

AZQUEST

**Carta Trimestral do Gestor
Renda Variável**

Março/2023

Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Por Welliam Wang, CFA

Caros Investidores,

Aproveitando o encerramento do trimestre e, apesar do ambiente macroeconômico desafiador, nossos fundos dedicados à estratégia de Renda Variável registraram uma performance de destaque. Os mandatos que permitem exposições vendidas alcançaram resultados absolutos expressivos, superando de forma relevante seus *benchmarks*. Nesse período, o AZ Quest Top Long Biased registrou o retorno de 4,66% contra -7,27% do IBX (diferença de +11,9 p.p.), enquanto o AZ Quest Total Return acumulou alta de 5,57% contra 3,25% do CDI (171% do CDI), demonstrando o trabalho árduo e a dedicação de nossa equipe de gestão, bem como a manutenção de uma robusta estrutura de gerenciamento de risco, que nos ajudou a navegar pela volatilidade do mercado.

Ao longo do trimestre, enfrentamos diversos desafios, incluindo incertezas econômicas e políticas, com um cenário fiscal complexo, dado o histórico menos comprometido com o controle de gastos do novo governo, aliado ao desafio de se aumentar impostos em um ambiente de desaceleração econômica em um país

cuja carga tributária já é extremamente elevada.

Em relação à atribuição de resultado dos nossos fundos *long only*, as posições em empresas dos setores de Petróleo & Petroquímica e Varejo foram os maiores detratores de performance, enquanto Bens de Capital e Elétricas compensaram parte das perdas.

Um dos destaques de contribuição positiva neste período foram as nossas posições vendidas em empresas do setor de Saúde, bem como em diversas empresas do segmento de varejo *e-commerce*, com ênfase para a Americanas, que infelizmente foi vítima de uma fraude contábil cometida pelo seu *management*.

Nesta carta gostaríamos de detalhar o racional dessa posição, analisando a Amazon e como o contexto da empresa se aplica ao mercado brasileiro.

Em nome da equipe de Renda Variável, gostaria de agradecer aos nossos investidores por seu apoio e confiança em nossos fundos. Estamos comprometidos em entregar valor de longo prazo aos nossos investidores e continuaremos a trabalhar incansavelmente para atingir esse objetivo.



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Retornos Crescentes

Desnecessário dizer o destaque de retorno nos últimos anos das empresas que compõe o S&P-500 são as empresas do setor de tecnologia, com alguns trilhões de dólares de capitalização de mercado. Um dos conceitos que explica tamanha geração de valor em tão pouco tempo é o de retornos crescentes.

Alfred Marshall foi um dos principais economistas do século 19, unindo a lei da oferta e demanda criada por Adam Smith aos conceitos de utilidade e custos marginais.

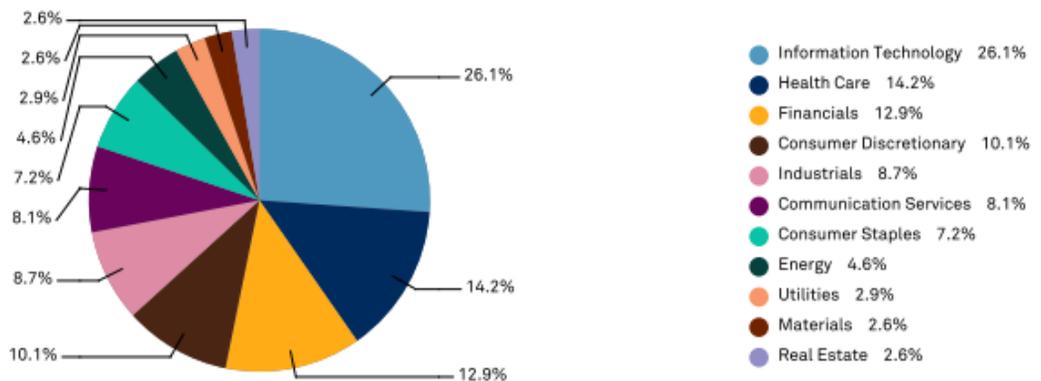
Segundo sua teoria, os retornos seriam decrescentes, pois num cenário de

aumento de oferta ou o preço do novo equilíbrio seria mais baixo ou então o custo seria mais alto.

