mantiveram apenas o recém-criado aplicativo e a marca.

Um mercado nascente, com alto potencial, invariavelmente desperta o interesse de empreendedores e investidores. Essas condições costumam disparar uma corrida acirrada por participação de mercado, principalmente quando a recompensa é mais fácil de estimar.

Nesta disputa, uma das principais vantagens competitivas é possuir canais exclusivos de aquisição de clientes. Isso porque os meios mais democráticos – como o Google, o Youtube, o Facebook e o Instagram – sofrem inflação de preço com a competição, e mesmo taxas de conversão de clientes acima da média tendem a ser vantagens temporárias.

O aplicativo theScore, da Score Media, nos pareceu estrategicamente bem-posicionado nesse enredo. Lançado em 2008 ainda para celulares BlackBerry, a empresa alcançou pela primeira vez audiência fora de sua geografia canadense, e se tornou o terceiro maior aplicativo de mídia esportiva da América do Norte, e o de maior frequência de uso.

Diferente da maioria, o aplicativo theScore não é apenas de notícias, seu foco principal é fornecer estatísticas em tempo real. Assim, sua base cativa, altamente engajada, provida de dados cruciais para aposta, parecia propícia para se tornar apostadora. Mas até então, seus 4 milhões de usuários mensais só eram monetizados através de propaganda digital, resultando em uma receita média anual por usuário de apenas \$6. Em contrapartida, um apostador médio remunera uma plataforma cerca de \$2.400 por ano – a disparidade de monetização (1:400) significava que 1% de conversão de usuários em apostadores quintuplicaria a receita da Score Media.

Enquanto a oportunidade nos parecia clara, o valor de mercado da empresa não precificava qualquer cenário de sucesso. Com ações ilíquidas listadas na TSX Ventures (bolsa de acesso no Canadá), não havia descoberta de preço e a Score Media era avaliada a 6,5x sua receita de propaganda, com um valor de mercado de \$155 milhões. Mesmo assim, a companhia precisou levantar uma oferta privada para estar capitalizada para esta nova indústria – era necessário caixa para pagar licenças estaduais (*setup fee*) e converter usuários em apostadores (CAC) – e nesse momento estávamos preparados para investir.

Nosso envolvimento com a Score Media se iniciou em dezembro de 2019. Tivemos inúmeras interações com os fundadores, com o CFO e com alguns investidores da empresa. Antes da oferta privada, em setembro de 2020, assinamos um NDA e conseguimos verificar *unit economics* que nos deram confiança com a estratégia. Participamos da oferta e iniciamos o investimento no Fundo.

Ao final de 2020, começou no Canadá o debate para legalização de aposta esportiva em moldes semelhantes aos americanos. Devido ao forte posicionamento da marca theScore no Canadá, a oportunidade para a Score Media é de se tornar um dos líderes da região e os mercados começaram precificar esta chance. Suas ações graduaram para a bolsa tradicional do Canadá e em seguida a empresa fez IPO na Nasdaq.

A abertura do mercado canadense era parte importante da tese de investimento, mas difícil de precisar quando. Em junho de 2021, o Senado concluiu com desfecho favorável e pouco mais de um mês depois a Score Media foi adquirida pela Penn National por \$2 bilhões.

Esse investimento retornou 6,8x o capital investido em 11 meses, mas a trajetória esteve muito distante de uma linha reta e mais se assemelhou a uma montanha-russa. Enquanto o retorno foi excelente para o período, a aquisição deixa um gosto amargo, pois ainda enxergávamos uma valorização de pelo menos 3x nos próximos 3 a 5 anos.

Mas uma vez que as ações da Score Media passaram a corresponder a uma fração das ações da Penn National, a tese de investimento mudou para outra empresa. Nesse caso, decidimos por diminuir substancialmente nossa posição.

Notas finais

Fundo dolarizado:

Em abril de 2021 inauguramos o fundo dolarizado, chamado Arbor Global Equities USD FIA. Ele possui os mesmos investimentos e segue as mesmas características de investimento mínimo, liquidez e público-alvo do fundo Arbor Global Equities BRL. O que muda é o benchmark de performance, que segue o MSCI World em dólares – um índice global de ações.

Este fundo já está disponível em várias plataformas. Para mais informações entre em contato.

Objetivo, Estratégia e Volatilidade:

O objetivo do Fundo é entregar retornos acima da média no longo-prazo e mitigar a perda permanente de capital.

Entendemos que a melhor forma de cumprir esse objetivo é investindo em um conjunto de companhias com excelentes modelos de negócios, em tendências inevitáveis e adquiridas a preços atrativos.

Essa estratégia, entretanto, está exposta a volatilidade. Correções de preço são naturais e não buscamos suavizar o percurso cronometrando o mercado – uma prática que entendemos como detratora de foco e de performance.

Agradecemos a confiança,

Equipe Arbor

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.