

Prezados investidores,

Esperamos que vocês e seus familiares estejam se mantendo saudáveis, seguros e tranquilos. Lamentamos profundamente os danos decorrentes dessa crise e seus efeitos de segunda e terceira ordem.

A rentabilidade atualizada do Fundo pode ser encontrada [em nosso site](#), com mais detalhes em nossa lâmina mensal.

Esta nota está dividida em duas seções. A primeira busca explicar um pouco nossa filosofia de investimentos, enquanto a segunda resume nosso principal investimento do Fundo: Sea Limited.

Compounders

Não somos predispostos a compreender sistemas exponenciais. O reflexo natural para tudo que sobe de preço é de ceticismo ou repúdio. Esse instinto, que é bastante útil para um bom mercante, é contraproducente para o investidor de longo prazo.

Por sinal, o investimento de longo prazo, ora pregado como dogma, só deveria ser perseguido em ativos que expandem o valor intrínseco com o tempo. Em consonância à lógica de juros compostos, quando a geração de caixa desses ativos é recorrentemente reinvestida a taxas altas de retorno, eles crescem exponencialmente. Essa dinâmica é predicada nas oportunidades de reinvestimento e na qualidade do modelo de negócio. Nesse contexto, negócios de software possuem uma combinação de características sem paralelo histórico.

É comumente aceito que a prensa móvel foi a inovação que possibilitou que cópias da mesma “coisa” pudessem ser reproduzidas sem custo. Hoje, a dádiva do custo marginal zero de reprodução permeia vários setores, como mídia, semicondutores e biotecnologia. Mas foi a partir da internet que conseguimos distribuir bens digitais sem quase nenhum custo associado. Fora isso, sistemas de dados podem ser desenhados para evoluir por retroalimentação. Ou seja, além de alavancagem infinita, softwares se tornam mais poderosos em cima de uma crescente imensidão de dados coletados.

É fácil reparar que essas são vantagens desleais frente a empresas analógicas: softwares escalam sem nenhum atrito. Mas a ausência de barreiras de entrada fere um preceito básico do *value investing* e o alto retorno sobre o capital passa a ser visto como efêmero – a entrada de competição eventualmente forçaria a regressão à média.

Hoje temos contraprovas dessa lógica em abundância. Determinados negócios possuem retornos crescentes e se tornam auto-reforçáveis: conforme a empresa cresce, seu produto e sua proposta de valor melhoram e ela se torna mais rentável, financiando melhorias contínuas e estimulando mais crescimento. Iterações intermináveis de círculos virtuosos propagam a concentração de mercado. Nesse ambiente, a principal barreira competitiva para um novo entrante é a barreira de escala, não a de entrada, uma vantagem que é alargada na presença de efeitos de rede.

ARBOR

Portanto, a participação crescente de empresas de tecnologia no S&P 500 deveria ser vista sem espanto. É uma tendência natural e inevitável que negócios intrinsecamente superiores cresçam em proporção ao todo.

Até hoje, poucas indústrias foram verdadeiramente transformadas pela internet. A maior geração de riqueza esteve circunscrita a negócios focados no consumidor. Mas a computação na nuvem e a inteligência artificial irão tocar todas as indústrias, trazendo grandes saltos de produtividade e inteligência corporativa. Na nossa leitura, empresas provedoras de software irão protagonizar a próxima onda de criação de valor.

Softwares empresariais modernos permitem que qualquer empresa contrate sob demanda ferramentas ou soluções específicas de vanguarda. A genialidade desse modelo substitui capex de desenvolvimento e *data-center* por opex de assinaturas. É uma decisão mais fácil – e geralmente mais inteligente – subcontratar software e computação como um serviço do que optar pelo desenvolvimento *in-house*. Esse modelo de negócio é popularmente conhecido como Software as a Service (SaaS) e o universo de companhias de SaaS listadas já ultrapassa o Bovespa em capitalização de mercado, mesmo sem considerar a Salesforce, a Adobe ou a Microsoft.

A curva S de adoção de SaaS ainda está em etapa inicial, representando hoje ~15% de todo o gasto de TI. Vistos os ganhos de eficiência e inteligência, a penetração desse modelo tende a totalidade e é provável que alcancem uma proporção maior do PIB que as soluções *on-premises* encontraram.

Alguns softwares se tornam tão cruciais para a funcionalidade empresarial que o custo de troca é imensurável. Essas forças se expressam em resultados financeiros. Com retenção de receita de 117%, a mediana do setor vem crescendo em cima da mesma base de clientes, ao passo que também trazem clientes novos. Ou seja, o padrão de receita por cliente não é apenas de recorrência, mas de exponencialidade. E como característica da indústria, as margens brutas são elevadas (mediana de 77%). Essas qualidades encorajam o investimento agressivo em crescimento através de vendas e marketing e P&D – despesas que, por natureza contábil, não costumam ser capitalizadas e transitam pelo DRE, escondendo a rentabilidade. É cada vez mais comum ver modelos de negócios *asset-light* que reinvestem capital através dessas linhas.

