

ADMIRÁVEL MUNDO NOVO?¹

“Sessenta e duas mil repetições fazem uma verdade. Cremos nas coisas porque somos condicionados a crer nelas”

A crise que atravessamos por conta da Covid-19 tem características únicas, que a tornam sem precedentes na economia moderna. O ambiente de risco ligado à saúde e à mudança na vida cotidiana em meio a quarentenas e *lockdowns* podem deixar marcas psicológicas, alterar hábitos e costumes, talvez até permanentemente.

Não faltam artigos sobre o “novo normal” ou sobre “como será o mundo pós Covid-19” para nos abastecer de projeções interessantes a respeito como serão os próximos anos e as mudanças pelas quais o mundo passará. Mesmo sendo céticos quanto a projeções de futuro comportamental, acompanhamos tais debates com bastante interesse, buscando nos expor a novos pontos de vista e ideias. Tem despertado nossa atenção a forma como boa parte desses artigos projetam um futuro de forma convicta, prevendo mudanças em diversos modelos de negócios estabelecidos, ao mesmo tempo em que alguns fatores essenciais para os investimentos parecem ficar à margem do debate.

Em primeiro lugar, a abordagem costuma ser feita sob uma ótica puramente qualitativa, listando setores beneficiados e prejudicados pelas tendências recentes, mas raramente tentando quantificar tais mudanças ou conectando-as ao *valuation* dos ativos. **A afirmação de que determinado setor foi beneficiado ou prejudicado é válida para uma mudança de 1% ou de 100% em seu faturamento, assim como se o seu preço a mercado é R\$1,00 ou R\$1.000,00.**

Ser prejudicado é algo bem diferente de se tornar inviável, e ser beneficiado é bem diferente de ser decretado como vencedor em um mercado de *winner takes all*.

Para nós, a falta de quantificação das mudanças e seus impactos nas empresas é a principal lacuna em como o tema vem sendo abordado.

Outro aspecto é o foco quase exclusivo sobre o tema da digitalização dos negócios, normalmente trazido sob um contexto de “físico vs digital”. Apesar de concordarmos que o tema de digitalização é central ao debate, essa abordagem nos parece simplista demais para uma época de *omnichannel*². Ela também acaba por menosprezar outros fatores como **eficiência, força da marca e participação de mercado que, na maioria dos casos são mais determinantes para o crescimento e rentabilidade do negócio do que o crescimento da penetração online no país**

¹ Título da obra de Aldous Huxley, publicada em 1932, narra a história de uma sociedade futurista, em que seus habitantes passam por um pré-condicionamento biológico e psicológico. O livro levanta questionamentos sobre a vida contemporânea e sobre os desafios para o futuro da humanidade. A citação escolhida representa como algo repetido exaustivamente acaba sendo aceito como verdade.

² Omnichannel é a integração de todos os canais diferentes de forma que o consumidor escolha a opção que lhe atenda melhor, sem que seja perceptível a diferença entre os vários canais.

Também fica a impressão de que diversos setores que não têm a mesma facilidade em digitalizar parte de seus serviços são pouco comentados, como se fossem deixar de existir. Não concordamos em deixar de acompanhar esses setores, mesmo concordando que, ao menos no curto prazo, passarão por maiores dificuldades. É justamente em setores muito afetados que tendem a ocorrer grandes mudanças de forças competitivas, oportunidades de consolidação e outros eventos que acabam sendo mais importantes para a criação de valor do que se a média do setor está passando por um momento de melhora ou piora.

A experiência e a História nos aconselham a ter muita cautela antes de presumir que temos “certezas” sobre comportamentos futuros, especialmente quando elas são embasadas em dados de curto prazo e em eventos muito recentes. A título de exemplo, dentre vários possíveis, após a crise de 2008 o NY Times escreveu o artigo “GM cuts mark the end of the SUV era”³ sobre a inevitabilidade do declínio do segmento. O artigo traz opiniões de diversos especialistas (desde o CEO da GM, passando por acadêmicos, economistas e analistas de mercado) todas convergindo para as mesmas “certezas” sobre como seria o futuro, que se materializou na direção exatamente oposta ao previsto.

Parte do problema é que projeções tendem a observar os impactos iniciais de algum acontecimento e presumir que eles continuam ou se intensificam ao longo do tempo. Porém, empresas e pessoas não são estáticas, elas aprendem, reagem e se adaptam aos acontecimentos, de forma que poucos meses não costumam ser suficientes para se entender a dinâmica de longo prazo. Na comunidade médica essa reação à Covid-19 ocorre através da busca por uma vacina ou tratamento eficaz, e em empresas através de ajustes em seus processos e modelos de negócios.

Essa adaptação varia não só de empresa para empresa, mas também pode ocorrer de maneira completamente distinta em mercados diferentes, fazendo com que uma força destrutiva em um mercado possa ser positiva no mesmo mercado em outro país.

Por exemplo, nos EUA a chegada do Uber foi prejudicial ao setor de *rent-a-car* o que levou a projeções de que a entrada da empresa no Brasil geraria esse mesmo efeito. Poucos anos depois o fato é que, pelas características particulares do mercado brasileiro de locação, o Uber acabou se provando um dos principais vetores de crescimento das locadoras de veículos no Brasil.

*“Temos dois tipos de previsores: os que não sabem, e os que não sabem que não sabem”
- John Galbraith⁴*

Previsões sobre futuro não têm um *track record* muito bom mesmo em situações normais e são ainda piores quando tais projeções ocorrem em momentos extremos. Nós não nos julgamos capazes de confirmar ou negar as teorias que têm sido levantadas, especialmente quando elas entram no campo de descrever o “novo mundo” que nascerá a partir desta pandemia. No entanto, podemos dissertar a respeito de como ajustamos nosso portfólio de acordo com essas incertezas e abordar alguns temas que acreditamos não terem recebido a devida atenção em meio a essa abundância de previsões.