Com o advento das empresas de tecnologia, o que se via era que o retorno era crescente, pois quanto mais robusta uma plataforma, maior adoção ela teria e mais receitas seriam geradas a partir dela.

As plataformas de e-commerce são um exemplo de empresas com retornos crescentes uma vez que o custo marginal para se adicionar um cliente ou fornecedor é irrelevante, além de gerarem mais receita, ajudando a plataforma a ganhar escala e diluir custos fixos.

Alocação do S&P 500 por Setor



Fonte: S&P 500 Factsheet (Data: 31/03/2023)

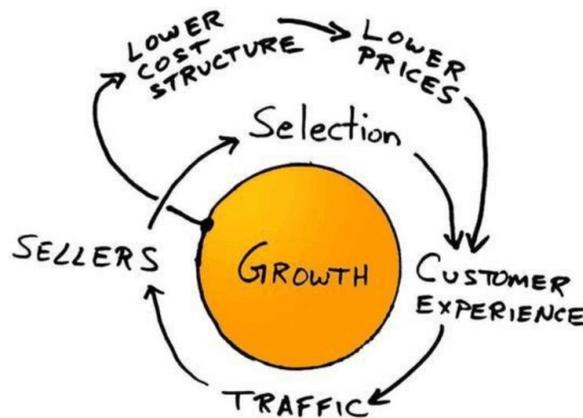


Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Flywheel Effect

O conceito de efeito *Flywheel* foi popularizado por Jim Collins em seu livro "Empresas Feitas Para Vencer", onde ele o usou como uma metáfora para explicar como empresas bem-sucedidas constroem momentum e sustentam o sucesso ao longo do tempo.



Fonte: Flywheel da Amazon criado por Jeff Bezos

O efeito *Flywheel* é um fenômeno que ocorre quando uma entidade, como um negócio, começa a gerar momentum e constrói a partir de si mesma ao longo do tempo. Nesse cenário, a entidade começa com uma pequena quantidade de força e energia e, à medida que continua a ganhar momentum, torna-se mais fácil gerar ainda mais força e energia.

No contexto dos negócios, o efeito *Flywheel* refere-se à capacidade de uma empresa de construir momentum e criar um ciclo autossustentável de crescimento. Isso pode ser alcançado criando um *loop* de *feedback* positivo onde o sucesso de uma área do negócio alimenta o crescimento em outras áreas e o aumento do crescimento nessas áreas, por sua vez, impulsiona mais sucesso e momentum.



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

O *Flywheel* da Amazon consiste em quatro etapas principais:

i) Seleção e preço baixo: a Amazon oferece uma ampla seleção de produtos a preços competitivos para atrair clientes para seu site;

ii) Conveniência e experiência do cliente: a Amazon oferece uma experiência de compra conveniente e personalizada para seus clientes, incluindo opções de entrega rápida, opiniões de outros clientes e recomendações personalizadas;

iii) Mais tráfego: A satisfação do cliente leva a mais tráfego no site da Amazon, bem como a uma maior fidelidade do cliente e à geração de recomendações boca-a-boca;

iv) Mais vendas: O aumento do tráfego e da fidelidade do cliente leva a um aumento nas vendas e, por sua vez, permite que a Amazon expanda sua seleção de produtos, aumente seu poder de compra, reduza os custos de distribuição e ofereça preços ainda mais baixos.

Esses componentes trabalham juntos para criar um ciclo de *feedback* positivo: a grande seleção de produtos e os preços baixos da Amazon atraem mais clientes, o que, por sua vez, atrai mais vendedores, levando a uma melhor experiência do cliente, que impulsiona ainda mais as vendas e atrai mais vendedores. Este ciclo continua, resultando em crescimento contínuo e sucesso para a empresa.

No Brasil, o Mercado Livre possui características muito semelhantes, conseguindo uma posição de dominância no mercado.

