



Carta de 2024

10 de janeiro de 2025

Prezados investidores,

Esta carta está dividida em quatro seções. Primeiro, passamos pelo cenário de investimento em ações. Em seguida, por alguns motivos que tornam a renda fixa mais atrativa no Brasil. Na sequência explicamos brevemente o racional do nosso novo fundo *long biased* (Arbor Hedge). Por fim, trazemos duas teses de investimento importantes para nossos fundos: TSMC e Visa.

O Arbor FIC FIA encerrou 2024 com valorização de 28,9% no ano e rentabilidade anualizada de 20,9% desde o seu início em 2015¹, enquanto o Arbor Hedge FIA obteve uma valorização de 19,4% no ano e acumula rentabilidade equivalente a 220% do CDI desde o seu início em 2023² e sharpe de 1,81 – todos os retornos são líquidos de taxas e custos. A rentabilidade atualizada de todos os nossos fundos pode ser encontrada em nosso site, com mais detalhes na respectiva lâmina mensal.

O Arbor FIC FIA segue uma estratégia de investimentos *long only*, 100% comprado em ações e não utiliza de alavancagem. O Arbor Hedge FIA segue uma estratégia *long biased*, mantendo exposição líquida comprada em ações com ponto neutro de 60% e busca por proteções assimétricas para riscos de cauda. Ambos os fundos compartilham o mesmo portfólio de ações, composto por cerca de 20 empresas com vantagens competitivas duráveis, crescimento de longo prazo, alta rentabilidade e geração de caixa previsível, e neutralizamos a exposição cambial dos investimentos em companhias estrangeiras acrescentando uma camada adicional de resultado para os fundos.

Cenário

"It was the best of times, it was the worst of times..."
– Charles Dickens, A Tale of Two Cities

O ano de 2024 terminou com um contraste gritante entre as perspectivas econômicas dos Estados Unidos e do Brasil. De um lado, uma nova revolução tecnológica ganha fôlego ao mesmo tempo em que o governo recém-eleito levanta o estandarte pró-negócios, libertando os

¹ O Arbor FIC FIA teve início em 23 de março de 2015, sucedendo o Clube de Investimentos Arbor que iniciou em 20 de março de 2014. O histórico de rentabilidade anualizada desde o início do Clube é de 20,8%. Todos os retornos são líquidos de taxas de administração e performance.

² O Arbor Hedge Long Biased FIA teve início em 30 de outubro de 2023.

espíritos animais e pavimentando um caminho de progresso e produtividade. De outro, o desequilíbrio fiscal se retroalimenta da perda de confiança com os governantes, acelerando o crescimento da dívida pública, que desancora a inflação e força a elevação dos juros e a desvalorização cambial, criando um trágico ciclo vicioso insustentável.

Os Estados Unidos parecem embarcar em uma era dourada enquanto o Brasil flerta com o abismo. A disparidade de prognósticos também é evidente na performance relativa entre os índices S&P 500 se valorizando 25,0% no ano contra a queda de 35,6% do MSCI Brazil³ – que captura tanto a desvalorização de 10,4% da bolsa local quanto de 27,2% do real ante o dólar.

Em 2024, nosso portfólio de ações se valorizou 33,2%⁴, tendo como principais contribuidores de performance TSMC, Booking, Brookfield, Meta, e Amazon, e os principais detratores Prio e Stone – empresas brasileiras, como suspeito.

A crise local desperta velhos fantasmas e nos faz lembrar o quanto a nossa economia é frágil. Será que podemos contar novamente com mecanismos de autoajuste para corrigir o curso da dívida, ou estamos fadados ao calote inflacionário? A falta de resposta denuncia o risco, mas torcer não é uma estratégia. Diante de um cenário binário, é crucial considerar as consequências mais severas. A esta altura, a reflexão mais óbvia diz respeito ao quanto você deveria estar exposto à sorte da economia doméstica. Quais ativos serão capazes de proteger o seu poder de compra independente do rumo do país? Revisitar nossas próprias crises e estudar nossos vizinhos argentinos traz pistas para a preservação de riqueza em cenários adversos.

