

Tarpon GT Public Equities: atualização trimestral

A estratégia registrou um retorno positivo de 2,58% no 4T17, enquanto o Índice Ibovespa teve um retorno positivo de 2,84%. Nosso portfólio apresentou um desempenho consistente e as empresas em que investimos continuaram a entregar resultados positivos. Com investimentos em empresas de qualidade que negociam com descontos significativos em relação à média de mercado, acreditamos que estamos bem posicionados para continuar gerando retornos positivos. Desde o relançamento da estratégia, o portfólio apresentou um retorno líquido de 56,7% contra 25,7% do Ibovespa.

Um dos destaques dos nossos investimentos no trimestre foi a adição de uma nova posição no setor de construção civil: a Trisul. A companhia apresentou um ponto de entrada muito interessante (*book value* de 0,5x e desconto de 47% em relação ao setor), dado que um grande acionista desinvestiu totalmente durante o trimestre. Construímos uma posição intermediária de 7,5%, na média.

A Trisul é uma incorporadora tradicional com mais de 30 anos de experiência operando principalmente na região de São Paulo. A empresa teve dificuldades no período entre 2010-2014 mas foi capaz de reverter a situação com uma estratégia bem-sucedida de *turn-around/back to basics*. Mais recentemente, a empresa vem apresentando resultados encorajadores, uma vez que suas vendas líquidas no 3T17 alcançaram o maior nível trimestral dos últimos seis anos e seu lançamento mais recente vendeu 86% de suas unidades em apenas quatro dias. Por estas razões, vimos na Trisul uma interessante oportunidade de risco-retorno, não só porque é uma empresa sólida que se beneficia diretamente da recuperação econômica do Brasil, principalmente dos aumentos na confiança do consumidor, no emprego, na renda e na diminuição das taxas de juros, mas também porque negocia a um desconto significativo em relação às nossas estimativas de valor intrínseco.

Além disso, no 4T17, adicionamos uma nova empresa ao portfólio e desinvestimos de outra cuja tese de investimento havia maturado. Nós permanecemos muito focados no nosso *pipeline* de investimentos que, em termos de novas ideias e potenciais ganhos, se mostram bastante promissores.

Por fim, reabrimos o fundo local para novos investidores e continuamos confiantes de que temos a equipe certa para continuar buscando oportunidades de investimento atraentes, tirando proveito da nossa experiência na bolsa de valores brasileira.

Preferência por Negócios de Qualidade:

Como mencionado em nossas cartas anteriores, temos implementado uma estratégia de investimento que visa combinar ações com *valuation* atrativo, potenciais pontos de inflexão e negócios de qualidade acima da média. Nesta carta, aprofundamos um pouco mais sobre as características que levamos em conta quando analisamos a qualidade dos negócios, dando mais clareza sobre o que entendemos ser seus principais componentes: (i) retorno sobre o capital; (ii) previsibilidade operacional e resiliência; e (iii) potencial de crescimento. É importante ressaltar que os tópicos se sobrepõem, o que torna a análise do todo mais valiosa do que a soma de suas partes.

Retorno sobre Capital

"The ideal business is one that earns very high returns on capital and that keeps using lots of capital at those high returns. That becomes a compounding machine."
Warren Buffett

O retorno sobre capital é um dos melhores indicadores de qualidade do negócio pois mede a eficácia das decisões das empresas na alocação de capital, atribui um valor quantitativo ao posicionamento competitivo da empresa e demonstra a capacidade das empresas de gerar valor intrínseco.

Empresas com alto retorno sobre o capital, particularmente aquelas que negociam a preços baixos, podem ser oportunidades de investimentos muito especiais. Quando essas empresas conseguem reinvestir seus lucros, ou ao menos parte deles, a uma taxa de retorno elevada, esses investimentos podem ser ainda mais valiosos - as chamadas "*compounding machines*". Nestes casos especiais, não precisamos confiar apenas no reconhecimento do mercado para gerar valor ao longo do tempo.

