

FCL *Capital*

2T 2021

200 Anos embaixo da *Buttonwood Tree*¹

“Standing here
The old men said to me
Long before these crowded streets
Here stood my dreaming tree
Below it he would sit
For hours at a time
Now progress takes away
What forever took to find”

(Trecho retirado de “The Dreaming Tree”, The Dave Matthews Band)

Em tempos imemoriais, um grupo de comerciantes costumava se encontrar às sombras de uma árvore para cotar seus preços e comprar e vender café, chá, açúcar e especiarias uns dos outros.

Apenas uma década havia se passado desde que os Estados Unidos declararam independência e, por alguma razão desconhecida, aquela árvore, na distante e irrelevante ponta sul da ilha de Manhattan, tornou-se o ponto de encontro daqueles comerciantes na caótica e brutal Nova York do século XVIII.

Se Boston e Filadélfia tinham ativistas políticos, a maioria dos holandeses e alemães que se estabeleceram em Nova York, muitos deles gangsters, estavam por outro lado interessados apenas em negócios, do tipo legal ou não.

Eventualmente, foi sob as sombras daquela árvore, onde os comerciantes de especiarias se reuniam há anos, que, em 17 de maio de 1792, o “*Buttonwood Agreement*” (ou Acordo de Buttonwood) foi assinado. O acordo estabeleceu as primeiras regras de negociação para aquele grupo e hoje é lembrado como, em essência, o documento de fundação da Bolsa de Valores de Nova York. Em outras palavras, aqueles comerciantes estavam, sem saber, dando origem ao que é hoje o coração pulsante da economia moderna, o centro do mundo financeiro global.

Antes disso, é claro, havia o caos. Muitos defaults e poucas regras, apenas alguns costumes e formalidades governavam as negociações. Na verdade, a razão por trás do acordo foi um *crash* que ocorreu devido a um trader alavancado que estava vendido no mercado e não foi capaz de honrar sua posição.

Esse *crash* fez os outros traders perceberem que alguns mecanismos regulatórios eram necessários para que o mercado funcionasse adequadamente. Portanto, se como diz Howard Marks, o mercado se move no que podemos chamar de um pêndulo entre a euforia e o desespero, pode-se dizer com confiança que esses ciclos extremos existiam antes mesmo da existência do mercado em si!

¹ As cartas da FCL são escritas originalmente em inglês. Buttonwood tree traduzido literalmente para o português seria: árvore plátano, mas ao longo desta carta iremos nos referir a ela como “a Buttonwood tree” ou simplesmente “a árvore”.

Então lá estavam aqueles comerciantes em 1792, formando seu “clube” com a suposição de que seguir regras em comum seria benéfico no longo prazo, mesmo que, no curto prazo, isso os impedisse de dar calotes nas posições em que eles haviam tido prejuízo. Para entrar nesse “clube” todos deveriam seguir o mesmo conjunto de regras e procedimentos.

Portanto, nesse conjunto de circunstâncias, em uma rua que costumava ter um mercado de escravos próximo a uma parede (*wall* em inglês) e conseqüentemente era chamada apenas de “Wall Street”, nasceu o mercado mais importante do planeta.

Mas não se engane, foi um começo bastante humilde. Se hoje em dia milhares de empresas são negociadas e bilhões de dólares mudam de mãos todos os dias na Bolsa de Nova York, em 1792 havia basicamente apenas três ativos negociáveis: uma seguradora; o Banco de Nova York (atual BNY Mellon); e títulos do Tesouro americano emitidos para financiar a dívida contraída para travar a guerra de independência contra os britânicos, conhecidos como “Hamilton Bonds”, em homenagem ao então secretário do Tesouro, Alexander Hamilton. E assim, os comerciantes se encontravam sob a sombra da árvore (ou, se estivesse chovendo, em uma cafeteria próxima) para cotar seus preços de compra e venda.

Agora, o fato mais incrível: se mudarmos o cenário e imaginarmos uma época e um mundo movido a cavalos ao invés de computadores e eletricidade, a essência do que aqueles homens faziam não mudou tanto assim. Desde o início, os investidores já estavam tentando descobrir qual é o segredo por trás da flutuação dos preços daqueles ativos, que por sua vez eram responsáveis por criar fortunas ou deixar pessoas na penúria. E então, aquele que é até hoje um dos maiores quebra cabeças da humanidade, um que tantas mentes brilhantes tentaram decifrar, foi criado: como se antecipar e prever para onde vão os preços? Ou seja, como entender, ganhar uma vantagem e, assim, bater o mercado?

Dessa forma, se inicia o mistério das finanças.

-----//-----
Incontáveis lendas, métodos e truques foram usados ao longo desses dois séculos, com inúmeros graus de sucesso. Nos anos 1930, um operador lendário chamado Jesse Livermore tornou-se famoso por sua habilidade fantástica de “ler” para onde os preços das ações, que naquela época eram mostrados em quadros negros enormes e constantemente atualizados por humanos, iam.

Por volta do mesmo período, um professor da Faculdade de Economia de Columbia chamado Benjamin Graham teve a ideia, relativamente inexplorada na época, de tratar ações como partes de uma empresa e o mercado como um parceiro hipotético que incessantemente fazia ofertas de compra ou venda por essas partes, algumas muito caras e outras muito baratas. Assim, a disciplina do *value investing* nasceu, influenciando gerações de investidores, incluindo o aluno mais famoso de Graham, Warren E. Buffet.

Mas o mistério ainda estava (e ainda está) longe de ser resolvido.

Trend following, análise técnica, análise *top-down* e muitas outras escolas de pensamento são apenas alguns dos milhares de métodos que diferentes investidores têm usado para ficar à frente da concorrência. Alguns desses métodos são extremamente complexos, como os utilizados pela misteriosa e incrível equipe de matemáticos e PhDs empregados pela Renaissance, um enigmático *hedge fund* localizado próximo a cidade de Nova York que usa modelos matemáticos ultra-sofisticados para prever automaticamente e em tempo real para onde os preços das ações estão indo. O Renaissance talvez seja o mais proeminente exemplo de um método chamado de *Quant Investing* e ele tem obtido retornos quase inacreditáveis ao longo das últimas décadas, tornando os fundadores da empresa em bilionários.

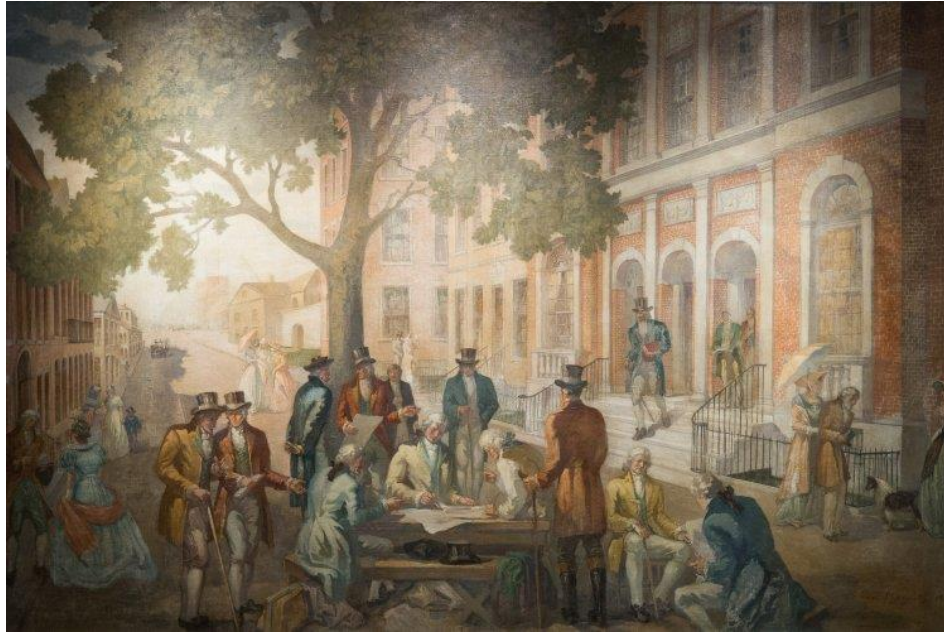
O veredicto, portanto, ainda não foi dado e certamente existe mais de um caminho para o sucesso. Mas ao mesmo tempo, se esta casa pode dizer algo com convicção nesse debate, é que nenhum caminho é fácil ou garantido. Mercados, afinal, são compostos por pessoas.

Como um professor de física certa vez observou: “se átomos tivessem sentimentos, a física seria muito mais difícil”. Afinal, se você ligar um interruptor e acender a luz, os átomos não se rebelam, eles não ficam com raiva, não se assuntam e então, eles sempre farão o previsível. Bem, mercados são feitos de pessoas e pessoas têm sentimentos.