Não necessariamente por uma expressão de pessimismo, mas pela carência de estabilidade e clareza, nossos fundos historicamente investiram pouco em companhias locais. Hoje, nossa alocação no Brasil é inferior a 10% do nosso portfólio de ações e está concentrada na Prio – que possui receitas em dólares e baixa *duration* de fluxo de caixa⁵, duas características que blindam a empresa contra cenários de estresse. Mas somos conscientes de que a crescente desilusão pode tornar o mercado desfuncional e gerar assimetrias excepcionais; por isso, temos no mandato dos fundos a flexibilidade para investir até 30% em mercados emergentes e observamos com atenção e cautela um seleto grupo de empresas brasileiras, permitindo-nos agir de forma oportunística.

Já nos Estados Unidos, é possível ser mais tolerante com os ciclos econômicos. O ecossistema americano, um celeiro abundante de oportunidades e inovação, reúne uma democracia longeva, um capitalismo dinâmico e competitivo, estabilidade institucional e uma capacidade ímpar de atrair talentos globais em uma geografia abençoada. Não é coincidência que o país é o epicentro de todas as ondas tecnológicas há mais de um século. Neste ambiente, é mais fácil encontrar investimentos que combinam crescimento com previsibilidade, abstrair-se das adversidades macroeconômicas e se comprometer com investimentos de longo prazo.

³ Ambos os retornos em dólares.

⁴ Mensurado a partir do Arbor Master FIA, o portfólio de ações possui rentabilidade em reais, com hedge cambial.

⁵ A maior parte do valor da companhia está concentrada em fluxos de caixa dos próximos 3 anos.

Talvez o maior mérito do Warren Buffett tenha sido capturar o excepcionalismo americano ao longo de mais de oito décadas. Alguns brincam que, se ele tivesse nascido no Brasil, não seria conhecido, já que sua estratégia de investimento a longuíssimo prazo dificilmente produziria resultados semelhantes se aplicada à bolsa brasileira. No entanto, é muito mais fácil imaginar que o melhor investidor da história não seria refém de *home bias* e certamente identificaria as vantagens estruturais dos EUA cedo em sua carreira, ao invés de obcecar por detalhes perecíveis em um grupo pouco competitivo de empresas maduras pressionadas pelos ventos contrários de Brasília.

Em países emergentes, como o nosso, fatores macroeconômicos prevalecem sobre os fundamentos e, inevitavelmente, impactam o resultado operacional das companhias; como evidenciado pelo índice MSCI Brazil Small Cap que, na última década, apresentou crescimento acumulado do lucro líquido por ação (EPS) praticamente nulo e, conseqüentemente, se desvalorizou 5%. No mesmo período, nosso portfólio de ações acumula uma valorização de 461% em dólares⁶, validando nossa decisão de buscar oportunidades além do mercado doméstico.

O país da renda fixa

A teoria clássica de finanças sugere que risco e retorno estão intimamente relacionados. Na grande média, espera-se que ativos mais arriscados proporcionem retornos superiores, pois os participantes de mercado demandam maior “prêmio de risco” para compensar a incerteza e a possibilidade de prejuízo. A confirmação desta teoria evidencia um sistema capitalista saudável, onde o investimento em capital produtivo (montar uma empresa, abrir uma fábrica, comprar maquinário, financiar pesquisa e desenvolvimento etc.) é remunerado e, conseqüentemente, incentivado. Contudo, quando um país possui juros reais muito elevados, ocorre um descompasso e se torna muito mais difícil encontrar projetos com rentabilidade superior ao custo de capital e, conseqüentemente, é mais convidativo investir na renda fixa do que empreender ou investir em ações.

Não surpreende que a alocação de portfólio do brasileiro é muito mais concentrada na renda fixa. Juros altos aumentam a aversão ao risco.

