

# Carta de Gestão

4º Trimestre de 2023

*“Carry on, my wayward son,  
There’ll be peace when you are done,  
Lay your weary head to rest,  
Don’t you cry no more, no.”*

Trecho da letra da música “Carry On Wayward Son” da banda americana Kansas.

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou 2023 com um retorno acumulado de 33,41%, superando seu benchmark Ibovespa, que teve um retorno de 22,28%.

Período	SFA EAC	Ibovespa	CDI
4T23	11,50%	15,12%	2,84%
YTD	33,41%	22,28%	13,05%
Últimos 3 anos	19,76%	13,90%	32,67%
Últimos 5 anos	106,72%	56,58%	44,60%
Desde o início	358,78%	150,78%	154,09%

## Como Foi o Ano de 2023

O ano de 2023 serviu como mais um lembrete da natureza não linear dos retornos no mercado de ações. No início do ano, as expectativas eram bastante ruins tanto no Brasil quanto nos EUA, refletindo um clima de incerteza entre os investidores. Contrariando essas previsões, tanto o Ibovespa quanto o S&P 500 surpreenderam positivamente, alcançando máximas históricas ao final do ano. Este cenário reforça a importância de uma visão de longo prazo em investimentos. A hesitação em permanecer investido, aguardando o 'momento perfeito', pode prejudicar significativamente a trajetória de crescimento do seu patrimônio. Investir é um compromisso com o futuro e a paciência desempenha um papel fundamental na realização de objetivos financeiros de longo prazo.

Entendemos que a experiência de uma queda temporária no mercado pode ser mais impactante do que a satisfação de obter ganhos. Esse fenômeno psicológico leva muitos investidores a tentarem prever o momento perfeito para investir. No entanto, essa tentativa pode resultar na perda de oportunidades significativas. Além disso, é crucial reconhecer que enfrentar períodos desafiadores faz parte da jornada do investimento. Essencialmente, o ato de investir reflete as nuances do comportamento humano, abrangendo suas esperanças, medos e aspirações.

Voltando à retrospectiva de 2023, o ano trouxe diversos desafios para nossa gestão, e como sempre, aprendizados e reflexões.

No decorrer do último ano, duas empresas do nosso portfólio experienciaram ofertas para fechamento de seus capitais. A primeira, Sinqia, uma empresa que já discutimos em detalhes na nossa carta do segundo trimestre de 2023 e em relatórios dedicados, foi alvo de uma oferta por um player estratégico (Evertec), resultando no fechamento de seu capital após cerca de uma década no mercado aberto. Paralelamente, a Alper, outra integrante do nosso portfólio, recebeu uma proposta de fechamento de capital de um player financeiro (Warburg Pincus), iniciando o processo de deslistagem. Este movimento também foi abordado minuciosamente em relatório específico enviado aos nossos investidores. Esses eventos são exemplos claros da dinâmica do mercado e reafirmam a importância de nosso acompanhamento atento e nossa capacidade de adaptação às transformações do setor, visando sempre a maximização do retorno para nossos clientes.

Com isso, uma parcela significativa de nosso capital foi estrategicamente realocada, tanto em empresas nas quais já tínhamos participação, quanto em novas oportunidades de investimentos. Assim, gostaríamos de dar destaque a dois desses novos investimentos e na Porto, empresa que já somos investidores há 10 anos e hoje é nossa maior participação.

- **Vittia:** O setor de bioinsumos agrícolas tem se desenvolvido muito nos últimos anos. Um segmento que tem ganhado destaque no interesse dos investidores, promovendo questões de sustentabilidade e produtividade no campo. Além do país depender de boa parte do seu PIB da agricultura, o Brasil possui vantagens competitivas no agribusiness e em toda a sua cadeia, incluindo o desenvolvimento de insumos agrícolas devido a biodiversidade, experiência no combate às pragas e cultivos de diversas culturas. A Vittia é um dos principais players do mercado de biodefensivos e inoculantes no Brasil. A Vittia possui mais de 50 anos de experiência no ramo de insumos agrícolas. A empresa possui P&D próprio o que lhe confere cepas exclusivas e processo de produção que garante a eficácia dos seus produtos. Apesar do P&D próprio com um pipeline considerável de novos produtos para exploração comercial, após nossa pesquisa, acreditamos que P&D acaba sendo um *narrow moat*, pois uma nova cepa pode virar uma commodity após algum tempo. Acreditamos que a capacidade de produção e distribuição da Vittia é o que realmente confere vantagens competitivas para a empresa, principalmente porque o setor é bastante pulverizado e pouco profissional, o que confere vantagens competitivas às empresas maiores. Os grandes players, incluindo a Vittia, poderão ser os consolidadores se souberem aproveitar e gerenciar o amplo portfólio de produtos e capacidade de P&D, capacidade de produção e força comercial, além de surgirem oportunidades de M&A no setor.
- **TSMC:** Como abordamos em nossa carta de gestão do terceiro trimestre de 2023 a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company é uma empresa de fabricação de semicondutores. Se destaca por ser quase um monopólio no mercado de fundição (*foundry*). Suas principais concorrentes nesse mercado, Samsung e Intel (que também possuem fábricas de chips) além de fundição, fazem design e vendas para os clientes finais. Portanto, a TSMC tem uma vantagem natural por ser uma *foundry* dedicada e não concorrer com seus clientes diretamente no varejo, a exemplo de Samsung versus Apple, ou Intel versus AMD. Hoje TSMC está na vanguarda tecnológica quando se trata de fabricação de chips. Vemos para esse setor uma tendência secular do crescimento da digitalização. Além disso, toda demanda atual de AI passa de uma forma ou de outra pela TSMC. Portanto, a TSMC tem um imenso valor estratégico em uma indústria que, impulsionada também por AI, deve atingir a casa dos trilhões de dólares de TAM em alguns anos. Além de áreas promissoras como AI e IoT, outras áreas como PC, notebooks e celulares devem passar em 2024 por uma virada de ciclo, marcada por reaceleração de receitas e redução de estoques. Enxergamos aqui *moats* competitivos tecnológicos e de escala. Entrar nessa competição requer investimentos massivos e longo prazo de permanência. TSMC no quesito gestão e governança também é uma ótima empresa. Para a tese em particular sabemos de um potencial risco China, mas que julgamos não ser muito alto no curto prazo por razões domésticas e militares da China. Limitamos a exposição a esse risco via tamanho de posição.
- **Porto:** A Porto Seguro é uma empresa que possui uma longa trajetória. Fundada em 1945 e listada na B3 desde 2004, a companhia é conhecida por ser a maior seguradora de automóveis do Brasil, com aproximadamente 30% desse mercado. Apesar de ser bastante conhecida como a líder do setor auto, a Porto é na verdade uma holding de produtos e serviços que possuem no escopo auxiliar no cuidado da vida e patrimônio de seus clientes. A companhia também oferece aos seus clientes outros seguros além do automóvel como o residencial, de vida, empresarial, celular e locatício. Além disso, possui planos e soluções de saúde, serviços financeiros como: cartão de crédito, consórcio e financiamento de veículos e serviços diversos como: assinatura de veículos, manutenção da casa, cuidados do pet e investimentos pessoais. Seus mais de 150 produtos e serviços estão divididos em 4 principais verticais: Seguros, Saúde, Serviços e Porto bank. A Porto possui uma marca forte no segmento auto e em outros seguros em que é líder, possui disparado o maior *market share*, sendo quase o dobro do segundo concorrente, com o maior preço e consequente menor sinistralidade. Com uma base de aproximadamente 15 milhões de clientes, a nossa

tese em Porto se baseia em que a Companhia está trabalhando junto aos corretores para que o seu poder de marca também esteja presente nas outras verticais como saúde, serviços e Porto Bank, com muita oportunidade de *cross sell*.

São empresas em que temos cada vez mais nos aprofundado e, conseqüentemente, são participações que vem ganhando peso dentro do portfólio.

Olhando para atribuição de resultado do fundo, grande parte do retorno veio do book de empresas Core, seguido pelas empresas Táticas, já os books Hedge e Macro detraíram ao redor de 1,50% do resultado no ano.



Em nossa abordagem de gestão, adotamos uma estratégia dinâmica e ativa para o gerenciamento do book Hedge, que é fundamental na nossa operação. Essa gestão meticulosa envolve a identificação criteriosa dos ativos e instrumentos mais adequados para cada fase do ciclo econômico, com o objetivo de estruturar operações de proteção eficazes. Essa prática não apenas minimiza os custos associados ao hedge, mas também aprimora a resiliência e a performance do fundo frente às flutuações de mercado.

Paralelamente, nosso book Macro desempenha um papel estratégico distinto, permitindo-nos expressar nossa visão de mercado de maneira mais oportunística. Ele também serve como uma fonte vital de insights, influenciando e enriquecendo as estratégias implementadas no book de Hedge. Esta abordagem integrada assegura que nossas decisões de investimento sejam embasadas, ágeis e alinhadas com a dinâmica do mercado, sempre visando a otimização dos resultados para nossos investidores.

Ambos, Macro e Hedge são sustentados por sólida visão macroeconômica e ambos focam em operações com assimetria positiva. Adotamos o princípio de que 'Hedge é preço e assimetria' e reconhecemos que essas características podem ser encontradas em diversos mercados, não se limitando apenas ao segmento de renda variável.

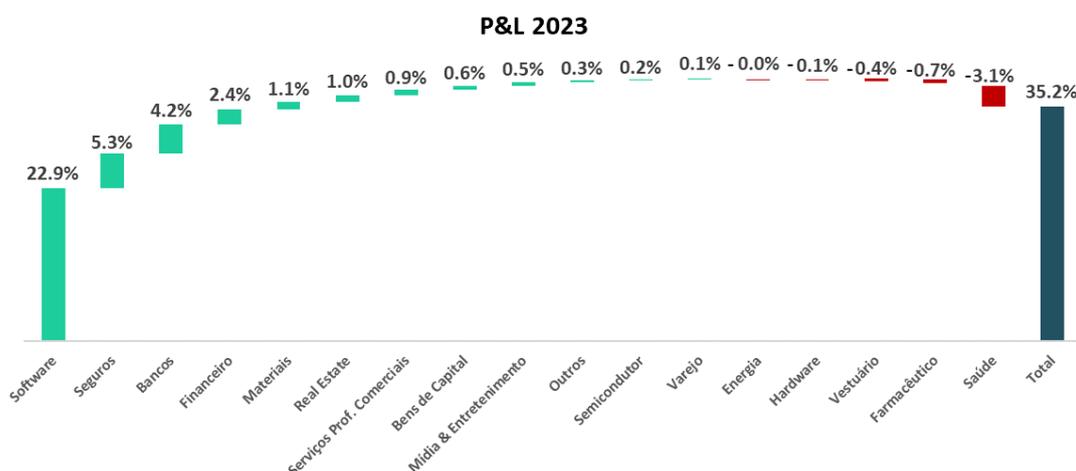
Consideramos o Hedge como uma forma de seguro, o qual possui um valor esperado negativo em cenários favoráveis. Por isso, visamos que esse book não se torne um centro de custo isolado, mantendo uma gestão dinâmica que, aliada ao book Macro (de retorno esperado positivo), formam um conjunto estratégico capaz de oferecer proteção em períodos adversos do mercado.

Um exemplo concreto da eficácia dessa estratégia foi observado em 2022, quando, apesar de uma correção significativa nas bolsas, os books Hedge e Macro contribuíram com 5,3 pontos percentuais para o desempenho do fundo. Em 2023, com a recuperação do mercado, essa abordagem se provou novamente valiosa, refletindo um resultado que consideramos excelente por minimizar seu custo.



A gestão ativa do portfólio faz parte da forma como fazemos gestão de investimentos, seja dos books mencionados acima, seja do *sizing* das posições e gestão de caixa e *exposure* do fundo.

Quando olhamos para a parte de ações, os setores de software (Sinqia e Totvs), seguros (Porto e Alper) e bancos (Itaú), foram os que mais contribuíram positivamente. Já o principal detrator foi o setor de saúde (Hapvida).



É importante destacar nossa decisão em relação à nossa posição na Hapvida. Após uma análise criteriosa, concluímos que nossa tese de investimento original não se sustentava mais, levando-nos a encerrar nossa participação na empresa. Este movimento foi baseado em novas informações e uma reavaliação profunda que indicou uma divergência significativa das expectativas iniciais.

Detalhamos extensivamente o raciocínio por trás dessa decisão no relatório sobre o encerramento do investimento na Hapvida, que foi enviado aos nossos investidores no primeiro trimestre de 2023.