O tema desta carta será um estudo sobre anomalias. Como mercados são mecanismos vivos e funcionais, compostos por seres humanos irracionais, eventualmente eles tendem a apresentar manias, vieses, pânico, *crashes* e euforias. Isso era verdade há dois séculos sob a *Buttonwood tree* e ainda é verdade no mundo globalizado que temos em 2021.

Alguns pensaram que, com o advento dos computadores modernos, do *machine learning* e das técnicas financeiras avançadas, o “pêndulo” do desespero à euforia a que Howard Marks se referia, seria finalmente entendido, domado e controlado, interrompendo assim suas violentas oscilações.

É incrível como essa teoria estava equivocada. Porque, certamente, o pêndulo segue seu agitado balanço.



Assinatura do “Buttonwood Agreement” em 1792²

Viés atencional é o processo de seres humanos priorizarem, conscientemente ou não, certos tipos de informações em detrimento de outros, e ao escolher o que priorizar, normalmente escolhemos evidências que se encaixam em uma narrativa na qual acreditamos em detrimento de outras que contradizem nossas crenças. Muitas coisas podem ser verdade simultaneamente nesse mundo complexo em que vivemos, mas tendemos a focar nossa atenção em dados e informações que corroboram com nossa própria visão de mundo.

Se historiadores costumam citar que pessoas que não conhecem a história estão fadadas a repeti-la, em finanças diríamos que a história pode não se repetir, mas ela certamente rima.

Para citar um exemplo, na década de 1970, os investidores já eram muito mais sofisticados e já haviam aprendido que qualidade era o fator mais importante ao escolher uma ação. O capitalismo é brutal, empresas constantemente vão a falência. Portanto, ao possuir as melhores empresas, aquelas que são à prova do tempo, aquelas com as melhores perspectivas, os investidores teriam uma vantagem sobre o mercado.

O ponto com certeza era válido, o problema é que, de certa forma, ele foi superdimensionado. A mentalidade vigente mudou drasticamente: de um total desprezo ao fato de que as ações são partes de uma empresa; ao pensamento de que “deve-se procurar as melhores empresas”; para, por fim, a ideia de que “não importa o preço, um investidor sempre deve possuir as empresas da mais alta qualidade”.

² <https://time.com/4777959/buttonwood-agreement-stock-exchange/>

A questão é que, como sabemos, uma grande empresa e um grande investimento são duas coisas diferentes. E então a chamada euforia dos “Nifty Fifty” começou.

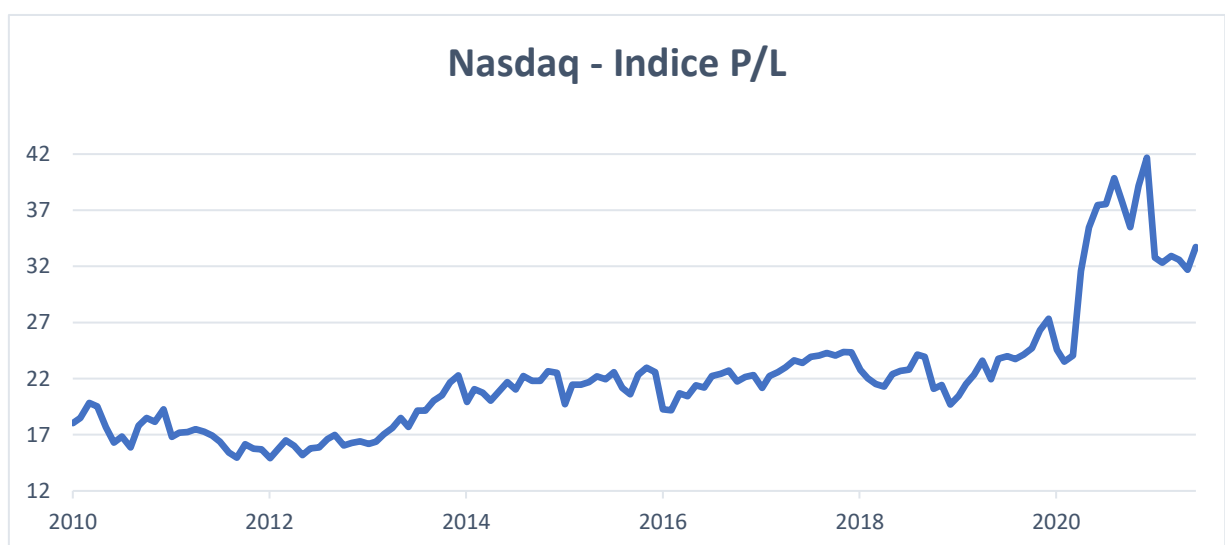
De forma bastante previsível, o resultado foi que, apesar de sua qualidade superior e maiores perspectivas de crescimento, as “Nifty Fifty”, como esse grupo de empresas de qualidade superior era chamado, sofreram uma grave *underperformance* ao longo dos anos 1980, uma vez que iniciaram a década em uma bolha com valuations estratosféricos.

Voltando a conversa aos dias de hoje, as empresas de tecnologia claramente “jogam” em uma liga própria. Sua capacidade de influenciar mentes e persuadir investidores com a promessa de mudar o mundo é inigualável. Apenas nos últimos 30 anos, a Nasdaq passou por dois períodos de extrema *overperformance*, primeiro na década de 90 com o advento da internet e depois, da segunda metade dos anos 2010 aos dias de hoje, quando entrou na moda a ideia de que as chamadas FAANGs (Facebook, Amazon, Apple, Netflix e Google) eram imbatíveis. Esse fenômeno recente se assemelha muito ao que foi observado pelos investidores das “Nifty Fifty” nos anos 1970. Em outras palavras, a história rima.

Esta casa não está argumentando que as empresas de tecnologia em geral não são uma fantástica oportunidade de investimento ou que as FAANGs não estejam no grupo das mais incríveis empresas já criadas, elas certamente estão.

Em vez disso, nosso ponto é mais sutil: a atenção dos investidores, o viés de grupo e o comportamento do mercado muda drasticamente ao longo do tempo.

Considere a indústria de tecnologia da qual estávamos nos referindo: esta casa não nega que, apesar da indiscutível qualidade de algumas das mais proeminentes empresas de tecnologia dos EUA, os múltiplos da Nasdaq atingiram níveis que julgamos extremos e que, inevitavelmente, resultarão em uma década de retornos abaixo da média para as empresas nesse índice.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Mas olhemos um pouco mais de perto. Será que todas as empresas da Nasdaq estão com preços excessivos?

Ao longo do ano passado, nosso fundo Opportunities iniciou um investimento na empresa GoDaddy, líder mundial de registros na web e hospedagem de sites, juntamente com uma série de outros serviços de apoio.

Se um pequeno negócio deseja criar um site, ter um serviço de e-mail, aumentar seu marketing online e assim por diante, a GoDaddy é um dos líderes globais nesse segmento.

Esse tema está no centro da missão de nosso fundo FCL Opportunities de identificar e promover os campeões do século XXI. Se o último ano provou algo, é que a busca por maior eficiência e conectividade virtual é um fenômeno global e irresistível.

Esta casa visualiza e sonha com milhares de vendedores de frutas na Indonésia, casas de massagem na Tailândia, lojas de cimento no Brasil, cafeicultores na África, todos eles percebendo que o futuro para seus pequenos negócios é online, montando um site, enfrentando o futuro.

Em outras palavras, os fluxos globais que impulsionam a GoDaddy para frente não são tão diferentes dos mesmos que impulsionam as FAANGs. Mas, obviamente a GoDaddy não é tão emocionante, não é tão discutida, tão amada ou odiada e nem tão presente na imaginação das pessoas.

E o resultado está no preço.

Empresa	Free Cash Flow Yield (consenso para 2022)
Amazon	2,70%
Netflix	0,50%
Alphabet	4,03%
Apple	4,08%
Facebook	4,20%
GoDaddy	6,90%

Mas se dentro do próprio setor de tecnologia há discrepâncias, o que acontece quando expandimos nossa análise globalmente, algo que esta casa, como nossos leitores de longa data sabem, gosta de fazer?

Enquanto uma das duas principais tendências globais é o desenvolvimento implacável da tecnologia em nossas vidas, a outra é a ascensão da China. O mundo sequer começou a compreender as implicações da inserção de mais dois Estados Unidos na economia global, e isso é, afinal, o que o crescimento da economia chinesa agregará ao PIB global nos próximos 30 anos.

As consequências nos parecem óbvias: surgirá uma nova geração de empresas chinesas e *business models* ainda impensados, suportados por um nível de consumo sem precedentes na história da humanidade.

