

Carta de Gestão
4º Trimestre de 2021

“We are trying to figure out what is keeping – why is that castle still standing? And what’s going to keep it standing or cause it not to be standing five, 10, 20 years from now. What are the key factors? And how permanent are they? How much do they depend on the genius of the lord in the castle?”

Warren Buffet

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o ano de 2021 com rentabilidade de -16,53%, contra uma variação de -11,93% do Ibovespa.

Período	SFA EAC FIC FIA – BDR Nível I	IBOVESPA	CDI
4T21	-15,15%	-5,55%	1,85%
YTD	-16,53%	-11,93%	4,42%
Últimos 3 anos	44,65%	19,27%	13,70%
Últimos 5 anos	123,18%	74,05%	33,01%
Desde o início	226,54%	95,91%	99,97%

Enquanto no mundo os índices acionários bateram recordes, aqui nosso índice Bovespa terminou o ano com a primeira queda desde 2015.

A partir da segunda metade do ano, a decisão do governo de abandonar o teto de gastos e adotar uma agenda populista, aliada à inflação bastante alta, fez o Banco Central promover um dos mais rápidos ajustes monetários dos últimos 20 anos, saindo de uma Selic de 2% para, atualmente, 10,75%.

Com um ajuste tão brutal na taxa de juros e a perda do arcabouço fiscal, os ativos de risco locais se descolaram do cenário externo e sofreram bastante.

O Ibovespa, por ser concentrado em *commodities* e bancos (cujo valor caiu relativamente menos que o índice) não reflete a destruição de valor que vimos na bolsa, com diversos setores, como o de tecnologia, sendo dizimados. Empresas até então “queridinhas” do mercado sofreram quedas de até 80% e vários IPOs tiveram um gosto amargo para seus investidores.

Apesar do cenário macro conturbado, somos investidores de longuíssimo prazo e entendemos que a queda da bolsa deixou diversas empresas com preços que não correspondem à geração de valor que elas apresentam. Assim, aproveitamos para aumentar nossas posições em empresas das quais já somos acionistas e iniciar novos investimentos.

Para ilustrar esse ponto, trazemos o *holding period* do nosso fundo ao final de cada ano. Como podemos ver, somos acionistas há, em média, 5 anos das empresas que estão no nosso portfólio.



Abaixo, seguem os 5 investimentos que mais detratarem e contribuíram com a performance de nosso fundo em 2021:

5 Maiores Contribuidores	BPS	5 Maiores Detratores	BPS
GOGL34	259,86	SQUIA3	-696,41
PETR4	117,99	LREN3	-218,43
GOAU4	94,65	ITUB4	-197,47
XPBR31	93,42	PSSA3	-190,86
IFCM3	51,04	CIEL3	-145,90

Continuamos sócios de boas empresas e seguimos confiantes que elas irão gerar muito valor para nós, acionistas, ao longo do tempo.

Sinqia, Porto Seguro e Itaú são nossas maiores posições e respondem por, aproximadamente, 50% da nossa exposição. Já escrevemos cartas de gestão aprofundadas sobre os três *cases*, mas, pela relevância, vamos resumidamente atualizar cada um deles.

Sinqia

Somos sócios da Sinqia há 9 anos, desde quando a empresa fez o IPO em 2013. Desde então, suas ações tiveram um retorno anualizado em torno de 24%.

E, mesmo depois de tanto tempo, continuamos confiantes de que ela será capaz de gerar valor por vários anos.

Desde 2020, a economia brasileira tem vivido uma montanha russa, primeiro com a pandemia, seguida de recuperação no começo de 2021, e depois, a partir do segundo semestre, uma deterioração de expectativas aliada aos juros altos. As empresas de tecnologia sofreram bastante nesse cenário, mas, enquanto muitas

delas foram reprecificadas — com razão — a Sinqia vem mostrando uma melhoria operacional e geração de valor crescente, aliada a um preço com margem de segurança significativo.

Alguns números podem ajudar a suportar essa tese: em 2019, a receita líquida da empresa era de R\$ 175 milhões e deverá fechar 2022 com R\$ 600 milhões em nossas estimativas, um crescimento impressionante de 245% em dois anos. Já seu EBTIDA em 2019 era de R\$ 21 milhões (ajustado SFA) e, para 2022, projetamos, chegando a R\$ 150 milhões, um crescimento de 607%.

Uma parte dessa melhoria contínua e excelente perspectiva para 2022 é explicada pelas aquisições de boas companhias incorporadas ao portfólio da Sinqia. Com um invejável histórico de execução de aquisições, a máquina de M&A da Sinqia fechou, de 2 anos para cá, negócios com Newcon (líder em consórcio), Simply (*onboarding* digital), Fepweb (assinatura digital), Lote45 (sistema de risco para indústria de fundos), entre outras. Essas aquisições frequentemente têm dois pontos em comum: crescem organicamente mais que a Sinqia e possuem melhores margens EBITDA.

O resultado é uma Sinqia com mais geração de caixa e aceleração de crescimento orgânico consolidado (características não tão comuns de se encontrarem juntas). Também gostaríamos de destacar a ampla presença de mercado e larga liderança em *market share*; a entrada em verticais novas (inclusive ampliando TAM da empresa); as boas oportunidades de *cross-sell* (especialmente para as adquiridas) e, por fim, um negócio mais robusto e diversificado.

Como podemos notar, mesmo com o Brasil patinando, a Sinqia mudou relevantemente de patamar. Além disso, ela vem cada vez mais gerando valor para nós, acionistas, e apesar de suas ações terem caído por volta de 30% em 2021, seu valor intrínseco só subiu.

Somos investidores de longo prazo e pacientes. Apesar das oscilações de curto prazo, preferimos investir em negócios pelos quais possamos esperar e, assim, ver o crescimento de seu valor intrínseco.

Porto Seguro

A Porto Seguro este ano apresentou uma expansão na base de clientes e avançou na sua estratégia de diversificação de negócios. Conhecida pela sua forte presença em seguro de automóveis, a Porto dividiu os seus negócios em quatro verticais para ter maior foco nos diversos segmentos em que atua: seguros, saúde, negócios financeiros e serviços.

A divisão em verticais começa a render frutos, como o crescimento da base de beneficiários na vertical saúde e o robusto crescimento da carteira de crédito na vertical de negócios financeiros.

Além disso, anunciaram ao longo do ano a aquisição de 50% da Conectar, incorporaram a participação societária na Petlove por meio da transferência do Porto Pet (sua divisão de seguros para pet) para o ecossistema de produtos da empresa. A Porto Seguro também adquiriu 75% da *insurtech* Segfy e 75% da *fintech* Atar.

No quesito desafios, o ano de 2021 foi difícil para o desempenho operacional devido ao aumento da sinistralidade; a segunda onda do coronavírus que aumentou o número de casos e mortes pela doença, o que gerou uma maior sinistralidade no seguro de vida e saúde.

No segmento de seguro auto, o principal negócio, a volta da mobilidade aliada a uma crise de oferta de semicondutores e outros componentes da cadeia produtiva de automóveis resultou em carros e autopeças mais caros, fator que aumentou muito a sinistralidade da divisão.

Porém, para 2022, esperamos um melhor desempenho operacional em seguros. O avanço da vacinação deve reduzir o número de internações e mortes, o que contribuirá para melhores resultados no seguro saúde e vida.

A sinistralidade em automóveis deve voltar à média histórica devido ao trabalho de reprecificação dos prêmios, que está em andamento.

Além disso, uma SELIC mais alta é um vento a favor para o resultado financeiro da seguradora.

Itaú Unibanco

Os grandes bancos têm enfrentado muitos desafios nos últimos anos.

O fechamento da economia mundial por conta da pandemia trouxe incertezas para a carteira de crédito, o que elevou as provisões extraordinárias, gerando uma redução forte do lucro dos bancos em 2020. Os bancos usaram ferramentas como prorrogações e renegociações de contratos para conter a inadimplência.

A gestão ativa focada na qualidade da carteira de crédito surtiu efeito em 2021 e a inadimplência do sistema financeiro, como um todo, se manteve em patamares historicamente mínimos. Com a inadimplência sob controle, os bancos conseguiram recuperar a rentabilidade observada em 2019, pré-pandemia.

Além dos efeitos negativos da pandemia no crédito, que parecem ter ficado para trás, os grandes bancos enfrentam muitos desafios. O desenvolvimento de novas tecnologias, aliado a uma regulação que tem promovido maior competição ao proliferar *fintechs*, tem ameaçado reduzir a receita e o lucro do oligopólio bancário brasileiro.

Diante do novo cenário competitivo, foi necessário um grande remanejamento do modelo de negócio dos bancos e o Itaú Unibanco, na nossa visão, foi a grande instituição financeira que mais avançou neste processo de transformação digital, conforme comentamos na nossa carta de gestão do quarto trimestre de 2020. Os frutos da nova visão estratégica e boa execução de seu corpo diretivo já começam a ser colhidos.

A frente digital do Itaú Unibanco se desenvolveu muito e o banco destaca que 63% das contratações de produtos por pessoas físicas foram realizadas digitalmente. A satisfação de usuários dos canais digitais, medida por meio do NPS (*net promoter score*) do Super App (canal *mobile* para pessoa física), segue com patamar elevado, em 71 pontos, comparável a muitas empresas de tecnologia referências no setor.

A mudança de mentalidade do Itaú Unibanco para um mundo mais digital contribuiu para o crescimento de 7,1% da receita de serviços do banco em 2021, resultado oposto à expectativa de muitos céticos.

Esse foi um resultado importante, já que o Itaú Unibanco enfrentou muitos detratores de lucro, como a adoção massiva do PIX pela população brasileira, a cisão da sociedade da XP, a expansão de *fintechs* (com expressiva carteira de clientes) que se beneficiaram de forte capitalização e aumento da CSLL sobre os bancos em 2021.

Paralelamente ao crescimento da receita, a tecnologia teve papel importante no aumento da eficiência do banco. Suas despesas operacionais tiveram incremento de apenas 2%, mesmo com uma forte inflação no Brasil.

Na nossa visão, a evolução da estratégia digital foi o principal motivo para o Itaú Unibanco se destacar de seus pares e retomar a sua rentabilidade de 20% sobre o patrimônio líquido, valor muito superior ao custo de capital e, dessa forma, continuar a criar valor para seus acionistas.

Update Institucional

O ano de 2021 foi de muitas transformações importantes para a SFA.

Fizemos modificações estruturais, aumentamos nossa equipe e mudamos de escritório, o que resultou em uma gestora preparada para seu crescimento.

Tais mudanças foram feitas para tornar a SFA uma *asset* tecnológica e robusta para além do âmbito operacional, *compliance*, risco e gestão, no qual investimos recursos para trazer excelentes profissionais do mercado que contribuiriam com nosso crescimento profissional – razão pela qual montamos uma *facility* moderna, com equipamentos *high tech* para atender segurança da informação, cybersegurança e plano de continuidade de negócios; Essas mudanças também desempenharam a função de atrair e reter os melhores talentos, de criar e manter uma cultura forte, com uma equipe integrada munida de visão de time e, dessa forma, sermos uma empresa saudável, perene e estável.

