

Carta de Apresentação – Tarpon Wahoo (1º Semestre de 2020)

A Tarpon é uma das gestoras mais experientes em investimentos de renda variável no Brasil, tendo completado mais de 18 anos investindo com sucesso no mercado brasileiro.

Em meados de 2019, realizamos um redesenho societário que resultou na criação de uma nova sociedade focada em investimentos em renda variável capitaneada pelo Caio Lewkowicz e pelo Rafael Maisonnave como gestores de portfólio, e pelo Zeca Magalhães como CIO. Todos possuem uma extensa experiência como investidores, tendo já co-fundado gestoras de sucesso, e agora estamos unidos com um objetivo único de investir o capital próprio e de terceiros de forma inteligente.

O que nos une nessa nova sociedade começa por um forte alinhamento de valores pessoais, DNA de investimentos, visão de futuro e complementariedade de forças. Acreditamos que juntos somos mais fortes e que, com o apoio de um time excepcional e um modelo de *partnership* bem estruturado desde o início, seremos capazes de criar valor a todo o ecossistema que nos apoia e investe conosco. Além disso, acreditamos na importância do alinhamento de capital e, portanto, os sócios da Tarpon e o time são os maiores investidores dos fundos.

O fundo gerido pelo Caio Lewkowicz foi batizado de Tarpon Wahoo, nome de um dos peixes mais velozes do mundo (capaz de atingir uma velocidade de até 100 km/h) e de difícil captura na pesca esportiva. Após ter completado 6 meses de existência no mês passado, acreditamos que chegou a hora de apresentá-lo em maior profundidade.

O Tarpon Wahoo é complementar ao já conhecido e com excelente *track record* Tarpon GT, gerido pelo Rafael Maisonnave. Enquanto o Tarpon GT investe primordialmente em empresas menores (*small e mid caps*), o Tarpon Wahoo, por sua vez, investe em empresas maiores (*mid e large caps*).

A estratégia de ambos os fundos consiste em investir em empresas de alta qualidade, bem geridas e negociadas abaixo do valor que consideramos justo, principalmente no mercado de capitais brasileiro.

O processo de investimentos é criterioso e fundamentado através de um extenso processo de análise *bottom-up*. Aliado a isso, a rede de relacionamentos dos sócios, bem como o fato de todos, além de investidores de longa data, terem tido também a experiência e aprendizados diversos como executivos e/ou conselheiros de empresas, nos ajuda a ter uma leitura mais profunda da realidade operacional das empresas. Isto é, da estratégia, da qualidade de seus times de gestão, da governança e da capacidade de crescimento e de criação de valor ao longo do tempo.

Temos o objetivo de criar um diferencial de conhecimento sobre essas companhias e nos aproveitar de distorções relevantes entre preço e valor que o mercado muitas vezes nos oferece. Junto com o nosso processo de análise *bottom-up*, valorizamos a importância dos nossos portfólios refletirem a nossa visão macro da economia e das constantes transformações que estão ocorrendo nos diferentes setores e companhias que estudamos.

Sobre os tipos de empresas que investimos, não temos nenhuma restrição e/ou preconceitos. Gostamos de manter a mente aberta às oportunidades e, como característica e DNA da Tarpon, buscamos construir teses de investimentos proprietárias e, em geral, fora do consenso de mercado.

O mundo está em transformação, bem como os setores e negócios que estudamos e investimos. Em um mundo cada vez mais dinâmico, a necessidade de evoluir constantemente e se adaptar às mudanças diversas virou questão de sobrevivência. Essa afirmação vale para as empresas, indivíduos e, também, para nós investidores. Acreditamos ser um caminho sem volta, onde quem não estiver aberto a essas mudanças provavelmente sairá do jogo e perderá espaço de mercado. Como Charles Darwin já dizia: "As espécies que sobrevivem não são as espécies mais fortes, nem as mais inteligentes, e sim aquelas que se adaptam melhor às mudanças".

Conjuntura Atual

O Tarpon Wahoo começa em um momento desafiador de mercado. O COVID-19 surgiu de maneira súbita, tendo iniciado em uma província chinesa e, de forma rápida e inesperada por muitos, contaminou boa parte dos países e impactou os seus mercados. A magnitude do impacto nas economias globais e na economia brasileira ainda é difícil de ser estimado, mas sabemos que está sendo muito desafiador para as pessoas e companhias de forma geral. Realizações de preços dessa magnitude são raras, embora aconteçam de tempos em tempos e por razões das mais diversas e já passamos por correções dessa magnitude outras vezes como investidores.