Você deve estar ciente, caro leitor, do que ocorreu com Jack Ma nos últimos seis meses: por razões desconhecidas, o Partido Comunista Chinês decidiu que ele estava brilhando demais e embarcou em uma cruzada regulatória primeiro contra o Alibaba, mas depois, gradualmente, contra inúmeras outras empresas de tecnologia e serviços chinesas. Em outras palavras, o Partido Comunista Chinês, sempre um maníaco por controle, percebeu que a coleira estava frouxa demais e decidiu apertá-la um pouco contra seus próprios empreendedores.

Exceto por algumas empresas e circunstâncias específicas, o quadro geral não deve mudar drasticamente. O governo chinês não é louco e não adotaria uma linha de ação que assustaria completamente os investidores chineses e globais. Jack Ma pode estar fora dos holofotes e um tanto quanto escondido, não sendo mais visto com frequência em público, mas ele ainda voa em seu jato particular e possui um patrimônio de cerca de US\$ 70 bilhões. As empresas chinesas vão dominar os principais setores globais e sua contagem de unicórnios³ deve ultrapassar os níveis dos EUA ainda nesta década.

Portanto, como suas empresas crescerão mais rápido e estão mais bem posicionadas, pode-se esperar que as empresas de tecnologia chinesas desfrutem de múltiplos ainda mais elevados do que seus pares americanos, certo? Errado.

Crenças e alegorias mudam com o tempo e o atual viés de atenção do mercado consiste em simplesmente acreditar na invencibilidade das empresas de tecnologia americanas e nada mais.

Empresa	Índice P/L	Free Cash Flow Yield (consenso para 2022)
Vipshop	9,4	12,90%
Joyy	30	9,60%*
Alibaba	17,2	4,20%

*Ajustado para caixa líquido

Vipshop é uma das posições mais importantes de nosso fundo e desde março o preço de suas ações sofreu uma queda significativa. Primeiro, um importante investidor em Nova York implodiu por motivos completamente alheios à empresa, forçando uma venda forçada de sua posição. Em seguida, devido ao péssimo momentum de seus papéis, alguns *hedge funds* focados em *market timing* venderam a descoberto suas ações, mas não por questões de fundamento e sim para usá-las como financiamento para comprar uma outra ação que recentemente veio a mercado.

³ Startups de tecnologia que possuem um valor superior a US\$1 bilhão.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Nos últimos três meses, as ações do Vipshop caíram 32,75%, enquanto o consenso do mercado para a estimativa do fluxo de caixa livre da empresa não se alterou em um centavo sequer. Ou seja, o *free cash flow yield*, que era de 9,4% no último trimestre, passou para 12,9%, o que esta casa julga ser níveis insanos para uma empresa de tecnologia tão promissora.

Tudo isso no mesmo setor dos super valuations das FAANGs.

Então, para concluir, alertamos nossos leitores que o momento, intensidade e duração de crashes, manias, depressões e euforias é sempre incerto. Os ciclos vêm e vão e, não se engane, a atenção eventualmente se deslocará dos FAANGs para algum outro lugar e outro lugar depois dele, incontáveis vezes, neste loop sem fim que são as finanças globais, que foram iniciadas por aqueles mercantes de chá, sob as sombras da Buttonwood tree.

-----//-----

Tese: Ambipar

Ao longo desses últimos quatro anos e meio, desde que lançamos nosso fundo Opportunities para explorar as tendências que acreditamos que irão moldar o futuro, esta casa tem mencionado repetidamente que, até o momento, identificamos dois eventos em andamento que julgamos ser oportunidades incríveis e únicas.

O primeiro é quase consensual: tecnologia. Desde a revolução industrial ela tem auxiliado no desenvolvimento da humanidade de forma colossal. Nós vivemos mais, conquistamos o globo, transformamos o planeta em uma aldeia global e, com o advento da internet, da biotecnologia, do desenvolvimento das criptomoedas, da inteligência artificial e muito mais, pode-se dizer que estamos apenas no começo.

A segunda grande tendência na qual investimos é talvez mais controversa. Apesar do fato da tecnologia tornar fronteiras físicas um tanto quanto irrelevantes, acreditamos que o futuro será moldado pela região onde mais da metade da humanidade vive, a Ásia.

Mais especificamente, por um país que durante séculos foi o centro global da cultura, comércio e negócios e que agora está finalmente recuperando seu antigo poder e prestígio: a China. Ela será o país mais importante para negócios globais nas próximas décadas, responsável não apenas pela maior parte do crescimento de consumo da classe média do planeta, mas também por ser o celeiro de muitas novas ideias, modelos de negócios e oportunidades de investimento.

A tese que discutiremos nesta carta é a primeira no que esta casa pensa que pode ser uma terceira grande tendência global no século.

Como vimos, viveremos em um mundo tecnológico, em constante mudança e moldado pelo consumo e ideias asiáticas, mas e se a humanidade também decidisse embarcar em uma jornada que, pelos próximos 50 anos, redesenharia completamente a questão ambiental do planeta? Nossa matriz energética, nosso consumo dos nutrientes do planeta, a maneira que lidamos com riscos ambientais e, finalmente, a maneira em que descartamos nossa produção?

E se essa jornada aumentar o nível de consciência das empresas quando estiverem contemplando os riscos e custos ambientais de suas operações? Estamos preparados para redesenhar e reiniciar nossas empresas de energia, o maior e mais básico setor da economia global? E se gerações mais jovens decidirem de fato colocar a questão ambiental no centro do debate global e, com isso, as empresas não puderem mais ignorar como tratam a questão? Seria essa uma terceira revolução que estamos testemunhando diante de nossos olhos?

Certamente isso não será uma tarefa fácil ou trivial: a indústria de petróleo sozinha, que é responsável por uma parte pequena da matriz energética mundial e uma pequena fatia das emissões globais de CO₂, tem uma receita anual de quase US\$4 trilhões. Mas se de fato embarcarmos nessa jornada, o resultado será nada menos do que um rearranjo completo de vencedores e perdedores nos setores globais de commodities, indústrias, serviços, utilities e muitos outros.

Ao incluirmos setores notoriamente danosos ao meio ambiente que teriam que se reinventar por completo, como a indústria de mineração, adicionando ainda as mudanças logísticas necessárias e as soluções que terão que ser desenvolvidas, o tamanho do desafio que enfrentamos se torna ainda mais impressionante. No entanto, caso sejamos bem-sucedidos nessa tarefa, o mundo que teremos será um lugar muito diferente em diversos aspectos fundamentais.

Como recentemente disse um economista: “não seria nenhum exagero que, daqui a 2.000 anos, os futuros arqueólogos chamem os humanos que vivem no planeta hoje de “homo hidrocarboneto” (da mesma forma que chamamos os primeiros humanos a andarem em pé de homo erectus, por exemplo) já que nossos veículos, construções, materiais e praticamente tudo que compõe nossa sociedade é baseado na atual matriz energética poluidora.”

No entanto, vale ter em mente que da atual forma como produzimos energia, as commodities e insumos para nossas operações até o modo com que as descartamos são procedimentos que tem sido desenvolvidos ao longo de séculos e, portanto, não desaparecerão em um piscar de olhos.

Mas, ainda assim, poderia essa transição para um mundo mais sustentável ser uma terceira revolução deste século? Será esse nosso homem na lua, nosso legado para gerações futuras? Só o tempo dirá.

-----//-----

A Ambipar realizou seu IPO na B3 em 13 de julho de 2020, mas ainda é uma empresa relativamente pequena e desconhecida.

Ela foi fundada em 1995 e consiste em duas divisões principais:

- 1) Environment: responsável por atender empresas que precisam de um parceiro para ajudá-las a gerenciar o descarte de seus produtos industriais de forma sustentável e eficiente.
- 2) Response: segmento de atendimento emergencial a clientes envolvendo acidentes com produtos químicos e poluentes, além de combate a incêndios.

Em outras palavras, a Ambipar é uma solução para clientes institucionais em seu processo de descarte de resíduos e emergências ambientais.

Brevemente após seu IPO, esta casa passou a se dedicar a reunir evidências e informações sobre essa empresa peculiar, ainda incompreendida e promissora.

Primeiro, as 152 páginas do prospecto de sua oferta foram dissecadas e, em seguida, demos início ao trabalho de entender a indústria, seus clientes (que interessantemente incluem alguns nomes bem conhecidos do mercado brasileiro, inclusive empresas nas quais esta casa já investiu anteriormente sem saber que eles eram clientes da Ambipar),

seus competidores e, sobretudo, as perspectivas para esse fascinante e promissor setor, o que nos trouxe alguns insights sobre o que o futuro reserva para a Ambipar.



Veículo da frota da Ambipar.

Sua oferta primária levantou cerca de R\$1 bilhão e o que aconteceu em seguida surpreendeu não apenas a nós, mas provavelmente quase todo o mercado, com exceção da própria gestão da empresa.