Temos um forte alinhamento de interesse com nossos clientes. Grande parte dos recursos geridos pela SFA são proprietários, o que nos traz tranquilidade para fazermos nosso trabalho da forma como sempre fizemos; com muita diligência, com processos bem alinhados e visão de longo prazo, buscando sempre a geração de *alpha*, criação de valor e crescimento patrimonial para nossos investidores.

Hoje temos um modelo de *true partnership* e enxergamos um potencial de crescimento gigantesco da SFA para os próximos anos e estamos preparados para isso!

Seeking For Alpha – Em Busca do Alfa

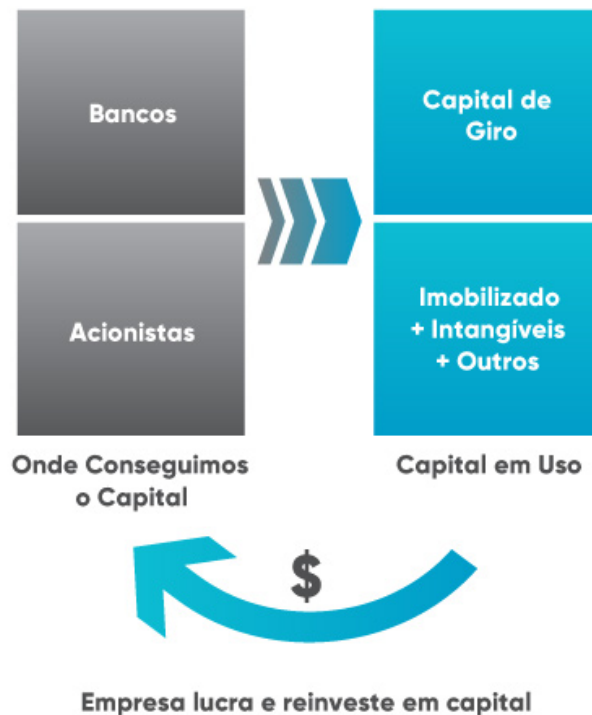
Introdução

SFA é a sigla de *Seeking For Alpha*, ou busca por alfa, em tradução livre. Alfa é um termo usado em investimentos para designar uma estratégia que proporciona um retorno acima da média do mercado. Para atingir nosso objetivo de entregar o alfa aos nossos cotistas, em nosso processo de investimento, buscamos empresas que possuam uma expectativa de geração de valor positiva por muitos anos.

Mas o que é exatamente geração de valor? A explicação do conceito é simples:

1. A empresa possui um capital;
2. A empresa usa este capital para vender seus produtos e serviços e, após pagar todos os seus custos e despesas, a empresa gera caixa;
3. A empresa reinveste parte da geração de caixa para aumentar seu capital e gerar mais caixa;
4. A empresa devolve o que não precisa aos acionistas em forma de proventos.

Se uma empresa consegue fazer isso de forma contínua e consistente durante muitos anos, temos um retorno sobre retorno, o chamado *compound*, ou em linguagem comum, juros compostos. Por isso, em nossa visão, ações são um investimento de longo prazo. O tempo possibilita o acúmulo de capital que o efeito *compound* proporciona. Citando Albert Einstein (que dispensa apresentações): “o *compound* é a maior força do universo e a maior invenção da humanidade, porque permite uma confiável e sistemática acumulação de riqueza”.



Para nós, a geração de valor é a essência de se investir em um negócio e a bolsa de valores é apenas um veículo que nos dá a oportunidade de investirmos em boas empresas, às vezes a preços baratos, o que maximiza o *compound*. Compramos as ações de uma empresa para o nosso portfólio, com o objetivo de nos tornarmos sócios do negócio e rentabilizar o capital pela geração de valor que uma boa empresa oferece, não meramente na expectativa de vender a ação para alguém a um preço maior no futuro.

Enquanto a empresa mantiver sua capacidade de gerar valor, o tempo de segurar uma ação pode ser “para sempre”. Um conceito simples que quem já jogou muito o clássico jogo de tabuleiro “Banco Imobiliário” consegue entender: Ganha o jogo aquele que investir mais em hotéis e casas. Um pouco de sorte também pode ajudar.

Precisamos de duas pernas para correr

Para acharmos as empresas que vão nos beneficiar com a geração de valor por muitos anos, nosso processo de investimento contempla uma extensa análise quantitativa e qualitativa, organizada de forma sistemática. Consideramos que um processo de investimento diligente nos ajuda a identificar as boas empresas minimizando vieses. A análise quantitativa nos ajuda a entender e quantificar a geração de valor de uma empresa e avaliá-la sob o ponto de vista econômico-financeiro, para adquirirmos empresas com uma boa margem de segurança — mesmo em casos de acontecimentos adversos e não previstos. Na análise qualitativa, utilizamos métodos e competências diferentes da análise quantitativa. Esses métodos são de extrema importância para identificarmos as fontes de geração de valor e entendermos a perenidade e riscos associados a essas fontes de geração de valor.

Perguntar para a SFA se gostamos mais da análise qualitativa ou quantitativa seria o mesmo que perguntar: “Qual perna você prefere ficar sem? A esquerda ou direita?”. Assim como qualquer pessoa precisa de duas pernas para correr, acreditamos que ambas as abordagens são necessárias e igualmente importantes para atingir o nosso objetivo. As análises qualitativa e quantitativa não são entes independentes, elas conversam entre si e confirmam as conclusões uma da outra. Nesta carta, vamos passar brevemente pelo nosso

processo e ferramentas utilizadas para termos uma visão clara do que é investir em valor, o cerne dos investimentos em ações.



Lucro contábil vs. Lucro econômico

Na teoria, o conceito de geração de valor é simples, mas não é fácil encontrar empresas que geram valor de forma sustentável. Indo além, uma empresa investe o capital de terceiros e de seus acionistas em suas atividades. Os investidores de uma empresa não possuem certeza sobre a geração de valor futura, o que embute um risco de investimento, que precisa ser remunerado. O acionista corre o maior risco, porque, se tudo der certo, é o último a receber o dinheiro de volta. O retorno de uma empresa deve ser, portanto, maior que o custo de capital de seus investidores, ou seja, a geração de caixa tem que ser ajustada ao risco e tempo do capital investido para uma empresa criar valor. A criação de riqueza vinda do *compound* de uma empresa que possui consistentemente retornos superiores ao seu custo de capital é exponencial.



Uma etapa importante e básica da busca pelo valor é descobrir se uma empresa é geradora de valor e o quanto de valor ela gera. Tendo em mente que o acionista é o investidor que corre o maior risco, temos que ter bem clara a noção de que uma empresa gerar lucro não implica que ela gere valor. A crença comum é de que a principal atribuição do *management* de uma empresa é maximizar o lucro, quando, na verdade, seu trabalho mais importante é maximizar o valor da empresa. O lucro contábil que uma empresa divulga em seus demonstrativos não conta toda a história. Um investimento tem que ser ajustado ao risco e tempo; uma empresa pode gerar lucro contábil, mas não gerar valor. Muitas vezes o contrário acontece também; uma empresa não gera lucro contábil, mas gera valor.

O lucro contábil nem sempre é um bom indicativo de criação de valor por não considerar o capital utilizado pela operação da empresa. O lucro contábil também não considera o risco incorrido na atividade empresarial e a ambiguidade que pode existir ao diferenciar despesas de investimentos. É comum uma

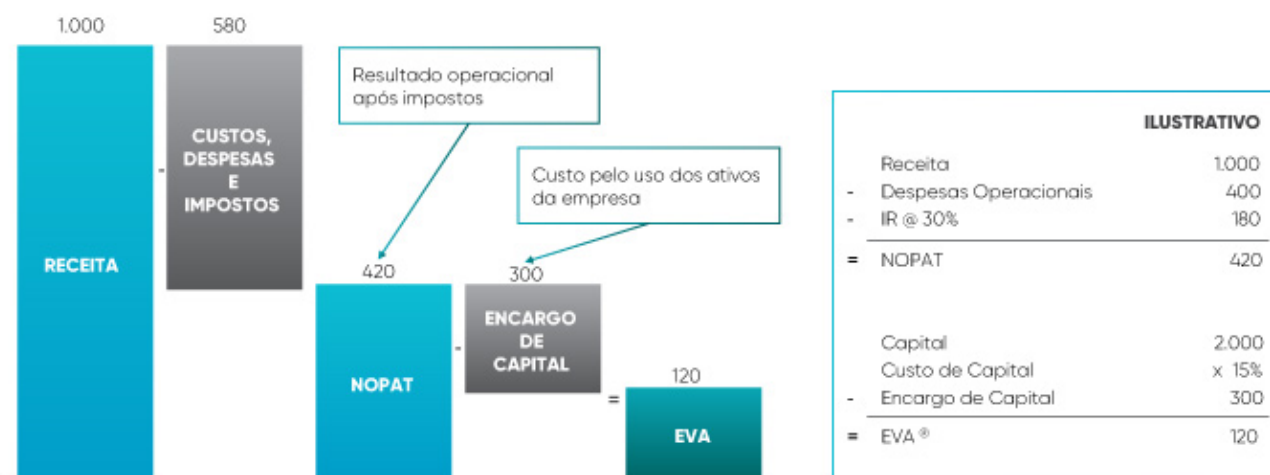
empresa aumentar seu lucro colocando mais capital em sua atividade, por exemplo, investindo em uma nova fábrica ou fazendo uma aquisição, mas dificilmente as pessoas se perguntam se o lucro gerado paga o risco do capital empregado.

O que idealizamos é o *management* que busca maximizar o lucro econômico e não apenas o contábil. Uma empresa gera lucro econômico se seus ganhos superarem todos os seus custos, inclusive o custo de capital. Ao gerar lucro econômico, ela maximiza o seu valor intrínseco.

Existem muitos métodos para se medir o lucro econômico. Na SFA utilizamos uma medida chamada *Economic Value Added* – EVA, ou em português, Valor Econômico Adicionado. Combina, em uma única métrica, o lucro gerado pelas operações da empresa e o custo de capital, que é ignorado pelas medidas contábeis tradicionais.

O EVA é calculado da seguinte forma:

EVA = Lucro Operacional menos um Encargo pelo Uso do Capital



- ▶ O EVA contrapõe o resultado operacional com o Capital que foi utilizado para gerar o resultado
- ▶ Foco no resultado operacional e na eficiência/disciplina de Capital
- ▶ EVA nada mais é que uma forma de medir a geração de valor, o chamado lucro econômico

Uma outra medida bastante utilizada pelo mercado é o EBITDA, que é considerada uma *proxy* da geração de caixa operacional. Da mesma forma, preferimos o EVA, pois o EBITDA ignora muitos fatores que compõe a geração de valor nas demonstrações contábeis.