³ Em tradução livre “Cortes das GM marcam o fim da era dos utilitários”
<https://www.nytimes.com/2008/06/04/business/worldbusiness/04iht-gm.1.13453611.html>

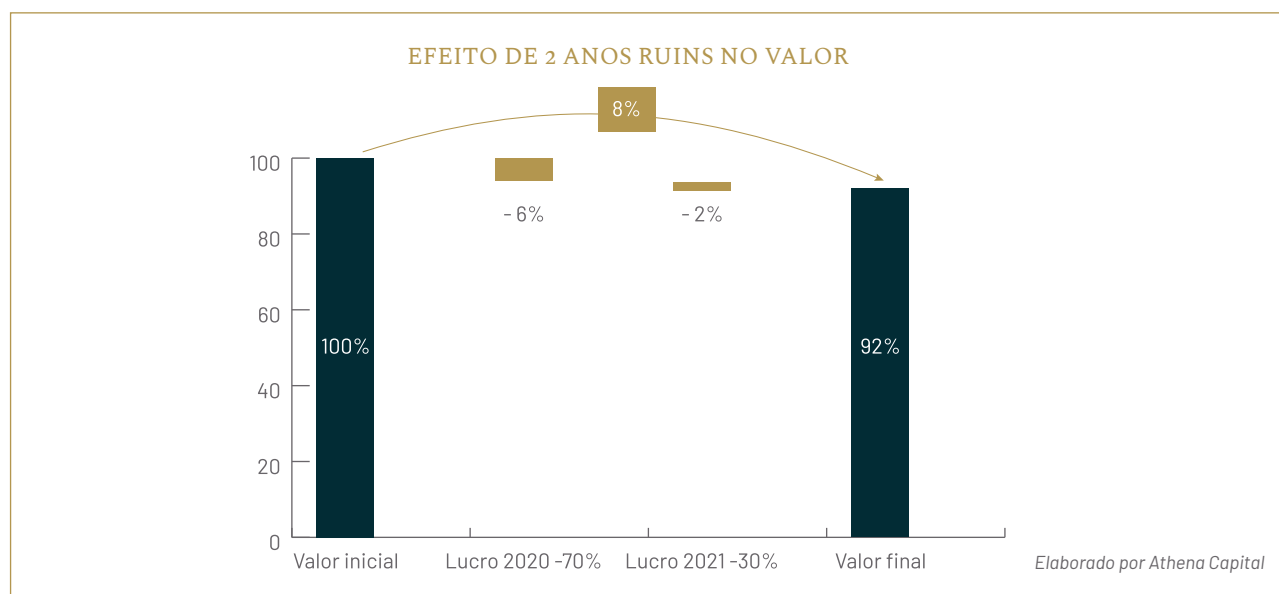
⁴ Economista, filósofo e escritor nascido em 1908.

QUAIS IMPACTOS REALMENTE IMPORTAM?

É inegável que a situação de pandemia causou um impacto agudo na economia como um todo e, especialmente, nos negócios que tiveram seu funcionamento diretamente afetado por medidas de distanciamento social, quarentenas e *lockdowns*. Muitos dos números do período são inéditos, o que normalmente recebe um elevado destaque da mídia e impactos no mercado.

Em meio a esses dados chamativos, é importante reforçar que um período curto de resultados ruins, se realmente pontuais, muda bem menos o valor da empresa do que as variações que têm ocorrido nos preços de suas ações. Para ilustrar o peso de 2 anos de resultados ruins no valor de um ativo, elaboramos o exemplo abaixo, que considera uma empresa com características de margem e alavancagem em linha com a média de nossa carteira. Nele, simulamos um resultado muito pior que o projetado pré-pandemia, sem alterar as perspectivas de longo prazo da empresa.

Imagem 1: Impacto de um período extremo, mas temporário, no valor de uma empresa⁵



Nós ressaltamos que caso os impactos de curto prazo levem à necessidade de levantar capital, através da emissão de ações em um momento de baixa precificação pelo mercado, isso pode ser bastante destruidor de valor. Reforçamos o uso de simulações de cenários de *stress* extremos e variados para mensurar a necessidade de capital das empresas, mantendo no portfólio e como exemplos nesta carta apenas aquelas distantes desse risco de solvência.

A conclusão desse exercício é que uma desvalorização muito além dessa projeção, como ocorreu com várias empresas, só faz sentido diante de uma mudança significativa e permanente nos *economics* do negócio, tal como a perda de diferenciais, mudanças na estrutura de demanda, piora da posição competitiva, aumento perpetuável da taxa de desconto, etc.