Entendemos que o momento atual demanda cautela na alocação de capital e na escolha dos ativos, pois acreditamos que alguns destes infelizmente acabarão ficando pelo caminho por uma situação de negócios mais frágil. Entretanto, é o nosso trabalho tentar identificar as empresas que sairão ainda mais fortes dessa crise e que ganharão ainda mais relevância em seus mercados após essa pandemia, pois definitivamente acreditamos que ela terá um fim. Sendo assim, para o investidor de longo prazo, acreditamos que em momentos como o que estamos vivendo, o mercado nos oferece oportunidades de investimentos únicas.

Para ilustrar como nós sócios e membros do time de investimentos estamos lidando com essa crise e com o nosso capital próprio, temos aumentado a nossa exposição nos nossos fundos e atualmente representamos cerca de 50% do capital investido na gestora. Como já dizia Nassim Taleb em seu livro “*Skin in the Game*”: “*don’t tell me what you think, show me your portfolio*”.

Teses de Investimentos

Abaixo, gostaria de discorrer rapidamente sobre dois investimentos importantes do Tarpon Wahoo.

1. Arcos Dorados

O McDonald’s é a principal marca de *fast food* do mundo e aspiracional em muitos países emergentes com uma proposta de valor acessível. A Arcos Dorados foi adquirida pelo Sr. Woods Staton e alguns fundos de *private equity* em 2007 e é hoje a maior master-franqueada do McDonald’s, possuindo mais de 2,3 mil lojas na América Latina (~70% próprias e ~30% franquias), cerca de ~14% de *market-share* na região e presença relevante no Brasil (~80% do EBITDA). Nos últimos anos, a empresa investiu de forma relevante na reforma de boa parte das suas lojas próprias, bem como criou o seu *app* próprio de *delivery* que já possui mais de 34 milhões de usuários, aumentou também a relevância do *drive-thru* em diversos mercados e avançou para cima da cadeia de suprimentos em busca de eficiência. O resultado desse trabalho bem feito já é perceptível tanto nos números de vendas (SSS) quanto nas suas margens dos últimos trimestres. Ficamos bem impressionados com a qualidade do time de gestão.

Entretanto, o COVID-19 impactou de forma relevante as suas operações a partir de março de 2020, quando boa parte dos restaurantes fechou ou passou a funcionar apenas para *delivery* e/ou *take-away*, o que impactou negativamente as suas vendas. A presença global do McDonald’s ajudou a Arcos Dorados na velocidade de execução dos planos de contingências e não enxergamos problemas de solvência na companhia. Todavia, ainda é incerta a velocidade de retomada das vendas, embora acreditemos que o valor da marca e a proposta de valor do McDonald’s continuam muito fortes para seus clientes. Em mercados como China e Estados Unidos, por exemplo, a velocidade da recuperação vem nos surpreendendo nas últimas semanas. Sendo assim, esperamos uma retomada das vendas na medida que as pessoas voltem às suas vidas normais e temos confiança de que o McDonald’s sairá ainda mais forte no relativo e no absoluto dessa crise. A Arcos Dorados é a empresa que possui a maior relevância de *drive-thru* e *delivery* no *mix* de vendas da indústria. Além disso, existe um plano agressivo de abertura de lojas nos próximos anos, que ocorrerá principalmente no Brasil, e que deve ser retomado quando houver mais clareza sobre a crise do COVID-19.

Apesar de a Arcos Dorados ser uma companhia cujo resultado vem majoritariamente do Brasil, entendemos que o fato de ser listada nos EUA e ser uma *microcap* para os investidores americanos faz com que não esteja no radar de boa parte dos investidores. Vemos essa falta de cobertura como uma oportunidade! Nos últimos tempos, a companhia vem se aproximando do mercado, o que pode ser um catalisador para o investimento na medida que mais investidores passam a estudar e acompanhar a companhia.

Do ponto de vista de *valuation*, a Arcos Dorados está substancialmente descontada frente aos seus principais pares de mercado sob qualquer métrica de avaliação operacional e de fluxo de caixa, apesar de, na nossa visão, possuir a principal marca, o melhor time e o maior potencial de crescimento. Além disso, a Arcos Dorados é dona do *real estate* de cerca de 494 lojas (aproximadamente 1/3 das lojas próprias), que estimamos valer potencialmente mais que o valor de mercado da companhia. Isso nos dá uma margem de segurança importante para o investimento apesar de a monetização desses ativos não estar contemplada no nosso cenário-base de investimentos.

Em suma, alinhado com o nosso processo de análise, o investimento na Arcos Dorados contempla diversas características que buscamos: (i) liderança e força de marca; (ii) excelente time de gestão; (iii) boa performance operacional; e (iv) *valuation* atrativo e com baixo risco de perda permanente de capital.