Além de utilizar com muita rapidez todos os recursos levantados no IPO, a Ambipar se transformou em uma incrível máquina de aquisições, tornando a empresa mais robusta e muito mais globalizada. E, mesmo após esse incrível começo, ainda não há sinais de que essa transformação esteja desacelerando ou de que a gestão esteja ficando menos ambiciosa.

Aquisições da Ambipar nos últimos 12 meses:



Sistema de monitoramento jurídico, de risco e compliance, com foco em sustentabilidade e rastreabilidade – Belo Horizonte, Brasil



Resposta a emergências envolvendo produtos químicos e serviços de suporte contínuo às operações – Alabama, EUA



Especializado em atendimento emergencial – Tampa, EUA



Sistema de monitoramento jurídico, de risco e compliance, com foco em sustentabilidade e rastreabilidade – Belo Horizonte, Brasil



Especializado em atendimento emergencial – Denver, USA



Fornecer serviços completos voltados para o desenvolvimento e implementação de tecnologia nos processos dos clientes – Recife, Brasil



Atendimento emergencial e serviços industriais – Wrexham, Reino Unido



Atendimento emergencial e limpeza industrial – Alberta, Canadá



Coleta e transporte de materiais tóxicos – Rondonópolis, Brasil



Soluções integradas para gestão ambiental no Chile, Peru e Paraguai – Santiago, Chile



Especializada em atendimento emergencial – Santiago, Chile



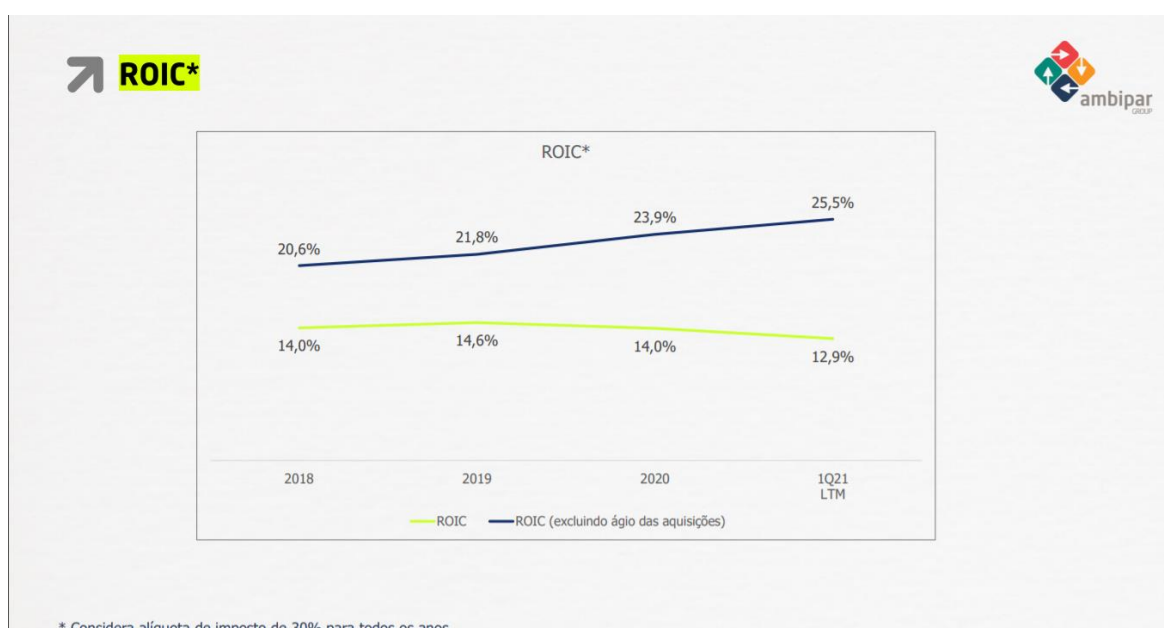
Gestão, manuseio e tratamento de resíduos com foco no setor de mineração – São Paulo, Brasil



Foco em emergências ambientais e remediação do solo – NY, EUA

Esta casa sempre foi cética com relação a empresas que crescem por meio de aquisições, muitas vezes formando uma entidade com partes desarticuladas e sem foco. Tendo testemunhado alguns desastres após uma onda de IPOs fracassados na bolsa brasileira já em 2007, com certas empresas oportunisticamente levantando dinheiro no mercado sem planos ou necessidades claras, nosso *modus operandi* passou a ser o de não pagar adiantado por projetos e promessas, especialmente aquelas que envolvem consolidação via aquisições.

Bem, o IPO tem apenas um ano, mas, até o momento, a máquina de aquisições que a Ambipar se tornou é notável para uma recém-chegada ao mercado. Os alvos de aquisição evidenciam um claro foco e disciplina da gestão. Ainda mais surpreendente é o fato de que o ROIC da empresa vem crescendo mesmo com tantas novas peças a serem integradas. O que isso prova, na opinião desta casa, são as notáveis oportunidades existentes no setor da Ambipar.



Apresentação de Resultados da Ambipar – 1T 2021

Curiosamente, diferente de algumas empresas de tecnologia, as ações da Ambipar estão sendo negociadas a múltiplos que julgamos ser bastante conservadores para uma empresa com uma avenida de crescimento tão promissora pela frente.

Uma pergunta válida que nossos investidores podem fazer: Como é possível existir essa oportunidade? Se a empresa é tão promissora assim, por que o preço dela ainda não está nas alturas?

Bem, existem algumas razões para isso. Em primeiro lugar, sua oferta primária foi pouco acompanhada pelo mercado e relativamente pequena (menos de US\$200 milhões) para uma empresa que ainda tem um valor de mercado inferior a US\$1 bilhão.

Em segundo lugar, naquele trimestre diversas outras empresas mais conhecidas também realizaram seus IPOs e a pandemia da Covid ainda estava devastando o planeta. Seu coordenador líder, ao analisarmos as últimas ofertas coordenadas por eles, geralmente não é aquele com os IPOs mais demandados e cujas ofertas resultam nos múltiplos mais esticados do mercado. É importante frisar que isso não é necessariamente ruim. Existem evidências acadêmicas que apontam que os empresários brasileiros, quando comparados com seus pares europeus e americanos, costumam deixar “menos na mesa” ao acessarem o mercado pela primeira vez. Esse “curtoprazismo” pode até parecer vantajoso no começo, uma vez que os fundadores e a gestão da empresa recebem um preço mais alto por suas ações. No entanto, começar devagar e assim ir criando um canal de comunicação efetiva com o mercado, um “karma positivo”, “deixando algo na mesa”, não é algo que deve ser menosprezado e, na verdade, muitas empresas de sucesso acabam optando por esse caminho.

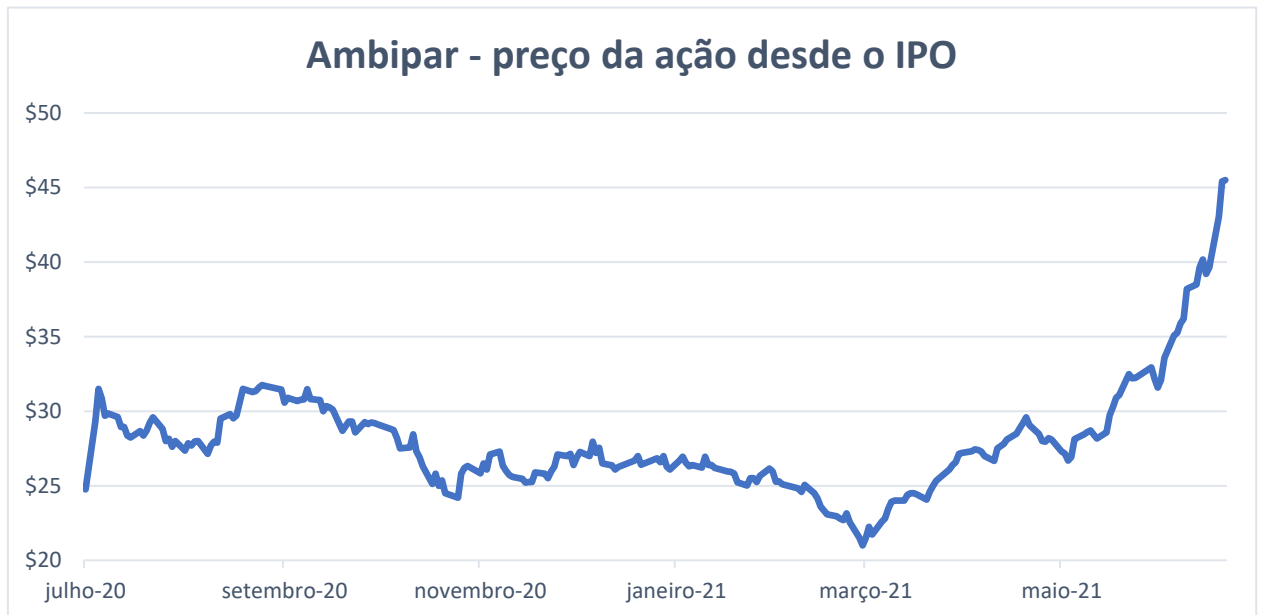
Por fim, devido ao seu tamanho e às características de seu IPO, a Ambipar não optou por listar suas ações na Bolsa de Nova York ou mesmo realizar uma listagem dupla (São Paulo – Nova York), como fazem muitas empresas brasileiras. Inclusive, cada vez mais, algumas badaladas empresas brasileiras (XP, Stone, Patria, Vinci) sequer se dão ao trabalho de listar suas ações no mercado brasileiro, preferindo, por motivos óbvios, se listar onde a maior parte da liquidez global se encontra.

