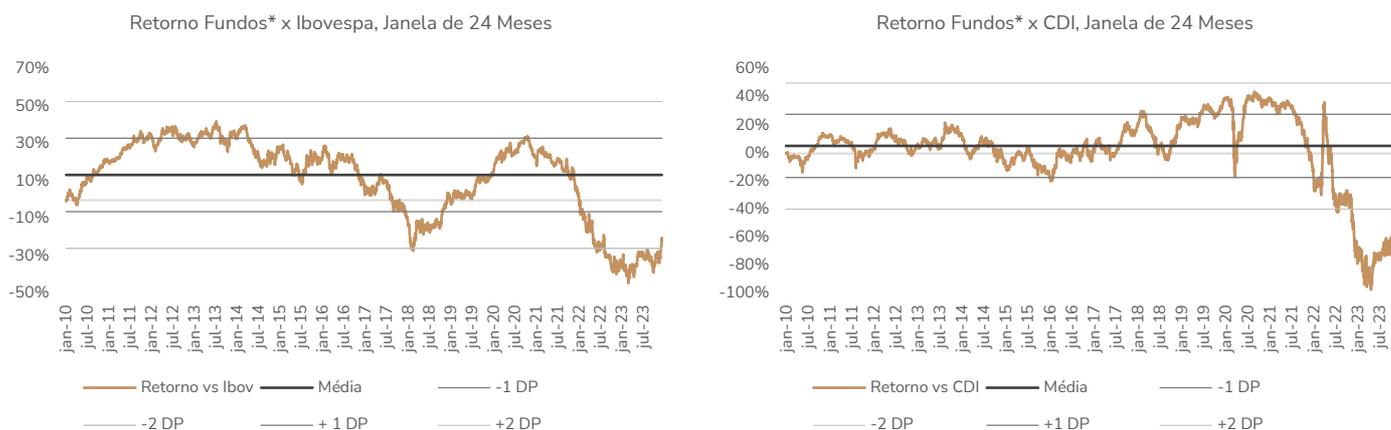


## CARTA 2023

### Introdução

Após dois anos da pior performance da indústria de fundos de ações brasileiros em décadas, conforme gráficos abaixo, o ano terminou em tom de alívio. Os ventos mais favoráveis, vindos de fora, permitiram pintarmos um quadro mais animador. Ainda há um bom caminho para a classe de ativos, gestores, e nós mesmos nos recuperarmos – porém, como 2023 nos mostrou, não sabemos quando.



\*Amostra interna da Studio com fundos long only que existem desde 2010.

Esta carta discute quatro investimentos que se destacaram na nossa alocação este ano: do lado positivo, Smart Fit e GPS, e dois *post mortem*, PetroReconcavo e Lojas Renner. Antes disso, vale uma rápida reflexão sobre IPOs, pois, coincidentemente, três dos quatro casos que traremos foram IPOs ocorridos em 2021.

Entre analistas e gestores é lugar-comum falar que IPOs são uma grande armadilha para investidores – diz o irônico ditado: “Mais histórias de ficção foram escritas no Excel do que no Word”. Momentos escolhidos a dedo para mostrar resultados extraordinários como se fossem recorrentes; muitas mentes inteligentes, que entendem a psicologia de mercado e são incentivadas por gordas comissões, criando narrativas sedutoras; o fascínio que o novo gera nos seres humanos, a promessa do sonho, a assimetria da informação em favor do vendedor, a ausência de histórico longo conhecido. IPOs são a perfeita representação de “*unknown unknowns*”<sup>1</sup>, que, por sua vez, costumam ser a grande fonte de perda permanente de capital para nós, investidores. De quarenta e um IPOs

<sup>1</sup> “...there are known knowns; there are things we know we know. We also know there are known unknowns; that is to say we know there are some things we do not know. But there are also unknown unknowns — the ones we don’t know we don’t know.” Donald Rumsfeld, Secretário de Defesa americano

realizados no Brasil desde 2021, apenas nove bateram o Ibovespa desde sua introdução, enquanto outros nove caíram mais de 80%<sup>2</sup>.