EVA	EBITDA
Receita líquida	Receita líquida
(-) Custos	(-) Custos
(=) Lucro bruto	(=) Lucro bruto
(-) Despesas operacionais	(-) Despesas operacionais
(=) EBITDA	(=) EBITDA
(-) Depreciação	
(=) Lucro Op. antes de impostos (EBIT)	
(-) Imposto de renda	
(=) Lucro Operacional (NOPAT)	
(-) Encargo de capital	
(=) EVA	

EVA® é marca registrada da Stern Stewart Co.

O EVA é uma medida de performance que considera indiretamente o valor intrínseco do capital empregado. Desta forma, leva em conta o conceito básico de finanças corporativas, que é aceitar todos os investimentos com valor presente dos seus fluxos de caixa futuro positivo e rejeitar todos os investimentos com valor presente negativo. É o mesmo que dizer que a melhor alocação de capital é aceitar os investimentos com EVA descontado positivo.

$$\text{EVA} = \text{Lucro Operacional Após Impostos} - \text{Encargo de Capital}$$

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital}$$

$$\text{Spread EVA} = \text{ROIC} - \text{WACC}$$

Retorno sobre o Capital
Custo Ponderado do Capital

Na análise quantitativa, buscamos identificar empresas com uma expectativa de retorno sobre capital superior ao seu custo de capital, ou seja, empresas com expectativa de geração contínua de EVA. De maneira

simplificada, queremos empresas que possuem o ROIC (retorno sobre o capital) superior ao WACC (custo ponderado do capital).

Ajustes Contábeis

Por meio de manobras contábeis e decisões empresariais controversas, a *management* de uma empresa pode se sentir tentado a realizar práticas que aumentam o lucro contábil, mas destroem o valor para o acionista no longo prazo:

- Reduzir gastos com pesquisa e desenvolvimento, que são essenciais para a empresa continuar relevante em seu mercado, mas geram uma despesa maior no curto prazo;
- Evitar gastos com marketing à custa do fortalecimento de sua marca;
- Não realizar aquisições importantes, com receio de sacrificar o lucro corrente com custos de integração e amortização de ágio;
- Investir demasiadamente em um negócio maduro;
- Aumentar as vendas em detrimento de um prazo maior de recebimento, o que exige mais capital de giro e reduz o caixa gerado;
- Diferir despesas que poderiam gerar economia de impostos.

Calcular o EVA não é uma tarefa trivial e automática. É necessário ajustar os demonstrativos contábeis que as companhias divulgam para entendermos melhor a dinâmica de cada negócio e evitarmos cair em armadilhas. Como dissemos, existem muitas práticas de negócio e, inclusive, práticas contábeis que servem para mostrar um lucro bom, mas afastam o acionista da realidade econômica. Os ajustes dos demonstrativos que realizamos buscam traduzir o lucro contábil para o lucro econômico:

- Separar atividades financeiras das operacionais;
- Separar atividades operacionais das não-operacionais;
- Minimizar a possibilidade de “criar colchões de resultado”;
- Esclarecer o desempenho econômico.



OBJETIVOS

- Separar atividades financeiras das operacionais;
- Separar atividades operacionais das não-operacionais;
- Minimizar a possibilidade de “criar colchões de resultado”;
- Esclarecer o desempenho econômico

CRITÉRIOS

- Materialidade;
- Comportamento;
- Disponibilidade de informações;
- Comparabilidade
- Simplicidade.

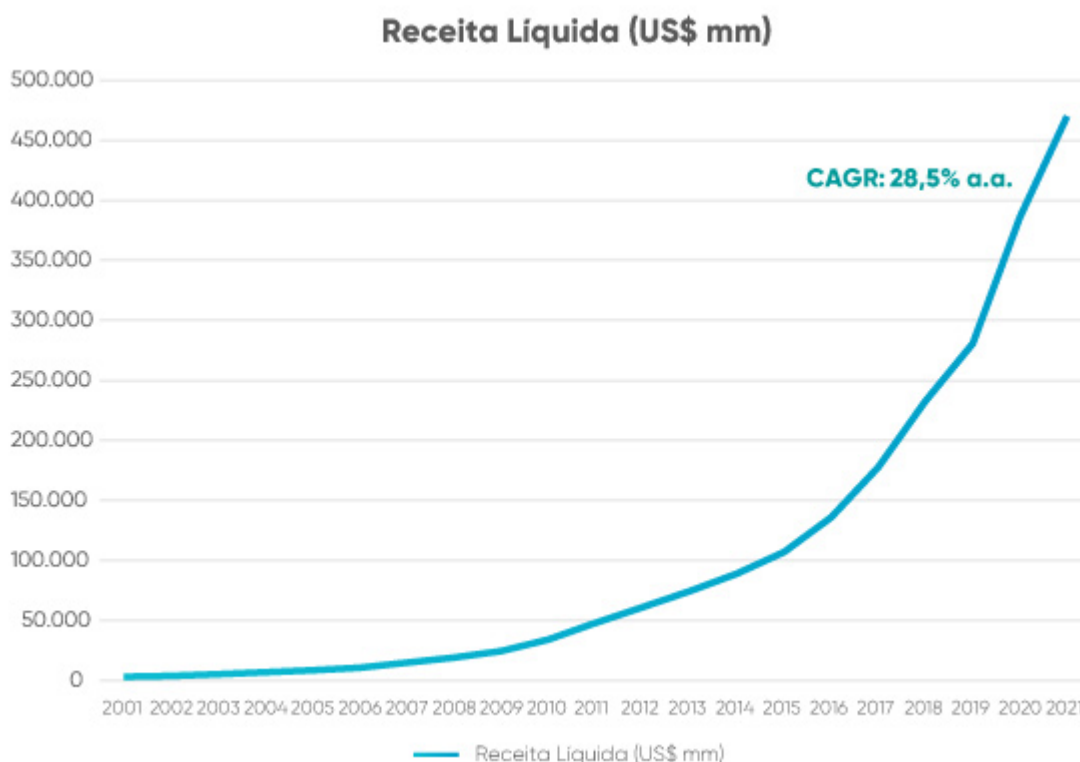
Exemplos: ágio em aquisições, variação cambial, tratamento de hedge, depreciação econômica etc.

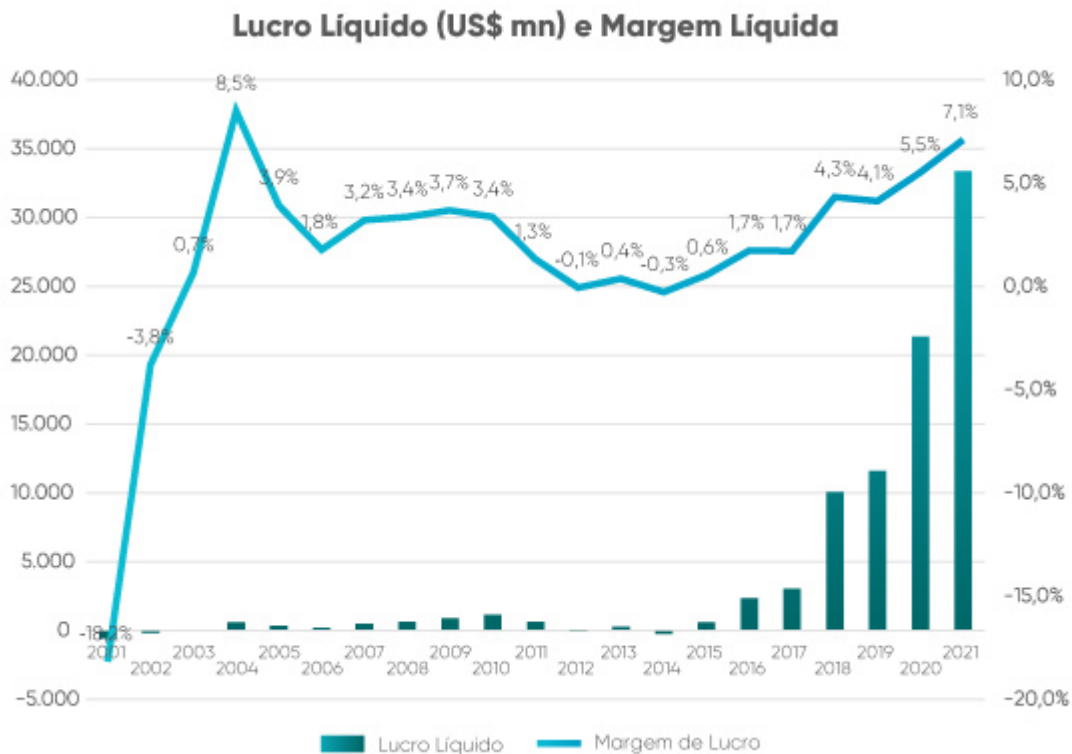
Exemplo Amazon

Para exemplificar as ideias acima, utilizaremos um exemplo real.

A Amazon por muitos anos praticamente não gerou lucro contábil e, em alguns anos, até apresentou prejuízo. Mesmo assim, seu valor de mercado se multiplicou por várias vezes, acumulando uma alta de 164.991,33% desde sua oferta pública em 1998. Atualmente, ela possui uma capitalização de mercado de US\$1,5 tri (fev/2020), muito valor para ser atribuído à especulação ou a uma percepção errada do mercado.

A Amazon começou a apresentar lucro contábil desde 2017, quando entraram no mercado de *cloud computing*, mas as ações da empresa se valorizaram ano após ano, mesmo quando apresentaram prejuízo. Como uma companhia que não apresentou lucro durante muito tempo conseguiu uma valorização de mercado tão impressionante?





A primeira evidência de geração de valor que colocamos aqui é a geração de caixa. Mesmo sem lucro contábil, a geração de caixa da Amazon é positiva após os investimentos em imobilizado e tecnologia, incluindo a manutenção do *website*. A companhia gera, operacionalmente, mais caixa do que lucro.

Fluxo de Caixa	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Fluxo de Caixa Operacional	-119	174	392	566	733	702	1.405	1.697	3.293	3.495
(-) CAPEX	-50	-39	-46	-89	-204	-216	-224	-333	-373	-979
(+) Fluxo de Caixa Livre	-169	135	346	477	529	486	1.181	1.364	2.920	2.516

Fluxo de Caixa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Fluxo de Caixa Operacional	3.903	4.180	5.475	6.976	11.909	17.203	18.365	30.723	38.514	66.064	46.327
(-) CAPEX	-1.811	-3.785	-3.444	-4.893	-4.589	-7.804	-11.955	-13.427	-16.861	-35.044	-55.396
(+) Fluxo de Caixa Livre	2.092	395	2.031	2.083	7.320	9.399	6.410	17.296	21.653	31.020	-9.069

Analisando a estrutura de seu capital de giro, percebemos que as contas a pagar possuem um prazo de pagamento superior ao das contas a receber; isso significa que a Amazon não necessita de capital de giro para crescer, ou melhor ainda: à medida que a Amazon cresce, maior é a geração de caixa da empresa. A Amazon obtém esse efeito por possuir um giro rápido de estoque e, de certa forma, os fornecedores financiam suas operações. Uma companhia que possui capital de giro negativo, contanto que cresça, pode possuir uma geração de caixa superior ao lucro operacional da companhia.