Como consequência dessa soma de ingredientes, a Ambipar parece ser uma empresa pouco acompanhada sob qualquer aspecto: uma oferta pequena, uma cobertura baixa e pouco atenta da maior parte do *sell-side*, uma empresa incompreendida e com falta de comparáveis nas bolsas globais. Ou seja, o tipo de empresa na qual esta casa é especialista.

Portanto, como tentar fazer alguns palpites e suposições para se chegar em um valuation? Devido à falta de comparáveis óbvios, adicionamos, apenas a título de comparação, duas outras jovens e promissoras empresas brasileiras que recentemente abriram seu capital: a plataforma de serviços GetNinjas e o site de e-commerce enjoei.com.br.

Empresa	consenso de 2022		
	Preço/Vendas	P/L	Free Cash Flow Yield
GetNinjas	6,35x	Negativo	Negativo
Enjoei	7,15x	Negativo	Negativo
Ambipar	3,94x	28,9	12,80%

E um ponto ainda mais relevante: a Ambipar é um ativo único. Sua gestão tem constantemente afirmado, primeira para ouvidos incrédulos, mas agora gradualmente com mais atenção do mercado, que nenhuma outra empresa no mundo pode se igualar à sua escala, prontidão de resposta e capacidade de atender as necessidades de seus clientes na gestão de resíduos. Os fatos parecem justificar essa afirmação, uma vez que a empresa segue adentrando novos mercados e adquirindo mais concorrentes.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Claro que existem riscos, como sempre. É uma indústria sensível e cheia de diferentes regulamentações, complexidades e possíveis *liabilities*. Ainda por cima, o fato da Ambipar estar se tornando uma multinacional, certamente não irá simplificar esses problemas. Os desafios para sua gestão, que também terá que aprender como navegar pelos humores do mercado pela primeira vez, serão imensos.

Mas, no geral, esta casa julga que as possibilidades do setor, o histórico e o talento de sua gestão e a posição e reputação da empresa na indústria são mais do que convincentes. Acreditamos que ela está apenas nos primeiros passos de uma possível consolidação nesse setor globalmente fragmentado. Ou seja, a Ambipar pode se tornar uma campeã e consolidadora nas próximas décadas. Uma empresa no lugar certo na hora certa, surfando e liderando uma grande transição global. Um negócio que o mundo precisa.

Então, para onde essa jornada pode nos levar? É ainda muito cedo para afirmar já que se trata de uma empresa ainda muito jovem. Mas, a julgar pelo seu histórico recente de aquisições e investimentos, nosso melhor palpite é que sua oferta primária será seguida por mais atividade no mercado relativamente em breve.

Pensamos ser perfeitamente plausível, num futuro próximo, visualizar a Ambipar como uma empresa de capital disperso, liderando a consolidação global neste setor em rápida expansão no qual até recentemente poucos se importavam ou sequer sabiam que existia.

No longo prazo, esta casa prevê uma empresa multinacional que será indispensável para as operações de seus clientes, sejam elas mineradoras, operadoras de saúde ou quaisquer outros setores. Uma empresa que atua em diversas jurisdições com o mesmo nível de qualidade e previsibilidade que desfruta hoje no Brasil.

Estamos apenas em nossos primeiros passos com nosso investimento em Ambipar. Ao longo desse segundo trimestre, nossos dois fundos iniciaram posições na empresa pela primeira vez. Esperamos passar mais tempo diante dos números e projeções da empresa e, acima de tudo, interagir com a gestão da companhia.

Da mesma forma, esta casa acredita que a Ambipar também esteja apenas no início de sua caminhada para descobrir que tipo de empresa ela será, até onde pode ir e onde sua visão e missão poderá nos levar.

Performance

FCL Opportunities	
Year to Date, 2021, BRL	8,45%
Year to Date, 2021, USD	13,34%
MSCI All Country Index, YTD, 2021, USD	12,33%
Desde o início (30/01/2017), BRL	196,32%
Desde o início (30/01/2017), USD	85,84%
Retorno anual médio, desde o início, BRL	27,67%
Retorno anual médio, desde o início, USD	15,00%

FCL Hedge	
Year to Date, 2021, BRL	2,01%
Year to Date, 2021, em % do CDI	157,52%
Desde o início (01/02/2017), BRL	42,09%
Desde o início (01/02/2017), em % do CDI	152,23%

No primeiro semestre de 2021, nosso fundo FCL Opportunities teve uma valorização de +8,45% em reais e +13,34% em dólares, levando seu retorno anual médio desde sua abertura, em 30 de janeiro de 2021, para +27,67% em reais e 15,00% em dólares.

O desempenho positivo veio principalmente de nossas posições nos mercados brasileiros e europeus, enquanto nossas posições relacionadas à China prejudicaram a rentabilidade do semestre.

Frequentemente investidores nos perguntam sobre a taxa de câmbio BRL x USD e se um potencial período de valorização da moeda brasileira seria um ponto de entrada ruim em nosso fundo.

Em primeiro lugar, nosso fundo é um veículo de investimentos de longo prazo baseado em teses específicas e, portanto, flutuações cambiais diárias ou trimestrais tem um efeito insignificante em nossos retornos compostos de longo prazo. Em outras palavras, o sucesso de longo prazo desta casa dependerá de nossa capacidade de encontrar ideias únicas e não convencionais nos mercados globais, e não das taxas de câmbio em que esses mercados operam.

Dito isso, gostaríamos de propor o seguinte exercício: uma comparação entre nossa performance nos segundos semestres de 2020 e 2021.

No segundo trimestre de 2020, devido a pandemia do Covid-19, tivemos uma forte desvalorização do real frente ao dólar. Conforme a moeda brasileira se aproximava de R\$6/US\$, o fundo se beneficiou de suas posições globais e entregou uma performance de 22% em dólares, mas ainda maior em reais, quase 29%.

Já no segundo trimestre de 2021, quando a moeda brasileira se valorizou para abaixo do nível de R\$5/US\$, nosso fundo teve uma queda de -4,95% em reais no trimestre, impactado principalmente por nossas posições chinesas, sobretudo Vipshop (mais sobre isso a diante), mas mesmo assim subiu quase 8% em dólares.

Ou seja, ao menos nos últimos dois anos, fomos capazes de capturar o *upside* quando o real se desvalorizou e proteger o *downside* quando ele se valorizou.

E é exatamente assim que deveria ser, já que sempre afirmamos que nossa métrica interna de avaliação mais importante é o retorno anual composto de longo prazo em dólares.

Ao final do semestre, as Top 5 posições do FCL Opportunities eram:

Posição	País	% PL do Fundo
Entain	Reino Unido	12,40%
Capri Holdings	EUA	9,99%
Yduqs	Brasil	9,56%
Vipshop	China	9,00%
BRF	Brasil	7,48%

Composição do portfólio do FCL Opportunities em 30 de junho de 2021:

Exposição Setorial	
Consumo cíclico	40,75%
Tecnologia	20,53%
Consumo não-cíclico	10,33%
Educação	9,99%
Saúde	6,78%
Materiais Básicos	6,65%
Cripto	1,12%
Serviços Industriais	1,00%