Visão de Longo Prazo e Foco no Cliente

Como pode se ver no *Flywheel* da Amazon, a cultura é totalmente focada no cliente em que o lucro é uma consequência deste serviço de alta qualidade prestado. O foco é primeiro crescer e maximizar a base de clientes, fidelizá-lo e então criar um modelo de monetização sustentável.



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

No filme "The Social Network", há uma cena que sumariza bem este conceito, quando Eduardo Saverin se mostra ansioso por monetizar e implementar anúncios na rede social, mas é impedido por Sean Parker que acha que antes de tudo é necessário expandir e compreender o potencial do produto, que pode se transformar em algo ainda mais grandioso no futuro.

"A million dollars isn't cool. You know what's cool? A billion dollars."

Sean Parker, The Social Network

No caso da Amazon, ela se preocupou em investir bilhões por diversos anos, melhorando a logística, reduzindo tempo de entrega, criando um ecossistema que realmente prende o cliente e até os dias de hoje a divisão de e-commerce não tem uma margem operacional relevante.

O oposto deste conceito são as empresas que possuem o acionista como centro das decisões.

Em uma cultura centrada no acionista, o principal objetivo da organização é aumentar o retorno do acionista por meio de estratégias como corte de custos, aumento de lucros e aumento dos preços das ações. Isso geralmente leva a um foco em resultados de curto prazo e a uma disposição de fazer sacrifícios em outras áreas, como satisfação do cliente, bem-estar dos funcionários e responsabilidade social, a fim de atingir as metas financeiras.

Embora haja benefícios em priorizar o valor do acionista, como maior acesso ao capital e maior investimento em oportunidades de crescimento, uma cultura centrada no acionista também pode criar preocupações éticas e conflitos de interesse.

Americanas é um caso deste tipo de cultura com frases como "Custo é como unha, tem de cortar sempre" e "Empresa boa é empresa com controle e de preferência que o controlador seja eu". E, infelizmente, essa cultura levou a excessos que culminaram nesse problema contábil de R\$20 bilhões.

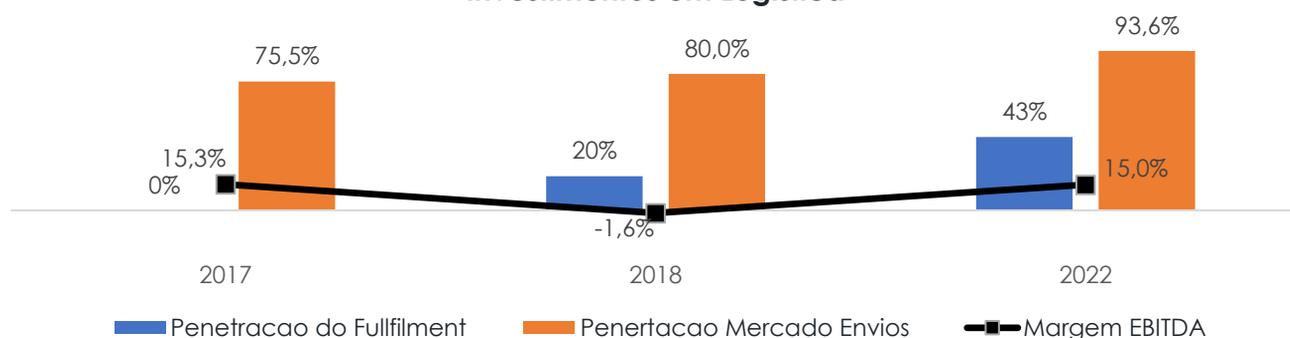


Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Novamente o Mercado Livre também possui as mesmas características de cultura baseada numa visão de longo prazo com foco no cliente, fazendo investimentos vultosos em logística com foco em melhorar o nível de serviço através do lançamento do *fulfillment* em 2017, mesmo que sacrificando margem operacional no curto prazo como pode-se observar no gráfico abaixo.

Investimentos em Logística



Fonte: Informações Públicas da Companhia e AZ Quest

A estratégia de investimento em logística gerou frutos e a empresa retomou os níveis anteriores de margem em 2022, porém com uma penetração dos serviços logísticos muito maiores do que no passado.

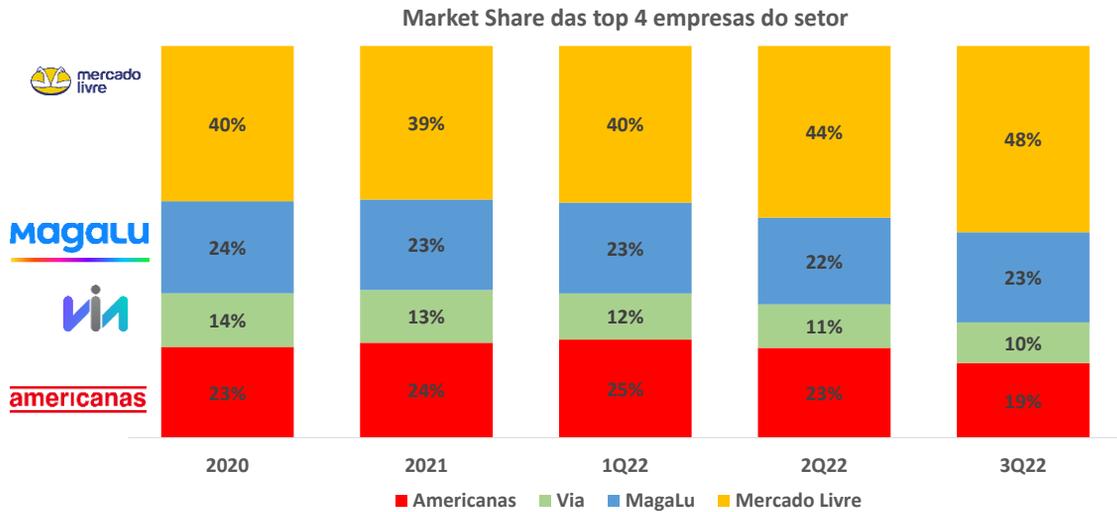
E-Commerce no Brasil

Com os conceitos discutidos acima, entendemos que a empresa que mais se assemelha à Amazon no Brasil é o Mercado livre, conseguindo uma posição dominante no mercado, mostrando crescimento e margens muito mais saudáveis que a dos concorrentes. **Embora já seja a maior empresa do segmento de e-commerce, o Mercado Livre continua a ganhar market share relativo aos seus principais concorrentes.**



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

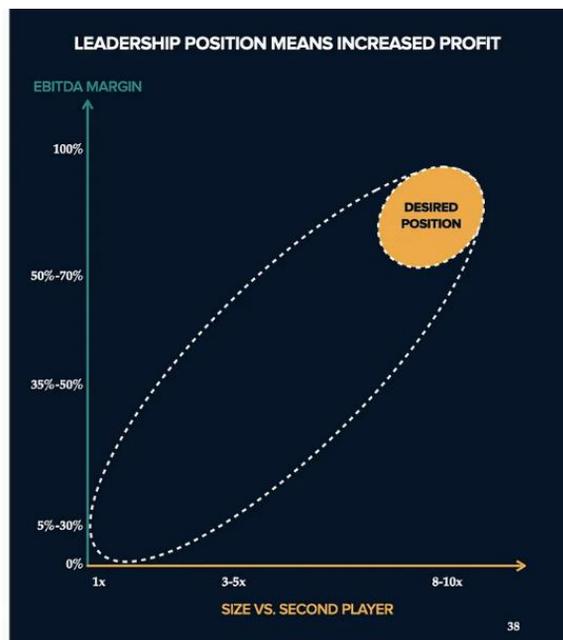
Abril/2023



Fonte: Informações Públicas das Companhias

Esta dominância faz com que a diferença de geração de valor apenas aumente ao longo do tempo.

"It's enough to be #1. The bigger you are than the #2 in a given market or category, the less you need to subsidize growth, and the more value you are able to create and capture."