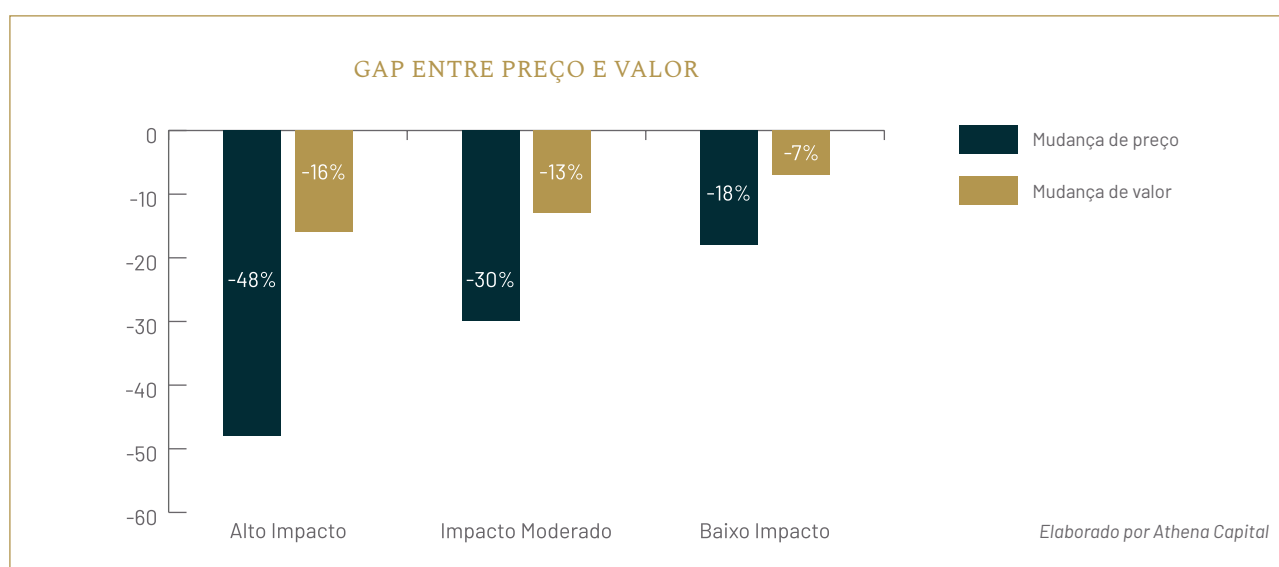
⁵ Esse exercício não assume um aumento do custo de capital próprio. Ao consideramos um aumento de 1% para desconto das empresas, compatível com a abertura da NTN com *duration* mais próxima à média da carteira no mesmo período da análise, o impacto adicional seria estimado em 11%, ou 4% se consideramos o efeito de carregamento do custo de capital para o semestre.

Dessa forma, ao analisarmos dados de curto prazo nosso foco é principalmente separar impactos pontuais dos estruturais.

Essa separação está na essência da filosofia de investimentos da Athena, tendo sido abordada detalhadamente em uma *carta anterior*⁶.

Separar o curto prazo dos *drivers* estruturais de valor se tornou ainda importante nesse momento em que muitos ativos passaram a precificar mudanças estruturais relevantes. Para ilustrar de forma mais clara o que está sendo precificado nos ativos, separamos nosso portfólio em 3 grupos de empresas, pela magnitude do impacto da pandemia nas operações de curto-prazo. Em seguida, levamos em consideração a dinâmica competitiva e as características históricas de cada setor para estimar o que seria um impacto de longo prazo, usando premissas que julgamos confortáveis.

*Imagem 2: Variações em empresas de acordo com o impacto de curto prazo*⁷



O que se extrai desses dados é que, quanto maior a perda efetiva de valor, mais desproporcional foi a mudança na precificação a mercado, muito provavelmente porque também foram as empresas que mais sofreram no curto prazo. Em alguns casos, a punição do valor de mercado da empresa é tamanha que pode ser exagerada, mesmo que de fato a empresa tenha uma piora estrutural, mas menor do que a precificada, desde que a empresa permaneça com seus diferenciais competitivos.

Por isso reforçamos que uma visão simplista de piora/melhora não é suficiente. A quantificação das mudanças e sua conexão com o valuation é indispensável para a escolha de investimentos.

⁶ *Uma briga em perspectiva: Conjuntural vs Estrutural*

⁷ *Esse exercício não assume um aumento do custo de capital próprio. Ao consideramos um aumento de 1% para desconto das empresas, compatível com a abertura da NTN-B com duration mais próxima à média da carteira no mesmo período da análise, o impacto adicional seria estimado em 11%, ou 4% se consideramos o efeito de carregamento do custo de capital para o semestre. Nós não alteramos nossa premissa de taxa de desconto pois continuamos trabalhando, de forma conservadora, com um juro real de 5% nos modelos e taxa de desconto dos ativos.*

Além dos cenários de *stress*, outro exercício que intensificamos foi o de realizar contas reversas para mensurar o que precisaria ocorrer estruturalmente nas empresas para justificar o preço dos ativos. Ao invés de tentarmos prever o cenário, buscamos entender qual o cenário que cada preço projetava para o futuro em *maio de 2020*⁸ e o quanto ele nos parecia razoável.

Imagem 3: Qual o cenário e mudanças precificadas em cada ativo em 15/05/2020⁹

EXERCÍCIO CONSIDERA A DESVALORIZAÇÃO DOS ATIVOS EM 2020 ATÉ 15/05		
EMPRESA	DESVALORIZAÇÃO	CENÁRIO IMPLÍCITO NOS PREÇOS
Cemig	40%	Queda de 30% no preço de venda da energia descontratada da Geradora, para sempre. Piora de 10% em toda curva de demanda de energia da distribuidora, para sempre. Inadimplência dobra, jamais se normaliza e não há compensação regulatória. Participação na Light perde todo valor (Light quebra).
Qualicorp	47%	Base de clientes cai 10% e jamais volta a crescer. Provisões sobre receita quase duplicam e jamais normalizam.
JPSA (controladora do Iguatemi)	48%	Nunca mais construirá um shopping ou fará uma expansão. Vacância triplica e jamais volta ao normal. Iguatemi 365 nunca gera valor para a empresa (sendo que achamos razoável gerar até 30%). Desconto de 30% em relação ao Iguatemi se mantém para sempre.
Vivara	49%	Diminuição pela metade do número de lojas previsto pré Covid-19, sem qualquer migração dessas vendas para o canal online (sendo que as vendas online estão crescendo exponencialmente em meio a pandemia).
Marisa	64%	Fecha 40% do parque de lojas e não abre outras. Perspectiva de margem de varejo reduzida pela metade.