## Ranking Performance IPOs desde 2021

Empresa	Ticker	Segmento <sup>1</sup>	Ação	Ibovespa <sup>2</sup>	Empresa	Ticker	Segmento <sup>1</sup>	Ação	Ibovespa <sup>2</sup>
1 Orizon	ORVR3	Água e Saneamento	59%	7%	22 Raizen	RAIZ4	Exploração, Refino e Distribuição	-52%	4%
2 PetroReconcavo	RECV3	Exploração, Refino e Distribuição	56%	9%	23 Allied	ALLD3	Eletrodomésticos	-61%	9%
3 Caixa Seguridade	CXSE3	Seguradoras	55%	6%	24 Viveo	VVEO3	Medicamentos e Outros Produtos	-61%	4%
4 Boa Safra	SOJA3	Agricultura	54%	6%	25 CBA	CBAV3	Minerais Metálicos	-65%	0%
5 GPS	GGPS3	Serviços Diversos	46%	6%	26 Mater Dei	MATD3	Serviços Médicos	-65%	6%
6 Intelbras	INTB3	Computadores e Equipamentos	37%	7%	27 Cruzeiro Edu	CSED3	Serviços Educacionais	-67%	8%
7 Vamos	VAMO3	Aluguel de carros	32%	8%	28 Blau	BLAU3	Medicamentos e Outros Produtos	-69%	6%
8 Smart Fit	SMFT3	Atividades Esportivas	8%	0%	29 Hbr Realty	HBRE3	Exploração de Imóveis	-72%	7%
9 BR Partners	BRBI11	Bancos	2%	0%	30 G2D Invest	G2DI33	Gestão de Recursos e Investimentos	-73%	6%
10 Jalles Machado	JALL3	Açúcar e Alcool	-11%	7%	31 Brisanet	BRIT3	Telecomunicações	-74%	1%
11 3tentos	TTEN3	Agricultura	-11%	2%	32 Getnijas	NINJ3	Programas e Serviços	-75%	7%
12 Eletromidia	ELMD3	Publicidade e Propaganda	-12%	7%	33 Multilaser	MLAS3	Computadores e Equipamentos	-81%	3%
13 Vítia	VITT3	Fertilizantes e Defensivos	-15%	7%	34 WDC Networks	LVT3	Programas e Serviços	-83%	2%
14 Armac	ARML3	Máq. e Equip. Industriais	-21%	3%	35 Clearsale	CLSA3	Serviços Financeiros Diversos	-86%	2%
15 CSN Mineração	CMIN3	Minerais Metálicos	-29%	6%	36 Agrogalaxy	AGXY3	Agricultura	-86%	2%
16 Bemobi Tech	BMOB3	Programas e Serviços	-38%	7%	37 Kora Saude	KRSA3	Serviços Médicos	-87%	6%
17 Desktop	DESK3	Telecomunicações	-42%	2%	38 Mobly	MBLY3	Móveis	-90%	7%
18 Oceanpact	OPCT3	Equipamentos e Serviços	-46%	7%	39 TC	TRAD3	Programas e Serviços	-91%	3%
19 Dotz SA	DOTZ3	Programas de Fidelização	-47%	2%	40 Westwing	WEST3	Móveis	-91%	7%
20 Oncoclínicas	ONCO3	Serviços Médicos	-49%	4%	41 Infracomm	IFCM3	Programas e Serviços	-93%	7%
21 Unifique	FIQE3	Telecomunicações	-51%	2%					

1 Segmento B3

2 Desde o respectivo IPO

Fontes: BTG, B3 e Economatica

Fica, portanto, a pergunta: por que, ainda assim, as ofertas iniciais têm mais demanda do que merecem? Costuma-se dizer que a bolsa não é uma boa representação da economia, pois é formada apenas pelos vencedores. O problema é: melhor que investir em quem já venceu, é investir em quem vai vencer.<sup>3</sup> É desproporcional o valor gerado por 1% a mais de crescimento (assumindo um retorno satisfatório) em relação a 1% a mais de ROE em um período longo. O desafio é encontrar histórias de crescimento sustentável – os *compounders* – em uma economia que quase não cresce, quase não inova, em uma bolsa cujos bons nomes estão maduros e conhecidos. Aí entra o apelo dos IPOs.

Algumas raras vezes, é verdade, são empresas que ainda têm uma avenida de crescimento relevante. Essa é a história que víamos em Smart Fit, GPS e PetroReconcavo. As duas primeiras entregaram as expectativas prometidas no IPO, e desde então nossa opinião sobre os negócios melhorou. A terceira teve dificuldades operacionais, e nossa percepção sobre o ativo foi frustrada.