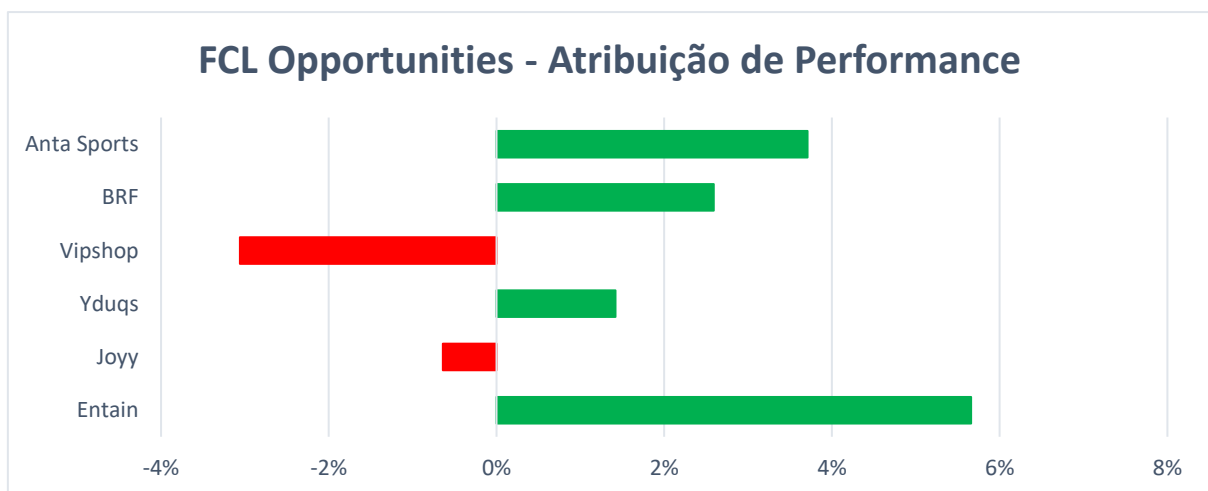
Distribuição Geográfica	
Brasil	31,46%
China	29,45%
Europa	18,96%
EUA	16,15%
Global	1,12%

Quanto ao FCL Hedge, sua performance foi +2,01% no semestre ou 157,52% do CDI. A composição de seu portfólio em 30 de junho de 2021 foi:

FCL Hedge	
Ações e ETFs	67,32%
Caixa e Renda Fixa	21,67%
Outras Posições	11,01%

O desempenho do FCL Opportunities no semestre veio basicamente de três de nossas principais posições: a holding de sites de apostas britânica Entain; a empresa do ramo alimentício brasileira BRF; e a fabricante de material esportivo chinesa Anta.

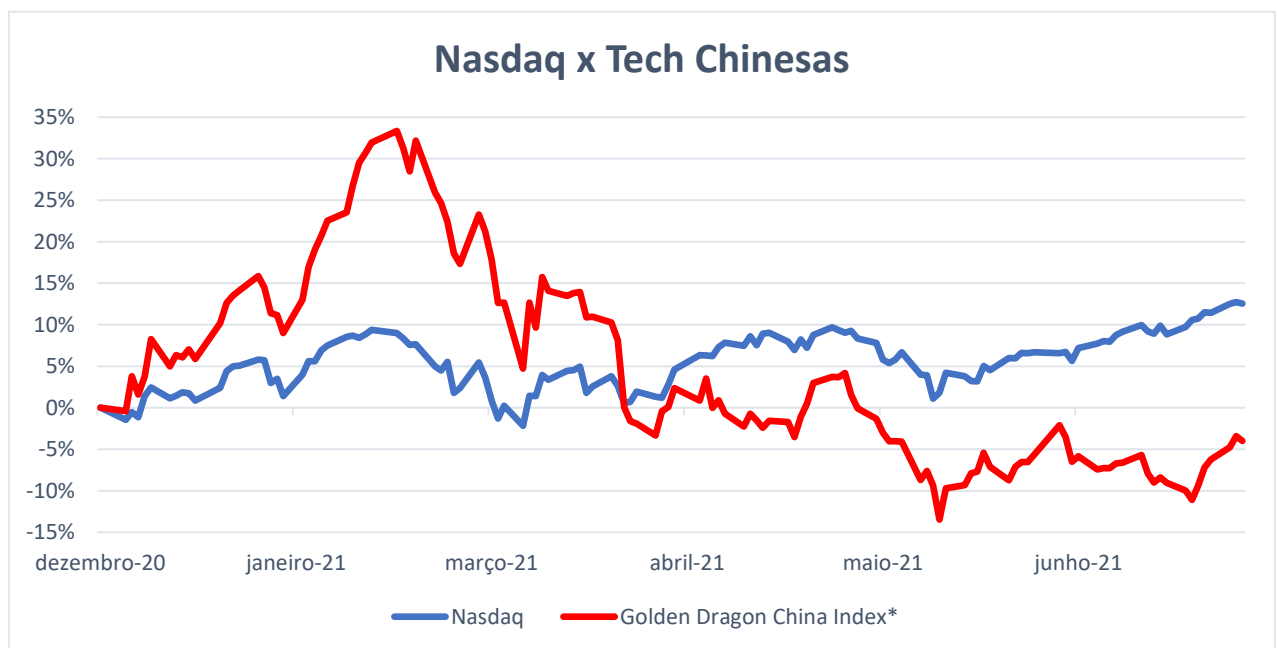
O principal vento contra nesse período veio de nossos investimentos em empresas de tecnologia chinesas, especialmente Vipshop.



Mas ao que se deve a underperformance das techs chinesas?

Muito já foi escrito, inclusive por esta casa, sobre os valuations excessivos de empresas de tecnologia, mas esse é um fenômeno quase que exclusivo dos Estados Unidos. As techs chinesas nunca apresentaram múltiplos tão eufóricos quanto os dados a seus pares americanos.

Mesmo levando isso em consideração, a partir do final de fevereiro, as empresas de tecnologia chinesas listadas em Nova York começaram a apresentar uma dramática underperformance.



*Índice que inclui algumas das maiores empresas chinesas listadas nos EUA

Fonte: Bloomberg, FCL Capital

Curiosamente, este fenômeno é bastante específico: os mercados chineses em geral não estão passando por nenhum tipo de fuga de investidores e nem mesmo outras empresas chinesas de tecnologia listadas em Shenzhen ou Hong Kong estão sofrendo quedas significativas.

Inclusive, os nomes chineses com dupla listagem foram os que melhores se protegeram da volatilidade.

Portanto, o que está realmente acontecendo?

Em primeiro lugar, o Partido Comunista Chinês (PCC), sempre maníaco por controle, começou a se preocupar com os bilionários chineses do setor de tecnologia. O partido se sente inclinado a subordinar qualquer um dentro de seu país que não apenas desafie seu poder absoluto, mas também pessoas ou organizações consideradas muito poderosas e influentes. Já que a China é possivelmente a economia mais inovadora do mundo e atualmente passa por um boom na criação de riqueza (a ponto de que Pequim agora tem mais bilionários do que Nova York), isso significa que o PCC começou a se preocupar

com a existência de um grupo de bilionários que se tornou independente e extremamente influente na sociedade.

O gatilho para esta nova fase do PCC mais hostil a negócios veio após um discurso em Xangai do mais famoso empresário chinês, Jack Ma. Em seu agora fatídico discurso, Ma criticou os reguladores financeiros da China por defenderem um status quo liderado por grandes bancos estatais com “uma mentalidade de usura” que estavam inibindo o crescimento de fintechs mais inovadoras, como a Ant, parcialmente controlada pelo Alibaba de Jack Ma.

O resultado foi a repentina interrupção do que seria o maior IPO da história. Dias antes de sua oferta primária, a Ant Financial foi obrigada a fazer uma reconfiguração completa de seus negócios para se encaixar nas novas regulamentações impostas sobre fintechs em geral.

Isso foi seguido por novas regulamentações severas para empresas de educação e apoio escolar. Agora, a atenção do partido se voltou a empresas chinesas que listam suas ações em mercados estrangeiros, como Nova York, usando uma estrutura chamada VIE (variable interest entity). Essa estrutura permite que as empresas chinesas contornem a proibição de participação de capital estrangeiro nas empresas de tecnologia.

O IPO mais aguardado de uma empresa chinesa em Nova York esse ano, a oferta primária da Didi, “o Uber da China”, foi uma tragédia. Dias depois de levantar US\$ 4,4 bilhões, os reguladores chineses ordenaram que a Didi retirasse seu aplicativo das lojas de smartphones enquanto eles verificavam diversas preocupações quanto ao manuseio de dados de centenas de milhões de usuários chineses, uma vez que a empresa é parcialmente controlada por acionistas estrangeiros.

Então, o que esta casa pensa sobre a situação atual?

Bem, certamente alguma turbulência se justifica. O ambiente regulatório da China está ficando mais difícil de navegar e, no futuro, é possível que haja até mesmo um desconto para empresas chinesas que listam em bolsas estrangeiras. O pior cenário seria o PCC simplesmente declarar a estrutura do VIE nula e, com isso, basicamente zerar o valor das ações da maioria das empresas chinesas que negociam no exterior.

Achamos altamente improvável que esse cenário de pesadelo aconteça. A estrutura de VIE já existe há mais de duas décadas e foi tolerada pelo partido durante todo esse tempo. Além disso, da Alibaba, a Tencent, a Vipshop, a centenas de outros nomes proeminentes da economia chinesa, quase todas são listadas no exterior usando essa estrutura. Simplesmente declará-la nula seria um duro golpe para a credibilidade de longo prazo da China, um evento cataclísmico para os mercados globais e uma sinalização do possível fim da era de “reforma e abertura” que tem pautado a economia chinesa desde as reformas de Deng Xiaoping. O país certamente não teve a ascensão que teve nos últimos quarenta anos por falta de pragmatismo, a China não teria nada a ganhar tomando uma medida tão drástica como essa.