Fluxo de Caixa	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Recebíveis	68	112	131	199	274	399	705	827	988	1.587
Estoques	143	202	293	479	566	877	1.200	1.399	2.171	3.202
Contas a Pagar	444	618	820	1.142	1.366	1.816	2.795	3.594	5.605	8.051
Capital de Giro	-233	-304	-396	-464	-526	-540	-890	-1.368	-2.446	-3.262

Fluxo de Caixa	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Recebíveis	2.571	3.817	4.767	5.612	6.423	8.339	13.164	16.677	20.816	24.542	32.891
Estoques	4.992	6.031	7.411	8.299	10.243	11.461	16.047	17.714	20.497	23.795	32.640
Contas a Pagar	11.145	13.318	15.133	16.459	20.397	25.309	34.616	38.192	47.183	72.539	78.664
Capital de Giro	-3.582	-3.470	-2.955	-2.548	-3.731	-5.509	-5.405	-3.801	-5.870	-24.202	-13.133

Ao analisar as demonstrações de resultados da Amazon, notamos também que a depreciação é um custo relevante. A depreciação é uma despesa “não-caixa”, ou seja, ninguém assina um cheque para pagar a depreciação, mas existe um sentido econômico para isso, afinal os investimentos em infraestrutura e tecnologia possuem uma vida útil e precisam ser atualizados. Apesar de sabermos que os investimentos em tecnologia realmente possuem uma depreciação rápida devido à obsolescência, fazemos um ajuste aos números da Amazon, na tentativa de diferenciar a depreciação econômica da depreciação contábil.

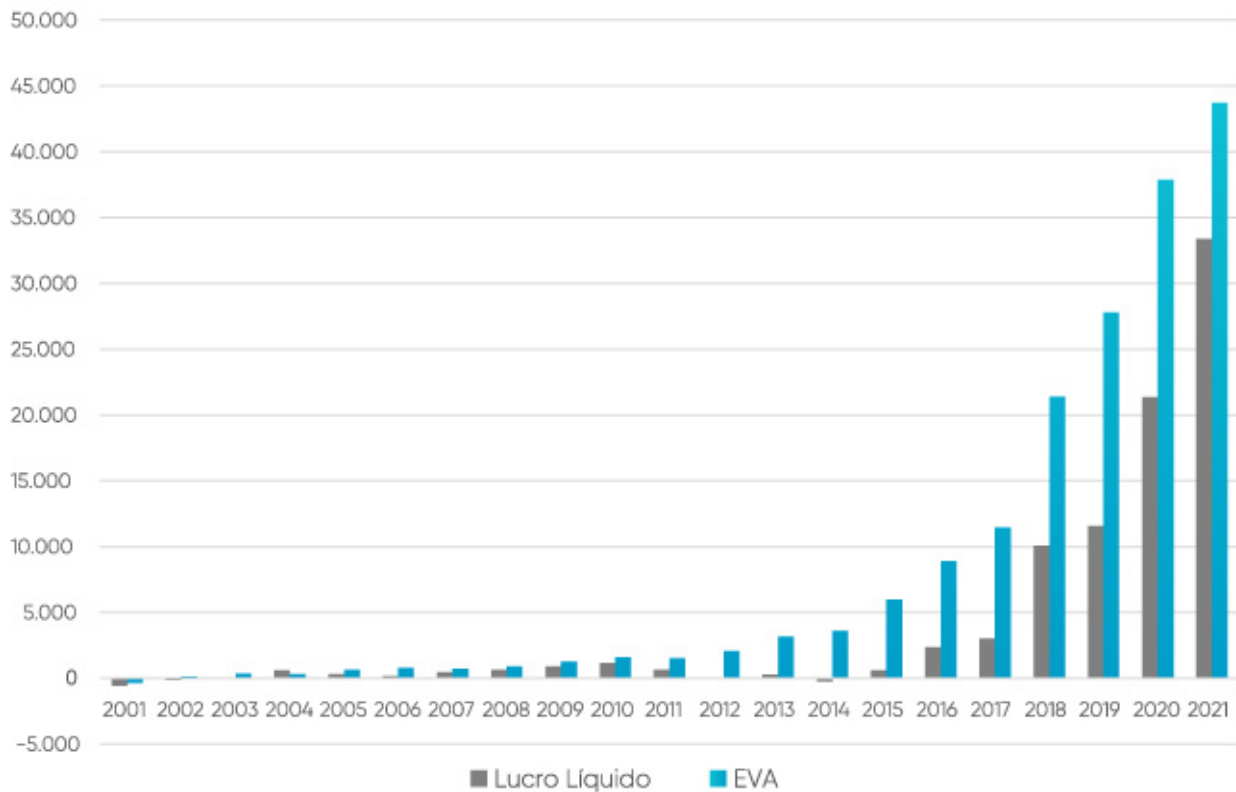
A taxa de depreciação dos ativos da Amazon é de aproximadamente 3 anos, mas, ao compararmos a depreciação aos investimentos anualmente, observa-se que os investimentos da Amazon equivalem à sua depreciação contábil. Sob um olhar um pouco mais crítico, é difícil acreditar que a Amazon investe apenas para repor a sua depreciação sem expansão, o que sugere que a Amazon acelera a depreciação dos seus ativos contabilmente e, muito provavelmente, seus ativos, na média, possuem uma vida útil superior a 3 anos. Qual seria a razão de uma empresa propositalmente acelerar a depreciação nos seus demonstrativos se isso vai diminuir o lucro? Ao acelerar a depreciação contábil, reduzimos a base de lucro tributável. Desse modo, paga-se menos impostos e sobra mais dinheiro no final do dia. Ao pagar menos impostos, a empresa gera mais valor. Jeff Bezos, antes de ser fundador da Amazon, foi analista de investimentos. Pelo visto, um analista muito bom!

DEPRECIÇÃO vs. CAPEX	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010
Depreciação	85	82	76	76	121	205	246	287	378	568
CAPEX	-50	-39	-46	-89	-204	-216	-224	-333	-373	-979

DEPRECIÇÃO vs. CAPEX	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
Depreciação	1.083	2.159	3.253	4.746	6.281	8.116	11.478	15.341	21.789	25.251	34.296
CAPEX	-1.811	-3.785	-3.444	-4.893	-4.589	-7.804	-11.955	-13.427	-16.861	-35.044	-55.396

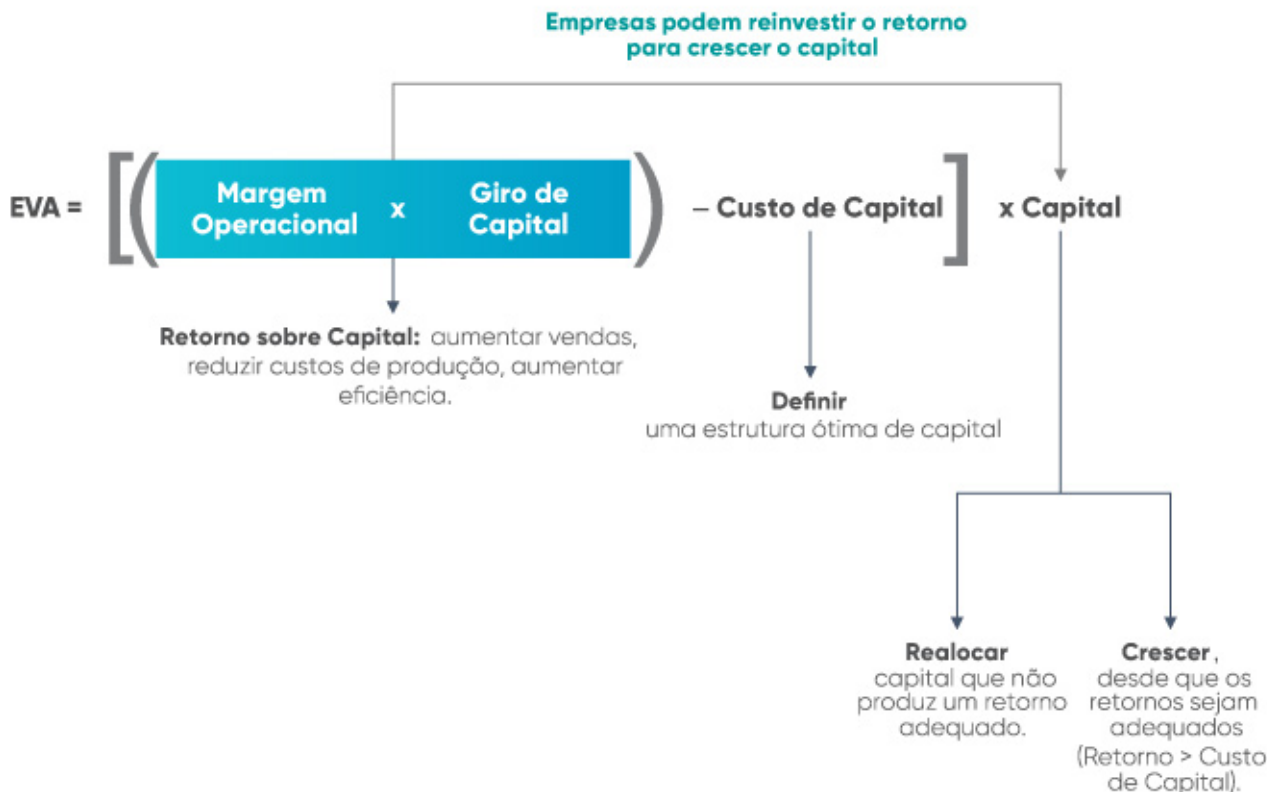
A análise do EVA da Amazon nos dá uma visão mais completa e clara do que olhar simplesmente o lucro por ação e explica melhor a valorização de suas ações. Sem ajustes muito sofisticados, mostramos abaixo os valores obtidos de EVA para Amazon:

Lucro Líquido (US\$ mm) e EVA (US\$ mm)



A Amazon apresentou EVA positivo e crescente ao longo dos anos. Mesmo quando teve prejuízo contábil, seu EVA foi positivo e isso justifica o preço de suas ações sob a ótica empresarial, que visa a valorização real do negócio. Portanto, olhar a valorização real do negócio pode ser uma justificativa melhor que a explicação ordinária de que a Amazon passou a ser lucrativa só por ter entrado no mercado de *cloud computing*, o que seria um excesso de teorização. Com este exemplo, tentamos demonstrar que a leitura dos demonstrativos financeiros não é trivial nem cartesiana e, com a análise adequada, devemos buscar a essência da criação de valor.