Usamos o mesmo *framework* para investir nas três ofertas – só tivemos conforto porque já conhecíamos a história mais longa dos investidores privados nas empresas antes do IPO –, mas na PetroReconcavo novos fatos geraram

<sup>2</sup> Os três nomes discutidos nesta carta estão entre os 9 vencedores, inclusive PetroReconcavo, que trazemos aqui como um insucesso de 2023. Entramos em apenas mais um IPO nessa lista, este aquém do Ibovespa, mas foi posição pequena e vendida pouco tempo após a oferta.

<sup>3</sup> *Magnificently Concentrated*: interessante artigo da GMO mostrando o quão atípico foi o retorno das maiores empresas do S&P na última década – [https://www.gmo.com/americas/research-library/magnificently-concentrated\\_gmoquarterlyletter/](https://www.gmo.com/americas/research-library/magnificently-concentrated_gmoquarterlyletter/)

perda de valor. Já Renner é um caso diferente, afinal de contas seu IPO vai fazer 20 anos: tivemos uma compreensão equivocada sobre o momento da companhia, as dores atuais se provaram muito maiores do que imaginávamos. Mesmo aqui o tema se conecta, de certa forma, à discussão anterior do crescimento, pois parte das dificuldades são ligadas a ser uma empresa madura. E, diante do imperativo capitalista de crescer ou morrer, vimos a empresa tropeçar e encolher.

## Smart Fit

A ação com a maior contribuição positiva para o portfólio em 2023 foi Smart Fit. Nosso investimento se iniciou em julho de 2021, no IPO, e foi aumentado de forma relevante à medida que tivemos uma melhor compreensão do negócio e os preços geraram oportunidade. Tivemos sucesso em capturar uma grande virada de olhar de mercado, refletida em uma revisão das projeções financeiras para os anos seguintes, além de um *re-rating* do múltiplo dadas as perspectivas futuras de crescimento e nível de retorno.

A Smart Fit é a maior rede de academias da América Latina, quarta maior do mundo, e está posicionada no segmento *high-value low-price*, caracterizado pela oferta de uma academia de alta qualidade, com equipamentos de ponta, ao mesmo tempo que oferece um preço acessível ao consumidor, buscando a melhor proposta de valor para o cliente. Sua missão é democratizar o acesso ao *fitness* de alto padrão nos países onde opera.

No início de 2023, a base de alunos da Smart Fit ainda estava significativamente aquém do nível pré-pandemia, principalmente no Brasil, e havia um questionamento relevante do mercado: o *unit-economics*<sup>4</sup> das academias eventualmente conseguiria voltar ao nível de 2019? Formou-se um consenso de que a dificuldade em retomar a base de alunos no Brasil era consequência das mudanças de hábitos geradas pela pandemia, que fez com que as pessoas se exercitassem em casa ou ao ar livre, somada à saturação do mercado endereçável, já que é o país com maior *market share*. Essa interpretação levava a uma conclusão de que a principal geografia da empresa teria pouca oportunidade de crescimento.

Nesse momento, enxergávamos a ação negociando 12-13x o lucro de 2023, um *valuation* que precificava apenas a base de lojas daquele momento e um *unit-economics* ainda abaixo do nível pré-pandemia. Uma recuperação completa da rentabilidade ou qualquer expansão eram apenas opcionalidades. Olhando a dinâmica da volta dos

---

<sup>4</sup> Unit-economics: métrica para análise dos custos e receitas associados à produção e venda de uma unidade de um produto ou serviço específico.

alunos para as academias em vários países, tínhamos confiança que a operação do Brasil estava apenas atrasada e também se recuperaria.

Ao longo do ano, a Smart Fit recuperou completamente seu *unit-economics*. A margem bruta veio de 42,8% no 3T22 (último resultado divulgado em 2022) para 50,2% já no 1T23, com uma expansão de margem EBITDA de 22,7% no 3T22 para 32,5% no 2T23. A melhora da rentabilidade foi resultado da recomposição da base de alunos, somada a um rígido controle dos custos das academias e algum repasse de preço na mensalidade. Ao mesmo tempo, o CAPEX<sup>5</sup> se manteve estável nominalmente. Com a receita por academia superando o patamar pré-pandemia, a empresa acabou optando por abrir mais unidades do que o planejado, demonstrando sua confiança na recuperação da operação.