Mas como o lucro de curto prazo é suprimido, qualquer exercício de múltiplo de lucro se torna inútil. O atalho alternativo é o múltiplo de receita, uma ferramenta que deve vir casada com a sensibilidade do crescimento futuro e a compreensão da margem estrutural do negócio – opinião que depende fundamentalmente da proporção dos gastos operacionais que são vinculados a crescimento e/ou a recorrência. Por efeito, a margem estrutural tende a ser um raciocínio mais simples, mas para negócios com muita alavancagem e efeitos de rede a rentabilidade é interdependente ao crescimento.

Iniciando o raciocínio a partir do múltiplo de receita, vemos que a mediana do setor de SaaS negocia a 25x. Com alta margem bruta e alta recorrência de receita, é possível imaginar cenários de margens estruturais altíssimas, como vemos pela Microsoft que possui ~35% de margem de FCF com ~70% de margem bruta.

Assumindo que em uma década o setor vai estar maduro, *ceteris paribus*, é plausível que o múltiplo de receita irá convergir para o que vemos da Microsoft hoje: 12x receita, ou (34x FCF). Uma compressão de 50% no múltiplo de receita implica que o setor de SaaS precisa, pelo menos, crescer o dobro da Microsoft e atingir o mesmo patamar de rentabilidade para que alcance o

ARBOR

mesmo retorno no período¹. A probabilidade combinada dessas duas premissas nos faz preferir a relação de risco e retorno da Microsoft que do setor de SaaS em geral. Afinal, a compressão de múltiplo pode ocorrer em um espaço de tempo muito curto, levando o retorno do investimento para território negativo por alguns anos.

Empresas previsíveis, com alta recorrência de receita, alta rentabilidade e longas avenidas de crescimento são intrinsecamente muito valiosas, especialmente em um ambiente de juros baixos. Mas cabe lembrar que excelentes negócios não necessariamente se traduzem em excelentes investimentos. Ainda assim, julgamos como essencial concentrarmos esforços para estarmos fluentes com os melhores modelos de negócio da atualidade.

Oportunidades sempre surgem e geralmente sem aviso.

Sea Limited

Os investimentos com as melhores rentabilidades costumam combinar crescimento de receita por ação com expansão do múltiplo de receita. Naturalmente, essa junção só ocorre com uma mudança de percepção sobre a qualidade do negócio, com execução brilhante e com sorte. Várias histórias de valorização de ações podem ser desconstruídas através desse prisma.

Nosso investimento mais emblemático foi em uma holding de Cingapura chamada Sea Limited que, ainda hoje, é a maior posição do Fundo. Desde que investimos pela primeira vez, no segundo semestre de 2018, suas ações se valorizaram mais de 10x. Essa valorização explosiva pode ser explicada em retrospecto pelo crescimento de receita de 5,6x e pela expansão de múltiplo de receita de 100% (de 5x para 10x).

O grande Sudeste Asiático² é uma região com aproximadamente a mesma população da América Latina – 600 milhões de pessoas. Nos três maiores países por população – Indonésia, Filipinas e Vietnã (470 milhões) – o PIB per capita é menos da metade do brasileiro. A região como um todo vem surfando um *boom* demográfico, econômico e de qualidade de vida. A democratização da internet assume papel protagonista nessa trajetória³.

A Sea possui dois segmentos principais: (i) Garena, um estúdio de desenvolvimento de jogos; e (ii) Shopee, um e-commerce *marketplace*. Até 2018, praticamente toda a receita da empresa estava concentrada no segmento de videogame.

Em negócios de *consumer internet*, normalmente poucos players concentram a maior parte do valor⁴. Por isso, as estratégias executadas pelos fundadores de maior sucesso buscam atingir o maior ecossistema possível, focando única e exclusivamente no alto engajamento dos usuários. Apenas em um segundo momento é contemplada a melhor forma de monetizar a base.

O descasamento entre engajamento e monetização costuma abrir oportunidades de investimento, pois o mercado tende a precificar ativos sobre algum número contábil (receita, lucro etc.). No

¹ Crescimento de receita por ação de SaaS ao longo de 10 anos precisa ser o dobro que o crescimento da Microsoft. Ou seja, se a Microsoft quadruplicar sua receita por ação, o setor de SaaS precisa multiplicar por 8 e atingir ao menos 35% de margem de FCF. Obs: para simplificação, essa conta desconsidera os 3% de FCF *yield* a favor da Microsoft.