Nossa tese de investimento inicial em Hapvida se baseou em dois aspectos: macro/setorial e micro. O aspecto setorial é relacionado à dinâmica de custos do mercado de saúde e incentivos da indústria de saúde suplementar. Isto é, uma indústria em que prestadores, segurados e seguradoras possuem incentivos divergentes e que estruturalmente sofre com aumento do custo de tratamentos (por diversas razões). Somado a esses aspectos estruturais setoriais, a indústria de saúde suplementar estava desequilibrada, acumulando fortes prejuízos, frutos de uma dinâmica perversa que foi gerada durante a pandemia, quando a sinistralidade do período foi extremamente baixa. No aspecto micro, víamos uma empresa suportada por um modelo verticalizado ser capaz de traduzir seus menores custos em preço e capturar mercado e, quem sabe, aumentar a penetração da saúde suplementar na população brasileira.

Então, acreditávamos que a Hapvida seria capaz de realizar repasses de preço consideravelmente menores que a indústria, num momento em que a própria indústria estaria adotando fortes reajustes de preço, e inclusive, poderia vir a ganhar mais participação de mercado. Isso não aconteceu. A Hapvida, que sabidamente

vinha alavancada por conta da aquisição da NDI e baixa geração de caixa operacional, não só teve que aplicar fortes reajustes, e em linha com a indústria de saúde suplementar, como precisou realizar uma oferta de ações e se desfazer de ativos (através de uma operação de SLB para a família controladora, que sempre gera dúvidas por conta de partes relacionadas) para aliviar a posição financeira que estava passando. Ou seja, durante esse ambiente complexo da indústria, verificamos que seu modelo verticalizado, base para nossa tese micro, não se comprovou como grande vantagem competitiva e por essa razão, entre outras, preferimos nos desfazer do investimento.

Continuamos animados com as perspectivas das empresas de nosso portfólio, porém sempre atentos aos desafios e mudanças de cenários para podermos nos adaptar, sempre com agilidade em uma gestão ativa de portfólio.

### Aniversário de 10 anos

Em uma entrevista recente, Jensen Huang, o visionário fundador da Nvidia, compartilhou uma perspectiva profunda sobre sua jornada empreendedora. Ele revelou que, se tivesse plena consciência dos desafios que enfrentaria, talvez não tivesse iniciado sua empreitada. As adversidades e a intensidade do processo foram muito além do que ele imaginava inicialmente. Essa confissão ressoa fortemente conosco, pois ecoa uma verdade universal no mundo dos negócios: a essência da jornada está na resiliência.

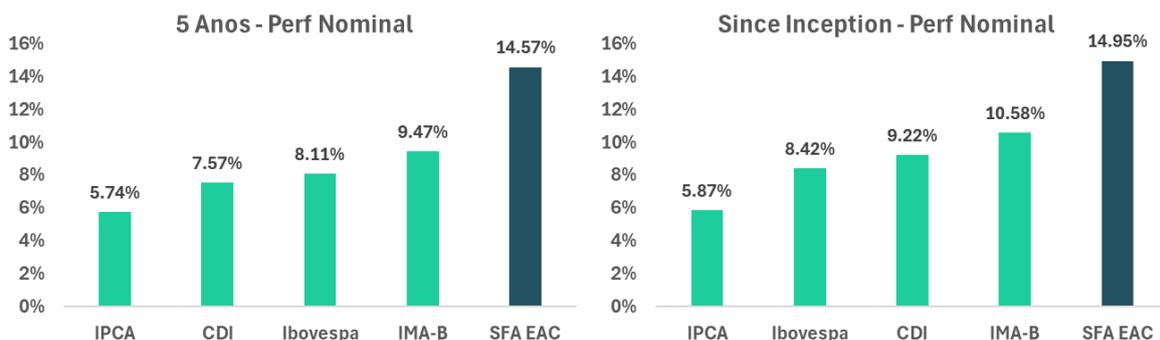
Assim como Huang, acreditamos firmemente que a resiliência é não apenas uma virtude, mas uma necessidade intrínseca ao empreendedorismo. O ato de construir e sustentar uma gestora de investimentos transcende em muito a mera capacidade de investir com acuidade. Sem uma sólida base empresarial, o sucesso é efêmero.

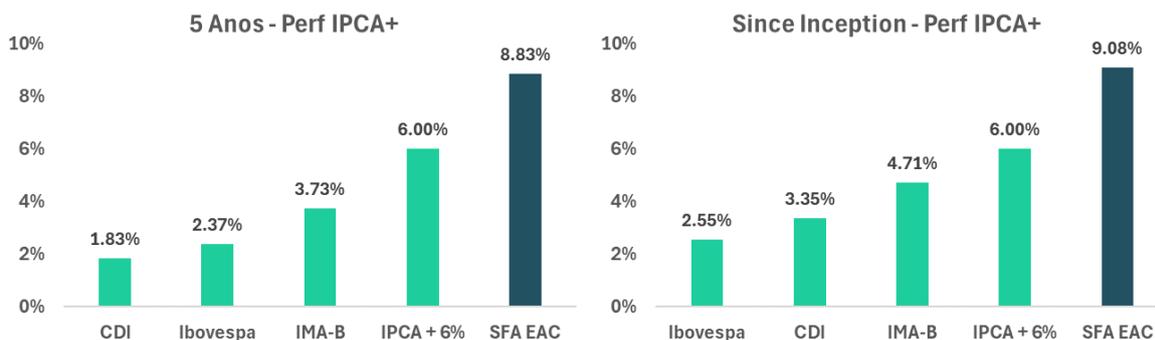
Reconhecemos que os pilares como cultura organizacional, filosofia de investimento, processos bem definidos, parcerias estratégicas, competência e sinergia de equipe, bem como habilidades de motivação, liderança e delegação são indispensáveis. Estes elementos, embora intangíveis e difíceis de serem quantificados, constituem o alicerce sobre o qual se ergue uma firma de investimentos sólida e resiliente.

Chegar a 10 anos de vida empresarial com a estatística jogando contra você, dado a alta taxa de mortalidade das empresas, é um feito do qual nos orgulhamos muito. Ao refletir sobre nossa jornada de 10 anos, nos inspiramos na trajetória de líderes como Huang e nos dedicamos a cultivar esses valores essenciais, assegurando que nossa empresa não apenas prospere, mas também deixe um legado duradouro no âmbito dos investimentos.

Fechamos o ano de 2023 com a nossa maior cota histórica e fomos capazes de entregar um retorno anualizado desde o início em 2013, de 15,5%, batendo todos os indexadores do mercado. Mesmo nos últimos 5 anos, período difícil para indústria local, também batemos com folga os indexadores.

Fazendo um exercício de se olhar o retorno de forma real, fomos capazes de entregar um resultado ao redor de IPCA+9% tanto desde o início como nos últimos 5 anos.



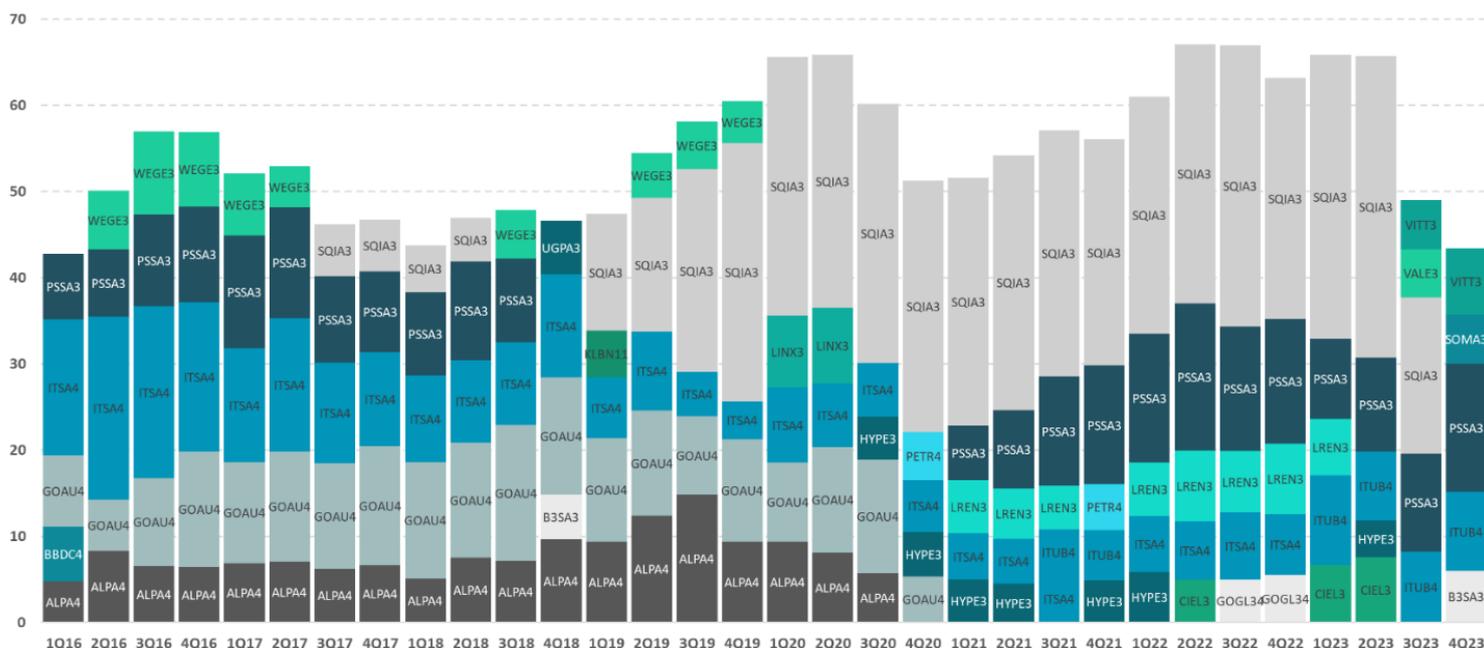


Esse tipo de resultado nos orgulha muito, dado que diversos estudos mostram que menos de 10% dos fundos que sobrevivem batem o mercado depois de 10 anos. Mas temos certeza de que esse resultado é consequência de uma cultura empresarial, filosofia de investimento forte e processo de investimento bem estruturado.

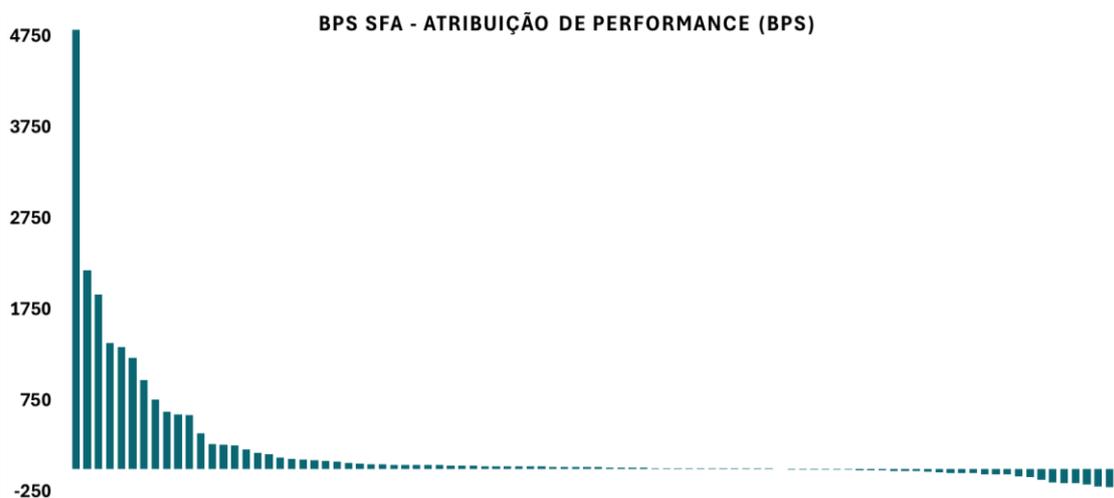
São esses pilares que nos fizeram ter um fundo consistente ao longo do tempo (gráfico abaixo). E são estes pilares que nos permitem olhar para os próximos 10 anos e ter a confiança que seremos capazes de gerar alpha para nossos clientes. O gráfico abaixo mostra o percentual de vezes que o fundo bateu o Ibovespa e o CDI em diferentes janelas móveis.