Elaborado por Athena Capital

Embora tenham distinções importantes entre cada ativo ou setor, as simulações demonstradas acima nos levam a crer que o mercado pode ter exagerado no tamanho da piora estrutural precificada. Nós não menosprezamos o impacto imediato e a chance de que ele pode perdurar por algum tempo, mas achamos improvável que a Covid-19 seja mais determinante para o resultado das empresas no médio prazo do que outros fatores que explicaremos em seguida.

Antes de detalhar mais sobre nossas expectativas acerca das empresas que compõem as carteiras dos fundos sob nossa gestão, achamos importante reforçar que a forma como temos interpretado o curto prazo diverge em vários pontos de muitos agentes de mercado.

⁸ Data em que fizemos tais projeções.

⁹ Quando fizemos tais projeções. Não há razão específica para a data além disso.

Dados de curto prazo:

Como nosso foco principal é separar o pontual do estrutural, é sob essa ótica que acompanhamos os dados de curto prazo. Por exemplo, após aprender a fazer compras através de um aplicativo no celular e já ter todos seus dados cadastrados o uso contínuo desses serviços pelo cliente se torna muito mais provável do que era antes, de forma que um aumento de *first time buyers* gera efeitos duradouros e permitem acompanhar a intensidade da mudança estrutural em curso. **Apesar disso, discordamos que alguns outros dados de curto prazo, como a inadimplência de setores em que atualmente o serviço não pode ser cancelado, são bons previsores para a dinâmica de longo prazo.** Isso é ainda mais relevante quando a empresa optou por sacrificar alguma linha de curto prazo justamente para não ter seu estrutural mais afetado, como shoppings que concederam isenções de aluguéis para manter os lojistas ou varejistas que concederam mais prazos a seus fornecedores.

Passados mais de 3 meses do início do impacto efetivo da Covid-19 para a economia real, já é possível confrontar as simulações iniciais com a realidade que temos encontrado através de dados, estudos e interações com empresas. Nosso acompanhamento dá indícios de que, mesmo a queda do PIB e a duração da quarentena sendo maiores que o inicialmente esperado, os impactos nos resultados das empresas foram **em linha ou até razoavelmente menor do que era estimado.**

O caso do setor de saúde é especialmente interessante, pois no início da pandemia diversos agentes do mercado fizeram simulações, estimando qual seria o aumento de custos e sinistralidade do setor. Agora que os dados estão disponíveis, podemos afirmar que surpreendentemente as empresas prestadoras de serviço de saúde suplementar experimentaram melhoria de resultado em meio à pandemia, apresentando redução nas principais linhas de custo. Sabemos que muitos dos custos estão sendo postergados, incluindo alguns procedimentos eletivos, mas é um bom exemplo de como a dinâmica acabou sendo bem diferente do que se previa.

Se em alguns setores os dados já ajudaram a corrigir exageros e clarear a situação, em outros ainda não existem dados que permitam qualquer conclusão com maior convicção. Em crises passadas, a confirmação de que havíamos investido em uma empresa diferenciada aparecia rapidamente, dada a discrepância de seus números em relação ao restante do setor. Porém, **quando todo um setor tem seu funcionamento interrompido, essa distinção não é vista de forma tão imediata e o mercado acaba tratando o setor inteiro de forma semelhante. Essa dinâmica diferente, acreditamos, é parte da justificativa para nossa carteira não ter apresentado a mesma característica relativa de performance que teve em crises anteriores.**

Porém, não acreditamos que isso signifique que essa crise deixa menos espaço para diferenciação que outras, apenas que em um prazo tão curto e com tantas restrições ela ainda não é tão perceptível. Conforme as restrições diminuem, os diferenciais que fizeram empresas dominantes ganharem espaço em crises anteriores devem ser ainda mais relevantes nessa.

DIFERENCIAIS DURADOUROS

Na Athena, em qualquer cenário econômico, temos preferência por *cases* que consigam manter uma dinâmica de crescimento distinta do país ou de seu setor. Nosso *slogan informal*¹⁰ resume a crença de que preferimos teses que dependam mais de uma diferenciação criada pela própria empresa do que de mudanças de cenário.

¹⁰ Busca pelo valor criado da "porta para dentro"

Normalmente esses diferenciais geram um efeito até maior em meio a crises, tema central de nossa filosofia de investimentos e abordada previamente em *outra carta semestral*¹¹. Abaixo damos alguns exemplos de como essa crise tem reforçado os diferenciais de empresas que acompanhamos e porque achamos que eles permitirão, no mínimo, que os impactos em suas atividades não sejam tão graves quanto sua precificação atual parece indicar.

Força da marca e *hidden assets*:

Vivara traz alguns dos diferenciais duradouros que buscamos, como uma marca forte e uma gestão de qualidade. A maneira como esses diferenciais geram valor para a empresa muda muito ao longo do tempo, se ajustando às alterações da economia e dos hábitos.