A manutenção de altos retornos sobre capital exige barreiras de entrada elevadas e vantagens competitivas que protejam os retornos dos outros competidores. Portanto, identificar essas vantagens competitivas e entender sua sustentabilidade em um ambiente dinâmico é fundamental para o nosso processo de investimento. Alguns exemplos de

vantagens competitivas sustentáveis difíceis de serem substituídas pelos concorrentes são: efeito de rede, custo de substituição dos consumidores, vantagens estruturais em custos e ativos intangíveis (por exemplo, marcas e ativos regulatórios).

Nas análises, devemos ter muito cuidado para não confundir algumas características de negócio/organização positivas com verdadeiras vantagens competitivas. Por exemplo, o tamanho da empresa, a qualidade dos produtos, a experiência dos time de executivos e uma melhor execução. Todas essas características são importantes, mas com frequência são consideradas erroneamente como sustentáveis. Na maioria dos casos, essas características não criam vantagens competitivas no longo prazo, pois podem ser replicadas ou sofrerem com alguma disrupção pelo mercado ao longo do tempo.

A métrica-chave que usamos para avaliar as taxas de retorno das empresas entre os diferentes setores e indústrias em nosso universo de empresas investidas é o ROIC (Retorno Sobre o Capital Investido). Em nossa opinião, as métricas de retorno devem ser uma aproximação para o caixa retornado com cada unidade monetária investida, independentemente da estrutura de capital e das práticas contábeis utilizadas. Acreditamos que o ROIC é uma boa métrica para alcançar esse objetivo.

Numerosos estudos de mercado mostram que as empresas que geram valor intrínseco ao longo dos ciclos são aquelas capazes de investir com retornos acima do custo de capital. Além disso, as empresas que conseguem sustentar os ROICs em torno de 15-20% ao longo do tempo são geralmente bons negócios e, potencialmente, oportunidades de investimento atraentes.

Na maioria dos casos, o maior desafio na avaliação de uma nova companhia reside no fato de que o retorno de capital no futuro podem divergir dramaticamente dos níveis históricos. A expansão ou a redução do retorno de uma empresa é um grande contribuinte para o retorno do preço da ação. Por exemplo, uma empresa com retorno histórico mais alto, mas com o ROIC marginal em declínio, tende a apresentar um desempenho mais fraco do que outra com retornos históricos baixos que vem apresentando melhorias na margem. A capacidade do nosso time para encontrar situações como essas terá uma grande contribuição para o retorno da nossa estratégia.

Por fim, vimos recentemente que no contexto de recuperação do ciclo econômico brasileiro, os retornos estão em uma tendência de recuperação, ao mesmo tempo em que o custo de capital está comprimindo e, dessa forma, proporcionando excelentes oportunidades para a geração de valor aos acionistas. Nos últimos anos, devido ao cenário macro desafiador, muitas empresas começaram a buscar iniciativas voltadas a recuperação de margem e à se tornarem mais eficientes. A alavancagem operacional também é um tema de crescente importância, já que muitas indústrias estão no vale do ciclo, e algumas delas devem se recuperar de forma mais acelerada, se beneficiando de um maior giro do ativo e de margens operacionais mais elevadas. Portanto, ainda acreditamos que existem várias oportunidades de investimento atraentes, especialmente quando voltamos nosso foco para empresas com menos cobertura, como *mid caps* e *small caps*. Como o grande investidor Peter Lynch diz: "*Grandes empresas têm pequenos movimentos, pequenas empresas têm grandes movimentos*".

Previsibilidade Operacional e Resiliência

"If investing is entertaining, if you're having fun, you're probably not making any money. Good investing is boring."
George Soros

Os bons investimentos, bem como os bons negócios, são - na maioria das vezes - "*boring*". As boas empresas geralmente não trazem muitas surpresas - apesar de que as positivas são muito bem-vindas - e, exceto em situações extraordinárias, não te deixam perder uma noite de sono. Portanto, negócios de qualidade para nós apresentam esses traços, que podem ser chamados de resiliência e previsibilidade dos resultados operacionais.

A resiliência e a previsibilidade não são aleatórias. Elas são geradas por vantagens competitivas estruturais e modelos de negócios fortes, permitindo que a empresa se adapte rapidamente a ciclos, mudanças de mercado e até a disrupção, mantendo margens operacionais, rentabilidade e preservando ativos, pessoas e o valor da marca.