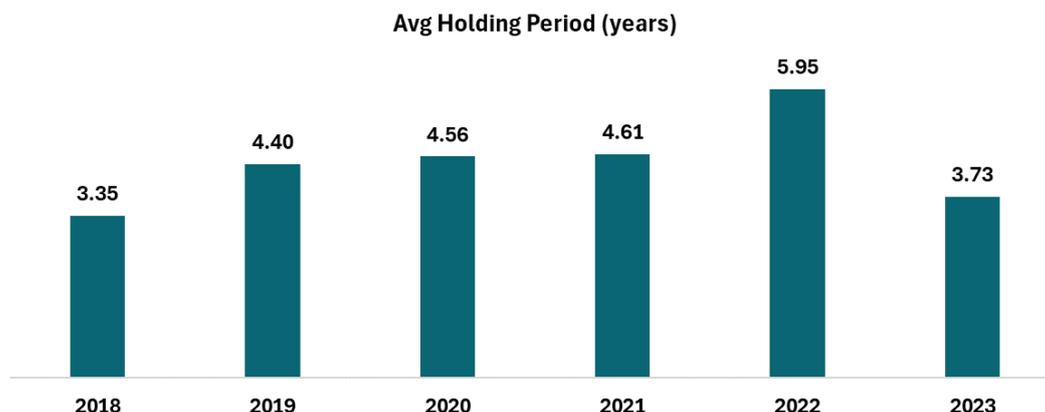
Somos um fundo de alta convicção e concentração, embora concentrar não seja uma obrigação. A barra de qualidade de nossa análise é altíssima e, portanto, são poucas empresas as que passam pelo crivo para se tornarem grandes posições. Entretanto, entendemos que quando achamos esses casos de empresas com modelos de negócios excelentes e margem de segurança elevada, teremos posições concentradas. O gráfico abaixo mostra o tamanho das 5 maiores posições em cada trimestre.



Temos um processo de investimento proprietário que construímos, evoluímos e aprimoramos ao longo desses últimos 10 anos. Não queremos ser rígidos, mas acreditamos em método e processo para investir. Com isso ganhamos replicabilidade de bons resultados. Abaixo temos os resultados das posições em que ganhamos dinheiro versus as que perdemos.

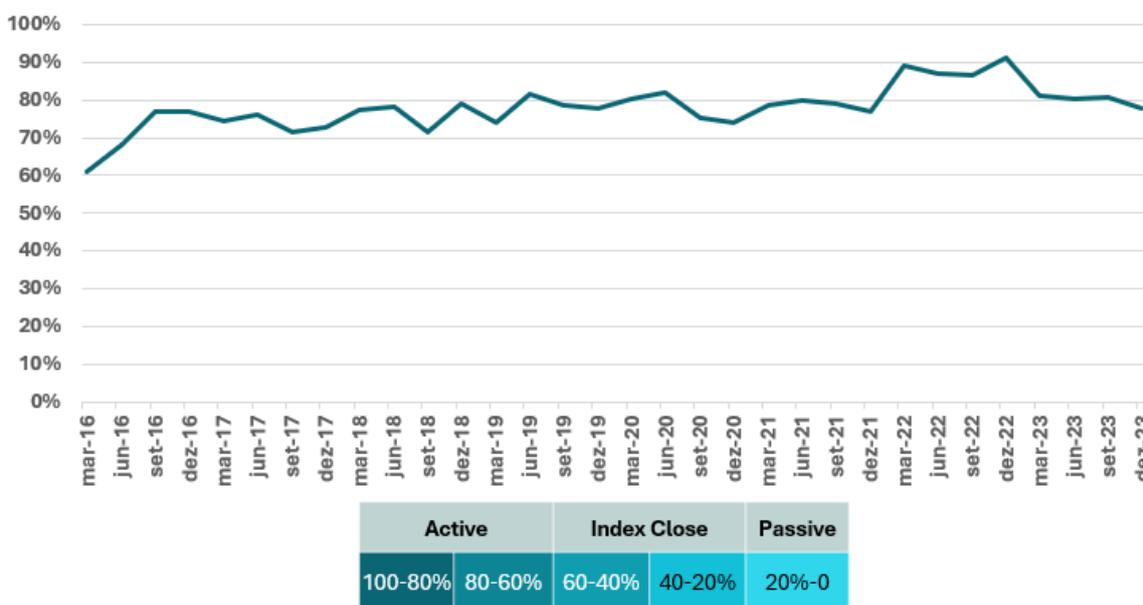


E sempre com um horizonte de investimentos de longo prazo. Temos diversos exemplos de empresas em que somos acionistas desde o início do fundo. Na média, as posições no fundo ficam ao redor de 4 a 5 anos.



Na SFA, cultivamos uma filosofia de investimento bastante proprietária. Essa visão nos guia a construir a alocação do nosso fundo com bastante independência aos benchmarks de mercado. Para nós, o peso de uma empresa no Ibovespa é irrelevante; o que priorizamos é o potencial intrínseco de geração de valor de cada negócio e a sustentabilidade de longo prazo de cada investimento. Essa abordagem consciente significa que, no curto a médio prazo, podemos experimentar períodos de *underperformance* em comparação ao Ibovespa. No entanto, essa é uma faceta natural de nossa estratégia, visando ganhos mais significativos e consistentes a longo prazo.

Uma ferramenta para compreender nossa abordagem é o 'active share', um indicador que mede quão distinta é a composição do nosso fundo em relação ao benchmark do mercado. Quanto maior o *active share*, mais a nossa carteira se diferencia do Ibovespa, refletindo nossa busca por oportunidades únicas e nosso compromisso com uma gestão de investimentos proprietária e independente.



A SFA segue forte, evoluindo sempre com o compromisso de excelência em gestão de investimentos. Estamos muito animados com as novas possibilidades e perspectivas que se abrem.

E que em nossa carta de 20 anos, possamos contar de forma orgulhosa como fomos capazes de continuar gerando retornos de longo prazo para nossos clientes e parceiros.

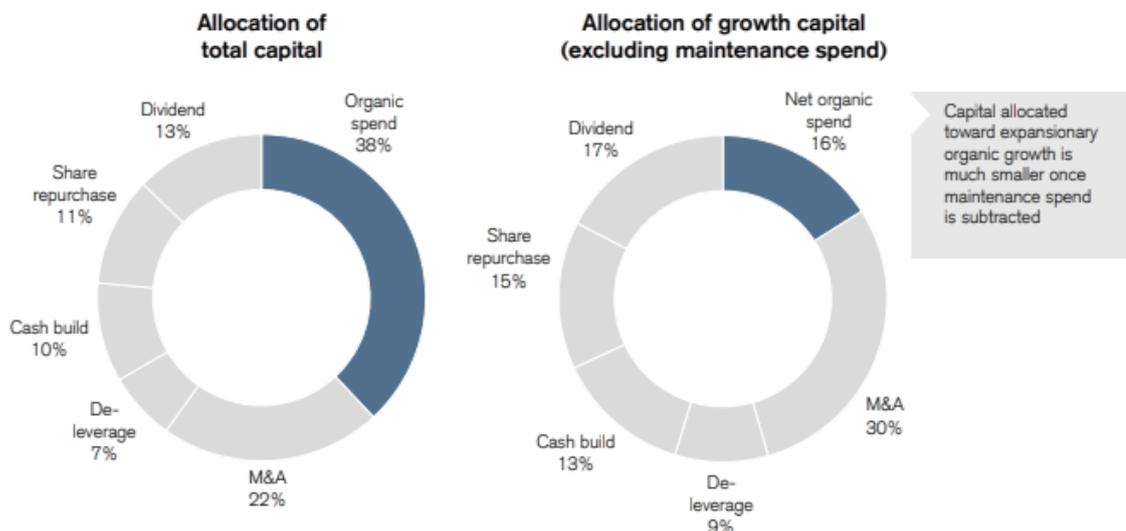
### Alocação de Capital

Na SFA, prezamos por empresas bem geridas. Uma boa gestão tem como principal atributo seu histórico na alocação de capital.

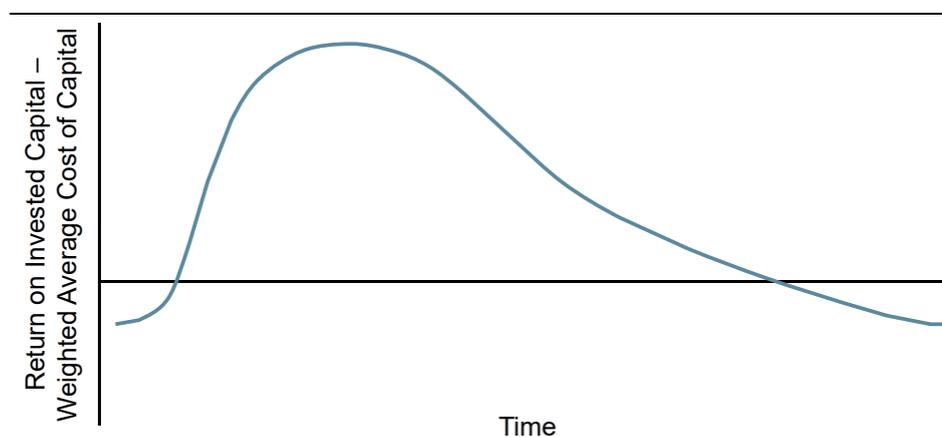
De forma bem simples, os gestores optam por destinar recursos em:

1. Reinvestimento no próprio negócio
  - a. Capital de Giro
  - b. Capex
  - c. P&D
  - d. Investimentos em intangíveis, como software
2. Aquisições de outros negócios
3. Desinvestir de algum ativo
4. Dividendos e *Buybacks*
5. Amortização de dívida

Quando olhamos empiricamente de como foi dividida a alocação de capital ao longo de 20 anos pelas empresas listadas nos EUA e Europa<sup>1</sup>, cerca de 60% do *capital deployment* foram em investimento orgânico, isto é, no próprio negócio e em investimento inorgânico. Diante disso daremos mais foco nesta carta sobre essas duas formas de alocação de capital, apesar da mensagem central ser válida para todas as outras formas de alocar os recursos que a companhia possui.



Entre investimento orgânico e inorgânico, há uma clara relevância da opção orgânica, mas vale mencionar, que essa alocação contempla também os investimentos em manutenção da operação e na manutenção da geração de valor corrente. Com isso, parte menor é ligado a busca por crescimento orgânico para a geração de valor incremental, como podemos notar no gráfico acima à direita. Isso pode sugerir que, na média, para essas empresas, houve pouca oportunidade dentro do negócio corrente, devido a localização média dessas empresas dentro do ciclo de vida dos negócios (gráfico a seguir) ou ainda incentivos direcionadores de decisões nesse sentido.



Deixar de fazer investimentos também pode comprometer negócios e a perpetuidade deles. Na essência, são os novos investimentos que promoverão o retorno futuro. E, uma empresa capaz de reinvestir parte do seu resultado mantendo sua taxa de retorno constantemente superior ao seu custo de capital, seria uma incrível máquina de geração de valor e de *compounding*.

Assim, os gestores e diretores dessas empresas não devem buscar apenas remunerar o capital, mas também que esses retornos sejam superiores ao seu custo. Em outras palavras, buscar geração de valor no longo prazo.

<sup>1</sup> "Capital allocation: paths to value" – Credit Suisse, Corporate Insights, Spring 2021

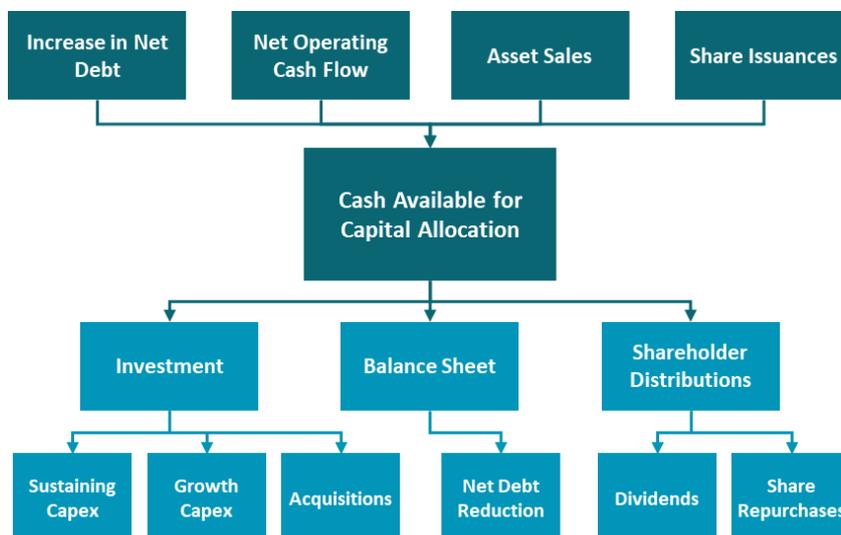
Executivos que não apresentam esta orientação podem colocar a companhia sob risco e esse direcionamento “torto” costuma partir de incentivos errados, bem como da dificuldade natural de reversão de algumas decisões. Decisões estas que, por vezes, impedem o gestor de seguir por tal caminho. Diante desse problema, buscamos conhecer ao máximo o histórico dos gestores como decisores, bem como o *background* anterior e seus perfis. E buscamos uma boa governança que possa proteger a empresa de maus negócios.