“Toda história de sucesso é um conto de adaptação constante, revisão e mudanças”
- Sir Richard Branson¹²

Em 2019 as vendas *online* da Vivara eram pouco representativas (6% do total) e começaram a crescer em ritmo acelerado durante a pandemia, em parte devido à velocidade da gestão da empresa em se adaptar ao novo cenário. Estimamos que em maio deste ano apenas as vendas *online* da Vivara sejam equivalentes a cerca de 35% de suas vendas totais no mesmo mês de 2019. **A migração de consumidores para o canal *online* não necessariamente significa que eles irão escolher as mesmas empresas em que fazem suas compras físicas mas, no caso da Vivara, essa captura foi tão eficiente que nos leva a indagar se o diferencial trazido pela sua marca no ambiente *online* pode estar se tornando ainda mais forte que no de lojas físicas.** Essa diferenciação é perceptível quando observamos que a empresa possui cerca de 3,5¹³ milhões de seguidores no Instagram, o que é mais que 10 vezes a quantidade de seguidores da segunda maior empresa do segmento no Brasil.

Os diferenciais que tornaram a Vivara um case interessante de crescimento através de lojas físicas se mostram igualmente valiosos no ambiente *online*.

Há uma clara vantagem em se estabelecer como a primeira marca verdadeiramente nacional em um setor fragmentado, como é o caso de joalherias, e a Vivara cada vez mais tem se mostrado uma forte candidata a ocupar esse espaço.

Outro exemplo diretamente ligado à força da marca é o desenvolvimento do *Marketplace* de luxo Iguatemi 365. O segmento de luxo demanda uma apresentação e curadoria diferenciada de seus produtos, com escolha do canal de vendas errado potencialmente provocando efeitos negativos sobre a marca. Isso leva esse segmento a priorizar estar em canais à altura de suas próprias marcas, frequentemente aceitando pagar um *take rate*¹⁴ mais elevado por isso (algo possível por trabalharem com margens maiores que varejistas tradicionais). **A marca Iguatemi ao longo de décadas conquistou um reconhecimento e confiabilidade no mercado de luxo que dificilmente é replicável por uma *startup*, a colocando em posição privilegiada para se tornar representativa no segmento de luxo no ambiente *online*, além de sua estrutura física facilitar a *omnicanalidade*.**

¹¹ *Há males que vêm para o Bem*

¹² *Empresário controlador do Virgin Group, conglomerado com mais de 400 empresas*

¹³ 2,5 milhões no perfil da Vivara e 1 milhão no perfil da Life by Vivara

¹⁴ *Take rate refere-se ao percentual cobrado pelo Market place sobre as vendas totais.*

Apesar de a empresa não informar o seu *take rate*, acreditamos ser maior do que *e-commerces* tradicionais e mais próximo ao que ocorre em *marketplaces* de luxo, como a *Farfetch*¹⁵. A pandemia foi um catalizador para que mais marcas buscassem este *marketplace* online de luxo, inclusive com algumas concedendo exclusividade para vendas online no Brasil, levando o Iguatemi 365 a ultrapassar 250 marcas e expandir para 5 novas capitais (além de SP) nos próximos meses. **Num cenário de em 5 anos chegar a um GMV de R\$ 1 bilhão, que representaria menos de 10% das receitas dos shoppings do grupo, apenas o Iguatemi 365 teria valor¹⁶ equivalente a 30% do Market Cap atual do grupo Iguatemi.**

São apenas dois exemplos, dentre muitos possíveis, de como marcas fortes geram valor de formas bastante diferentes conforme o mundo muda. Apesar desse diferencial ser duradouro e adaptável, essa ótica de valor tem sido deixada de lado nesse momento de foco no resultado de curto prazo.

Exploração e integração de canais de venda e marcas

A Natura também se encaixa em um exemplo de marca forte, tendo sua imagem associada, muito antes da sigla ESG ser amplamente conhecida, a temas como preocupação ambiental e desenvolvimento sustentável. Mas além da força da sua marca, a Natura também tem mostrado ter como diferencial duradouro a capacidade de explorar e integrar diferentes canais de vendas de forma tão eficiente a ponto de marcas terem mais valor dentro dela do que em outros grupos.

A empresa começou a ser questionada anos atrás pelo declínio esperado do canal de venda direta. A Natura foi se reinventando, passou a oferecer mais ferramentas digitais para suas consultoras, se tornou mais *datadriven* e aumentou sua eficiência em outros canais de vendas. A empresa resultante desse processo tem uma das maiores, se não a maior, força de *social selling*¹⁷ do país. A mistura de *social selling* com venda direta e venda online novamente reforçam como a linha entre *online* e *offline* é cada vez mais difícil de ser traçada.

Atualmente 450 mil consultoras já atuam via *social selling*, trazendo maior resiliência para as vendas da Natura e criando um *case* a ser replicado nas demais marcas do grupo.

O case Natura&Co agora, além da força da marca, passa a ser o de um grupo de logística e vendas multicanal global, que ainda por cima agrega sua imagem a outras empresas dentro de seu portfólio.

Acreditamos que marcas controladas por este grupo valem mais do que em outros, trazendo um diferencial competitivo para aquisição de novas marcas, como por exemplo *indie brands*¹⁸, e dando maior confiança no valor que será extraído da marca Avon ou futuras aquisições.

¹⁵ Marketplace global, líder no mercado de luxo, com clientes em 190 países.

¹⁶ Premissa da Athena, tomando como base múltiplos de EV/GMV praticados no setor.

¹⁷ Social Selling é o uso de redes sociais e outros canais para alavancar vendas, não necessariamente pelo canal online da empresa. Uma venda feita presencialmente, mas cujo contato ou interesse do cliente se iniciou via uma rede social é considerado social selling.