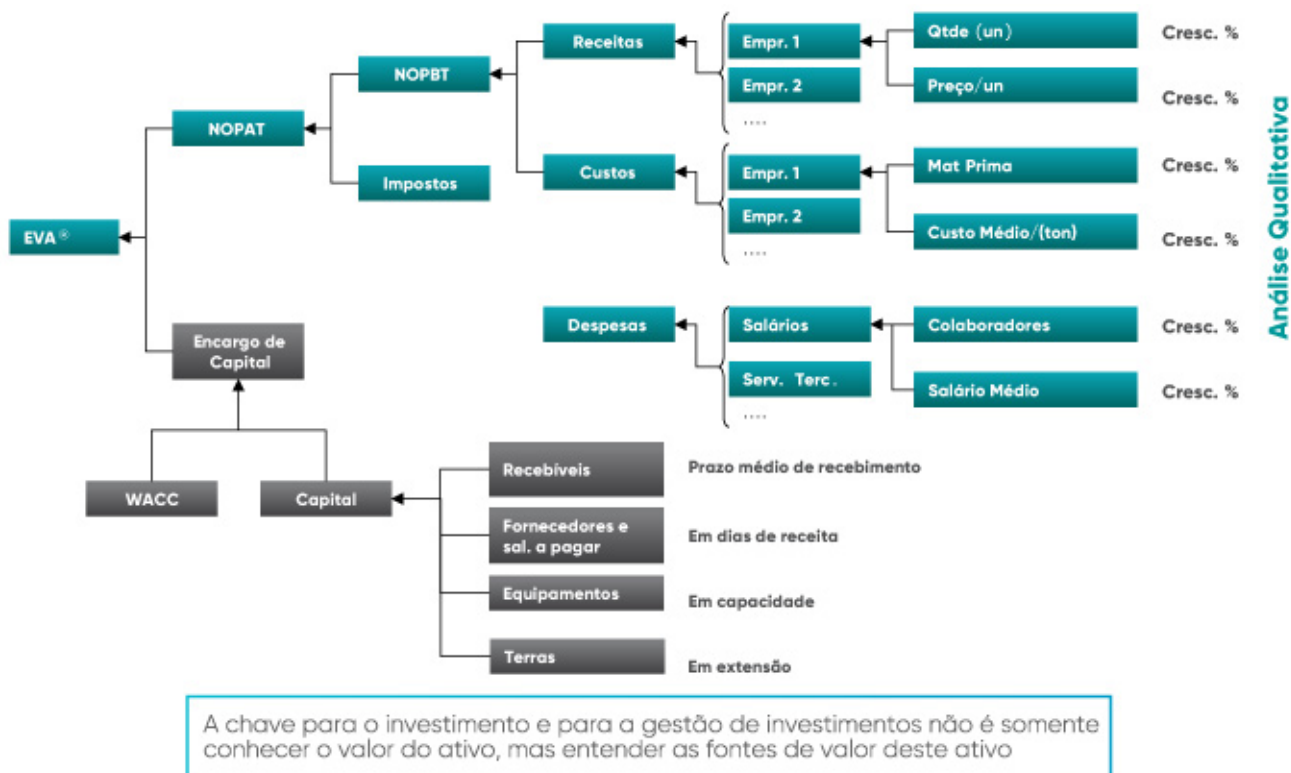
A análise do EVA da Amazon suscita também o mito de que negócios que possuem mais margem e lucro são necessariamente melhores. Isso porque, novamente, temos que levar em consideração o capital utilizado na operação e seu giro, como por exemplo, uma joalheria que possui uma margem de lucro alto, porém vende poucos itens por mês, em comparação a um supermercado que possui margens menores, mas gira muito rapidamente o seu estoque.



O que é uma empresa de qualidade para a SFA?

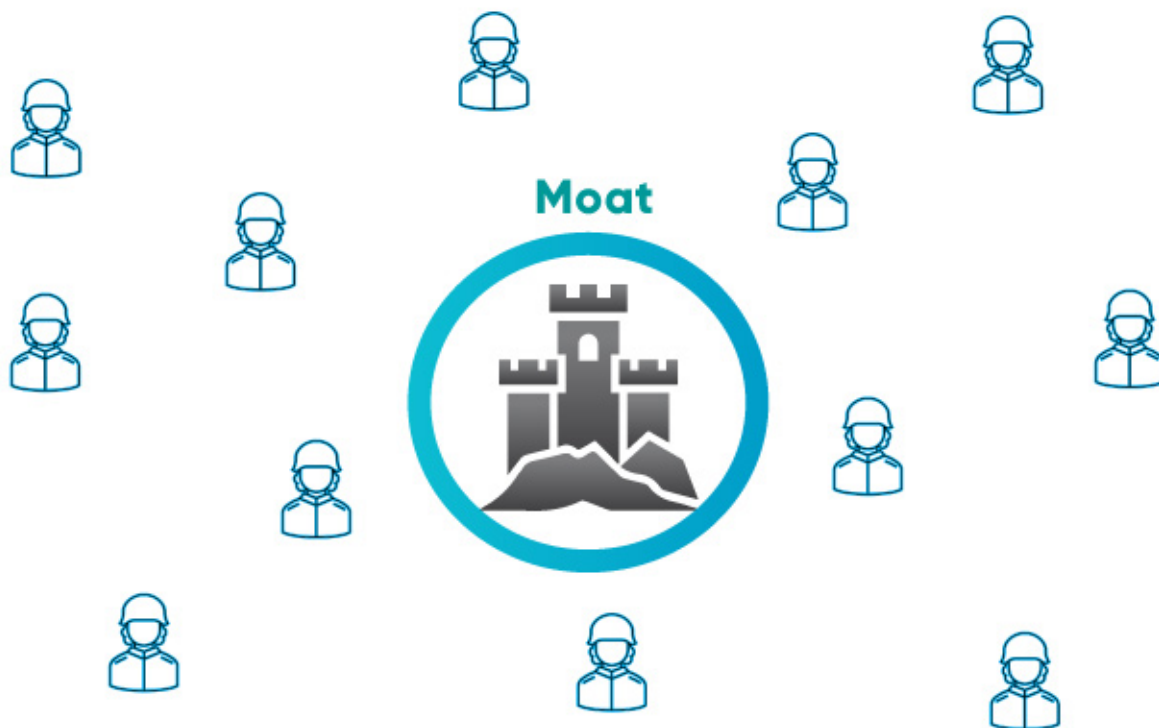
A análise quantitativa é muito importante para a SFA e fazê-la de maneira correta e diligente exige muito preparo e processos. Ela não responde, contudo, uma pergunta essencial: Como uma empresa gera valor? Ou, melhor ainda: Como saberemos se uma empresa pode gerar no futuro um retorno acima de seu custo de capital de forma contínua e sustentável?

Olhar o passado é sempre mais fácil e seguro, mas como encontramos uma nova empresa que pode gerar tanto EVA quanto uma Amazon? Para nos ajudar a escolher empresas vencedoras em seu mercado de atuação, focamos o nosso processo na análise qualitativa, porque no final do dia, uma métrica como o EVA é meramente um resultado, um efeito, e nada mais que isso. A geração de valor é uma consequência de uma estratégia empresarial, tentando conquistar um mercado contra seus competidores.



Queremos entender o posicionamento estratégico de uma companhia para identificar nelas o que chamamos de vantagens competitivas. O investidor Warren Buffet, que dispensa apresentações, faz uma analogia da vantagem competitiva de uma empresa a um fosso de um castelo ou *moat*, em inglês. O fosso é uma barreira que protege um castelo de uma invasão. A vantagem competitiva protege uma empresa da concorrência.

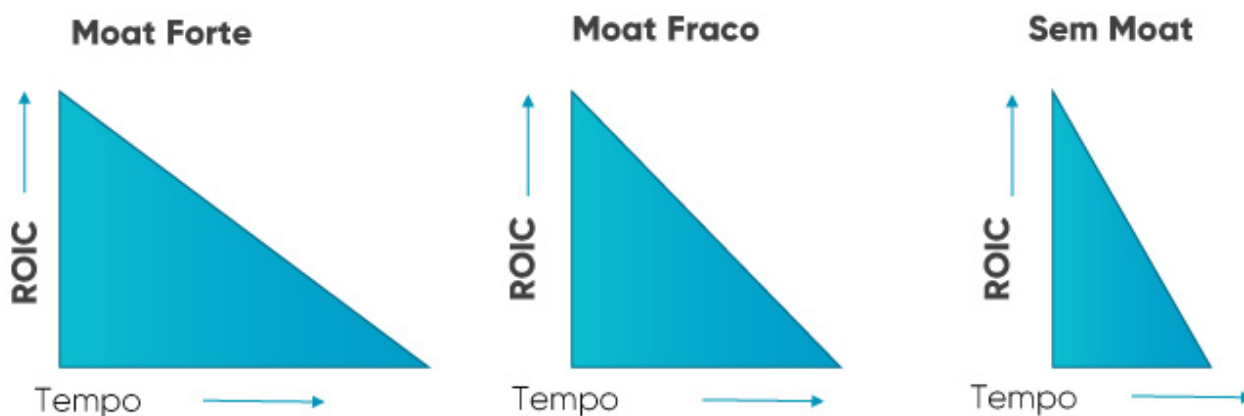
Citando o próprio Warren Buffet: “A chave para investir não é avaliar o quanto uma indústria vai afetar a sociedade, ou quanto ela vai crescer, mas sim determinar a vantagem competitiva de qualquer empresa e, acima de tudo, a durabilidade dessa vantagem. Os produtos ou serviços que possuem *moats* amplos e sustentáveis ao seu redor são os que oferecem recompensas aos investidores”. O oráculo de Omaha, como é conhecido, não possui nem um computador em sua mesa de trabalho, porque não é necessário poder de cálculo para entender que empresas que possuem fortes vantagens competitivas são os *compounders* de valor. Também para a SFA, uma empresa de qualidade é uma empresa que possui fortes vantagens competitivas.



Por que os *moats* importam?

Muitos investidores superestimam o seu poder de prever o futuro. Muitos acham que possuem algum diferencial em antecipar o comportamento do mercado. Achamos que tentar descobrir o exato momento e até que ponto o preço de uma ação vai subir ou cair apenas analisando a dinâmica de mercado e o noticiário econômico, apesar de ser uma estratégia válida de investimento, é uma estratégia de difícil consistência. Na SFA, nos preocupamos em investigar como uma companhia obtém as vantagens competitivas e se estas são sustentáveis. Identificar o posicionamento estratégico de uma empresa é mais importante para nós.