Os parágrafos acima contam a história de 2023, mas seguimos animados com o investimento, permanecendo relevante em nosso portfólio. Enxergamos a ação hoje negociando a um múltiplo de 12x lucro para 2025, o qual nos parece ainda extremamente atraente. Entendemos que a Smart Fit é uma das empresas com maiores oportunidades de crescimento dentro da nossa carteira, com uma combinação *top-down* – setor com crescimento estrutural secular ligado a maior busca por saúde e ainda baixa penetração, posicionamento na categoria vencedora (*high-value low-price*), que vem provando sua superioridade de proposta de valor em vários países por diferentes *players* – e *bottom-up* – ocupando posição privilegiada, sendo múltiplas vezes o tamanho dos concorrentes e repassando esse ganho de escala para o consumidor, ao mesmo tempo que é tocada por um *management* extremamente competente, com marca reconhecida e um dos melhores NPS<sup>6</sup> do setor, sendo a única companhia do segmento com *unit-economics* sustentável comprovado de longo prazo. Esses atributos fazem dela a candidata natural a ganhar *market share* em um setor que ainda tem crescimento robusto: estimamos que a empresa tenha um *share* no *crescimento* do mercado (capturando entre 30 e 45% dos novos alunos) 2 a 3 vezes maior que sua participação atual.

Hoje, mais investidores concordam com nossa visão positiva, em comparação com o início de 2023. Esse é sempre um ponto de atenção dado que, para termos sucesso, normalmente precisamos achar algo distinto e mais certo que a maioria.

---

<sup>5</sup> CAPEX, ou despesas de capital: recursos usados para adquirir, atualizar e manter ativos físicos.

<sup>6</sup> Net Promoter Score: pontuação que sugere a chance dos clientes atuais de uma empresa a promoverem.

## Grupo GPS

Iniciamos uma posição comprada no Grupo GPS no momento de sua abertura de capital, em abril de 2021. A companhia é a líder na prestação de serviços integrados no Brasil, isto é, na terceirização de atividades básicas, como segurança, limpeza ou até *shuttle* em aeroportos, o que libera seus clientes para focarem em seus negócios primários. A descrição desse setor, à primeira vista sem graça, pode parecer não justificar o múltiplo de 13x lucro para 2025. Entretanto, não apenas se provou um bom investimento desde o IPO – em que, diga-se de passagem, a empresa entregou tudo que prometeu –, como seguimos vendo como atrativo. De certa forma, lembra a Localiza de alguns anos atrás: negócio difícil, em que a maior parte dos *players* perde dinheiro, e justamente por isso a execução rigorosa gera uma vantagem competitiva consistente que, somada a um *market share* baixo, permite anos de crescimento, justificando assim um múltiplo mais alto.

A GPS atende quatro mil clientes e emprega cento e cinquenta mil funcionários. Ainda assim, cresce mais de 20% ao ano, com margens estáveis e acima do setor. Os serviços prestados são simples, mas fazer essa engrenagem funcionar e crescer tanto é bastante complexo. Enxergamos por trás do sucesso da GPS três pilares principais: (1) qualidade e incentivo das gerências, (2) sistemas de monitoramento e (3) rigor nos M&As.

Sobre o primeiro ponto, através de um modelo de gestão descentralizado, 450 gerentes de contrato são responsáveis pela venda e execução dos serviços junto aos clientes finais. São verdadeiros “donos” daquele relacionamento, com incentivos alinhados, trilhando uma carreira na GPS que geralmente não teriam fora. Esse empoderamento meritocrático da ponta, em que reiteradamente vimos atitude de dono, é fundamental para que, mesmo crescendo, a empresa não perca senso de urgência, foco comercial e qualidade.

Unindo as peças estão os sistemas proprietários da GPS, monitorando em tempo real cada funcionário assim como as relações comerciais. Isso permite aos gerentes identificarem e atuarem nos problemas de forma ágil, bem como à alta gestão ter todos os indicadores à mão. Parece exagero falarmos em excelência de sistemas aqui, mas em décadas de experiência analisando empresas, vimos poucos impressionarem tanto quanto os da GPS.

A questão dos M&As diz respeito ao seu modelo de crescimento. A GPS tem um *market share* ainda baixo, na casa de 5%, em um mercado altamente pulverizado. Poderia crescer por décadas só organicamente (10% ao ano), mas opta por dobrar esse ritmo adquirindo concorrentes pequenos em um rigoroso processo de alocação de capital. Foram 40 aquisições em 10 anos que, no geral, se provaram baratas (a GPS mais que dobrou o EBITDA das adquiridas), abriram novas verticais e permitiram *cross sell* de outros serviços – uma forma eficiente de atacar a oportunidade de crescimento.