¹⁸ Marcas que trazem um conceito diferenciado e são tidas como disruptoras do mercado de beleza

TENDÊNCIAS DO MUNDO PÓS COVID-19

Os exemplos anteriores trazem iniciativas de digitalização e inserção no *e-commerce*, algo que tem sido priorizado em todas as empresas. Se esse caminho já era visto como importante para a sobrevivência futura das empresas, a pandemia o tornou uma necessidade imediata. Obviamente nenhuma empresa que teve sucesso nessas iniciativas cogita abandoná-las, mesmo que retiradas as restrições que a conduziram nessa direção. **Essa dinâmica de mudança permanente tem sido frequentemente utilizada para defender previsões de que “tudo será diferente” e que devemos ver as adaptações à pandemia de Covid-19 como parte do “novo normal”, uma visão com a qual não concordamos.** Mudanças podem e devem ocorrer, mas achamos importante distinguir mudanças de rota de simplesmente ir mais rápido na mesma direção.

Aceleração x Nova direção:

Um dos efeitos mais notáveis e comentados da pandemia tem sido o aumento das vendas online, fortalecimento de mídias digitais e redes sociais, maior aceitação de certos serviços online (como educação à distância, serviços bancários) etc. Essas tendências já estavam em curso há algum tempo, elas não surgiram a partir do distanciamento social imposto pela Covid-19.

Acreditamos o confinamento forçado acelerou essas tendências, de forma que em 3-4 meses chegamos a níveis de penetração em alguns serviços que provavelmente levariam anos para serem alcançados no ritmo pré Covid-19.

Como já mencionado, pessoas que não tinham intimidade com a compra online, após romperem a resistência inicial, estarão mais propensas a fazer novas compras via aplicativos. Alunos matriculados em cursos presenciais foram praticamente “forçados” a acompanhar as aulas online durante a esse período e, superado o preconceito inicial, a disposição para prosseguir no ensino à distância aumenta muito. Esses efeitos não são anulados com uma vacina e **nós concordamos que indicam uma mudança estrutural para empresas mais ligadas a tais tendências.** O aumento do varejo online, do ensino à distância, do marketing digital e de serviços bancários digitais já era bastante evidente pré-pandemia e, inegavelmente, se tornaram ainda mais relevantes e estabelecidos como parte do nosso futuro. É bastante razoável a premissa de que essas tendências continuarão crescendo em ritmo exponencial por bastante tempo, ainda que seja difícil estimar em qual magnitude.

Porém, algumas tendências que não eram *trends* claros antes do isolamento rapidamente têm sido tratadas como verdades absolutas para o mundo “pós-Covid-19”, como parte do “novo normal”. **Nesses casos temos uma boa dose de ceticismo sobre se, de fato, estas terão a mesma aceitação quando sua adoção não for obrigatória, e ainda mais cuidado em aderir à visão de que terão um crescimento exponencial ao longo do tempo.**

Tomemos como exemplo o caso do *homeoffice*, que se tornou compulsório para diversos setores em todo o mundo durante a quarentena. É inegável que com as tecnologias atuais as companhias hoje estão muito mais preparadas para realizar várias de suas atividades de forma remota. No entanto, diferentemente das tendências que listamos acima, o *homeoffice* não era um *trend* óbvio no pré-crise. Durante os últimos anos observamos um forte desenvolvimento do *coworking*, que tinha alguns vetores de crescimento gerados por fatores opostos aos que estimulam a tendência de *homeoffice*. **Parte do público alvo das empresas de *coworking* eram trabalhadores autônomos como arquitetos, advogados ou programadores que desejavam deixar de trabalhar em casa.** Esse público via no *coworking* um espaço que lhes permitia certa tranquilidade e isolamento dos afazeres domésticos,

além da interação direta com outros profissionais. Empreendedores e *startups* também viam vantagem em contratos mais flexíveis e não ter de investir em estrutura física no início de seus negócios. Essa tendência foi revertida por completo ou os fatores que a criaram ainda permanecem? Muitas previsões trabalham apenas com cenários de transformações completas, como se fosse impossível duas tendências conviverem ou gerarem apenas ajustes em determinado mercado.

Não sabemos como o trabalho em escritórios vai se desenvolver nos próximos anos, só temos cuidado de não presumir que toda mudança que a pandemia impôs é necessariamente uma tendência inevitável ou irreversível.

Também voltamos mais uma vez à importância de se quantificar o tamanho e a velocidade das mudanças, não apenas a direção. *Home office* ser uma tendência duradoura não necessariamente leva a uma elevada vacância permanente em imóveis comerciais.

Outro exemplo de tendência que não se iniciou com a pandemia de Covid-19, mas ocorre há *décadas*¹⁹, é a competição entre *e-commerce* e shoppings, que tem sido muito prejudicial ao setor nos EUA. **Porém, no Brasil, shoppings listados tiveram crescimento de vendas e receitas expressivo enquanto simultaneamente ocorria um aumento significativo de penetração online. O que definiu a dinâmica dos shoppings no país não foi o comércio online e sim outras forças, tema abordado em nossa carta sobre o setor**²⁰. Como comentamos no início da carta, tendências podem ter efeitos diametralmente opostos em mercados diferentes. Nós acompanhamos o que acontece em outros mercados como uma referência, mas não presumimos que o comportamento se repetirá de forma idêntica no mercado brasileiro.

Concordamos que o setor é um dos que mais sofrem nesse primeiro momento de quarentena e que a recuperação inicial pós reabertura tende a ser lenta enquanto não há uma vacina e medidas de distanciamento continuem em curso. Mas uma vez a população protegida, é natural que a tendência de fortalecimento do canal de shoppings dentro do varejo brasileiro seja retomada. Nesse contexto, as empresas listadas tendem a retomar a ampliação de sua dominância, dado que continuam com os diferenciais que têm sido determinantes nesse processo: possuem os ativos mais bem localizados, em bairros de maior densidade, e funcionam como centro gravitacional da sociedade moderna com diversos serviços que não serão ameaçados pelo online (cabelereiros, centros médicos, alamedas de serviço, etc).