Podemos citar bons exemplos de uma boa gestão:

1. A gestão de Steve Jobs e Tim Cook que trouxe enorme valor aos acionistas da Apple.
  - a. Além da própria inovação estimulada por Jobs e o foco em desenvolver poucos produtos, ele construiu atributos de marca dentro de um segmento *commoditizado*, enquanto Cook aliviou o capital investido da companhia, levando os estoques e a montagem para terceiros – fato que deixava parte da margem da operação nas mãos de terceiros, porém o giro de seu capital investido mais do que compensava essa perda de margem.
2. A atual gestão de Satya Nadella na Microsoft e o avanço do cloud dentro do negócio
3. Aqui no Brasil, temos o José Galló em seu ciclo de CEO na Renner, Milton Maluhy no Itaú, Marcos Galperin e Stello Tolda no Mercado Livre, entre outros...

Esses executivos foram capazes de trazer novas perspectivas para o negócio e de elevar o *business* que geriam a outro patamar de geração de valor.

A avaliação de como a gestão está tomando decisões de geração de valor passa pela análise da dinâmica entre a fonte dos recursos com o destino destes. De maneira bem simplista, a fonte dos recursos vem da operação e de financiamento, seja dívida e/ou *equity*. E o uso e o destino desses recursos é basicamente o que já comentamos acima, investimentos no negócio e investimentos na melhora de estrutura de capital. Ao observarmos dessa forma, nossa análise ganha qualidade, mas obviamente não é suficiente.



O histórico da gestão entra como uma base para suportar os argumentos, favoráveis ou não, quanto à capacidade de ela gerar lucro econômico com a realização de investimentos no próprio negócio ou em novos projetos, seja em uma expansão fabril, seja no desenvolvimento de uma marca, seja simplesmente na expansão de seu parque de lojas.

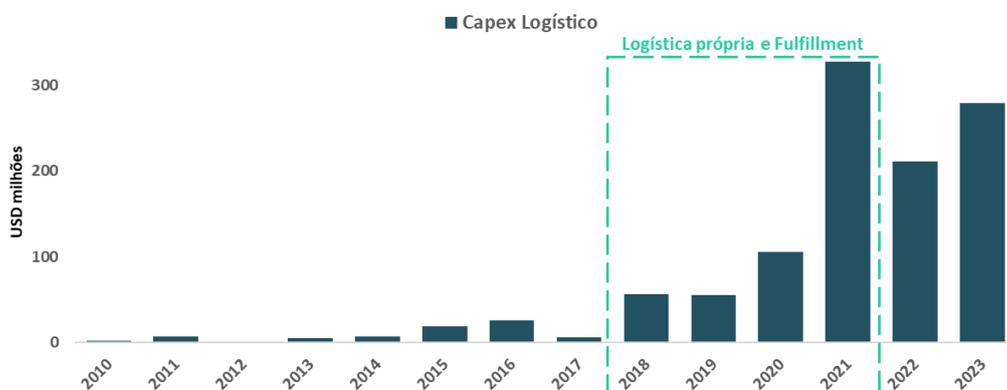
*One day Deng Xiaoping decided to take his grandson to visit Mao. "Call me granduncle," Mao offered warmly. "Oh, I certainly couldn't do that, Chairman Mao," the awe-struck child replied. "Why don't you give him an apple?" suggested Deng. No sooner had Mao done so than the boy happily chirped, "Oh thank you, Granduncle." "You see," said Deng, "what incentives can achieve."*

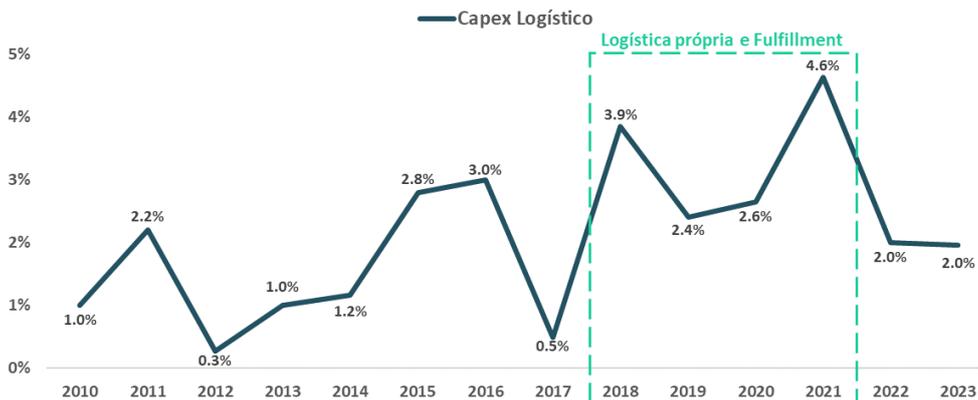
A passagem acima é para ilustrar a força dos incentivos. Assim, não basta apenas olhar o histórico dos gestores, damos atenção também à governança da empresa e ao alinhamento de remuneração dos gestores da companhia para, além de entender outros aspectos relevantes, evitar o famoso *Principal-Agent Problem*. Em governança corporativa, o *Principal* seria o indivíduo que delega tarefas, no caso o Acionista e dono do ativo. O *Agent* seria, no caso, os Executivos e Diretores, que executa as tarefas delegadas pelo *Principal*. Uma razão desse problema surge da dificuldade do *Principal* em monitorar e controlar a execução da tarefa feita pelo *Agent*. E mais, esses dois indivíduos costumam ter interesses distintos e conflituosos.

Empresas sem o “olhar do dono”, isto é, sem um acionista de referência com senso de controle, costumam ter controles mais frágeis da execução das tarefas e, muitas vezes, as decisões são tomadas vislumbrando prazos menores para captura de resultados. Às vezes, os executivos podem adotar iniciativas que gerem valor no curto prazo, como um corte de alguma despesa discricionária, ou segurar investimentos numa nova planta fabril, mas que podem afetar negativamente o longo prazo. Imagine uma empresa de marcas, onde seu *Moat* econômico seja justamente esse ativo intangível. As despesas de marketing desse negócio alimentam essa força de marca. Os executivos orientados ao curto prazo, uma vez que são remunerados com bônus de curto prazo, podem preferir cortar os gastos de marketing, inflando resultados, mas deteriorando, quem sabe, a percepção daquela marca no médio e longo prazo – que é justamente a razão da sustentabilidade e longevidade de sua geração de valor. Os incentivos também podem direcionar a adoção de contabilidade mais agressiva e controversa, como a capitalização de valores que são subjetivos, ou como reconhecimento de receita de forma bastante antecipada, o que leva ao aumento do resultado de curto prazo, e contribui para o atingimento das metas dos executivos e, em consequência, eles sendo remunerados por isso. Diante disso, preferimos, como investidores de negócios, encontrar empresas de dono, com *skin in the game*, e obstinado pelo que faz.

Como já mencionamos, a geração de valor incremental vem de novos investimentos. Esses investimentos têm natureza incerta e que muitas vezes gerarão retornos positivos após um período de *ramp-up*. Para quem olha apenas a foto, sem se atentar ao contexto do ciclo de investimento que a companhia está passando, pode interpretar de maneira errada. Além disso, a dinâmica de mercado, e o que acontece ao redor da empresa, também podem contaminar a análise e dificultar o *assessment* da alocação de capital e da estratégia adotada pela companhia.

Nos favorecendo de uma visão retrospectiva, vemos a decisão do Mercado Livre em investir na infraestrutura logística da operação brasileira em 2018 como um excelente exemplo de alocação de capital em crescimento orgânico. Veja o gráfico abaixo que ilustra o montante do Capex logístico e em relação ao tamanho do faturamento.

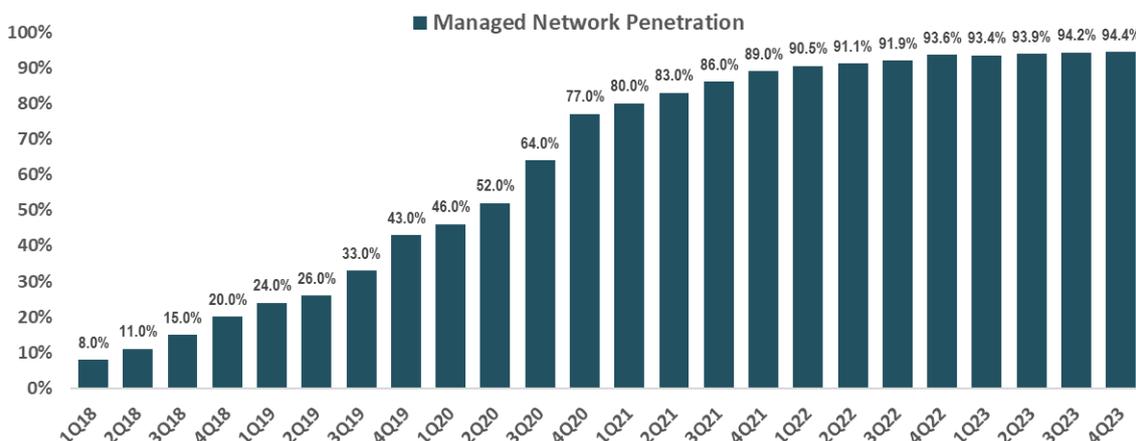


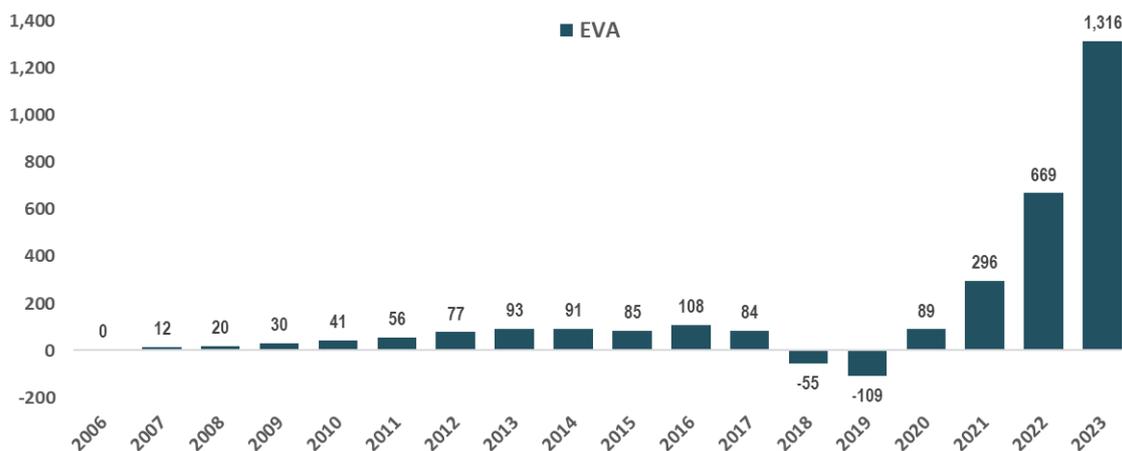


Os executivos do MELI perceberam que somente seriam capazes de manter a liderança de mercado e atender seus clientes com qualidade disponibilizando um maior sortimento associado a entregas em maior velocidade e remoção dos gargalos da operação logística, que na época contavam apenas com os Correios.

Não somente foram necessários os altos investimentos na operação logística, mas, para passar por essa metamorfose e atingir boa escala no *fulfillment*, o MELI precisou estimular o uso de sua rede própria. Isso foi feito com incentivos aos *sellers*, que prejudicou suas margens.

Ou seja, olhando apenas a foto dos números no início dos investimentos, vimos uma empresa aumentando o seu capital investido combinado com pressão em suas margens operacionais. Esses investimentos vieram maturando com o aumento da penetração do uso em rede própria, o que levou o ROIC a melhorar, mas a companhia só voltou a ter geração de valor crescente a partir de 2020 – ano da pandemia. A conjuntura da pandemia pode ter até ajudado a acelerar a maturação desses investimentos, mas sem a realização deles e a visão de longo prazo dos executivos, a história poderia ser outra. Hoje, o modelo “3P + *fulfillment* + centros logísticos menores distribuídos + entrega <24h” é visto como “padrão de ouro” no *e-commerce*. O Mercado Livre foi o primeiro a implementar isso em larga escala no Brasil e isso só foi possível porque pensaram no crescimento no longo prazo.