Warren Buffett, que também aprecia esse tipo de negócio, ao investir na fabricante de gomas de mascar Wrigley, disse "*Eu procuro negócios em que eu acredito que posso prever como eles serão em dez a quinze anos. Olhe a goma de mascar da Wrigley. Eu não acho que a internet vai mudar a forma como as pessoas mascam chiclete*". Temos uma mentalidade

semelhante. Por exemplo, a Sanepar (empresa de distribuição de água e esgoto) e a Alupar (empresa com ativos de transmissão e geração de energia), são dois de nossos investimentos que podem ser considerados negócios estáveis e previsíveis.

Nossa abordagem para identificar este tipo de negócios surge tanto da nossa base de dados proprietária, como também da nossa experiência investindo em diferentes empresas e setores. Para nós, a métrica-chave de análise é a previsibilidade das margens operacionais. Comparando diferentes empresas de diferentes indústrias em diversos períodos de tempo, encontramos uma alta correlação desta métrica com fortes vantagens competitivas e, conseqüentemente, negócios de qualidade.

Por último, destacamos que não temos qualquer ambição de conseguir prever precisamente como será o desempenho de uma empresa no futuro. Acreditamos que esta incerteza é uma parte importante do jogo. No entanto, por ter uma menor margem de erro em nossas estimativas para esses negócios mais estáveis, entendemos que o risco implícito do investimento é reduzido e, dessa forma, aumenta a atratividade da relação risco-retorno do investimento.

Potencial de Crescimento

*"It's true that growth often has a positive impact on value, sometimes one of spectacular proportions."
Warren Buffett*

Prever o potencial de crescimento no longo prazo está entre os aspectos mais desafiadores da análise de investimentos. Enquanto muitos analistas passam bastante tempo construindo as estimativas de crescimento para o próximo trimestre, consideramos muito mais importante para a tese do investimento - e também mais difícil de avaliar – as potenciais taxas de crescimento no longo prazo.

Oportunidades de crescimento maximizam os benefícios provenientes dos elevados níveis de retornos sobre capital. Tais oportunidades podem vir do crescimento cíclico ou estrutural do mercado, de ganho de participação em mercados existentes, de expansão geográfica ou de fusões e aquisições. Seja qual for a estratégia de crescimento, todas elas possuem incertezas, o que nos leva a preferir empresas com histórico comprovado e empresas que

estão seguindo um caminho que já foi trilhado por outras companhias em outros segmentos ou mercados.

Acreditamos que o crescimento sustentável no longo prazo não é possível sem realocação de recursos. Também acreditamos que há uma forte correlação entre maior retorno sobre o capital e maior crescimento dos lucros futuros. Em nossa opinião, um perfil de retorno estável e acima da média é uma boa base para uma melhor previsibilidade do crescimento dos lucros. Além disso, as principais métricas que usamos para avaliar o potencial de crescimento são: (i) taxas de crescimento históricos e tendência atual da empresa e seu setor; (ii) histórico de investimento da empresa; e (iii) retornos marginais esperados.

Finalmente, vemos ainda importantes tendências de crescimento secular ocorrendo no Brasil (ex: mudanças demográficas). Podemos nomear alguns setores ainda subpenetrados e uma ampla gama de setores que podem passar por processos significativos de consolidação nas próximas décadas. Essas tendências proporcionam complexidade adicional às nossas análises, mas oferecem um universo de investimentos bastante fértil.