Mas, embora seja pouco discutido, a alta taxa de juros local também favorece investimentos em países com moeda forte e juros civilizados: ao adquirir ativos em dólares e realizar o hedge cambial, o investidor obtém um carregamento positivo em reais, decorrente do diferencial entre o juro brasileiro em reais e o juro brasileiro em dólares. Atualmente, esse carregamento gira em torno de 6%, o que significa que um investimento em ações americanas precisa superar “apenas” 6,25%⁷ ao ano para, após o hedge, exceder a Selic de 12,25%. Quanto mais altos os juros no Brasil em comparação aos países desenvolvidos, mais vantajoso é investir no exterior.

⁶ Desde o início do Arbor FIC FIA, a carteira de ações acumula o retorno bruto de 461% em dólares – o retorno está expresso em dólares para ser comparável ao MSCI Brazil Small Cap, também denominado em dólares.

⁷ Valor nominal em dólares.

Arbor Hedge

Inspirado no conceito do “Portfólio 60/40”, famoso nos Estados Unidos por equilibrar o potencial de valorização das ações com a estabilidade dos títulos de renda fixa, em outubro de 2023 inauguramos o Arbor Hedge FIA, nosso fundo *long biased*. Essa alocação de 60/40 é um ponto neutro estrutural que oferece uma relação eficiente entre risco e retorno, capturando o crescimento econômico de longo prazo com ações, ao mesmo tempo em que a renda fixa age como um amortecedor durante períodos de alta volatilidade nos mercados.

Adaptada ao mercado local, essa estratégia combina o melhor de dois mundos: 40% do PL investido em renda fixa brasileira e 60% em um seleto grupo de aproximadamente 20 ações, majoritariamente americanas. O fundo também busca proteções assimétricas para riscos de cauda e, embora persiga uma volatilidade de 10% – semelhante à de alguns multimercados –, sua estrutura de FIA é isenta de come-cotas e segue a tributação de ações. O resultado é uma arquitetura ideal para superar o CDI e o juro real, com um perfil de risco moderado e um portfólio suficientemente diversificado.

TSMC

Fundada em 1987 por Morris Chang, a Taiwan Semiconductor Manufacturing Company (TSMC) foi pioneira no modelo dedicado a fabricação de chips (*“foundry”*) em uma época em que as fabricantes, como a Intel, seguiam o modelo integrado (IDMs) e dominavam tanto o design quanto a produção de chips. Ao concentrar-se exclusivamente na manufatura, a empresa redefiniu a indústria e conquistou uma vantagem competitiva indisputável.

Tradicionalmente, as fabricantes de chips projetavam e produziam semicondutores internamente, o que exigia enormes investimentos de capital e P&D sob a mesma empresa e restringia a flexibilidade e a priorização de recursos. Em contrapartida, a TSMC dissociou o design da fabricação, oferecendo acesso à sua expertise sem os custos fixos massivos de *capex* e *opex* de fábricas. A adoção desse modelo, por sua vez, desencadeou uma proliferação de empresas *asset-light* especializadas em design de chips (*“fabless”*), como a NVIDIA.

Ao romper com a verticalização, o desenvolvimento da indústria de semicondutores acelerou através da simbiose entre empresas *foundry* e *fabless*.

Com o avanço para processos tecnológicos cada vez mais sofisticados, os custos e a complexidade aumentaram exponencialmente. Ao longo das décadas, o investimento recorrente em instalações de ponta e tecnologias de processos garantiu à TSMC taxas de rendimento (*yields*) líderes de mercado. *Yields* elevados não apenas impulsionam a lucratividade, como permitem preços mais competitivos, sufocando os concorrentes menos eficientes. À medida que os processos de fabricação chegam a patamares de 5 nanômetros ou mais avançados, pouquíssimas empresas conseguem arcar com os investimentos expressivos necessários para atuar na vanguarda da tecnologia. Nos últimos quatro anos, a

TSMC esteve entre as 10 empresas que mais investiram em *capex*, totalizando US\$ 120 bilhões – cerca de US\$ 90 bilhões acima da Samsung Foundry⁸ e US\$ 25 bilhões acima da Intel, seus principais pares.