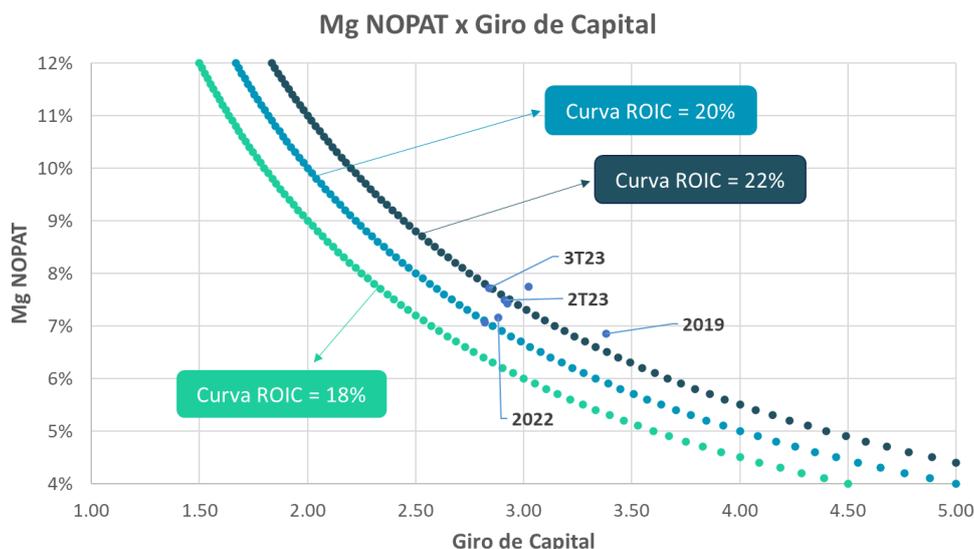


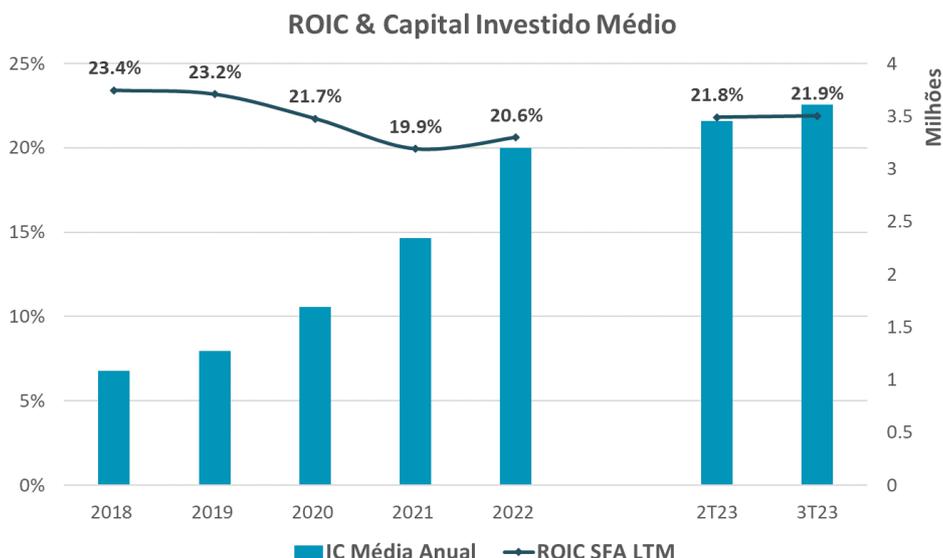


Ainda sob uma visão retrospectiva, nos últimos 3-4 anos, vimos muitas empresas seguindo a estratégia de M&A e se aproveitando de seus múltiplos elevados para justificá-la. Muitas dessas aquisições já pareciam duvidosas quanto à capacidade de extrair valor futuro, uma vez que o “cheque” entregue ao vendedor não era algo “baixo” ou, quem sabe, justo; hoje, de fato, muitas delas se confirmaram desastrosas.

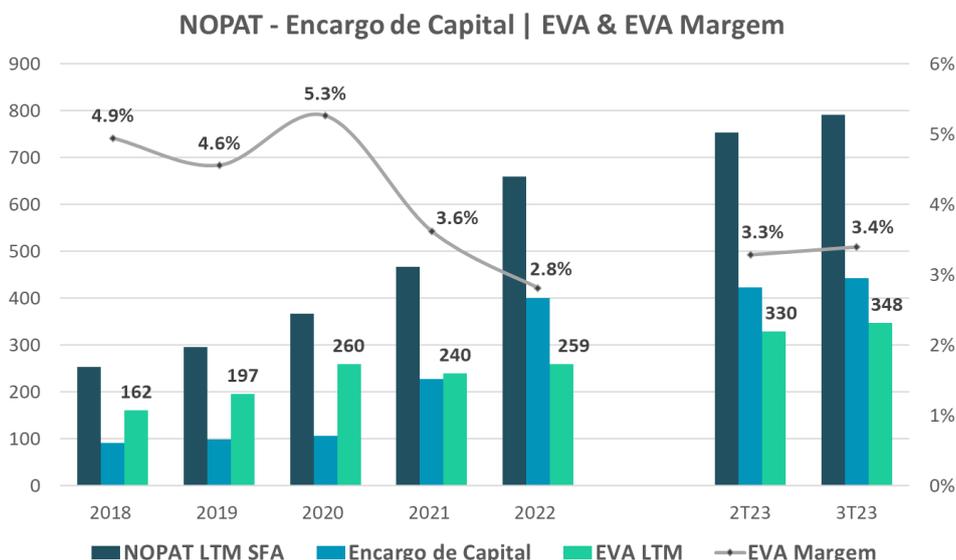
Investimento em crescimento inorgânico, assim como qualquer outro investimento, exige tempo de maturação – principalmente, quando tais aquisições são relevantes em tamanho. Mas, dito isso, nós olhamos M&A de uma maneira diferente *versus* outras formas de alocação de capital: somos mais céticos na geração de valor para o investidor quando essa estratégia é adotada. Preferimos aquisições menores, executadas por empresas que já estejam acostumadas a realizar esse tipo de investimento e que esteja alinhado com a estratégia dela. Sinqia foi um exemplo desses *cases*. Outro *case* que nos tem chamado atenção na adoção dessa estratégia é o Grupo GPS, de terceirização de serviços.

A GPS é uma “máquina” de M&A. Com um faturamento bruto acima de BRL 11bn, ela busca empresas com BRL 100mm a 300mm de receita – esse seria o *sweet spot* – para crescer, integrar e gerar valor. O time de executivos consegue ser bem preciso no preço alocado na empresa *target* e muito veloz na captura de sinergias. Isso é visto na evolução do giro de Capital e na evolução da margem NOPAT da empresa, considerando a série de aquisições realizadas ao longo do tempo. Os gráficos abaixo nos ajudam a fazer esse *assessment*: pouca variabilidade no ROIC com a empresa crescendo num CAGR de 29% de Capital Investido desde 2018 até 2023E.





A conclusão disso é a geração de valor crescente, sendo que, a partir de 2022, vimos a margem EVA também crescente, passando a contribuir também para o EVA Momentum do negócio.



Assim, com base no que eles fizeram ao longo desses últimos anos, suportado por: i) características culturais muito fortes enraizadas na empresa e ii) muitas oportunidades de alvos para aquisições futuras, acreditamos que eles continuem com a geração de valor crescente na continuidade dessa estratégia.

## M&A e Como o Avaliamos em Nossas Investidas

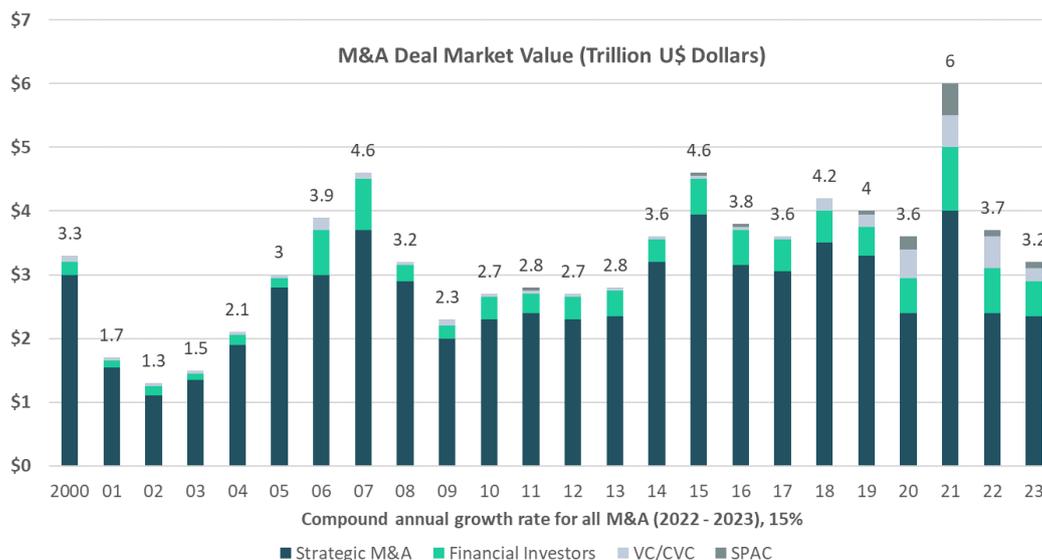
Falando de forma mais abrangente, M&A é a principal forma de alocação de capital quando ajustamos os investimentos orgânicos, os recursos destinados para manter a geração de valor corrente – como vimos no 1º gráfico da seção Alocação de Capital. Isso contribui para o tamanho enorme desse mercado. De acordo com a McKinsey, na última década, foram alocados USD 8,3tr em fusões e aquisições pelas 2.000 maiores empresas do mundo – entre todos os setores<sup>2</sup>. Em um estudo mais amplo da Bain&Co<sup>3</sup>, apesar de termos visto o mercado total de M&A encolher em 15%yoy em 2023, ele ainda movimentou USD 3,2tr no ano<sup>4</sup>. As atividades

<sup>2</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/the-importance-of-cultural-integration-in-m-and-a-the-path-to-success>

<sup>3</sup> [https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain\\_report\\_global\\_m\\_and\\_a\\_report\\_2024.pdf](https://www.bain.com/globalassets/noindex/2024/bain_report_global_m_and_a_report_2024.pdf)

<sup>4</sup> Apenas uma observação que o estudo da McKinsey usou apenas aquisições realizadas pelas 2.000 maiores empresas do mundo, enquanto o estudo da Bain&Co é bem mais abrangente.

de M&A são recorrentes, mas aquecem ou esfriam de acordo com o nível de preço dos mercados e *valuation*<sup>5</sup> – o que pode nos sugerir alguns pontos de atenção que veremos mais adiante.



Aqui na SFA, vemos o M&A como um caminho que ajuda a companhia a crescer, mas sabemos que há grandes chances de dar errado. Alguns estudos<sup>6</sup> indicam que a taxa de insucesso fica entre 70% e 90%. Isso ocorre, basicamente, porque os diretores de tais companhias erram ao escolher os ativos que irão adquirir e frequentemente erram no preço que pagam. Ao errar o ativo escolhido, a integração se torna ainda mais complexa. Já ao errar o preço ofertado, impacta na geração de valor capturada pelo comprador na transação.

Os motivos de se seguir nessa estratégia de aquisições, muitas vezes recai no fortalecimento do posicionamento estratégico da companhia que, ao olhar para o futuro, se vê mais forte e maior, com novas avenidas de crescimento ou mais verticalizada, vislumbrando custos por unidade de produto menor do que na situação anterior. Esse ponto de vista estratégico é muito importante, mas não devemos nos ater apenas a isso. Do nosso ponto de vista, ou seja, de investidor que busca negócios que gerem valor incremental ao longo do tempo, esperamos que as transações em si se traduzam em geração de valor.

Logo, quando nossas investidas seguem por esse caminho, de adquirir algum outro negócio, debate e discussão se tornam necessários. Passamos por uma visão qualitativa sobre vários aspectos: a própria transação em si; suas implicações potenciais no negócio da operação resultante; sobre a motivação do vendedor e do comprador; sobre a companhia resultante e a origem das sinergias (potenciais) provenientes da transação. Associado a essa discussão qualitativa, em paralelo, abordamos temas que possam nos guiar para avançarmos nos aspectos quantitativos da transação.