2. Hapvida

A Hapvida foi fundada em 1979 pelo Dr. Candido Pinheiro em Fortaleza (CE) e é liderada pelos seus dois filhos Jorge (CEO) e Candido Junior (Diretor Comercial). É uma das principais operadoras de saúde do Brasil com cerca de 7,5% de *market-share* a nível nacional, porém, com mais de 29,2% de *market-share* nas regiões Norte e Nordeste. Além disso, recentemente foram feitas algumas aquisições no interior de SP e na região Centro-Oeste e também expandiram organicamente para a região Sul do país. Possuem 3,5 milhões de beneficiários em planos de saúde e 2,8 milhões em planos dentais no Brasil.

Em todas as regiões onde atua, a Hapvida é a solução de menor custo para seus clientes, sejam eles corporativos ou pessoas físicas e, mesmo assim, é o *player* mais rentável do setor com uma sinistralidade por volta de 60%, enquanto o setor opera com uma sinistralidade em torno de 80-90%. A Hapvida é a operadora de saúde mais verticalizada do Brasil, possuindo 40 hospitais próprios, 42 pronto-atendimentos, 160 clínicas e 141 unidades de diagnóstico. Controla cerca de ~90% dos procedimentos de alta complexidade através de protocolos médicos e prontuários eletrônicos, o que permite terem uma inflação de custos inferior à inflação médica do país. Sendo assim, a cada ano que passa, a companhia ganha competitividade, melhorando ainda mais a sua proposta de valor na medida em que seus reajustes de preços são menores do que a média brasileira. Essa força do modelo de negócios vem se refletindo em constantes ganhos de *market-share* ao longo dos anos.

Do total de ~76 milhões de habitantes das regiões Norte e Nordeste, apenas 8,3 milhões possuem plano de saúde e 67 milhões ainda frequentam o SUS. Enquanto a penetração média do mercado privado de saúde no Brasil é de ~22,4%, a penetração das regiões Norte e Nordeste é de ~11,0%, evidenciando que ainda há muito espaço para crescimento. Tendo em vista que a Hapvida é o *player* de menor preço em todas as regiões onde atua, acreditamos que ela deverá ser a porta de entrada da população que ainda é atendida pelo SUS no momento que migrarem para o mercado privado de saúde. Portanto, acreditamos que existe um potencial relevante de continuar aumentando o seu *market-share* ao longo do tempo em todas as regiões onde atua, sendo que o trabalho nas regiões Sudeste, Centro-Oeste e Sul está apenas no começo após as recentes aquisições. Para efeito de ilustração da força do seu modelo de negócios, nos últimos 8 anos o mercado privado de saúde cresceu a 0,3% a.a. enquanto a Hapvida cresceu sua base de beneficiários a ~15,2% a.a. incluindo aquisições, tendo saído de 14,8% de *market-share* em 2011 nas regiões Norte e Nordeste para 29,2% em 2019. No Brasil, a Hapvida saiu de 2,5% de *market-share* em 2011 para 7,5% em 2019.

Além disso, a estratégia de crescer via aquisições é uma realidade para a Hapvida, tendo já uma experiência relevante na aquisição e integração dessas companhias ao seu modelo verticalizado de atendimento. Acreditamos que a estratégia de

crescer por M&A continuará e que a Hapvida será uma das grandes consolidadores do mercado privado de saúde brasileiro.

Sobre o COVID-19, os impactos no negócio da Hapvida e na sua rentabilidade estão por ora limitados uma vez que todos os procedimentos eletivos foram cancelados e/ou postergados por exigência da ANS (Agência Nacional de Saúde) para liberar os leitos para os casos do COVID-19, o que no curto prazo melhora os níveis de sinistralidade. A companhia possui mais de 2,6 mil leitos na sua rede própria de hospitais, cuja utilização atual está abaixo da média histórica e, assim, possuem capacidade de expandir o número de leitos se necessário. Todavia, há uma preocupação com a inadimplência e/ou nível de cancelamentos após o término do COVID-19 por uma questão de aumento do desemprego e de renda, embora por enquanto não tenha sido observado nenhum movimento relevante nessa direção.

Dito isso, acreditamos que (i) o modelo de negócios da Hapvida é vencedor dentro do mercado privado de saúde brasileiro com a melhor proposta de valor para a população de baixa renda e que o processo de ganho de *market-share* e de crescimento continuarão por muitos e muitos anos; (ii) M&A faz parte do DNA da companhia e deve continuar como pilar estratégico de crescimento; (iii) o seu crescimento gerará muito valor para os acionistas por operarem com um alto nível de retorno sobre o capital (múltiplas vezes superior ao de seus concorrentes); e (iii) a companhia possui um time de gestão e operações muito experientes neste modelo verticalizado de atendimento à saúde.

Considerações Finais

Espero que essa parceria seja frutífera e agradecemos desde já a confiança que nos foi depositada.

Obrigado,

Time Tarpon