Conclusão

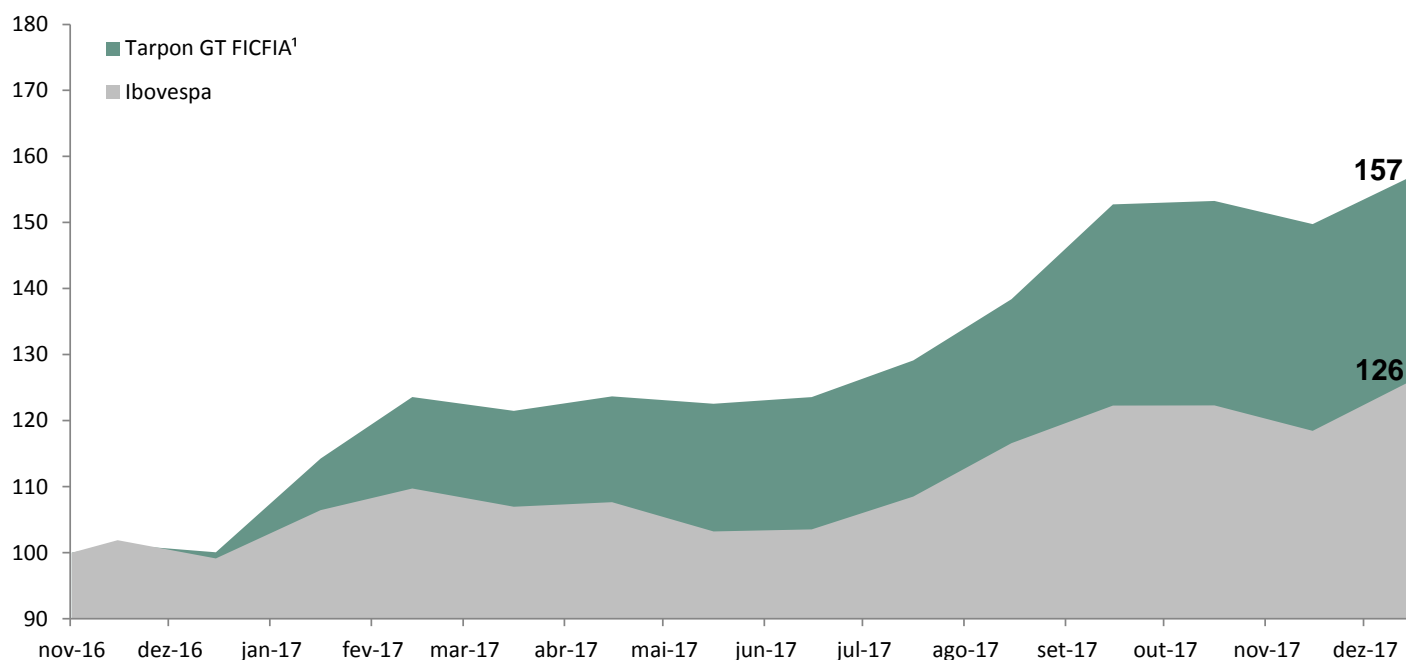
Esperamos que, através desta carta, tenhamos fornecido elementos e algumas ideias interessantes sobre este incrível e abrangente assunto que é a Qualidade dos Negócios. Em resumo, as empresas de qualidade são aquelas com vantagens competitivas estruturais e sustentáveis que lhes permitem gerar altos retornos, crescer mais e ser operacionalmente mais estáveis / previsíveis. Investimentos potenciais apresentarão algumas dessas características - quanto mais, melhor. Além disso, é crucial entender todo o contexto da indústria e o ciclo econômico, criar avaliações quantitativas e qualitativas independentes, analisar a qualidade das práticas contábeis e governança corporativa para ser realmente capaz de se beneficiar das oportunidades que o Mercado oferece, de tempos em tempos, para investir em empresas de boa qualidade a *valuations* atrativos.

Atenciosamente,

Tarpon GT Public Equities

www.tarpon.com.br

Performance desde o Relançamento



(1) Performance líquida de todas as taxas.

AVISOS IMPORTANTES:

Este documento não deve ser considerado uma oferta, solicitação ou propaganda do fundo para terceiros. A Tarpon Investimentos S.A. preparou as informações e opiniões contidas neste relatório e acredita que as mesmas sejam confiáveis e provenham de fontes confiáveis. A Tarpon Investimentos S.A. não assegura que as informações contidas nesse documento estejam precisas e completas. Qualquer decisão de investimento não deverá basear-se somente nas informações contidas aqui. O Fundo não está coberto por nenhuma garantia e/ou seguro seja do administrador seja do gestor. A Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros; Fundos de Investimento não são garantidos pelo administrador do fundo, Gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro, ou ainda, do fundo garantidor de crédito (fgc); Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e o regulamento do fundo de investimento antes de efetuar qualquer decisão de investimento. Verifique se este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo.