

Prezados investidores,

O Fundo Arbor Global Equities encerrou o ano de 2019 com rentabilidade de 73%, e acumula 131% desde o início – todos os retornos são líquidos de taxas e custos. Abaixo, tabela comparativa de retorno.

	Arbor Global	MSCI World <sup>2</sup>	IPCA+6%	CDI
2019	72,7%	28,4%	9,9%	6,0%
24 meses	39,9%	14,6%	20,6%	12,6%
36 meses	76,7%	42,0%	31,3%	23,4%
48 meses	105,1%	74,8%	47,5%	40,4%
Início <sup>1</sup>	131,1%	64,9%	91,1%	73,7%

As particularidades da nossa estratégia dificultam a comparação direta dos resultados do nosso fundo com índices de bolsa. Primeiro, nosso veículo neutraliza a exposição cambial dos investimentos no exterior, portanto, não está exposto a flutuações de moedas. Mas fora isso, a exposição geográfica e setorial dos nossos investimentos é mutável e não se assemelha a de nenhum índice – parte da atividade de *stock picking* consiste em determinar quais geografias e setores são mais atraentes.

Dadas essas ressalvas, entendemos que o MSCI World é o índice que melhor compara o desempenho do nosso fundo, apesar de ser denominado em moeda diferente<sup>2</sup>. No entanto, internamente nos concentramos em entregar retornos absolutos consistentes. Para este fim, entendemos que o nosso *benchmark* de performance (IPCA+6%) é um sarrafo alto, principalmente em um ambiente de juros baixos.

### Composição do portfólio

Do final de 2018 para cá, duas diferenças na composição do portfólio se destacam: (i) a exposição a empresas com valor de mercado acima de USD 150 bilhões caiu pela metade; e (ii) a alocação em empresas de e-commerce aumentou consideravelmente.

Essas diferenças estão correlacionadas. A alocação inferior em *large-caps* é resultado de encontrarmos assimetria de risco x retorno mais favorável em algumas empresas menores. Por coincidência, alguns dos investimentos que consideramos mais atraentes permeiam empresas de e-commerce.

O crescimento do varejo eletrônico é inevitável, e essa tendência é bastante consensual. Onde divergimos do senso comum é na velocidade do crescimento e na rentabilidade potencial de algumas empresas. Essas variáveis são determinantes no valor presente de ativos de alto crescimento e, não à toa, mudanças de percepção sobre elas causam alterações consideráveis de preço. Afinal, mesmo mudanças modestas nos fundamentos podem levar a swings dramáticos nos preços das ações, já que outros participantes do mercado as extrapolam no futuro.

<sup>1</sup> Início em 20 de março de 2014 como Clube de Investimentos Arbor e convertido em fundo em 23 de março de 2015.

<sup>2</sup> O Fundo Arbor Global Equities é denominado em BRL enquanto o MSCI World é denominado em USD. Mas a conversão cambial de dólares em reais rende um carregamento praticamente nulo. Essa realidade torna a comparação mais fidedigna.

# ARBOR

Em 2015, quando investimos pela primeira vez nas ações do Google (hoje Alphabet) ouvimos que era impossível superar o mercado investindo em uma empresa enorme com cobertura de todos os analistas do planeta. De lá para cá, suas ações quase triplicaram enquanto o S&P sequer dobrou.

Pré-concepções como essas só são uteis para quem as duvida.

## Nossa abordagem

O mercado financeiro é um laboratório aberto para praticamente qualquer um testar hipóteses. Nele, várias escolas de investimento coexistem e conseguem ter sucesso em paralelo.

Nós seguimos uma filosofia de investimentos específica.

Investimos a longo prazo em empresas que ampliam suas vantagens competitivas com o tempo, que possuem a capacidade e as oportunidades para reinvestir capital a retornos elevados, e que contam com uma longa trajetória de crescimento sustentada por ciclos virtuosos e tendências seculares. Empresas com essas características são raras; encontrá-las negociadas a *valuations* atraentes torna a tarefa ainda mais difícil.

Portanto, limitar as opções apenas a empresas brasileiras seria inviável. Mas ao derrubar as barreiras geográficas surge a dúvida: *onde focar?*

Escolhemos estar expostos a países e regiões que possuem polos importantes de inovação. Entendemos que regiões empreendedoras resultam de condições favoráveis que culminaram para o capital financeiro encontrar o capital humano. Vemos esse atalho como um bom filtro, e expandimos nosso universo de cobertura para algumas empresas dos EUA, China, Sudeste Asiático, Israel e Canadá.