NÃO É SÓ O E-COMMERCE

Há um consenso, **com o qual nós concordamos**, de que *e-commerce* e tecnologia foram beneficiados pela situação de quarentena e distanciamento social, com alguns ganhos perdurando além da pandemia. A obrigatoriedade do fechamento de canais de vendas físicos e a orientação para o distanciamento social muitas vezes tornaram o

19 O Wall Street Journal já tratava do tema em 1997, com seu artigo: "Will The Internet Kill All Shopping Malls"

20 O tema é abordado detalhadamente na carta *Shoppings: hora do Retrofit*. De forma resumida os principais shoppings do Brasil são centros de destino e de interação social possuindo várias opções de serviços além do tradicional varejo de bens. E diferentemente dos EUA cuja penetração de shoppings já dava claro sinais de exaustão (10x o ABL/habitante que São Paulo, o Estado mais rico do Brasil), no Brasil a penetração era embrionária e partia de níveis muito baixos em relação ao varejo tradicional.

caminho online o único possível, tanto para consumidores quanto para empresas. Porém, assim como no setor de shoppings, existem outras forças que irão influenciar as mudanças, seja no mundo *online* ou *offline*. Acreditamos que, em consequência do foco quase exclusivo no tema de digitalização e *e-commerce*, esses outros fatores não têm recebido a importância devida. Ressaltamos alguns:

Margem e acesso a capital:

Um fator determinante será a margem de cada setor, e o diferencial de margem entre empresas do mesmo setor, dado que isso influencia diretamente o quanto o período de queda de vendas irá afetar a empresa.

Imagem 4: Efeito de uma queda de 15% nas vendas em empresas com margens diferentes²¹

	EMPRESA A	EMPRESA B		EMPRESA A	EMPRESA B	
Vendas	100	100	Vendas	85	85	
EBITDA	30	20	EBITDA	17	7	
Margem EBITDA	30%	20%	Margem EBITDA	20%	8%	
Lucro Líquido	16	9	Lucro Líquido	8	1	
Dívida Líquida	30	40	Dívida Líquida	30	40	
DL/EBITDA	1,0x	2,0x	DL/EBITDA	1.8x	5.8x	Alavancagem da empresa B se torna desconfortável

Elaborado por Athena Capital

Como as empresas da bolsa não são apenas mais eficientes que a média do país, mas também contam com maior facilidade em levantar recursos, essa diferença deve criar efeitos que perduram muito além de uma normalização do comércio. Concorrentes mais fracos tendem a sair do mercado ou ter maior dificuldade em competir, seja *online* ou *offline*. Essa dinâmica é reforçada ainda mais porque achamos que o próximo fator não tem recebido atenção proporcional a sua importância.

Market Share

O varejo permite exemplificar melhor esse tema, que em mercados pulverizados costuma ser tão ou mais importante do que o crescimento do país, do setor ou do avanço do *e-commerce*.

Empresas como Lojas Renner e Marisa, cujas *participações de mercado*²² são relativamente pequenas, 6% e 2%, respectivamente, se beneficiarão da fragilidade financeira dos competidores menos estruturados. Acreditamos que muitas empresas do segmento ainda terão que passar por um segundo desafio: substituir a coleção Inverno,

²¹ Premissa de queda de faturamento ocorrendo devido à diminuição de preços. 13% da receita líquida é tratada como despesa variável.

²² Considera Apparel & Footwear

que atualmente já se encontra dentro das lojas, pela coleção Alto Verão, que começará a ser vendida no final do ano. Dada a atual situação acreditamos que muitos não conseguirão fazer tal investimento de capital de giro, o que deverá se traduzir em oportunidade de consolidação por parte de empresas como Lojas Renner e Marisa. Nos parece que essas observações não têm estado no foco do mercado, que aparentemente considera a estratégia *online* das empresas o fator mais relevante de todos.

Mesmo supondo uma migração sem precedentes das vendas para o canal *online*, ainda assim o papel do *Market share* apenas dentro do varejo físico continuaria tendo mais relevância. **Para exemplificar, fizemos uma simulação, utilizando a Marisa, de qual teria de ser o nível de penetração *online* no Brasil para equivaler a cada 0,2% de *Market share* de um varejo físico cada vez menor.** A simulação abaixo não atribui qualquer aumento de vendas pelo canal *online* da Marisa, que estimamos ter crescido ao redor de 100% durante esse período de pandemia. Ela também não considera crescimento do mercado, apenas migração para o *online*.

*Imagem 5: Qual teria de ser a penetração *online* para ter o mesmo efeito que o ganho *share**

DADOS 2019		GANHO DE SHARE DA MARISA, APENAS NO VAREJO FÍSICO, QUE COMPENSARIA O AUMENTO DE PENETRAÇÃO DAS VENDAS ONLINE DE OUTROS PLAYERS.			
		SIMULAÇÕES	CENÁRIO 1	CENÁRIO 2	CENÁRIO 3
Penetração <i>online</i>	6.7%	Penetração <i>online</i>	13.4%	23.5%	28.1%
Market share Marisa	2.1%	Ganho de share	0.2%	0.4%	0.6%

Elaborado por Athena Capital

Uma informação relevante é que nos EUA a penetração *online* no mercado de *apparel* é na faixa dos 15%, mesmo sendo um mercado em que o tamanho de roupas é padronizado, ao contrário do Brasil, o que facilita a migração desse segmento para o *online*.

Mesmo nesses cenários extremos de mais de 20% de todas as vendas físicas migrarem para o *online*, um ganho de *share* pequeno no que resta do varejo físico ainda seria o mais relevante para a empresa. Faz sentido dar um foco tão maior ao *online* do que ao *market share*?

Portanto, mesmo acompanhando as iniciativas de digitalização da Marisa, que estimamos ser uma das varejistas com maior participação de vendas *online* em sua receita, acreditamos que o ganho de *share* no varejo físico é mais determinante para o *case*. A performance das lojas reabertas, muitas das quais em locais em que seus concorrentes permanecem fechados, tem nos dado indícios de que esse ganho de *share* já está acontecendo. Porém, como muitas lojas ainda estão fechadas, esse efeito ainda não gera um aumento total de vendas, algo que será perceptível apenas conforme a Marisa reabrir mais lojas (e muitos concorrentes, não).

SETORES NÃO SE CONVERSAM

Ao longo da carta frisamos a dificuldade de se identificar, nesse momento, quais são as mudanças estruturais que estão em curso e irão perdurar. Se temos muitas dúvidas nesse sentido, temos bastante segurança de que alguns pressupostos embutidos nos preços dos ativos não têm como estar corretos ao mesmo tempo.

Para efeito de ilustração, em maio as varejistas de vestuário que temos na carteira precificavam um cenário de fechamento de um número considerável de lojas de forma permanente, além de uma piora relevante em suas margens. Simultaneamente, o setor de shoppings precificava uma piora relevante em suas receitas de aluguel, possivelmente indicando um cenário de grande desocupação das lojas satélites, que pagam aluguéis por metro quadrado mais elevados.

Nesse caso, as grandes âncoras deveriam ganhar mercado e expandir faturamento, dado que seus concorrentes diretos estariam perdendo espaço de vendas, mas não era o que se refletia no preço das grandes varejistas de bolsa. O que estava no preço era um cenário negativo tanto para empresas de *malls* quanto para grandes varejistas, que se beneficiariam de uma diminuição na concorrência. Nos parecia inconsistente esse cenário em que ao mesmo tempo em que os Shoppings listados sofrem com a perda de aluguel decorrente do fechamento das lojas satélites, as grandes âncoras, como Renner, C&A, Riachuelo, entre outras, que operam predominantemente em Shoppings, não incorporem ganho de *share*, em meio ao enfraquecimento e até desaparecimento de muitas de suas concorrentes de menor porte.

GESTÃO E CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo de maio e junho formamos a visão expressa nesta carta, de que as distorções de valor mais significativas se encontram nas empresas que tiveram seus resultados mais afetados no curto prazo. **Boa parte dos nossos esforços tem sido na direção de identificar onde tais impactos foram mais pontuais e tendem a não afetar tanto o longo prazo da empresa quanto a precificação a mercado indica.** Sabemos que em vários casos podem levar meses ou trimestres para que isso se torne claro e seja refletido na precificação a mercado. Também estamos em um momento em que novos fatos, como o surgimento de uma vacina, por exemplo, podem mudar completamente as premissas que existem hoje. Além dos riscos diretamente derivados da pandemia, vale lembrar que o cenário político do Brasil demanda uma cautela permanente.

Diante disso, temos mantido uma carteira diversificada, com exposição a diversos ativos em que há um menor debate sobre mudanças estruturais, como *utilities* por exemplo. Mesmo atualmente vendo uma distorção maior em empresas afetadas pela pandemia, a carteira também tem representantes de setores beneficiados por ela. Ajustes entre essas posições têm ocorrido principalmente em reação aos *valuations* relativos entre tais perfis de empresas.

Também temos aumentado a frequência e proximidade com a qual acompanhamos os dados das empresas, com o intuito de reconhecer mudanças duradouras que possam afetar seus cenários competitivos e diferenciais de longo prazo. Será através desse acompanhamento que poderemos aumentar a alocação onde as nossas teses se confirmam e diminuir onde se mostram equivocadas.

Por último, achamos de extrema importância destacar, novamente, que a posição em alguns setores mais afetados por esse momento de quarentena não é reflexo de uma expectativa positiva sobre recuperação econômica.

Como tentamos demonstrar ao longo da carta, essas posições refletem nossa filosofia de comprar ativos com diferenciais duradouros, que geram valor ao longo do tempo e nos mais diversos cenários. Comprar empresas com tais diferenciais e com uma grande distorção de valor só é possível quando o foco do mercado está em vetores menos ligados às empresas ou há uma maior dificuldade em separar o conjuntural do estrutural.

Nós somos caracterizados por pesar menos cenário e eventos de curto prazo, tanto em momentos de otimismo quanto de pessimismo. Nesse momento em que o mercado tem dado uma atenção quase total ao curto prazo, essa nossa característica foi punitiva para a performance. Apesar dessa estratégia ser prejudicial em algumas janelas, é essencial para mantermos, ao longo do tempo, um perfil próprio e menos correlacionado com índices de mercado e variáveis macroeconômicas.

Se em momentos normais reconhecemos nossa incapacidade em antecipar o futuro da economia, em momentos como este de grandes incertezas, esse cuidado é redobrado. Nesse cenário repleto de previsões e “certezas” sobre o futuro e sobre qual será o “novo normal”, preferimos recorrer a um conceito antigo da filosofia do *value investing* e que para nós nunca saiu de moda: investir com margem de segurança em empresas de qualidade, desde que os diferenciais mais importantes não tenham se alterado.

“(...) a função da margem de segurança é, em essência, tornar desnecessária uma estimativa precisa do futuro.”

- Benjamin Graham²³

²³ Economista e professor norte americano, conhecido como pai do *value investing*.