Fazendo uma ligação com o que falamos sobre geração de valor, os *moats* aumentam o valor intrínseco do negócio, alongando o período em que o capital pode ser reinvestido a um Retorno Sobre o Capital (ROIC) incremental maior. As empresas com vantagens competitivas duráveis geram valor por muito mais tempo. *Moats* adicionam valor intrínseco e, no longo prazo, como já dissemos, o que importa é valor.



E os *moats* não estão sempre precificados? Às vezes sim, mas, empiricamente, observamos que nem sempre estão e, possivelmente, pelos seguintes motivos:

- Existem participantes do mercado que possuem ações por curtos períodos e os *moats* importam muito mais no longo prazo que no curto prazo, configurando uma arbitragem de horizonte de tempo;
- Existem investidores que compram ações porque acham que o preço vai subir e vendem porque acham que vai cair, não se importando, realmente, com as vantagens competitivas;
- A maioria dos investidores possui um viés: assumem que o estado atual do mundo (bom ou ruim) persistirá por mais tempo do que o normal, ou seja, muitos assumem que as empresas boas serão boas para sempre e as empresas ruins continuarão sempre ruins (efeito ancoragem). Isso frequentemente não é verdade, porque as decisões da gestão, o ambiente competitivo, mudanças tecnológicas e mudanças regulatórias podem ajudar a, ou fortalecer e construir, ou enfraquecer e destruir os *moats*.

Subindo no ombro de gigantes, ao analisar a estratégia dos grandes investidores de ações, observamos que comprar empresas com grandes *moats* que tiveram seu preço depreciado por motivos conjunturais e não estruturais é uma estratégia que compensa.

Vantagens Competitivas

Existe extensa literatura acadêmica sobre quais são as vantagens competitivas empresariais. Elencamos aqui as que consideramos, na SFA, serem as vantagens verdadeiras que mantêm uma empresa competitiva e a serem identificadas em nosso processo de investimentos:

- Ativos Intangíveis;
- Efeitos de Rede;
- Custos de Troca;
- Vantagens de Custos;
- Eficiência de Escala.

Ativos Intangíveis

Os ativos intangíveis bloqueiam a concorrência e/ou permitem que as empresas cobrem mais por seus produtos e serviços. Os ativos intangíveis nem sempre estão disponíveis no mercado da mesma maneira que os ativos reais, como máquinas e equipamentos, sendo muitas vezes desenvolvidos pelas empresas para atender suas características específicas. Identificamos os principais ativos intangíveis:

- A marca aumenta a disposição do cliente a pagar mais. Importante saber que uma marca ser reconhecida não é o mesmo que a marca ser uma vantagem competitiva. Uma marca é um *moat* se ela consegue oferecer algum poder de barganha, como uma maior precificação;
- Patentes protegem o poder de precificação, impedindo a concorrência de fornecer o mesmo produto ou serviço legalmente;
- As licenças regulatórias impedem, de forma legal, os concorrentes de entrarem em seu mercado de atuação.

Exemplo: As sandálias da marca Havaianas possuem um preço muito superior ao de seus concorrentes no mercado nacional e internacional, o que sugere que possuem uma vantagem de marca.

Efeitos de Rede

O valor de um determinado bem ou serviço aumenta para usuários novos e existentes à medida que mais clientes usam esse bem ou serviço. A cada nó adicional, o número de conexões potenciais cresce exponencialmente.

Exemplo: O valor da rede do Google cresce conforme o volume de dados aumenta e os usuários se beneficiam disso. Quanto mais gente usa o buscador, maior o seu volume de dados e eficiência de busca, o que leva mais pessoas a usarem o Google.

Custos de Troca

Os custos de troca são o risco de tempo, esforço, dinheiro, dentre outros, que um cliente incorrerá ao trocar o fornecedor de um determinado produto ou serviço que utiliza. Os clientes que se veem diante de altos custos de troca não farão a troca, ainda que o novo fornecedor ofereça melhores condições de preços e nível de serviço, quando o incremento de performance ou a melhoria de preços devem ser elevados o suficiente para compensar os custos de inconveniência ao realizar a mudança.

Exemplo: A Sinqia oferece *softwares* que são críticos às operações de seus clientes. Se um cliente resolver trocar o sistema da Sinqia por um de seus concorrentes e a troca não for bem-sucedida, várias operações serão paralisadas por tempo indeterminado, o que pode levar a problemas operacionais e de reputação com consequente perda de clientes, ressarcimentos e multas regulatórias. A Sinqia é atualmente o maior *player* de *software* para o *core* bancário. Devido ao custo de troca característica do setor, seu principal *driver* de crescimento se dá por meio de aquisição de concorrentes.

Vantagem de Custo

Uma empresa possui esta vantagem se seus custos sustentáveis são mais baixos que os dos concorrentes, independente da escala, o que permite que as empresas vendam ao mesmo preço da concorrência e obtenham lucro excedente e/ou tenham a opção de vender a um preço mais baixo que de seus concorrentes. Uma empresa possui a vantagem de custo se possuir:

- Vantagens de processo insubstituíveis;
- Localização superior;
- Capilaridade de distribuição difícil de se obter;
- Acesso a um ativo único;
- Base de recursos de baixo custo.

Exemplo: A Vale possui o direito de exploração da mina de Carajás, um dos complexos com o menor custo de exploração de minério de ferro do mundo. Somente a Vale pode explorar este ativo.

Eficiência de Escala

Esta vantagem existe quando um mercado de tamanho limitado é efetivamente atendido por poucas empresas. Os operadores estabelecidos geram lucros econômicos e os recém-chegados são desencorajados a entrar, porque os retornos dos novos entrantes fariam com que os retornos de todo o mercado caíssem bem abaixo do custo de capital. Podemos citar algumas eficiências de escala identificadas:

- Monopólios geográficos naturais, como distribuidoras de energia, aeroportos e oleodutos;
- Nichos de mercado;

- Empresas de defesa;
- Oligopólios racionais.

Exemplo: A B3 possui uma vantagem de eficiência de escala. Atualmente, é a única bolsa no país, mas não é monopólio devido à regulação e a sua escala impede uma concorrência acirrada, mesmo com a empresa apresentando uma enorme margem de lucro. Um novo entrante teria que gastar muito capital e tempo de operação até que possua uma escala lucrativa com investidores, empresas e corretoras, aderindo a uma nova bolsa. Por último, à medida que novos entrantes chegassem, os retornos seriam fortemente reduzidos, o que tiraria a atratividade de se investir capital para concorrer com a B3.

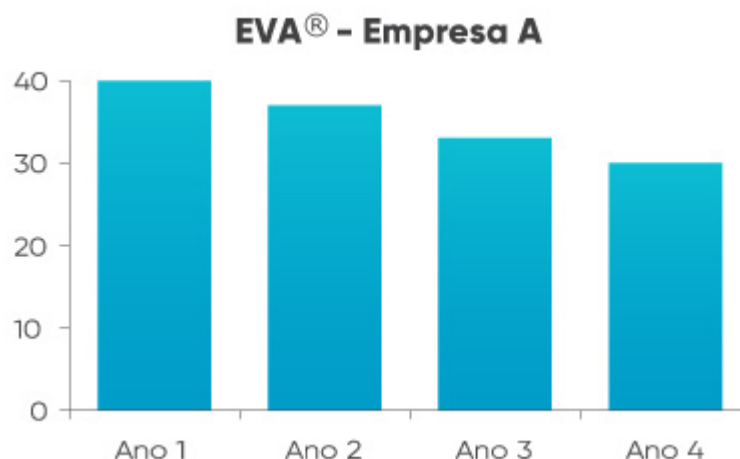
Temos também que saber o que não é *moat* para não entrarmos em armadilhas de valor. Não consideramos *moats*:

- Tamanho/participação de mercado dominante;
- Tecnologia;
- Produtos da moda;
- Gestão.

Tendências dos *Moats*

Ser investidor de longo prazo para nos aproveitarmos dos benefícios que o retorno de longo prazo proporciona não significa ser passivo. O processo de avaliação qualitativa de uma empresa não é um ponto imutável no tempo; as teses mudam. Uma boa empresa pode perder suas vantagens competitivas, o que torna a análise qualitativa muito extensa e contínua. Uma empresa apresentar um alto EVA positivo hoje não implica que continuará gerando valor aos seus acionistas no futuro. Novamente, as análises qualitativa e quantitativa se conversam, pois o que queremos é o EVA futuro de uma empresa.

Nessa linha, **qual empresa teria sido o melhor investimento no ano 1, se tivéssemos uma capacidade de previsão de futuro dos EVA dos próximos anos?**





A empresa B tem EVA negativo (destrói valor) no Ano 1, mas cresce nos anos seguintes até se tornar positivo e se manter assim por muitos anos.

A empresa B é melhor do ponto de vista de investimento, pois as variações positivas no EVA são:

- Mais importantes que um nível de EVA positivo, porém sem crescimento;
- Consistentes com o acréscimo de valor para o acionista;
- Consistentes com a noção de melhoria contínua do desempenho da empresa.

A empresa B pode representar muitos negócios, como empresas de alto crescimento que hoje não geram valor pois estão investindo muito, mas existe uma expectativa de forte geração de valor futuro. Se tivéssemos a capacidade de prever o futuro, provavelmente, a empresa B seria um melhor investimento porque o seu valor intrínseco não estaria precificado. A tendência do *moat* é muito importante porque a dinâmica competitiva muda constantemente. Empresas que constroem *moats* fortes e positivos tendem a ter EVA crescente e positivo no futuro.

Exemplo Itaú Unibanco

Os grandes bancos brasileiros possuem um retorno sobre o patrimônio líquido muito superior ao seu custo de capital e retornos maiores que seus concorrentes menores e novos entrantes, o que sugere que os grandes bancos possuem vantagens competitivas. O banco Itaú, durante muitos anos, apresentou o maior ROE da indústria, além de ser a maior instituição financeira da América Latina em ativos. Os clientes do Itaú Unibanco são alvo constantes de seus concorrentes. Vamos verificar a tendência de algumas das vantagens competitivas:

- **Marca:** Os grandes bancos são conhecidos por cobrarem caro por seus produtos e serviços. Muitas vezes, cobram taxas pela manutenção das contas e os clientes acabam aceitando para continuar o relacionamento com uma instituição com a credibilidade e solidez que a marca transmite;
- **Custos de troca:** os clientes têm um relacionamento com o banco por meio de vários produtos. O custo de troca é alto para os clientes, pois eles já possuem um relacionamento bancário de longo prazo, utilizando vários produtos de sua gama de oferta e estão acostumados com o seu gerente de relacionamento e a sua agência para atendê-los. Fechar uma conta no banco e transferir os recursos para outra conta que será aberta em outro lugar é algo complexo, que não pode ser feito online e requer o tempo e a presença física do cliente. O cliente ainda corre o risco de perder os benefícios e

acesso a produtos que são resultados de um relacionamento bancário mais longo. Uma evidência disso é que muitos clientes dos bancos abrem contas em novos bancos, mas não transferem toda a sua vida financeira a um novo entrante e os bancos ainda possuem o maior *share of wallet* deste cliente;

- Vantagem de custo: a capilaridade da rede de agências dos grandes bancos permitiu a eles construir uma rede de relacionamentos de varejo e pessoa jurídica. Para muitos clientes, ser atendido presencialmente em qualquer lugar do país e no exterior ainda é importante. O fato de muitos clientes terem depósito em conta também garante um menor custo de *funding*.
- Eficiência de escala: no crédito, os grandes bancos representam um oligopólio racional. Custa caro um novo entrante ser irracional no crédito pela atividade ser extremamente onerosa ao capital. Concessões de crédito malfeitas levaram muitas instituições a enormes prejuízos e até à falência.

Porém, sabemos que a indústria bancária está passando por uma grande transformação tecnológica, regulatória e cultural. Adicionalmente, vivenciamos uma tendência de grande mudança comportamental e geracional pelo lado dos clientes. Deste modo, novos entrantes têm conseguido desafiar o Itaú Unibanco ao crescerem significativamente suas bases de clientes. Então, além de tentar identificar os *moats*, vamos qualificá-los:

- Marca é uma vantagem competitiva mais fraca, uma vez que a cobrança de produtos mais caros cria uma imagem negativa para a instituição e novos entrantes estão oferecendo gratuitamente alguns dos serviços e produtos — ou de forma que pareça gratuita. Um bom serviço prestado e oferecido por um preço mais baixo consegue fortalecer a marca do novo entrante e enfraquecer a do Itaú;
- Custos de troca ainda existem, mas a tendência é de serem enfraquecidos à medida que novos entrantes consigam oferecer um portfólio mais completo de produtos a um preço razoável e melhorar experiência de uso, de modo a superar a dor inicial de trocar todos os seus serviços da instituição incumbente;
- A rede de agências ainda é uma grande vantagem competitiva e, por muitos anos, impediu, por exemplo, a entrada de bancos estrangeiros que teriam um investimento alto em uma ampla rede de agências para obter clientes. Pelas redes de agências onde o Itaú Unibanco consegue realizar muitos negócios e para muitos clientes, o relacionamento com o gerente e localização da agência é um benefício a mais ou até essencial. No entanto, é uma vantagem competitiva que está enfraquecendo, à medida que novas gerações precisam de maior relacionamento bancário e não veem a necessidade de atendimento presencial. Novos entrantes têm desafiado os incumbentes, crescendo exponencialmente sua base de clientes sem investimentos em agência física;
- O crédito ainda é uma grande vantagem competitiva. O tamanho de seu balanço permite uma diversificação de produtos e clientes, o que reduz a volatilidade de potencializar seus lucros no crédito. Financiamentos imobiliários, por exemplo, que são importantes retentores de relacionamento por serem de longo prazo, só são concedidos porque o valor desembolsado para o cliente é grande. Quanto maior o balanço do banco, maior é o lucro potencial, o que aumenta a cada nova safra a capacidade do banco de oferecer mais crédito. O baixo custo de *funding* dos bancos também só é possível devido à sua escala. Além disso, muitos clientes com anos de relacionamento bancário geram uma assimetria de informação importante em relação aos novos entrantes.

Certas vantagens competitivas estão deixando de ser tão fortes. Algumas apresentam tendências muito negativas, enquanto outras se mantêm. No Itaú Unibanco, nosso esforço atual e objeto de constante discussão é entender se, e por quanto tempo, as vantagens ainda existirão e o que estão fazendo para fortalecê-las. No *framework* abaixo, já temos um ponto de partida para o nosso processo de acompanhamento qualitativo do investimento:

ItaúUnibanco	Moats			Tendência		
	Forte	Fraco	Sem Moat	Positiva	Neutra	Negativa
Ativos Intangíveis		X			X	
Custos de Troca		X				X
Efeitos de Rede						
Vantagens de Custo		X				X
Eficiência de Escala	X				X	

A tendência do *moat* é muito importante porque a dinâmica competitiva está sempre em mutação, o que nos leva a um contínuo acompanhamento qualitativo de nossas empresas. Investir no longo prazo é mais dinâmico do que se pensa. No caso dos bancos, um acompanhamento qualitativo muito intenso se faz necessário devido aos desafios atuais do setor.

Diligência na Análise Qualitativa

Identificar os aspectos estratégicos de uma empresa é muito mais do que um exercício de *brainstorming* ou ciência do achismo. É necessário muita investigação. Por exemplo:

- Como podemos identificar se realmente uma empresa possui uma vantagem de custo de troca sem conversar com seus clientes?
- Como sabemos se uma empresa consegue manter seu poder de marca se não fizermos uma pesquisa de campo, comparando os preços e conversas com os distribuidores?

Possuímos um roteiro de perguntas a serem respondidas para cada vantagem competitiva a ser verificada e para cada setor. Além disso, algumas competências são necessárias no processo de seleção e acompanhamento das nossas empresas e não economizamos recursos para isso. Utilizamos várias ferramentas como:

- Contratação de um jornalista para chegar a *stakeholders*, como ex-funcionários e clientes que teríamos mais dificuldade;
- Pesquisas de consultorias especializadas;
- Uso de tecnologias de programação própria, como *webscrappers* para busca de preços;
- Extensas conversas com vários *stakeholders*, incluindo conselheiros e sênior *management*;

Chegamos a um fator de extrema atenção no nosso processo, no qual gastamos bastante energia: a gestão da empresa. Uma boa gestão não é um *moat* por si só, como já dissemos, mas um bom *management* com incentivos corretos é capaz de aproveitar e fortalecer vantagens competitivas existentes e, com muita competência, é possível até que se criem *moats*. As forças competitivas sempre existirão e o *management* é

quem decide como a empresa vai combatê-las, sendo o direcionador de valor. No nosso processo qualitativo, queremos entender a visão estratégica do *management* da empresa, suas qualificações e incentivos para a criação de valor. Nas mãos do *management* se encontra a decisão gerencial mais importante do ponto de vista de valor, que é a alocação de capital eficiente. Consideramos em nossa análise:

- Empresa “com dono”: controlador com mais de 50%, ou grupo de controle/acordo de acionistas que exerça influência significativa nas decisões da empresa e possuem o negócio como parte relevante do seu patrimônio/atividade;
- Controlador ético: sem histórico de transgressões éticas contra *stakeholders*;
- Qualidade dos acionistas minoritários: presença de fundos conhecidos por sua visão fundamentalista e rigor na diligência de investimentos;
- Bom histórico com minoritários: sem histórico de transgressões ou tentativas de abuso de poder do controlador para desviar valor dos minoritários.
- Boa estrutura de governança: *Tag Along* 100%, apenas uma classe de ações, conselhos competentes e realmente independentes, comitês relevantes à empresa, política de remuneração adequada;
- Gestão ética: sem histórico de transgressões éticas contra *stakeholders*;
- Gestão competente: bom histórico de entrega de promessas, clareza e consistência estratégica, movimentos que não colocaram em risco a perpetuidade da empresa, desempenho bom comparado aos concorrentes;
- Diversidade de lideranças: possui corpo diretivo competente em várias instâncias e com autonomia de decisão e responsabilização pela sua área, possui processos corporativos robustos, mas não engessados e planejamento para contingências. Companhia não depende apenas de uma pessoa, sem a qual poderia haver uma mudança significativa na condução dos negócios.

Damos muita importância para a qualidade da gestão e governança de uma empresa. De tudo que já pudemos observar, na nossa visão, não existe negócio “à prova de idiotas”.

Fórmula do Alfa

Acreditamos que a fórmula da busca por *alpha* é a soma de encontrarmos empresas com grandes vantagens competitivas tocadas por um *management* competente a um preço atrativo.

Moats + gestão competente + *valuation* atrativo.

O processo de *valuation* ou avaliação econômico-financeira também importa. Através do *valuation*, conseguimos entender melhor as fontes do valor intrínseco de um investimento. Comprar empresas com preços no mercado bem abaixo do seu valor intrínseco maximiza nosso retorno e ainda traz uma margem de segurança, porque podem ocorrer mudanças não previstas em nossa análise, servindo até para mitigar os nossos próprios erros de estudos.

O *valuation* também é importante para otimizar a gestão do portfólio no dimensionamento de posição e tomada de boas decisões de venda. Dissemos que o prazo para se segurar uma boa empresa pode ser para sempre, mas também não existe valor infinito e o mercado exagera na queda e na subida de tempos em tempos. Temos em mente que, em tempos de euforia, muitas ações ficam precificadas bem acima do que pode ser considerado razoável.

Como somos bastante críticos, temos uma opinião sobre o método de *valuation* mais comum e utilizado pelos profissionais: o fluxo de caixa descontado. O método decorre do orçamento de capital pelo valor presente e da abordagem desenvolvida pelos acadêmicos, Franco Modigliani e Merton Miller, em seu artigo de 1958 intitulado “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”. O fluxo de caixa descontado considera corretamente que o valor intrínseco de uma ação é resultado da sua geração de fluxo de caixa

futuro, trazido a valor presente. Mas o problema não está no conceito, o problema está na forma de como é normalmente conduzida:

- Considera que o valor justo é uma verdade absoluta e que o *valuation* é o fim, em si, de uma análise de investimento. Isto nos leva a subestimarmos uma empresa com inúmeras oportunidades de crescimento e muitas vezes são usadas como conta de chegada para justificar o preço de mercado;
- O método amplifica nossos vieses em relação à uma tese de investimento, o que nos leva a superestimar o valor;
- Não considera o risco da nossa fiabilidade em projetar o futuro e em nosso viés de acreditar nela;
- Em muitos fluxos de caixa que já analisamos, frequentemente encontramos projeções com decisões estratégicas desconectadas das decisões de capital e seus resultados. É comum vermos modelos de projeção em que a receita e a margem crescem sem contrapartida de um novo investimento ou sem a necessidade de se justificar uma mudança de estratégia. Planilha de Excel aceita qualquer *input*.

A maioria dos modelos de fluxo de caixa não são aderentes ao tempo. Muitos investimentos absurdos já foram justificados pelo método de fluxo de caixa descontado. Temos que ter em mente que o *valuation*, apesar de nos dar uma resposta quantitativa, tem seu processo de montagem e premissas de entrada que são mais qualitativas do que quantitativas, então temos que entender o *valuation* sempre do ponto de vista estratégico. O *valuation*, em outras palavras, é um instrumento que serve para ajudar os investidores a entenderem como as decisões estratégicas de uma empresa se traduzem em valor gerado.

Na SFA, utilizamos muitos métodos de *valuation*, mas damos bastante crédito a um método que poucos investidores dão atenção ou conhecem, que é o EPV - *Earnings Power Value*.