² Países do Sudeste Asiático e Taiwan

³ [https://www.blog.google/documents/47/SEA Internet Economy Report 2019.pdf](https://www.blog.google/documents/47/SEA%20Internet%20Economy%20Report%202019.pdf)

⁴ Esses mercados são chamados de *winner takes most*

ARBOR

caso da Sea, o Shopee ainda não cobrava comissões dos vendedores, então além de não possuir receita no segmento, toda a estrutura de custo e investimento em aquisição de cliente se traduzia em EBITDA negativo. Em paralelo, a Garena – até então a sua principal linha de negócio – estava desacelerando a receita, com crescimento de apenas 7% a.a. no 3T18.

Uma análise superficial dos resultados da companhia dificilmente levava a uma conclusão encorajadora.

Porém, a Garena havia lançado o *battle royale* Free Fire um ano antes e no 3T18 já contava com 176 milhões de jogadores trimestrais com crescimento anual de 155%, enquanto o Shopee já possuía GMV de \$2,7bi no mesmo trimestre com crescimento de 153% a.a. Esses resultados impressionantes estavam sendo desconsiderados, e a ausência de receita nos parecia provisória – era natural que a base do Free Fire seria monetizada e que o Shopee aumentaria seu *take-rate*⁵.

De lá para cá, enquanto os dois ecossistemas continuaram com crescimento vertiginoso e foram catalisados pela pandemia, as alavancas de monetização começaram a ser gradualmente puxadas.

No último trimestre (2T20) a Garena atingiu 500 milhões de jogadores e receita de \$716mi, com margem EBITDA de 60%. Ou seja, hoje o EBITDA trimestral do segmento é o triplo do que era a receita no 3T18. O Free Fire é febre mundial em países em desenvolvimento e, inclusive, é disparado o maior *mobile-game* do Brasil – país sede do último World Series (2019)⁶.

A trajetória do Shopee também foi fora da curva. No 2T20 o GMV do segmento atingiu \$8bi (60% superior ao reportado pelo Mercado Livre) e a receita \$500mi – ainda com bastante espaço para aumentar o *take-rate*.

Em retrospecto tudo parece óbvio, mas desde que investimos pela primeira vez a estratégia nos pareceu acertada. A empresa está seguindo um jogo de longo prazo em segmentos com mercados endereçáveis gigantesco. A Tencent, como a maior acionista da empresa, com *know-how* de videogame e de e-commerce (maior acionista da JD.com, Meituan Dianping e Pinduoduo) dava um conforto adicional. E o mercado, notadamente, não atribuía valor ao Free Fire ou ao Shopee. Assim, a Sea valia \$5bi e hoje vale \$70bi.

Atualmente, a relação de risco e retorno do investimento na Sea ainda é bastante assimétrica. Todos os segmentos da empresa tiveram seus efeitos de rede amplamente alargados. O Free Fire se tornou em uma rede social imersiva, não apenas um *mobile-game*, e sua alta geração de caixa consegue financiar o crescimento acelerado de outras linhas de negócio. O Shopee ainda deve ao menos dobrar o seu *take-rate* e, conforme se estabelece como o maior player do Sudeste Asiático, começa a testar seu modelo em outros mercados, como no Brasil⁷.

Em paralelo, a empresa vem crescendo sua *fintech* Sea Money. Um negócio que já conta com \$1,8bi de TPV (2T20), mas que ainda não contribui com nenhuma receita e que, naturalmente, queima caixa. Um *déjà vu* que, na nossa opinião, é ordens de magnitude mais fácil de escalar do que foi o Shopee. O Sudeste Asiático é uma região desbancarizada, com pouco acesso a crédito, onde 60% das transações ainda são feitas em dinheiro. Crescer uma *fintech* a partir de um e-commerce é um *playbook* conhecido (Ant Financial, Mercado Pago etc.) e objetivo.

⁵ *Take-rate* é a porcentagem do GMV coletada pelo *marketplace* em forma de receita.

⁶ <https://youtu.be/pZnrZAKO4XU>

⁷ <https://blogs.oglobo.globo.com/capital/post/shopee-concorrente-de-mercado-livre-e-aliexpress-se-instala-no-coracao-da-faria-lima.html>

ARBOR

Portanto, vemos hoje a Sea atacando os maiores mercados endereçáveis da economia digital (entretenimento, e-commerce e *fintech*), crescendo além do Sudeste Asiático e criando simbioses de efeitos de rede entre as suas plataformas. É muito provável que essas forças eventualmente culminem em um valor de mercado de Big Tech (\$300bi+).

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

Disclaimer:

● Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. ● As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. ● Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. ● Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. ● A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. ● A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. ● Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. ● Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. ● Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. ● Este fundo utiliza estratégias 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. ● Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.