Seguir uma estratégia global ao invés de local tem um *trade-off* objetivo: mais empresas de qualidade ao invés de maior proximidade às empresas. Nossa aposta é que investir globalmente em modelos de negócios superiores vai se sobrepor ao contato íntimo com executivos e, inclusive, ajudar a reconhecer padrões antes de investidores isolados geograficamente.

## É a hora de investir?

Com o alto desempenho recente dos índices globais, temos sido questionados se "agora é um bom momento pra investir". Mas essa pergunta carrega uma suposição equivocada, portanto talvez seja mais importante abordá-la que a pergunta em si.

A suposição é que o mercado de ações sobe e desce com o tempo, mas basicamente gira em torno do mesmo nível. Assim, uma máxima histórica é comumente interpretada como sinal de alerta. As contraprovas dessa lógica são inúmeras, pois empresas com crescimento rentável criam valor ao longo do tempo. Logo, se não houver muito otimismo embutido em seus preços, máximas históricas deverão ser uma constante.

É verdade que estamos no período de expansão econômica mais longo da história. Mas o papel do investidor é encontrar boas oportunidades de investimento. Quem escolhe ter dinheiro em caixa pressupõe que no futuro haverá oportunidades melhores, mas nem sempre consegue agir quando elas surgem.

Nós não sabemos se estamos próximos a uma crise. Recessões são inevitáveis, mas ninguém consegue prevêê-las. Para convivermos com essa realidade, refletimos bastante sobre como nossas

# ARBOR

empresas irão desempenhar em uma desaceleração cíclica e qual o retorno esperado do nosso portfólio a cada momento do tempo.

Em uma profunda recessão, o mercado consumidor do Sudeste Asiático vai ser impactado, mas o e-commerce vai continuar ganhando penetração no varejo da região (hoje em ~2%). O mesmo raciocínio é válido para o crescimento do hábito de *streaming* de áudio; para a migração para a nuvem da demanda computacional corporativa; e – em um exemplo menos tecnológico – para apaixonados por pets investirem mais em seus cuidados.

A estrada será cheia de solavancos, mas essas tendências são inevitáveis.

Ainda assim, as ações de Sea Group, Spotify, Microsoft e Trupanion não estão imunes ao humor do mercado e provavelmente terão seus preços temporariamente impactados em uma crise. Esses momentos bem aproveitados são oportunos, afinal desconexões periódicas entre a realidade econômica e os preços das ações são a lógica central por trás do investimento em um fundo ativo.

Se o seu horizonte de investimento é de longo prazo, não deveria haver dúvidas: fique investido, e não se indagando se é o melhor momento.

## Trupanion

No final de 2019 voltamos a aumentar nossa posição na Trupanion, uma empresa que investimos desde 2016.

A Trupanion oferece seguro médico para cães e gatos nos EUA e no Canadá. Embora a indústria de seguros seja antiga, seguros para pets são relativamente jovens e sub penetrados (apenas 1% dos 180 milhões de animais de estimação possuem seguro nesses países).

Em 2011, a Trupanion obteve licença para operar em todos os estados dos EUA. Seu plano é ilimitado, cobre doenças hereditárias e congênitas, e pode ser utilizado em qualquer clínica veterinária. Seu principal diferencial é que cada plano é precificado de acordo com a localização e a raça do animal. Afinal, algumas raças são mais suscetíveis a determinadas doenças e o custo veterinário varia conforme o custo da mão de obra e do *real estate*.

A compreensão dessas variáveis é continuamente refinada conforme a empresa cresce, e a precificação de seguros hoje é feita no nível de bairros. Competidores que praticam preços sem levar em conta esses fatores estão reféns à seleção adversa.

A Trupanion foi estruturada para facilitar o acesso à saúde de pets e garantir a remuneração adequada para veterinários. Pela ótica do consumidor, a Trupanion traz a maior cobertura com o menor *mark-up* da indústria (taxa de sinistralidade de 70%). Pela ótica do prestador de serviço, a Trupanion realiza o pagamento integral pelo tratamento (sem impor tabelas de preços). E para facilitar o processo, a Trupanion está implementando o pagamento direto a veterinários em várias clínicas, resolvendo as frustrações intrínsecas ao modelo burocrático de reembolso.

Diferente dos seus competidores que focam em vendas online ou em *cross-selling* com outros seguros, a estratégia *go-to-market* da empresa é enraizada em uma rede de representantes parceiros que se dedicam a explicar a proposta de valor para veterinários (que, por sua vez, não recebem qualquer tipo de comissão). O canal veterinário é o principal elo de confiança com o cliente, portanto uma venda que parte de uma recomendação se mostra muito mais assertiva e a Trupanion sustenta a maior retenção da indústria (acima de 6 anos).