Naturalmente, no anúncio de qualquer negócio desse tipo, não temos todas as respostas para importantes perguntas. Isso implica que a nossa opinião inicial pode mudar ao longo da análise e após conversas com stakeholders e membros da indústria, num processo de amadurecimento natural – principalmente, quando envolvem empresas que não estão acostumadas com esse tipo de estratégia de crescimento, ou quando envolvem empresas listadas e o tamanho da transação passa a ser muito relevante.

A visão qualitativa do *deal* influencia a nossa forma de entender a capacidade real que as empresas envolvidas terão para capturar as sinergias da transação. Isto é, o quão factível a soma de 1 + 1 é maior que 2 na tal

<sup>5</sup> [https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article\\_capitalallocation.pdf](https://www.morganstanley.com/im/publication/insights/articles/article_capitalallocation.pdf)

<sup>6</sup> <https://hbr.org/2011/03/the-big-idea-the-new-ma-playbook>

transação. Não acreditamos que um número numa planilha Excel aparecerá subitamente nos resultados da nova companhia sem que passe por algumas etapas. É relevante saber:

- Quem vai tocar o novo negócio, seu perfil, seu *background*;
- Alinhamento e incentivos das pessoas, colaboradores, gerentes, diretores;
- Como será feita a integração de ativos e sistemas, e com que velocidade – e aqui o tamanho importa bastante: quanto maior, mais complexo;
- Quais negócios estão se juntando, se há complementariedade ou não, seus modelos de negócio; entre outros.

E mais, sinergias futuras (e incertas), que superem o prêmio pago por um ativo, podem ainda se concentrar nas mãos de um dos lados, do comprador ou do vendedor. E, assim, o valor gerado pela aquisição pode ser capturado de maneira diferente entre os dois entes que estão se combinando.

Daí, para entendermos se a transação foi boa ou não na ótica da empresa compradora, atuamos de forma concomitante em duas frentes: i) sob o ponto de vista qualitativo nos baseamos em experiências passadas e conversas com *players* do setor e indústria; e ii) sob o ponto de vista quantitativo, nos baseamos num *framework*. No fim, com esse *framework*, queremos responder algumas perguntas para termos uma opinião inicial:

- 1) Se o *deal* gera retorno suficiente para cobrir seu custo de capital – em outras palavras, retorno trazido pelo *deal* é suficiente para gerar valor
- 2) Quais são os *drivers* desse retorno
- 3) E se tais retornos são sustentáveis

Além dessas 3 perguntas, olhamos outros pontos, como:

- 1) O *funding* dessa operação e qual a mensagem implícita que está sendo trazida pelo *management* ao escolher tal forma de financiamento
- 2) E, historicamente, com base em estudos empíricos, qual a probabilidade de uma transação desse tipo dar certo

Para responder essas questões, seguimos alguns passos e avaliamos:

- I. Materialidade da transação para a empresa compradora, o *funding* utilizado e categorizamos a transação
- II. Sinergias
- III. Geração de Valor

## Materialidade, Funding e Categorização da Transação

A materialidade que medimos é para entender o risco que o comprador do negócio passa a assumir caso as sinergias esperadas por ele não sejam capturadas. Esse indicador depende do *funding* da operação e do prêmio ofertado. Isto é, se o comprador optou por usar caixa/dívida, sem adotar qualquer forma de emissão de ações, ele está assumindo totalmente o risco do novo negócio e, portanto, assumindo todo o risco de captura de sinergias. A partir do momento em que o comprador realiza a transação via *share swap*, ele (o comprador) divide o risco da “nova companhia”.

Esse indicador foi fundamentado por Michael Mauboussin em um de seus textos, e é chamado de SVAR (*Shareholder Value at Risk*) o qual é definido como:

$$SVAR = \frac{Premium}{(NewCo Market Cap)}$$

Então, a materialidade é relação do Risco/Oportunidade para o comprador, medida através de uma relação entre o Prêmio ofertado e o *market cap* da companhia combinada. Já o *market cap* da empresa combinada depende da forma de *funding* utilizada pela empresa compradora.

Naturalmente, no caso concreto, o tamanho da transação influencia a forma de *funding*, pois, a depender dele, o uso de financiamento de terceiros fica limitado ou não. Algumas transações de empresas de tamanhos relevantes entre si, tanto operacionalmente quanto de *market cap*, não são possíveis de serem realizadas através de caixa/dívida – e a viabilidade do *deal* só existe caso uma parte ou a totalidade da aquisição seja via *share swap*.

A forma de financiamento do *deal* também pode nos trazer outras mensagens implícitas. No caso de a transação ser feita por troca de ações, o *management* da empresa compradora pode ou não estar implicitamente nos dizendo que:

- I. O preço de suas ações está corretamente precificado ou até mesmo elas estão mais caras do que efetivamente valem
- II. Estão pouco convictos com a execução e integração da nova companhia combinada e preferem se diluir com o acionista da empresa vendedora

Essas são mensagens importantes para nós que estamos acompanhando o caso para decisões de investimento, ao menos para o curto prazo.

Aliado a isso, é importante observar como a companhia resultante sairá em termos de alavancagem. Caso saia muito alavancada e se vislumbra que o processo de desalavancagem dependerá muito das sinergias promissoras, entendemos que o nosso investimento na empresa pode ficar sob risco e isso exigirá maior atenção ao *case*.

Também categorizamos a transação com base no livro<sup>7</sup> de Peter J. Clark e Roger W. Mills que estudaram centenas de transações realizadas durante alguns anos no mercado internacional. Esses autores vincularam características de certas transações com a probabilidade de sucesso delas. Ou seja, a finalidade de categorizar a transação é entender um pouco da probabilidade do *deal* dar certo com base em experiências anteriores.

Como podemos ver na tabela resumo abaixo, empiricamente, aquisições oportunísticas ou aquisições que se beneficiariam menos da complementariedade e mais da sobreposição, tendem a ter maior taxa de sucesso quando as empresas se juntam. Fica evidente que transações baseadas em complementariedade possuem taxas de sucesso abaixo de 50% e aquelas transformacionais abaixo de 25%. A definição de transformacional para os autores é quando uma empresa compradora adquire outra de ramo totalmente diferente do qual atua ou de modelo de negócio muito diverso.

---

<sup>7</sup> Masterminding the Deal: Breakthroughs in M&A Strategy and Analysis

Success Rate	Category	Description	Example(s)	Success Threats (Ex-Pricing, Phase)
87 – 92	Opportunistic	Dying competitor signals exit, advantage to fast, cash bidders	Marconi, Palm	Obsolescence, incompatible technologies
80 – 85	Operational	Fills void in acquirer's existing product/service offer, quickly	P&G/Pantene	Hidden integration difficulties cancel timing advantage
65 – 70	Operational	Next generation/different variant of existing product/service	Volkswagen/Skoda	Actual synergies limited to scale, insufficient to cover APP
55 – 60	Transitional	Same industry contraction: scale overhead synergies	Pharma, telecoms	Overestimation of market share gain importance
40 – 45	Operational	Logical complements to present offer: products/ channels/ areas Two or more related elements	Disney/ABC; P&G/Gillette; Coty/Avon	Mistaken judgement of development potential (r-synergies)
37 – 42	Transitional	Same industry contraction: picking winners	ABC Capital Cities/Dumont	Overstated premiums (APP) based on target's prior performance
30 – 35	Operational	Similar to complementary but one or less related elements	Daimler Chrysler	Exaggerated benefits attributed to target in 'marriage made in heaven'
20 – 25	Transformational	Major change in emphasis in acquiring company's business mix and forward strategy	IBM/PwC Consulting	Dependent on extraordinary acquiring company
15 – 20	Transformational	Radical, high-risk experimentation with company's business mix and model	AOL/TW; Vivendi (Messier)	CEO's imagined vision inconsistent with market realities

Costumamos também chamar de transações transformacionais aquelas de tamanho bastante relevante, o qual exige esforço enorme na integração dos ativos, sistemas e cultura para que se obtenham o máximo das sinergias possíveis.

Ainda na nossa análise inicial, tentamos ter uma primeira opinião de como o CADE irá analisar a operação. Bem resumidamente, o CADE tem uma equipe técnica que vai gerar um relatório com um parecer para os conselheiros do tribunal que então darão a última palavra. Esse tribunal é composto por pessoas escolhidas pelo Poder Executivo, sabatinadas pelo Senado, e podem possuir vieses pró-negócio ou não. Entender sua composição é importante para os casos mais complexos.

Naturalmente, cada caso é um caso, e a depender dele, a análise do CADE pode seguir por um rito sumário ou não, ou até mesmo nem ocorrer análise. Conhecer as decisões anteriores da autarquia e relatórios divulgados por ela nos ajuda a compreender como esse setor foi analisado e estratificado para análise da concentração de mercado e, assim, inferirmos de como seria a avaliação técnica do órgão para o caso concreto que estamos analisando. Em paralelo, conversas com advogados, escritórios de advocacia e ex conselheiros do tribunal também nos ajudam a ter uma visão crítica de como o CADE irá atuar, principalmente, no nível de tribunal.

## Sinergias

Em química, sinergia é definida como associação dos diferentes princípios ativos de duas ou mais substâncias químicas, produzindo um aumento ou potencialização de seu efeito. Já em finanças e estratégias corporativas, gostamos da definição bem direta de Warren Buffet em uma de suas famosas cartas<sup>8</sup> como *“a term widely used in business to explain an acquisition that otherwise makes no sense”*.

Para nossa conclusão quantitativa, a estimativa das sinergias é crucial, pois usamos a seguinte fórmula para entender se há geração de valor para a empresa compradora:

$$NPV \text{ do deal para o Comprador} = VP \text{ das sinergias} - \text{Prêmio ofertado a vendedora}$$

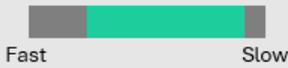
Caso o “NPV do Deal para o Comprador” seja maior que 0, a transação gera valor para o comprador.

<sup>8</sup> <https://www.berkshirehathaway.com/letters/1985.html>

A fórmula original foi trazida no livro “*The Synergy Trap*” de Mark L. Sirower, mas ela já apareceu em diversos outros *papers* sobre o tema de M&A. Entendemos, contudo, que a forma original possui uma premissa importante que não concordamos: preços de mercado representam o real valor dos ativos. Para exemplificar, uma Empresa A, listada, pode fazer uma oferta por uma Empresa B, também listada, com prêmio ao *market cap* da Empresa B. Porém, podemos julgar que a Empresa A pagou um valor com prêmio menor ao que pareceria inicialmente, pois estaríamos avaliando a Empresa B acima do *market cap* dela.

Como nota-se, o valor das sinergias é um componente importante para fórmula. E aqui entra a parte mais complexa da nossa análise quantitativa: como usar nossa análise qualitativa para identificar as origens das sinergias e traduzi-las em número e prazo para consegui-las.