Fonte: Benchmark Capital



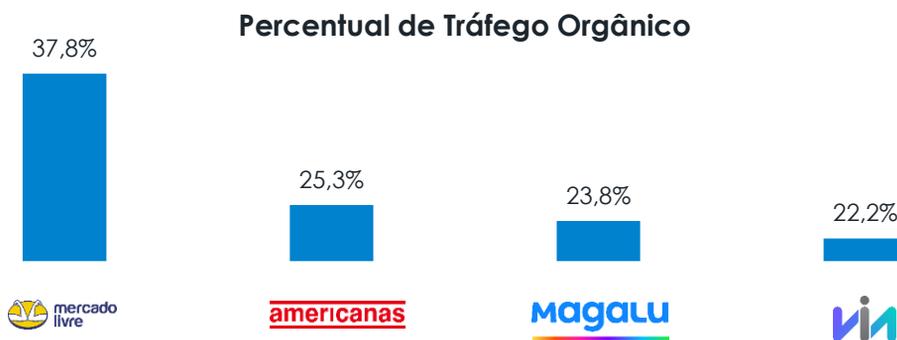
Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023



Fonte: Benchmark Capital

O Mercado Livre é a empresa que menos gasta com aquisição de clientes pois tem o maior percentual de tráfego orgânico. Ao contrário, ao invés de gastar dinheiro com *adds* (propaganda no Google, FaceBook etc.), ela cobra para que terceiros anunciem na sua plataforma. Assim, enquanto seus concorrentes precisam de um esforço enorme para crescer, o Mercado Livre rentabiliza o tráfego orgânico, alimentando ainda mais a dinâmica vencedora de sua plataforma.



Fonte: SimilarWeb



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Outro indicador que reforça a posição de liderança do Mercado Livre é o tempo gasto pelo usuário na plataforma. Nota-se pela tabela abaixo que os usuários gastam, em média, quase o dobro do tempo na plataforma do Mercado Livre se comparado às plataformas concorrentes.

Portanto, o Mercado Livre, além de possuir o maior tráfego dentro das plataforma de e-commerce também consegue fazer com que o usuário gaste mais tempo navegando em sua plataforma.

	Tempo Médio Gasto	Páginas Por Visita
Mercado Livre	06:25	7,4
Americanas	02:50	4,1
Magalu	03:30	3,6
Via	03:33	4,1

Fonte: SimilarWeb

Com isto continuamos com a nossa posição vendida nas empresas concorrentes.

O Caso Americanas

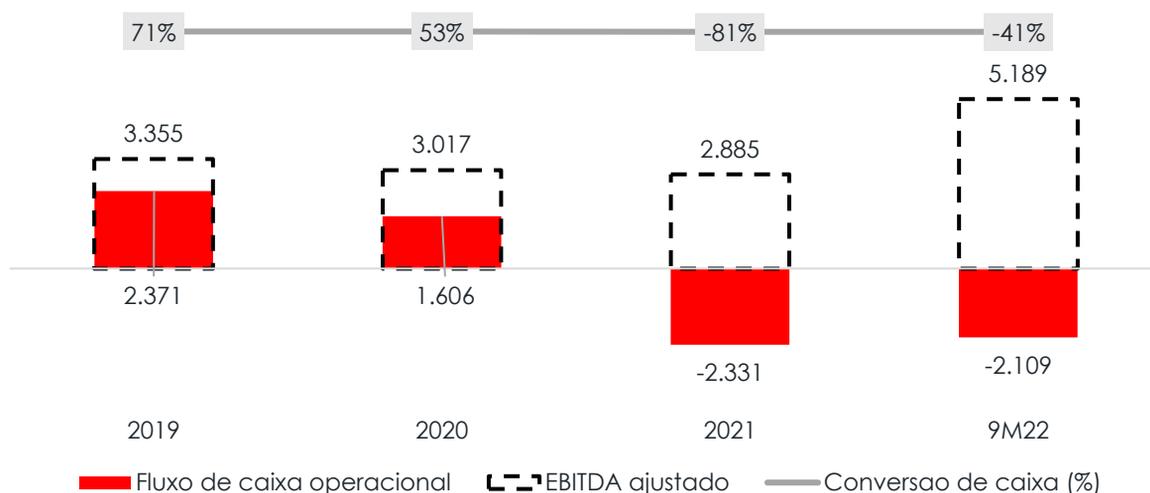
Como mencionado anteriormente, nossa performance deste trimestre foi positivamente impactada pelo triste episódio de fraude contábil no qual a empresa foi vítima. Este é um evento que dificilmente seria antecipado. Embora nossa gestão não estivesse esperando nada dessa magnitude, a nossa visão para a empresa era bastante pessimista e alguns indicadores nos ajudaram a construir nossa posição vendida na ação de Americanas.