Toda essa história só foi possível porque a empresa é chefiada por um time competente e coeso de executivos, que assumiram a tarefa de *turnaround* desse negócio há 20 anos (a original Predial foi fundada há 50). Desde então vêm realizando meticulosamente a mesma coisa, transmitindo cultura de dono ao longo da cadeia. Conforta-nos esperar que esse time ainda tenha bons anos de carreira pela frente e que estejam tão comprados quanto nós, afinal de contas detêm uma participação relevante da companhia e não vêm se diluindo de forma relevante apesar da força da ação.

### PetroReconcavo

Assim como Smart Fit e GPS, nosso investimento em PetroReconcavo se iniciou com seu IPO, em maio de 2021. Apesar da contribuição negativa no ano de 2023, desde o início o investimento foi positivo para o fundo, mas ainda assim o avaliamos como um erro, com fatores mais fundamentais em relação aos ativos nos surpreendendo negativamente.

Tínhamos uma visão construtiva para oportunidades de alocação de capital a elevadas taxas de retorno. O pilar que sustentaria a tese seria a capacidade da empresa de apresentar incrementos de produção e manter investimentos consistentes com seu relatório de reservas – material público que, em tese, melhor refletiria seu plano de negócios. Iremos discorrer a seguir sobre os fatores que, em nossa visão, mais contribuíram para um investimento mal-sucedido durante o ano de 2023.

Em meados de 2022, a proposta realizada pelo consórcio formado por PetroReconcavo e Eneva foi selecionada pela Petrobras como preferencial pelo Polo Bahia Terra – ativo que, além de ter potencial para aumentar em 60% as reservas da companhia, oferecia sinergias com o portfólio existente. O maior risco à materialização da transação originava-se pela incerteza em relação à postura da nova gestão da Petrobras sobre os processos de desinvestimento em curso. Em setembro de 2023 a Petrobras optou por encerrar oficialmente o processo de desinvestimento de Bahia Terra. Essa foi uma das surpresas do ano: atribuíamos uma alta probabilidade à venda ocorrer e o ativo geraria um valor relevante para a PetroReconcavo.

O relatório de reservas reflete um plano de desenvolvimento de projetos economicamente viáveis para recuperação de petróleo e gás. Esse documento é elaborado anualmente com base em premissas submetidas pelas companhias para análise de certificadores independentes, servindo como ferramenta importante na modelagem prospectiva das empresas do setor. As informações refletidas no relatório de 2023 trouxeram um crescimento de reservas de 15% associado a uma revisão que praticamente dobrou os investimentos anteriormente previstos. Assumindo as mesmas referências de preço para as *commodities* comercializadas pela

empresa, a adoção das novas premissas levaria a uma destruição de valor superior à 15%. Os principais argumentos trazidos pelos executivos da companhia para explicar o incremento de quase 60% no custo de reposição de reservas foram a inflação de materiais e serviços, o aumento da complexidade de projetos e a necessidade de maiores investimentos em infraestrutura e *facilities*. Nossa avaliação é que as novas informações revelaram reservas economicamente piores do que imaginávamos e isso gerou uma perda permanente de capital.

Quando uma tese de investimento começa a não dar certo, é comum a inércia ou a visão de que está barato impedirem o desinvestimento. Por isso, costumamos fazer um exercício de *pre-mortem* e definir *ex-ante* os fatos e KPIs que nos fariam sair da posição. Na PetroReconcavo, definimos incrementos consistentes na produção como o principal ponto de verificação da nossa tese. A dinâmica apresentada ao longo de 2023 foi decepcionante em todos os ativos da empresa, tendo como justificativas atrasos na entrega de equipamentos e problemas com *facilities* próprias e de terceiros. Os desafios se mostraram mais recorrentes do que esperávamos e, principalmente no que diz respeito às questões de *facilities*, elevaram a noção de fragilidade por ser um operador não verticalizado. Cabe destacar que a decepção com a trajetória da produção no ano provavelmente não terá como contrapartida uma redução no nível de investimentos previstos.

Os eventos ocorridos destacam que não basta ser o operador com o melhor histórico para ter sucesso no *onshore* brasileiro. Com o objetivo de reduzir a dependência da infraestrutura de terceiros, não descartamos a possibilidade de o próximo relatório de reservas apresentar revisões para baixo na produção de médio prazo, sem reduções de investimentos na mesma magnitude. Ainda temos uma visão construtiva para a consolidação do mercado de campos terrestres. A redução da confiança na capacidade de execução da companhia e da margem de segurança do investimento, gerada pelo novo relatório de reserva, nos levaram a encerrar a posição em PetroReconcavo.