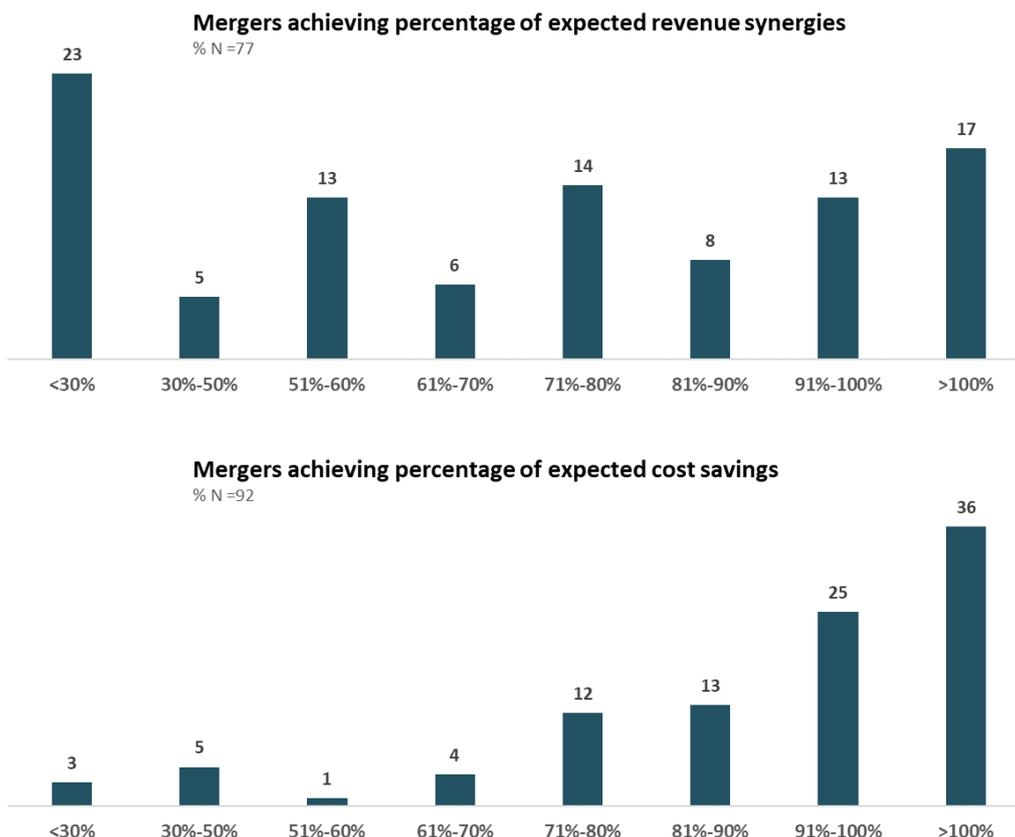
Consultorias estratégicas costumam separar as sinergias em 3 fontes: receita, custo e balanço. A BCG<sup>9</sup> simplifica com o quadro abaixo:

	Revenue synergies	Cost synergies	Balance sheet synergies
<b>Description</b>	Recurring synergies from incremental increases in revenues compared with standalone companies	Recurring synergies from realized cost savings across corporate functions	Primarily capex and working capital reductions Tax benefits are in addition to balance sheet synergies
<b>Importance in deal decision</b>	Usually regarded as add-on to cost synergies	Central argument in many transactions	Typically, only a minor role; high importance in specific sectors, such as financial institutions
<b>Synergy breakdown</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Cross-selling</li> <li>• Pricing</li> <li>• Additional distribution</li> <li>• Innovation</li> <li>• Other (for example, brand recognition benefits)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• General and administrative costs</li> <li>• Procurement and cost of goods sold</li> <li>• Sales and marketing costs</li> <li>• Research and development costs</li> <li>• Other operating costs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Inventory reductions</li> <li>• Financing terms</li> <li>• Better capital allocation</li> <li>• Elimination of duplicate capex</li> <li>• Tax optimization</li> </ul>
<b>Ability to control achievement</b>			
<b>Time to achieve</b>			
<b>Costs to achieve</b>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Low for rollout of products on existing platforms</li> <li>• Dissynergies possible (due to overlapping products or services)</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• One full run rate of synergies, on average</li> <li>• Includes contract termination costs</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Renegotiation of financing terms can incur costs</li> <li>• Tax optimization might require cost for external advice</li> </ul>

Preferimos adotar outro nome para sinergias de receitas, como “novas oportunidades” e “novas avenidas de crescimento” advindas da junção das companhias. Elas são mais complexas de serem capturadas como podemos ver no estudo abaixo da McKinsey<sup>10</sup> – 1º gráfico a seguir. Enquanto, nesse mesmo estudo, nota-se que a taxa de sucesso em capturar sinergias provenientes de custos e despesas são consideravelmente mais elevadas – 2º gráfico a seguir.

<sup>9</sup> [https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Synergies-Take-Center-Stage-Sep-2018\\_tcm9-202243.pdf](https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Synergies-Take-Center-Stage-Sep-2018_tcm9-202243.pdf)

<sup>10</sup> <https://www.mckinsey.com/capabilities/strategy-and-corporate-finance/our-insights/where-mergers-go-wrong#/>



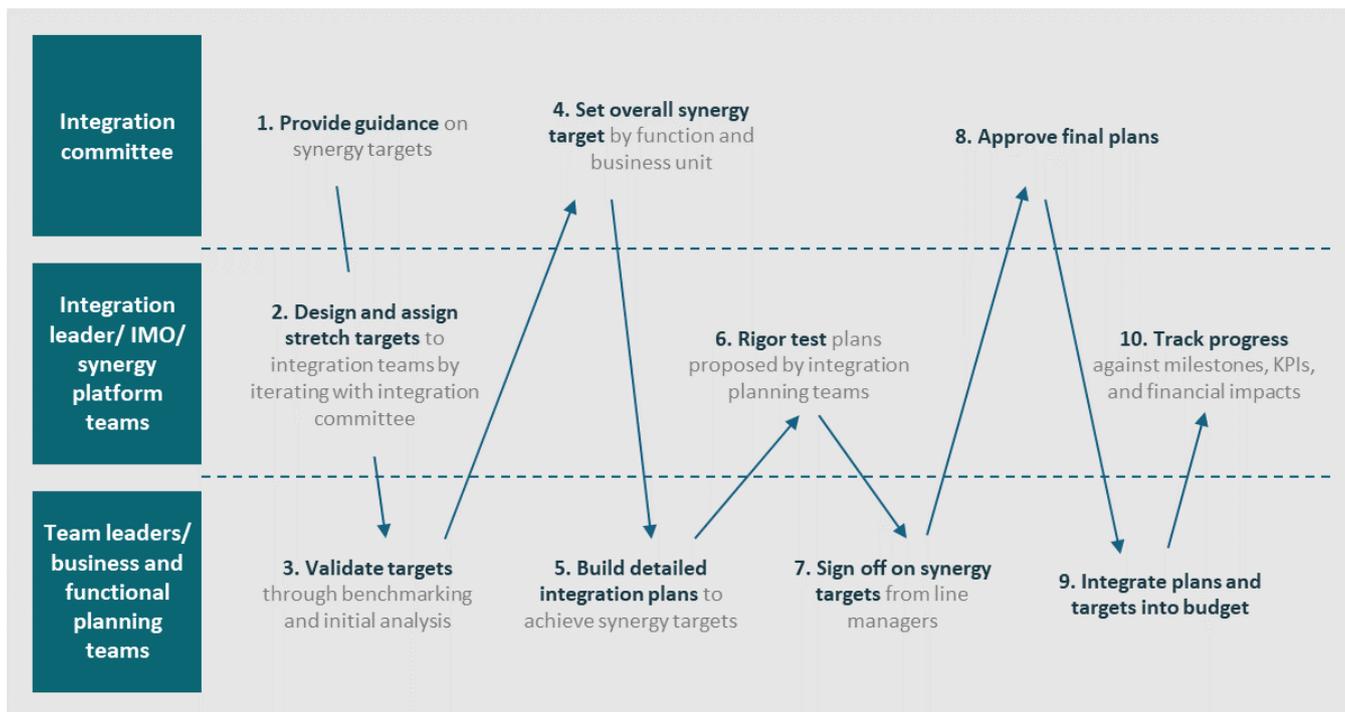
Esses dados históricos nos ajudam a criticar valores de sinergias que os executivos das empresas costumam divulgar no anúncio do *deal* para o mercado, principalmente, quando falam em sinergias de receitas. Além disso, os dados nos forçam a ter uma visão conservadora e não antecipar por esse potencial de sinergia e nem a considerar em nossos cálculos para concluirmos se há geração de valor ou não para a empresa compradora. Sabemos que pode haver oportunidades, mas preferimos não antecipar isso.

Do lado da fonte dos custos e despesas, também não devemos ser totalmente crédulos. Poder de barganha é difícil medir e quantificar e a abordagem fica mais no qualitativo. Ao mesmo tempo, quando falamos de eficiência, empresas maiores e líderes costumam ser bastante eficientes e a captura de sinergias que sejam relevantes nessa frente não deveria ser tão simples. De qualquer forma, com base no que conhecemos do modelo de negócio, da estratégia *go-to-market*, e da estrutura de custos e posicionamento das empresas na cadeia de valor, podemos estimar, caso a caso, um número inicial de sinergias advindas de menores custos e despesas.

Também estimamos, caso a caso, um número inicial para ganhos na frente tributária e fiscal. A mais óbvia ocorre quando há reconhecimento de ágio e ocorra efetivamente uma incorporação. Para estimá-la, usamos um cálculo simples: quanto foi pago pelo *equity* da empresa adquirida *versus* o Patrimônio Líquido dela. A diferença será o ágio que consideramos inicialmente para nossa análise, mas sabemos que esse montante será somente definido no *closing* da operação, junto com o PPA (*Purchase Price Allocation*). No Brasil, esse ágio pode ser amortizado na base de cálculo do IRPJ e CSLL, gerando um imposto caixa menor do que aquele reconhecido contabilmente.

Ao longo da análise de sinergias, realizamos conversas com *stakeholders* para criticar nossa primeira avaliação, bem como os números ventilados pelos próprios executivos. Aliás, executivos e *Investment Bankers* são ávidos por aquisições e são as sinergias que costumam movimentar os preços de mercado das ações. Dito isso, esses agentes não costumam ser conservadores ao quantificar tais sinergias e costumam ser rápidos ao ventilá-las ao mercado. Mas é quando se entra no caso concreto, com o trabalho do *Clean Team* e após o *closing* do *deal*

com o início da integração, que esses executivos efetivamente poderão ter uma avaliação mais realista do que conseguirão alcançar. Nesse sentido, um interessante *paper*<sup>11</sup> da BCG sugere um modelo de iteração para refinar os *targets* de sinergias durante o processo de integração:



Com posse das nossas estimativas de sinergias, calculamos o valor presente delas e comparamos com o prêmio ofertado. Como já dito, a geração de valor ocorre quando a diferença entre esses dois fatores é maior que 0. Importante lembrar, no entanto, que há diversas premissas utilizadas e que podem não se concretizar, como o tempo de captura das sinergias. A fórmula também não nos diz quando a empresa passaria a gerar valor, apesar da transação trazer NPV positivo e isso ser um fator determinante, a captura desse valor pode estar muito no longo prazo, o que traz mais incerteza à conclusão.

Assim, dado que é complexo alcançarmos uma avaliação precisa para quantificar certas sinergias, propomos analisar de forma inversa. Isto é, o quanto de sinergia é necessário para compensar o prêmio oferecido pela empresa. Se esse indicador for muito alto, podemos interpretar que o prêmio oferecido pelos ativos foi elevado, exigiria uma atenção maior com a integração e traria maior risco na captura de sinergias de tal forma que elas sejam suficientes para compensar tal prêmio. Para essa ótica inversa, partimos da relação do múltiplo P/B com o Spread do ROE e Custo de Equity.

Na ótica da empresa compradora, a razão do investimento feito por ela, que chamaremos de P, com o valor que entendemos que vale o ativo, que chamaremos de B, será a relação P/B. E essa razão guardará a relação entre o Prêmio pago, o Custo de Equity e o fator tempo.

$$P = B \times \frac{(1 + ROE)^n}{(1 + Ke)^n}$$

Assim, rearrumando as variáveis:

$$ROE = (1 + Ke) \times \left(\frac{P}{B}\right)^{1/n} - 1$$

<sup>11</sup> [https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Six-Essentials-Achieving-Postmerger-Synergies-Mar-2017\\_tcm9-148629.pdf](https://web-assets.bcg.com/img-src/BCG-Six-Essentials-Achieving-Postmerger-Synergies-Mar-2017_tcm9-148629.pdf)

É justamente o ROE da fórmula acima que representa o quanto a companhia compradora precisará conseguir após a integração e captura de sinergias, em função de seu investimento feito. Para nossas contas, costumamos usar nosso horizonte de 5 anos de investimento para entendermos qual retorno que o prêmio ofertado exigirá.

Aliado a uma visão subjetiva desse ROE implícito, também costumamos compará-lo ao que a companhia adquirida costumou entregar sem sinergias. Desenhamos uma distribuição de retornos que a companhia adquirida já entregou e verificamos se o ROE implícito seria um *outlier* a essa distribuição. Caso seja muito fora dessa distribuição, podemos inferir que a realização dessas sinergias sejam mais complexas do que parecem vis a vis ao que ofertaram pela empresa.

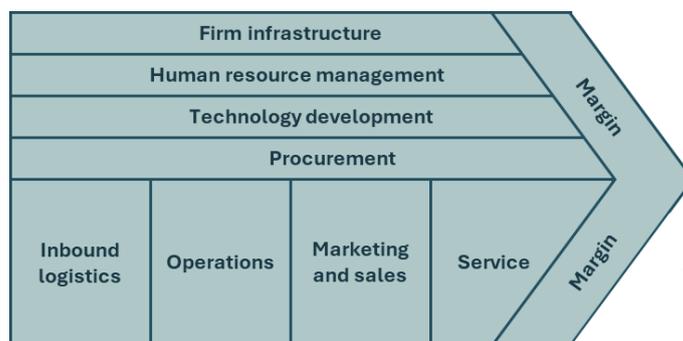
## Sustentabilidade das Sinergias

As sinergias esperadas também precisam ser sustentáveis ao longo do tempo. Para isso, em geral, acreditamos que sejam necessários 4 pilares:

- I. Comunicação Estratégica da nova companhia
- II. Melhora Operacional
- III. Integração de Sistemas
- IV. Integração de Culturas

A Comunicação Estratégica é relacionada ao posicionamento estratégico com clientes, fornecedores e outros *stakeholders*. Isto é, com a realização do *deal*, o processo operacional costuma sofrer alteração, assim como o relacionamento da empresa com fornecedores, clientes e concorrentes. Assim, vale uma crítica se a transação agrega, por exemplo, vantagem ao produto e traz proposta diferenciada de valor ao cliente; se a cadeia de fornecimento é suficientemente flexível e capaz de lidar com a junção das empresas e a busca por sinergias nessa frente; e qual será a reação dos concorrentes.

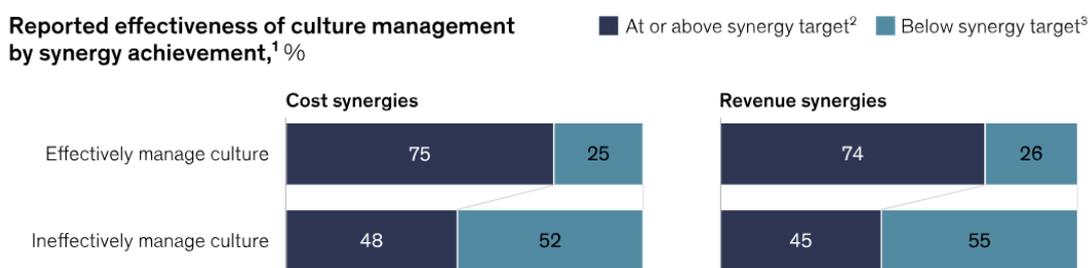
A Melhora Operacional costuma ser um pilar extremamente ligado às sinergias que estimamos, numa relação de causalidade. Essa melhora deve ser duradoura, isto é, as frentes de ganhos que já mencionamos como ganho de escala, especialização e nicho, capital humano especializado, melhor gestão de estoque e distribuição, entre outros, precisam ser permanentes. Teoricamente, a melhora operacional poderia vir de qualquer fonte de margem na cadeia de valor de uma organização proposta por Michael Porter (imagem abaixo). Mas, naturalmente, algumas frentes são mais complexas que outras, as quais demandam mais tempo e recursos para se alcançar e a priorização de onde atuar inicialmente se torna importante.



A Integração de Sistemas é extremamente crucial e é um pilar para perpetuidade das sinergias. Sem isso, podemos entender que as empresas não estão integradas e a melhora operacional em algumas frentes pode se perder ao longo do tempo. A integração de sistemas também costuma gerar sinergias operacionais via redução de duplicidade, mas é comum trazer muitos problemas, e demandar tempo e atenção de muitas pessoas da empresa combinada. Também costumam trazer despesas adicionais momentâneas para segurança da operação com uso de sistemas de contingência por algum tempo.

É óbvio que a combinação dos negócios também traz cultura e pessoas diferentes para a nova companhia, e isso tende a trazer complexidade na gestão. Algumas práticas da empresa adquirida costumam ser questionadas pela empresa compradora, é natural. Caso essas práticas tenham se estabelecido há muitos anos e estejam enraizadas dentro do grupo adquirido ou em seu modelo de gestão, elas podem comprometer o andamento das operações *as usual* e, claro, no sucesso de captura das sinergias mapeadas. Um acultramento malfeito pode gerar perda de talentos, e até mesmo implicar que parte do time passe a não compartilhar mais com o posicionamento estratégico da empresa combinada. Identificar diferenças de gestão e culturas antes da realização da operação é importante para saber como atacar esse problema durante a integração. Não os reconhecer, por outro lado, costuma ser uma pá de cal. Um estudo da HBR<sup>12</sup>, que trouxe o ponto cultural como fator fundamental para sucesso do *deal*, coletou 4.500 M&As ao longo de 1989 a 2013 de 32 países diferentes e concluiu que, na média, companhias muito diferentes culturalmente e que se juntaram viram o ROA do negócio combinado cair em 0,6pp. Em outro *paper*, dessa vez da McKinsey<sup>13</sup>, demonstra que aqueles executivos que se preocuparam com a integração cultural no planejamento da incorporação possuem mais chances de capturar sinergias esperadas.

**Companies that effectively manage culture during integration planning are more likely to capture cost and revenue synergies.**



<sup>1</sup>n = 1,587.  
<sup>2</sup>At target defined as within 10 percent of synergy target; above target defined as greater than or equal to 110 percent of synergy target.  
<sup>3</sup>Below target defined as less than or equal to 90 percent of synergy target.  
 Source: McKinsey analysis of deal database and OHI databases; 2018 McKinsey Global M&A Capabilities Survey

McKinsey & Company

Sugere-se que esse processo de acultramento seja *top-down*, mas o mais importante, os colaboradores precisam estar engajados. Essa tarefa não pode ser meramente um item que está sob o escopo da área de recursos humanos.

Dito o que entendemos de pilares para sustentabilidade das sinergias capturadas, é importante destacar que o processo para identificá-las e capturá-las consomem foco, e não apenas do time de M&A, bem como recursos financeiros e a integração pode durar bastante tempo. Ressaltamos também que, durante esse processo de integração, concorrentes não estão imóveis, eles estão observando e se mexendo, o que pode frustrar alguns ganhos de sinergia, ou ao menos, a perpetuidade deles.

**Geração de Valor**

A geração de valor para a empresa compradora da transação é uma questão de NPV, mas, na nossa análise quantitativa do *deal*, não encaramos essa métrica como suficiente. Isto é, o “NPV do Deal para o Comprador” maior que 0 pode ser fruto de um retorno bastante distante no horizonte de tempo e, quanto mais alongado é o suposto *payback* da transação, mais arriscado tende a ser esse “projeto”.

<sup>12</sup> <https://hbr.org/2018/10/one-reason-mergers-fail-the-two-cultures-arent-compatible>

<sup>13</sup> <https://www.mckinsey.com/industries/oil-and-gas/our-insights/the-importance-of-cultural-integration-in-m-and-a-the-path-to-success#/>

Queremos dizer que nessa fase do nosso *framework*, tentamos analisar o M&A na ótica da empresa compradora como um projeto que busca retorno superior ao seu custo de capital em um horizonte de tempo o qual entendemos como razoável. Transações grandes costumam demandar mais tempo para isso acontecer e trazem riscos financeiros mais relevantes do que aquelas transações de menor tamanho. Por isso, caso faça parte da estratégia de uma de nossas investidas e que ela tenha o hábito de realizar aquisições, preferimos que façam aquisições de menor tamanho.

Assim, o nosso *framework* sugere analisar ano a ano esse projeto. Consideramos a saída de capital como o investimento feito, e é a subtração entre: i) o investimento realizado na empresa adquirida (Enterprise Value) com o ii) NPV proveniente do ágio a ser amortizado para fins de IRPJ/CSLL; enquanto consideramos as entradas anuais de “caixa” como o resultado operacional que seria o produto entre: i) a alíquota marginal de IRPJ/CSLL (geralmente 34% no Brasil) com ii) a soma do resultado operacional da empresa adquirida com as sinergias estimadas ano a ano (exceto a sinergia proveniente de ágio reconhecido e amortizado para fins de IRPJ/CSLL). Consideramos o custo de capital ponderado pela estrutura de capital utilizada no *deal*.

Daí, analisamos o retorno sobre o investimento realizado e comparamos com o custo de capital da transação, ano a ano. A tendência positiva do *ramp-up* da captura de sinergias esperadas deve implicar que esse retorno seja crescente e, a um custo de capital constante, teremos uma tendência positiva para geração de valor. Em outras palavras, um momentum EVA positivo. Isso acontece por força de construção do modelo, uma vez que consideramos que existem sinergias. Caso não tenha sinergias, ou serem difíceis de mensurá-las e não as considerarmos na nossa avaliação, a geração de valor para o comprador parte do quanto de desconto ele conseguiu na compra da empresa *target*.

A finalidade dessa etapa da nossa análise é mais para entendermos da razoabilidade e do risco que a geração de valor calculada previamente como “NPV do *Deal* para o Comprador” está carregando implicitamente. Caso a geração de valor (ROIC – WACC) esteja bem à frente no nosso horizonte de investimento, esse NPV calculado pode ser implicitamente mais arriscado. Daí, com suporte das fases anteriores de nosso *framework*, somos mais hábeis a criticar quantitativamente o *deal*. Abaixo, temos um exemplo numérico, nele vemos o projeto “rampando” com a captura de sinergias operacionais e, a partir do ano T4, o projeto já estaria gerando retornos acima do custo de capital.

Premissas						
EV Transação	4,000,000,000.00					
NPV Ágio	1,000,000,000.00					
WACC da transação	10%					
ROIC (SFA)	T1	T2	T3	T4	T5	
Sinergias post-tax (SFA)	0.00	52,800,000.00	87,120,000.00	120,225,600.00	138,259,440.00	
Projeção do Ebit Vendedora	200,000,000.00	230,000,000.00	264,500,000.00	304,175,000.00	349,801,250.00	
Ajustes Ebit	0.00	0.00	0.00	0.00	0.00	
Alíquota Marginal	34%	34%	34%	34%	34%	
Nopat ex-Sinergias	132,000,000.00	151,800,000.00	174,570,000.00	200,755,500.00	230,868,825.00	
<b>Nopat (SFA)</b>	<b>132,000,000.00</b>	<b>204,600,000.00</b>	<b>261,690,000.00</b>	<b>320,981,100.00</b>	<b>369,128,265.00</b>	
IC (EV da transação - NPV Ágio)	<b>3,000,000,000.00</b>	<b>3,000,000,000.00</b>	<b>3,000,000,000.00</b>	<b>3,000,000,000.00</b>	<b>3,000,000,000.00</b>	
ROIC Transação (SFA)	4%	7%	9%	11%	12%	
WACC Transação	10%	10%	10%	10%	10%	
<b>Geração de Valor?</b>	<b>-6%</b>	<b>-3%</b>	<b>-1%</b>	<b>1%</b>	<b>2%</b>	

Acima podemos ver a ótica da empresa. Mas vale mencionar que a visão do acionista pode diferenciar por conta da alavancagem. O ROE pode superar o Custo de Equity da transação antes que aconteça o mesmo na ótica da empresa, por exemplo.

## Conclusão

A decisão de como os gestores e executivos alocam o caixa disponível, gerado operacionalmente ou captado via financiamento, próprio ou de terceiros, é um fator chave para que suas respectivas empresas continuem ganhando posicionamento de destaque dentro de um mercado competitivo e gerem valor para seus acionistas. Gostamos de bons negócios tocados por time de executivos com senso de dono e alinhamento de longo prazo. Portanto, buscamos, entre outras, essas características quando investimos.

Também gostamos de processos. Processos trazem consistência. Dito isso, a ideia de utilizarmos um *framework* para M&As não é para enrijecer nossa interpretação, ou reduzir nossa curiosidade ou questionamentos, mas sim o contrário: trazer mais capacidade crítica à análise do *deal* como um todo. O *framework* também contribui para termos uma visão de geração de valor do investimento, que apreciamos mais do que simplesmente considerar EPS *accretive* ou que a nova empresa irá negociar nos múltiplos da compradora – geralmente mais altos – e, a partir disso, concluirmos sobre a transação e a estratégia adotada. É importante ressaltar que a escolha pelo crescimento inorgânico é uma das mais complexas de se extrair valor quando se trata de aquisições com certas características, sobretudo quando são transações grandes e transformacionais. Os desafios são vários, o mercado não está parado, e a integração exige tempo e foco para que consigam extrair o máximo possível de sinergias vis a vis o prêmio ofertado pela empresa vendedora.

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

**BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A.**  
Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar  
Centro – CEP: 20030-905  
Rio de Janeiro - Brasil  
Tel: +55 21 3219 2500

### Custódia

**BNY MELLON BANCO S.A.**  
Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar  
Centro – CEP: 20030-905  
Rio de Janeiro - Brasil  
Tel: +55 21 3219 2500  
www.bnymellon.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.



Autorregulação  
**ANBIMA**

**Gestão de Recursos**