O foco singular da TSMC na fabricação também é vantajoso por não competir diretamente com nenhum de seus clientes. O alinhamento de interesses e a capacidade de atuar na vanguarda da tecnologia em escala fizeram da TSMC a *foundry* de referência para líderes globais como Apple, AMD, NVIDIA, Qualcomm e Broadcom, servindo principalmente os mercados de datacenters, smartphones, IoT e automotivo. Esse ciclo virtuoso consolidou a empresa tanto como monopólio na fabricação de chips de ponta – com participação de mercado de 80% nos processos mais avançados – quanto como *quasi*-monopsônio na compra de equipamentos e insumos. Esta posição de vantagem na cadeia de valor resulta em poder de preço e alta rentabilidade, produzindo retornos sobre o patrimônio superiores a 25% com consistência.

Além disso, a indústria de semicondutores se organizou através de uma cadeia de suprimentos extensa, espalhada por países aliados e com *know-how* avançado em equipamentos e materiais, como Estados Unidos, Japão e diversas nações europeias. Essa rede coordenada, a facilidade de tornar os ativos inoperantes e, principalmente, o papel vital de Taiwan na economia global, criam uma larga barreira de proteção geopolítica comumente conhecida como o “Escudo de Silício”.

A indústria de semicondutores representa a espinha dorsal da computação moderna e a contínua digitalização da economia empurra seu crescimento, agora acelerado pela corrida da Inteligência Artificial. Mas apesar de sua importância crescente, o setor é cíclico e sujeito a transformações tecnológicas – fatores que tornam a geração de caixa da maioria das companhias de semicondutores imprevisível. Entretanto, a liderança de mercado e a maior exposição a processos de ponta da TSMC, proporcionam segurança para sua rentabilidade futura e uma alta indexação da trajetória da receita com os segmentos de maior crescimento. Independente de qual será a arquitetura de chips dominante, ou se os GPUs cederão mercado para ASICs, todos os caminhos levam à TSMC.

Investimos pela primeira vez na TSMC em abril de 2021 a US\$ 114 por ação e, desde então, capturamos um retorno anualizado de 18%, considerando o preço de fechamento de 2024 de US\$ 198 e os dividendos do período. Para os próximos cinco anos, estimamos que a TSMC crescerá substancialmente mais rápido que a indústria. Considerando o preço atual das ações, o crescimento de lucros e dividendos, e um múltiplo de saída de 22x lucro, estimamos um retorno anualizado de 18% em dólares no período. Há mais de 2 anos a TSMC está entre os 5 principais investimentos do nosso portfólio.

⁸ Estimativas Goldman Sachs e Arbor.

Visa

A Visa nasceu em 1958 como um programa de cartão de crédito do Bank of America. Em resposta ao concorrente (atual Mastercard), passou a licenciar o programa a outras instituições financeiras e, finalmente, em 1970, cedeu o controle direto, formando uma cooperativa com os demais emissores parceiros. Inicialmente um consórcio sem fins lucrativos, a Visa surgiu da necessidade de interligar consumidores, comerciantes e instituições financeiras para transacionar a prazo, revolucionando o setor de pagamentos ao criar um sistema confiável para processar transações de forma segura e eficiente em larga escala.

Com sua abertura de capital em 2007, a Visa consolidou sua posição de liderança no mercado, processando atualmente mais de US\$ 16 trilhões em transações anuais – reflexo da preferência crescente por pagamentos eletrônicos.

Nos últimos anos, o principal motor de expansão da receita tem sido a oferta de serviços de valor agregado (VAS) – como proteção contra fraudes, compliance e soluções de dados –, que passou de 5% para cerca de 25% das receitas totais em uma década. Além disso, a Visa amplia seu ecossistema com pagamentos B2B e tecnologias emergentes, como inteligência artificial e pagamentos em tempo real, fortalecendo seu modelo de negócios.