No momento em que escrevemos esta carta, a empresa negocia uma fusão com a 3R Petroleum: vemos a união com bons olhos e como possível fonte de solução para dificuldades em alguns ativos, ao mesmo tempo que entendemos que a situação atual do portfólio orgânico deveria consumir grande parte do foco das lideranças no curto prazo.

## Lojas Renner

A principal contribuição negativa para o resultado dos fundos no ano foi Lojas Renner.

Acreditávamos que em 2023, após a perda de rentabilidade durante o período de Covid, a Renner iniciaria um período de recuperação de margem e, paulatinamente, se aproximaria das margens de 2019 ao longo dos anos seguintes. Nossa visão era que a empresa estava entregando um lucro abaixo do seu potencial além de negociar

a um múltiplo depreciado. Acreditávamos que a performance de receita abaixo de nossas expectativas se devia principalmente a fatores conjunturais, como erro de precificação e execução em suas coleções recentes, os quais seriam corrigidos e endereçados ao longo do ano, em linha com seu brilhante *track-record* da última década. Na parte da despesa, o grande crescimento durante os anos de 2021 e 2022 nos fazia acreditar que haveria um importante espaço para busca de eficiência.

Ao longo de 2023, passamos a acreditar que as dificuldades atuais da empresa são mais estruturais do que imaginávamos. A ascensão de *players* asiáticos, principalmente a Shein, inundando o mercado com preços extremamente competitivos e sortimentos infinitos e ágeis, além do avassalador crescimento do Mercado Livre, vêm representando um desafio à proposta de valor da Renner, sugando demanda dos varejistas tradicionais. O aumento de competição tem forçado a companhia a baixar preços e entregar margem bruta para se manter competitiva, porém mesmo assim segue apresentando uma fraca performance de vendas. Adicionalmente, fomos bastante frustrados com as iniciativas de redução de despesas: não parece haver, nessa frente, um plano mais profundo para buscar a eficiência pré-pandemia. A estratégia é ter alguma alavancagem operacional à medida em que a receita cresce.

O braço financeiro da companhia, a Realize, vem se mostrando um diferencial menor, deixando de ser uma vantagem competitiva como no passado. Com o excesso de oferta de cartões de créditos no mercado, principalmente desde a pandemia, o cartão Renner tem se tornado cada vez uma prioridade menor para o consumidor, deixando à empresa apenas os clientes de pior qualidade no mercado. Seus concorrentes, que antes não tinham como competir com a proposta de crédito oferecida pela companhia, vêm nivelando o campo de batalha, seja por desenvolvimento de uma solução própria ou por surfarem o aumento de oferta do próprio mercado. Com prejuízo na Realize, a Renner foi forçada a reduzir de forma relevante sua origem de crédito, o que não ajuda o crescimento de vendas.

Os pontos acima explicam a perda de margem em 2023, quando imaginávamos que elas subiriam. Mas o que mais nos traz preocupação é que não enxergamos, hoje, o *management* com diagnóstico e plano de ação convincentes para endereçar as dificuldades. É possível que a intensa troca de executivos dos últimos anos tenha trazido uma fissura na sua excelência operacional.

Por fim, a MP 1185, aprovada pelo Congresso no final do ano, também coloca em risco pouco mais de 10% do lucro da companhia ao tributar seu benefício fiscal de ICMS, o qual é comum em boa parte das empresas de varejo listadas, tornando-se um fator exógeno que também impactou a performance da ação. O repasse de preço necessário para endereçar essa perda de lucro é baixo, mas dada a dificuldade da companhia em endereçar seus problemas já existentes – e sua falta de poder de preço atual – achamos improvável a mitigação do impacto.

Atualmente, mesmo acreditando que a ação parece barata caso a empresa demonstre qualquer capacidade de reação, não temos muita confiança de que o cenário positivo é mais provável do que um declínio adicional. Seguimos acompanhando a história de perto em busca de sinais qualitativos de inflexão.