Vemos na Trupanion um modelo de negócios resiliente e previsível que é retroalimentado por relações ganha-ganha com clientes e veterinários. A satisfação dessas partes solidifica a marca da

# ARBOR

empresa e fomenta seu crescimento através de recomendações – a principal fonte de aquisição de clientes de topo de funil.

Sintetizamos esse investimento nas seguintes variáveis: (i) prêmio médio mensal; (ii) taxa de retenção; (iii) margem operacional antes de despesas com vendas; (iv) base de pets assegurados; (v) rentabilidade do investimento em aquisição de clientes.

- i) Hoje, o prêmio médio mensal é de ~\$55. Pela próxima década, imaginamos que os prêmios vão aumentar a uma taxa de 5% a.a. por conta da inflação veterinária. Essa taxa pode continuar surpreendendo para cima por mudanças de mix (maior representatividade em regiões mais caras) e maior uso do seguro (um pet assegurado vai mais vezes ao veterinário).
- ii) A taxa de retenção vem se sustentando em ~6 anos e o principal fator de evasão é o cancelamento gratuito no primeiro mês. À medida que o crescimento desacelera é natural que esse fator se torne menos relevante.
- iii) Como se trata de um negócio de *mark-up*, a margem bruta oscila pouco (entre 19 e 21%) e, conforme a empresa escala, ela vem diluindo seus custos fixos administrativos. Hoje, sua geração de caixa operacional antes das despesas com vendas já atingiu margem de 15%. Ganhos de escala adicionais serão compartilhados com seus clientes.

As outras duas variáveis são interdependentes e são as principais incógnitas do investimento.

- iv) Historicamente, a Trupanion cresceu sua base de assegurados acima de 15% ao ano por 48 trimestres consecutivos. A penetração embrionária do mercado, sua proposta de valor ganha-ganha, e a preocupação crescente da população com o bem-estar de pets sustentam seu crescimento futuro por muitos e muitos anos. Nós pensamos o seu crescimento como resultado do investimento em aquisição de clientes em uma tendência secular favorável.

O seguro médico é um negócio de receita recorrente, onde a empresa monetiza cada cliente mensalmente durante o prazo da assinatura. Por outro lado, a aquisição do cliente (despesa com vendas) ocorre à vista e não é capitalizada e amortizada com o tempo. Ou seja, os lucros contábeis trazem pouca luz para a saúde desse negócio enquanto ele está em crescimento. Mas o crescimento não pode vir a qualquer custo.

- v) A forma que mensuramos a qualidade do crescimento é através da rentabilidade do investimento em aquisição de clientes. Pensamos no fluxo de caixa individual de cada cliente e calculamos sua taxa interna de retorno. Historicamente, a Trupanion conseguiu empregar capital a taxas superiores a 50%. Esperamos que sua solidificação no canal veterinário continue proporcionando oportunidades abundantes de rentabilizar seus investimentos em vendas a taxas superiores a 30%.

Na nossa análise, a Trupanion apresenta uma oportunidade ímpar. Diferente de empresas que crescem rápido e desaceleram, o crescimento da Trupanion é constante e longo. Assim, pela próxima década, entendemos que ela pode sustentar crescimento de 20% ao ano e atingir \$3bi de faturamento em 2030. Com margem líquida de 10% e múltiplo de lucro de 25x, a empresa pode valer \$7,5bi – um retorno desalavancado de 19% ao ano.

Mas as oportunidades da empresa não param por aí. Uma das vantagens de investir em excelentes negócios é que as opcionalidades são favoráveis ao investidor. Como exemplo, está no pipeline da empresa o *cross-selling* de rações saudáveis. Os clientes da Trupanion são naturalmente mais conscientes com a saúde dos seus pets e essa iniciativa tende a melhorar a proposta de valor da

# ARBOR

empresa. Ração saudável é um item de margem alta, mas que pode ser vendido a um desconto para seus clientes e, se for comprovada causalidade entre o consumo da ração com a prevenção de doenças, o cliente que compra ração pode vir a pagar menos no seguro.

Estressando cenários de penetração de *cross-selling* de rações saudáveis, o retorno potencial do investimento é superior a 10x no período (25% ao ano, por 10 anos). Do outro lado da moeda, as chances de perda permanente de capital são bastante limitadas.

## **Notas finais**

Nosso objetivo é rentabilizar o capital investido a taxas acima da média no longo prazo. Entendemos que a melhor forma para consistentemente atingir essa meta é investindo em empresas com características intrínsecas que permitirão retornos elevados por muito tempo. Somos agnósticos a geografias e setores; investimos globalmente em empresas com modelos de negócios escaláveis que possuem amplas oportunidades de crescimento e de reinvestir capital a taxas elevadas.

Obrigado pela confiança,

Equipe Arbor