A Visa é um exemplo de livro-texto do conceito de *“flywheel”*: (i) seu crescimento é impulsionado pela tendência secular da digitalização de pagamentos; (ii) a expansão é financiada pelos investimentos de bancos e adquirentes, que são incentivados por um arranjo econômico que ainda abrange consumidores; e (iii) se perpetua por efeitos de rede, em que o principal ativo é a aceitação global, enquanto a segurança do sistema é continuamente aprimorada a partir de dados históricos de transação. A iteração desses fatores cria largas vantagens competitivas de escala e, como consequência, o mercado se consolidou em um duopólio racional formado pela Visa e pela Mastercard.

Mas a alta rentabilidade e a escala global recorrentemente atraem competição. Modelos baseados em blockchain (criptomoedas) e pagamentos diretos entre contas (A2A), como o Pix no Brasil, ganham força em algumas transações, enquanto a regulação sobre taxas de intercâmbio permanece uma pauta constante, voltada a reduzir custos para os comerciantes – o que, por sua vez, pressiona a receita dos participantes do ecossistema.

Apesar dessas ameaças competitivas, romper os elos de um sistema economicamente vantajoso para diversos agentes não é tarefa simples. Em geral, potenciais disruptores optam por alianças com essas redes para obter alcance global – como no caso do *“buy now, pay later”* ou do Apple Pay. A disrupção costuma se restringir a uma parcela limitada das transações, pois muitas permanecem dentro do ecossistema de bancos, emissores e adquirentes, onde a Visa exerce forte influência. Nas transações internacionais, a aceitação global é um requisito fundamental, ao passo que os serviços de valor agregado (VAS) – integrados aos trilhos de pagamento – são mais resistentes à desintermediação. Além disso, em troca de todo o valor que sua rede oferece, a Visa retém apenas cerca de 15 bps do volume total transacionado, o

que faz com que eventuais pressões por redução de custos afetem primeiro bancos e adquirentes.

Esse conjunto de fatores configura um modelo de negócios extraordinário, que funciona como um “pedágio” na indústria global de pagamentos digitais – segmento que cresce acima do PIB mundial e é naturalmente indexado à inflação. Suas impressionantes margens operacionais, acima de 65%, aliadas à baixa necessidade de capital, fazem da Visa uma máquina que continuamente retorna mais capital aos acionistas.

Tratando-se de um duopólio, a Mastercard apresenta uma tese de investimentos semelhante, por possuir o mesmo modelo de negócios e altíssima rentabilidade. Contudo, sua diferente exposição geográfica, devido a liderança de cada uma se alternar dependendo do país, torna o investimento em ambas as companhias complementar.

Investimos pela primeira vez na Visa e na Mastercard no início do Arbor FIC FIA, em 2015, mas substituímos as posições por outros investimentos que se provaram superiores. Em novembro de 2021, voltamos a investir em ambas, adquirindo ações da Visa a US\$ 195 e, desde então, capturamos um retorno anualizado de 16,5%, considerando o preço de fechamento de 2024 de US\$ 316 e os dividendos do período. Para os próximos cinco anos, projetamos para a Visa crescimento anual de 10% da receita e 15% do lucro por ação com dividendos reinvestidos, o que, mesmo com uma compressão modesta de múltiplo para 25x lucro, resulta em um retorno estimado de 12% ao ano em dólares.

Somos da opinião que franquias como a Visa deveriam sustentar múltiplos de lucro mais altos que o terminal, devido às suas fortes barreiras competitivas e a longevidade do crescimento. Contudo, se nossas estimativas de compressão de múltiplo se verificarem, ao final do quinto ano veremos uma Visa com retorno prospectivo anualizado de 14% em dólares para os cinco anos seguintes. Hoje, nosso investimento na Visa e na Mastercard formam uma posição conjunta entre as 5 maiores do nosso portfólio.

Agradecemos a 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.