## Reflexões sobre 2024

O momento atual nos parece bastante particular e cabe uma reflexão que une o macro e o micro. Começamos pelo macro, pensando nosso momento no ciclo econômico. Após o período de crescimento, inflação e aperto monetário dos últimos anos, parecemos estar finalmente entrando em fim de ciclo, com o Brasil já em processo de corte e os desenvolvidos se aproximando. Via de regra, essa etapa é de fraqueza nos mercados, pois a desaceleração de lucros advinda de uma atividade mais fraca costuma prevalecer sobre impacto favorável do juro nos múltiplos justos. No Brasil, país das exceções, isso não foi verdade historicamente, uma vez que quase sempre partimos de juros muito elevados e seu alívio prepondera sobre todo o resto. De toda forma, mesmo para o exterior, onde o momento poderia inspirar cautela, temos ouvido repetidamente a tese benigna do “desta vez é diferente” (como é bem comum em macro, aliás). No cenário-base de *soft landing* e “desinflação imaculada”, teríamos contratado um afrouxamento expressivo de política monetária com um sacrifício pequeno de atividade, de modo que também lá o alívio dos juros seria o fator preponderante sobre as ações. Esse contexto macro, interno ou externo, tem sido argumento para otimismo e não é nossa intenção aqui chover no molhado, até porque, apesar ser nosso cenário macro base, não temos diferencial para sermos taxativos sobre o *soft landing*.

O ponto se torna mais interessante quando olhamos para o micro e buscamos entender o desempenho das empresas, uma a uma, na etapa anterior do ciclo: o crescimento de 2021 a 2023. Ao contrário do que um olhar apenas sobre o PIB faz supor, uma ampla gama de empresas teve resultado desastroso. Mesmo levando em conta o choque de oferta que resultou em surto inflacionário e, portanto, queda inicial de margens, não achamos razoável que a dinâmica de lucros tenha sido tão ruim por tanto tempo, em tantos casos. Muito do mau desempenho do mercado de ações no período é atribuído à abertura de juros – ponto com que concordamos – mas acreditamos que a má entrega operacional das companhias explica parte importante da sangria.

Temos nos questionado quais as causas dessa decepção e identificamos um fator principal, que aqui na Studio apelidamos de “iludidos pela Covid”. A pandemia trouxe choques e mudanças de padrão: nossa sensação é que os executivos tiveram dificuldade de navegar nesse novo cenário, discernir o temporário do permanente, e tomaram ações com base na mentalidade dos anos anteriores, de calma. Muitas dessas decisões foram excessivamente ousadas para a desinformação do momento e a instabilidade dos novos padrões, resultando em prejuízos expressivos, perda de rumo estratégico e contas que estão sendo pagas até hoje.

Um exemplo foi a superestimação das tendências do *lockdown*, como o *e-commerce* e o *home office*. Para citar alguns exemplos, a Natura superestimou a vitalidade da venda direta em um período que favoreceu o canal, o que afetou todas as marcas – desde atrapalhar a leitura na integração da Avon ao *roll out* desse modelo na The Body Shop (hoje já vendida). A Alpargatas também foi ludibriada, seja pela tendência do “fica em casa”, que acelerou a demanda por Havaianas, seja pela permanência no funcionamento do canal alimentar, importante no seu caso, seja pela obrigação de sua maior concorrente fechar sua fábrica. Isso superestimou o sucesso da estratégia da época e levou a companhia a super-estocar a cadeia, muitas vezes com SKUs<sup>7</sup> que não teriam giro. Em um exemplo bem diferente, a Hapvida, usualmente habilidosa na gestão de custos, acreditou que o choque de 2021 se devia ao represamento de exames e seria temporário, de modo que não repassou com força os preços em 2022. Ao final vimos, aqui sim, mudanças mais perenes de padrão, com permanência dos custos e resultados fracos, de modo que continuamos aguardando uma normalização das operações.

Outra questão interessante foi o juro baixo somado ao represamento de poupança dos auxílios. Várias empresas tiveram dificuldade em entender o *boom* de consumo de 2022 e erraram a estratégia de produtos e precificação, como o já mencionado caso da Renner e de muitos outros varejistas. Mas o tema também reverberou em vários outros segmentos, como o crédito. Alguns bancos relaxaram os padrões de concessão e tiveram um pico de inadimplência no início de 2023, antes do que o ciclo macro sugere. Ainda hoje não se sabe quanto foi um erro de estratégia e quanto é competição das *fintechs* sobre alguns *players*, mas esta conta foi especialmente salgada.