Earnings Power Value

O *Earnings Power Value* (valor do poder de ganhos) é uma metodologia desenvolvida pelo professor Bruce Greenwald, da prestigiada *Columbia Business School*. O EPV é uma técnica para avaliar empresas, fazendo suposições sobre a estratégia e a sustentabilidade dos lucros atuais e o custo do capital, mas não sobre o crescimento futuro, de forma que não se caia nas armadilhas de se tentar projetar o futuro. O valor do poder de ganhos (EPV) é obtido se dividindo os lucros ajustados de uma empresa pelo seu custo médio ponderado de capital (WACC).



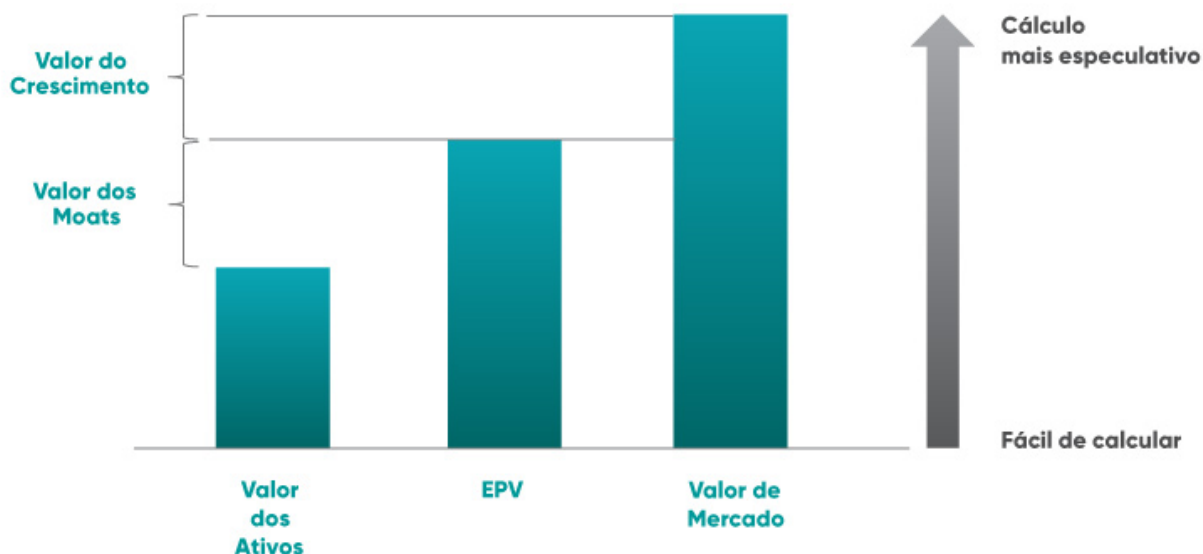
$$\text{EPV} = \text{EBIT Corrente Ajustado} * (1 - \text{Impostos}) / \text{WACC}$$

$$\text{EPV} = \text{NOPAT} / \text{WACC}$$

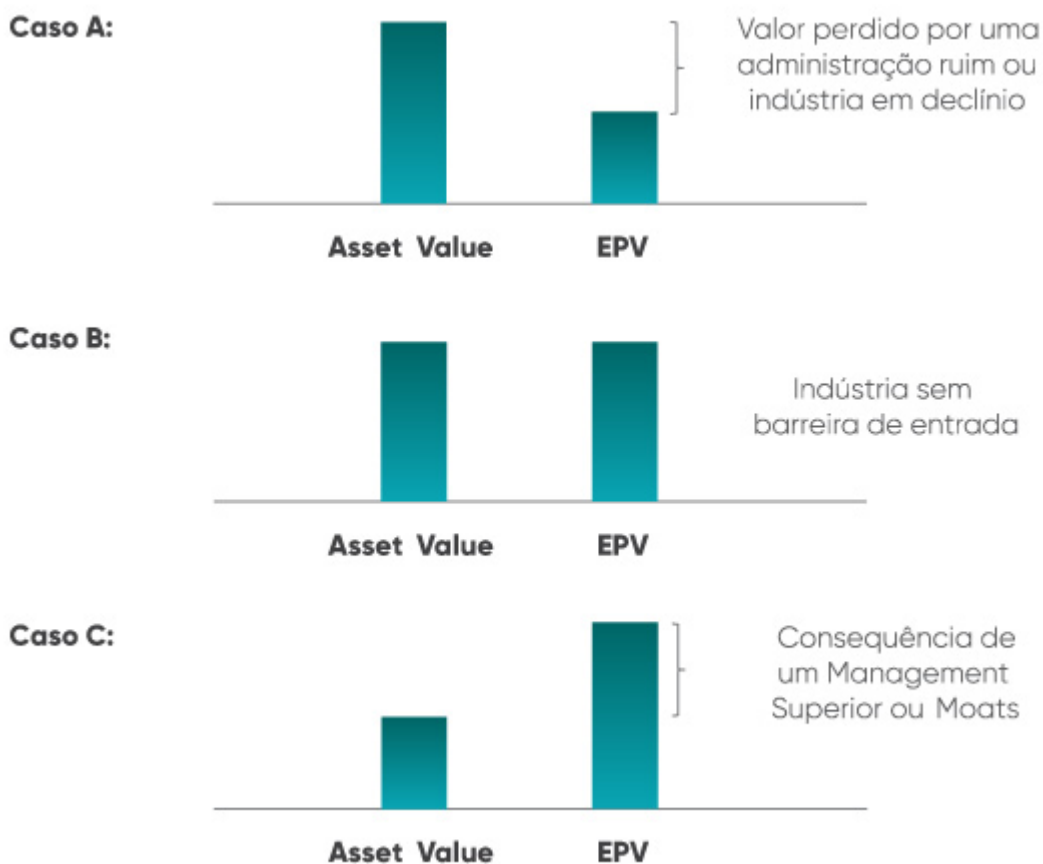
O EPV nos dá a dimensão do valor recorrente, com a premissa de que sua lucratividade atual seja recorrente e constante, sem considerar o crescimento da empresa. A técnica de avaliação do *Earnings Power Value* exige que o investidor o compare com outras duas dimensões estratégicas:

Valor dos ativos – cálculo do valor dos ativos que um concorrente deverá ter para atingir a mesma rentabilidade de uma empresa estabelecida no setor;

Valor de mercado – o que é atribuído ao valor de uma empresa além do EPV vem das expectativas de crescimento de sua geração valor futura.



Deste modo, podemos ter melhor esclarecimento sobre a avaliação do modelo de negócio. O EPV correlaciona o posicionamento estratégico com a alocação de capital e seus resultados. A análise pelo *Earnings Power Value* nos dá três dimensões estratégicas sobre os negócios de uma empresa.



A SFA ao avaliar o EPV como ferramenta de análise, deparou-se com uma forte correlação com o EVA, descrito acima, para calcular o lucro econômico. Utilizando um pouco de álgebra, matematicamente e conceitualmente, os dois métodos conversam muito entre si:

$$\begin{aligned} \blacktriangleright \text{COV} &= \text{Capital} + \text{EVA}/\text{WACC} \\ \blacktriangleright \text{EVA} &= \text{EBIT}*(1-\text{tx}) - \text{WACC} * \text{Capital} \\ \\ \blacktriangleright \text{COV} &= \text{Capital} + \frac{\text{EBIT}*(1-\text{tx}) - \text{WACC}*\text{Capital}}{\text{WACC}} \\ \blacktriangleright \text{COV} &= \text{Capital} + \frac{\text{EBIT}*(1-\text{tx})}{\text{WACC}} - \frac{\cancel{\text{WACC}*\text{Capital}}}{\cancel{\text{WACC}}} \\ \blacktriangleright \text{COV} &= \cancel{\text{Capital}} + \frac{\text{EBIT}*(1-\text{tx})}{\text{WACC}} - \cancel{\text{Capital}} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \blacktriangleright \text{COV} &= \text{EBIT}*(1-\text{tx})/\text{WACC} \\ \blacktriangleright \text{COV} &= \text{NOPAT}/\text{WACC} \end{aligned}$$

$$\begin{aligned} \blacktriangleright \text{EPV} &= \text{EBIT}*(1-\text{tx})/\text{WACC} \\ \blacktriangleright \text{EPV} &= \text{NOPAT}/\text{WACC} \end{aligned}$$

Não nos limitamos a rótulos

Somos investidores de valor. Em nosso processo, buscamos empresas que possuem vantagens competitivas tocadas por uma boa gestão e que são capazes de fornecer, de forma sustentável, um retorno acima de seu custo de capital. Acreditamos em geração de valor, mas não gostamos do rótulo *value investing*. Pior ainda, estudiosos do mercado insistem em classificar as ações entre *value* e *growth* e cometem o erro de dizer que investidores de valor investem somente nas *value stocks* (como *utilities* e bancos). As empresas do setor de tecnologia, por exemplo, possuem uma expectativa de crescimento de receita a uma taxa muito superior às de outras empresas, por isso, muitas vezes são chamadas de *growth stocks*. Nossa maior posição, atualmente, é uma empresa do ramo de tecnologia e enxergamos potencial de geração de valor nela. Entendemos a diferença de conceito entre ações de *growth* e *value*, mas achamos isso um total absurdo quando se trata de alocação e capital. Empresas que conseguem gerar valor por muitos anos são raras, mas podem ser encontradas em todos os setores, todos os tamanhos de capitalização e em todas as geografias.

Esta carta foi escrita especialmente para aqueles que acompanham a SFA Investimentos. Em alguns parágrafos, tentamos explicar um pouco da nossa filosofia, processos e ferramentas. Somos muito diferentes da maioria das casas de investimentos do mercado. Esperamos ter ajudado a compreender o porquê de sermos concentrados, descorrelacionados com o índice Ibovespa e possuímos apenas uma estratégia de investimento. Queremos trazer o real significado do investimento em valor. A “Busca por Alfa” é uma busca por empresas que geram valor e isso independe também do momento de mercado. Não importa se o mercado está em depressão ou euforia, o trabalho é o mesmo. Todo trabalho é realizado com muito carinho, entusiasmo, competência, diligência e orgulho para entregar alfa aos nossos cotistas.

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimentos

Gestão
SFA INVESTIMENTOS LTDA
 Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar
 Vila Olímpia – CEP: 04547-003
 São Paulo - Brasil
 Tel: +55 11 2780-0690
ri@sfainvestimentos.com.br

Administração
CREDIT SUISSE HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES S/A
 Rua Leopoldo Couto de Magalhães Jr, 700 – 11º andar
 Itaim Bibi – CEP: 04542-000
 São Paulo - Brasil
 Tel: +55 0800-558777

Custódia
ITAÚ UNIBANCO S.A
 Praça Alfredo E.S. Aranha, 100 – Torre Itausa
 Parque Jabaquara - CEP: 04344-902
 São Paulo - Brasil
 Tel: +55 0800-7280728
www.itau.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia 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. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