Um cenário mais provável seria um conjunto de novos controles e regras para empresas que queiram utilizar a estrutura do VIE a partir de agora. Órgãos reguladores realizariam

uma análise de caso a caso antes de futuras ofertas de ações em Nova York ou Hong Kong.

Tal cenário não seria totalmente negativo: ele significaria a explícita aceitação do VIE pelo PCC e, acreditamos, um motivo para a diminuição do desconto para empresas chinesas listadas nos EUA, mesmo que novas emissões se tornem mais difíceis a partir de agora.

Então, é realmente verdadeira a tese de que “o vencedor leva tudo”?

Os principais motivos pelos quais nosso fundo não teve um bom segundo trimestre foram, portanto, nossas posições chinesas na bolsa de Nova York e, mais especificamente, uma das principais posições do fundo, Vipshop.

Em nossa carta anterior, discutimos o colapso da Archegos Capital, que foi uma das razões por trás do fraco desempenho da ação da Vipshop nesse ano.

A underperformance generalizada das techs chinesas discutida anteriormente foi certamente um fator adicional.

Mas um terceiro e último fator merece, na opinião desta casa, uma análise mais aprofundada.

Ao longo da última década, a ideia de que “o vencedor leva tudo” entrou na moda na maioria das indústrias, mas especialmente em tecnologia. Passou-se a acreditar que nesse setor tão dinâmico, quase todo o valor a ser capturado e lucros a serem obtidos fluiriam apenas para os líderes.

Essa ideia foi certamente fortalecida após o sucesso das principais plataformas de tecnologia dos EUA, como Google (pesquisa), Facebook (rede social), Amazon (varejo), Netflix (entretenimento) e assim por diante.

Em outras palavras, “seja o líder ou morra” virou um consenso.

Mas essa noção está correta?

Bem, em primeiro lugar, analisar e prever para onde o “rio de valor” de diferentes indústrias fluirá é certamente uma das tarefas mais fascinantes de um analista financeiro. Certamente pensamos que há alguma verdade nesse consenso, como evidenciado pelo sucesso astronômico de alguns líderes, sobretudo as techs americanas mencionadas acima. Elas capturaram a maior parte dos (muitos) dólares advindos do avanço tecnológico dos últimos dez anos.

Dito isso, achamos que essa ideia está começando a ficar superestimada.

Vejamos a Vipshop como exemplo, ela é o terceiro maior portal de vendas online da China, mas por uma grande margem de diferença com relação aos dois primeiros.

Portanto, Vipshop não só tem um “desconto-China”, justo ou não, como também é negociada a um valuation muito inferior ao de seus pares apesar de ela ter prosperado nos últimos cinco anos. Ou seja, o fato de ser um concorrente menor não a impediu de crescer e se desenvolver.

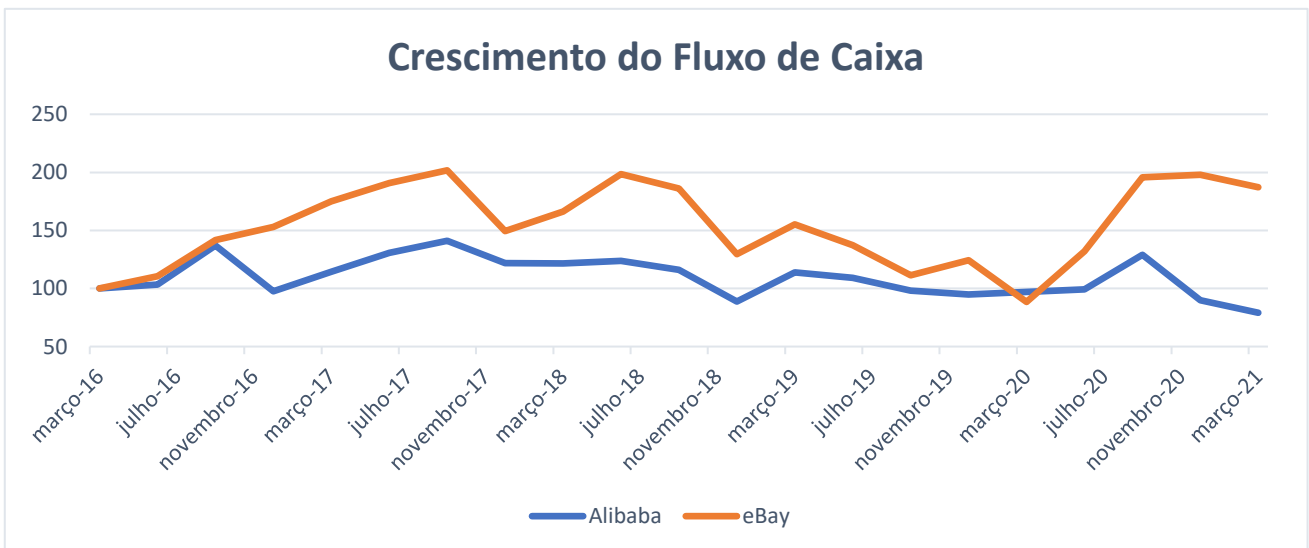
Mas ao ler os relatórios de *sell-side*, há muita apreensão. Muitos analistas duvidam que a empresa conseguirá sobreviver, acham que ela será substituída, apesar de uma evidência que esta casa julga ser óbvia: a empresa quase triplicou suas vendas nos últimos cinco anos.

Empresa	Crescimento anual de vendas, últimos 5 anos	Crescimento anual do EBITDA, últimos 5 anos
Alibaba	47,97%	18,80%
JD.com	32,70%	25,10%
Vipshop	20,44%	23,60%

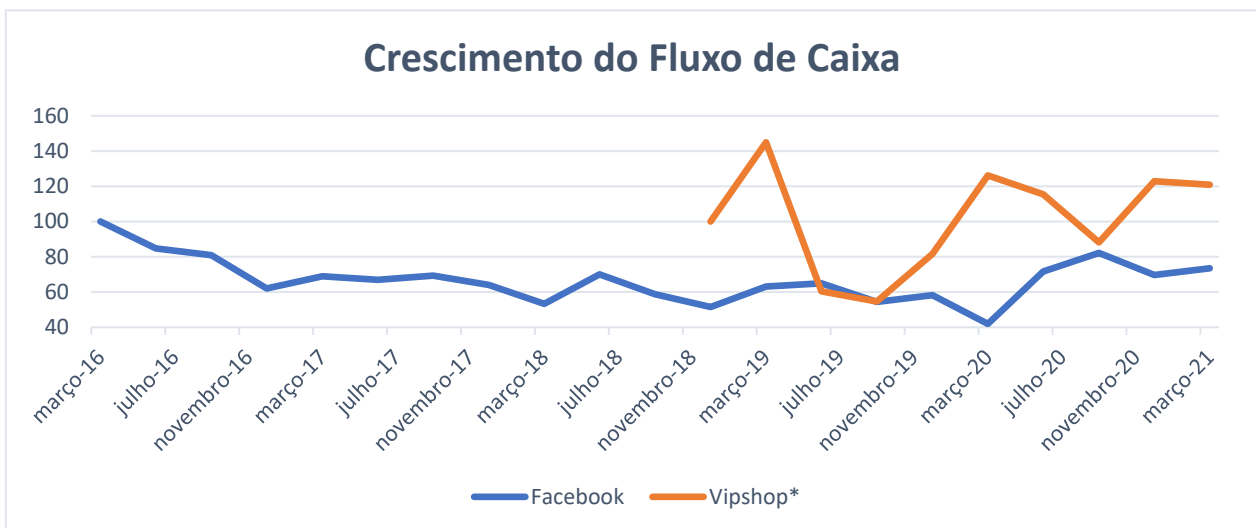
E esse é apenas um exemplo extremo da mentalidade de “líder ou nada”.

Em um estudo inicial, pegamos três indiscutíveis líderes globais: Alibaba, Facebook e Google; e três “competidores de segundo escalão”: eBay, Vipshop e GoDaddy. O resultado: sem negar a grandeza dos líderes, mas, apesar de seu menor tamanho, seus concorrentes foram capazes de aumentar suas vendas, lucros e valorizarem o preço de suas ações, mesmo com toda apreensão que seus múltiplos evidenciavam.

Alibaba x eBay

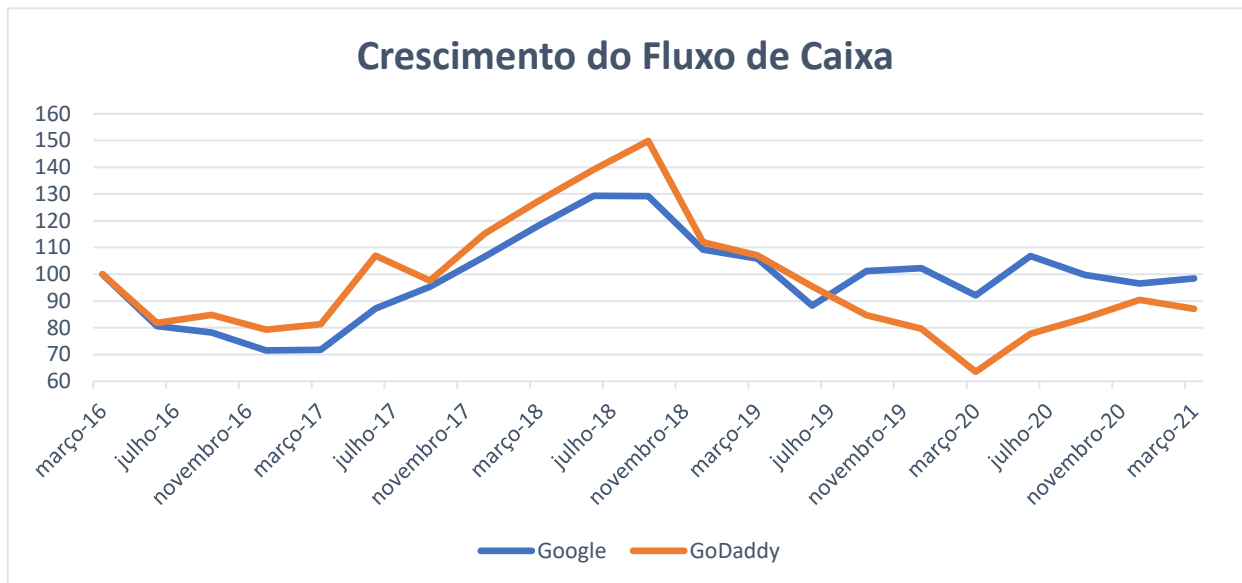
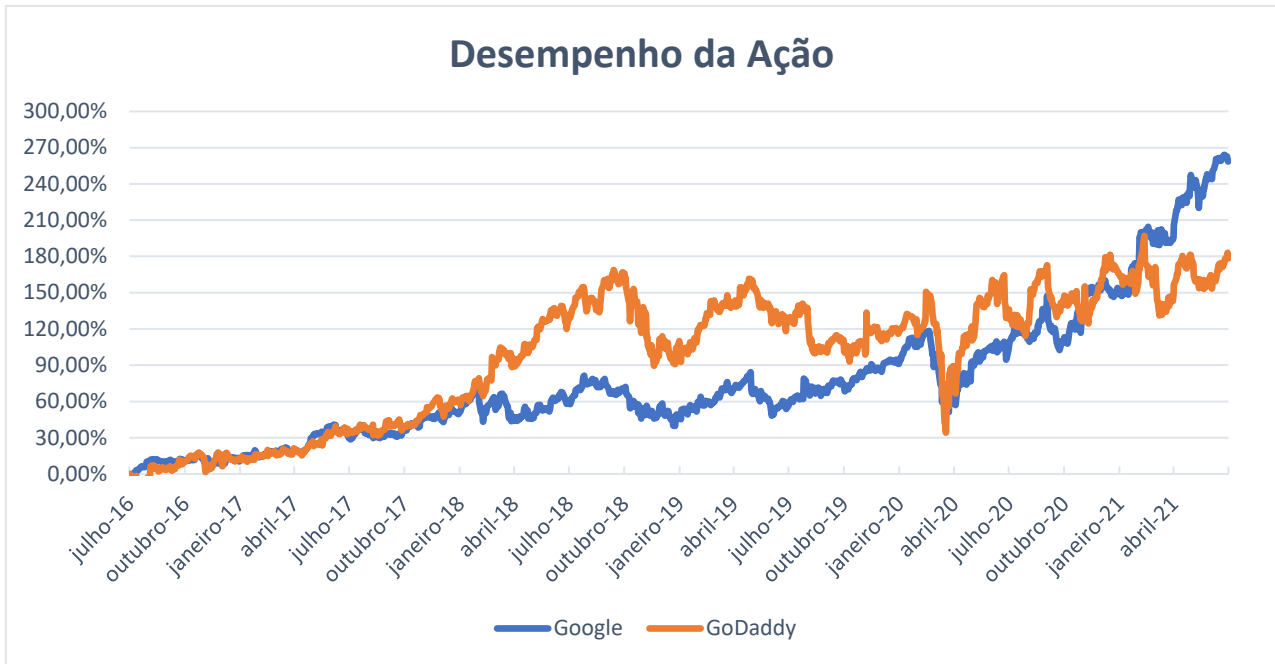


Facebook x Vipshop



*O fluxo de caixa da Vipshop era negativo antes de dezembro de 2018

Google x GoDaddy



Durante o período, as ações de Google e Facebook tiveram a melhor performance, com GoDaddy e eBay também apresentando aumento expressivo. Vipshop, por outro lado, ficou em último lugar devido à severa queda que sua ação sofreu nos últimos meses. Dito isso, se ao invés do preço das ações olharmos o fluxo de caixa, eBay e Vipshop foram, de longe, as que apresentaram maior crescimento.

Uma de nossas descobertas mais interessantes: ao analisarmos uma série de líderes de tecnologia, tanto nos EUA quanto na China, na maioria dos casos, ser o líder de determinado segmento não se traduziu no maior crescimento de receitas ou fluxo de caixa, mas certamente trouxe múltiplos mais elevados aos interessados em adquirir suas ações.

Ou seja, a crença de que o “vencedor leva tudo” parece estar mais do que refletida no preço das ações, o que nos leva a crer que, possivelmente nos próximos anos, nos EUA e na China, os “competidores de segunda linha” irão outperformar os líderes. Isso é certamente um dos pontos de nossa tese em Vipshop.

Esse foi obviamente apenas um estudo inicial, não abrangente e não científico. Mas a questão é que a simplificação excessiva da mentalidade de “líder ou nada” pode ocasionar em algumas oportunidades surpreendentes.

-----//-----

Em outro assunto, no último trimestre vendemos nossas últimas ações da Fu Shou Yuan, a empresa chinesa da indústria funerária, após cinco anos de investimento. Aprendemos muito com a Fu Shou e nosso envolvimento com a indústria e achamos que a gestão da empresa está fazendo um trabalho brilhante nesta oportunidade ainda pouco penetrada que explora nossa tese macro de consumo chinês por um interessante ângulo.

No acumulado, o investimento resultou um retorno positivo líquido de quase 40%, ou cerca de 7% ao ano.



Fonte: Bloomberg, FCL Capital

-----//-----

Parte de nossa jornada de crescimento, conforme discutido em nossa carta do 1º trimestre de 2021, será um esforço para nos tornarmos mais institucionalizados e orientados por processos, enquanto ao mesmo tempo mantemos nosso *modus operandi* não convencional.

Ao longo do último trimestre, uma nova etapa dessa jornada se iniciou com a criação de nosso comitê formal de risco, a ser realizado mensalmente. Nele analisamos nossa exposição, liquidez de nossos fundos e uma série de outras considerações com o objetivo de alcançar uma análise de riscos mais bem estruturada e formal.

O comitê é supervisionado por nosso sócio Guilherme Temke, responsável por monitorar os riscos e aconselhar sobre possíveis provisões a serem tomadas se necessárias.

No geral, esta casa se sente bastante animada com a segunda metade do ano. Afirmávamos há algum tempo que percebíamos muitos exageros no mercado de ações e, com o atual *selloff* em algumas partes do mercado, finalmente nos sentimos mais confortáveis com os valuations. Portanto, aplicaremos nosso capital em busca de novas ideias ou, de preferência, aumentando nossas posições nas empresas em que já temos participações, onde nosso grau de confiança aumenta à medida que os preços diminuem.

Entre as muitas oportunidades sendo discutidas internamente estão: o recente *selloff* de techs chinesas nos EUA; a atual abertura global pós-covid que beneficiam as marcas de luxo que temos em nosso portfólio, como Moncler e Versace; uma ação que marcaria o primeiro investimento desta casa na Turquia; e, por fim, a alta dos preços das commodities, que pode ser muito bem aproveitada por algumas empresas brasileiras.

Acreditamos estar possivelmente em um ótimo ponto de entrada e estamos animados com as perspectivas para nossos fundos no segundo semestre de 2021 e para os próximos períodos. Como sempre, agradecemos aos nossos investidores pela parceria e confiança ao longo dos anos.