No campo do CAPEX e dos M&As, o imperativo de investir no digital gerou dezenas de aquisições que foram, na melhor das hipóteses, caras. Em poucos anos, ou até meses, algumas dessas “*digital native*” foram descontinuadas ou escanteadas. Empresas de varejo, bens de consumo, saúde, bancos e shoppings investiram muito dinheiro na tentativa de construção de plataformas digitais que não tiveram sucesso.

Para sermos claros, não achamos que o desafio era fácil e nossa intenção não é criticar as empresas, tanto que algumas seguem no portfólio hoje. O que temos feito é avaliar se os desvios são de fácil ou difícil correção. Enxergamos tanto empresas que levarão anos corrigindo os problemas, como algumas que já parecem ter retomado o prumo e foram excessivamente penalizadas pelo mercado. Nesse sentido, o *stock picking* tem particular importância agora.

Na média, vemos o biênio 2024/2025 como de provável normalização para a maior parte dessas empresas. Se estivermos certos, será um período de recuperação de margens e da confiança no discurso das companhias. Isso

---

<sup>7</sup> SKU: Stock Keeping Unit ou Unidade de Manutenção de Estoque. O SKU é um código utilizado pelos varejistas para identificarem os produtos e/ou mercadorias, comumente referindo-se a um produto/mercadoria em si.

representa uma visão construtiva no micro que se somaria à do macro que descrevemos antes, mesmo com perspectivas aparentemente pouco empolgantes para o país ou para os diferenciais das empresas brasileiras. Fica faltando o elemento da volta da liquidez para os mercados, sempre mais imprevisível. Mas, com fundamentos positivos e um ciclo de queda de juros global pela frente, acreditamos que os ventos favoráveis podem voltar em breve.

## INFORMAÇÕES IMPORTANTES

As informações contidas neste material são de caráter meramente informativo e não constituem qualquer tipo de aconselhamento, oferta ou recomendação de investimentos em fundos de investimentos ou qualquer outro valor mobiliário, portanto as informações não devem ser utilizadas como fundamento para aplicações ou resgates. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito - FGC. O material é distribuído com a ressalva de que não oferece assessoria contábil, jurídica ou tributária. Consulte um assessor jurídico ou tributário de sua confiança. Os fundos de ações podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos da Studio Investimentos podem adotar estratégias com derivativos como parte da sua política de investimentos, que podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas. A rentabilidade divulgada para nossos fundos não é líquida de impostos e taxa de saída, quando houver. RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RESULTADOS FUTUROS. RECOMENDAMOS A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO, FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES, E LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS, SE HOUVER, ANTES DE INVESTIR. PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE FUNDO(S) DE INVESTIMENTO(S), É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES.

Este material tem como único propósito fornecer informações sobre resultados de estratégias geridas pela Studio a seus destinatários, e não constitui ou deve ser interpretado como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura quando o material foi editado, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Algumas das informações aqui apresentadas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Studio não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos.

Acreditamos que as informações contidas neste material sejam confiáveis, mas não garantimos que sejam exatas ou completas. As opiniões, estimativas, estratégias e visões de investimento expressas neste documento constituem o juízo de nossos estrategistas de investimento dedicados aos clientes, com base nas atuais condições de mercado, podendo ser alteradas sem aviso prévio.

As estratégias e visões de investimento contidas neste material poderão divergir daquelas expressas para outros fins ou em outros contextos por outros estrategistas de mercado. Os pontos de vista e estratégias descritos aqui podem não ser apropriados para todos os investidores.

Os investimentos discutidos podem flutuar em termos de preço ou valor. Os investidores que desejem adquirir ou negociar os títulos mobiliários mencionados neste material devem obter documentos pertinentes relativos aos instrumentos financeiros e às bolsas e confirmar seu conteúdo. A decisão final em relação aos investimentos deve ser tomada por cada investidor, levando em consideração os vários riscos, tarifas e comissões.

É expressamente proibida a reprodução e circulação deste material, em todo ou em parte, sem a prévia autorização, por escrito, da Studio Investimentos, que não se responsabiliza por eventuais erros ou pelo uso das informações contidas neste material. A Studio Investimentos possui os seguintes canais de comunicação: +55 (21) 3554-0600, ou através do site [www.studioinvestimentos.com.br](http://www.studioinvestimentos.com.br), na seção Contato. Este fundo tem a supervisão e fiscalização da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), Serviço de Atendimento ao Cidadão em [www.cvm.gov.br](http://www.cvm.gov.br).