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023

Ao longo dos últimos anos, a companhia não conseguiu apresentar um nível de conversão de EBITDA em caixa que fizesse sentido (gráfico abaixo). Essa dinâmica levantou enormes preocupações pois a empresa não conseguiu gerar caixa para rodar a operação e pagar o serviço da dívida. Consequência disso foi o aumento ininterrupto da alavancagem, mesmo após sucessivos aumentos de capital.



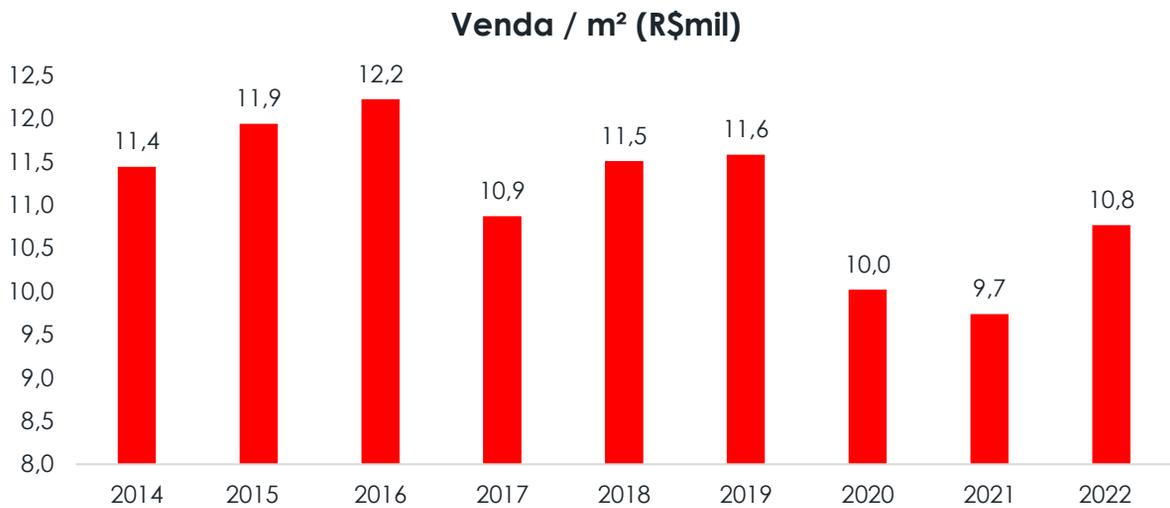
Fonte: Informações Públicas da Companhia e AZ Quest

Outro ponto de preocupação com a operação da Americanas se deve ao fato de que, ao longo do tempo, a venda por metro quadrado das lojas física da companhia mostrou uma performance muito fraca, significativamente abaixo da inflação. Em determinados períodos, notamos inclusive a queda do indicador em termos nominais mesmo em um ambiente inflacionário, como pode ser observado no gráfico em seguida.



Carta Trimestral do Gestor | Renda Variável

Abril/2023



Fonte: Informações Públicas da Companhia e AZ Quest

Em suma, a mesma dinâmica dos últimos anos deve se repetir e o líder de mercado deve continuar a ampliar as suas vantagens competitivas bem como a diferença de rentabilidade para os outros *players*. Eventualmente mais *players* devem sair do mercado, levando a uma maior consolidação.

