

Rio de Janeiro, 19 de agosto de 2023

**“Forecasting is very difficult, especially when it involves the future.”**

Yogi Berra

Prezados cotistas,

Em nossas cartas, comumente dedicamos alguns parágrafos para ponderações abrangentes sobre o Brasil e o ambiente de mercado. Nossa abordagem tradicional nessa reflexão “macro” é sobretudo um exercício de compreender o contexto em que estamos e raciocinar sobre os cenários e evoluções possíveis. Decididamente, não se trata de uma tentativa de criar credibilidade interna ou externa na nossa capacidade de projetar o futuro nesse campo. Sendo dessa forma que tratamos discussões macroeconômicas internamente na Squadra, aconselhamos aos senhores cotistas que também interpretem assim nossas considerações *top-down*.

Em nossa última comunicação, por exemplo, descrevemos como o ambiente estava marcado por uma miríade de razões para o investidor leitor do jornal cotidiano estar pessimista: juros em alta em escala global, guerra na Ucrânia, eleições no Brasil, desconfianças sobre como seria o próximo governo... dúvidas e receios para todos os lados. Frente a temas tão vastos, o elemento que mais enfatizamos foi o nível especialmente atrativo de valuation do portfólio de nossos fundos na época, aliado à alta qualidade dessas companhias. Era a “boia” em que nos seguramos em meio ao mar de incertezas existentes naquele momento.

Certamente, essa não é a abordagem dominante na indústria de fundos, e nem mesmo no subsegmento de gestores de ações. Provavelmente pelo fato de o Brasil ser um país volátil, fica demasiadamente tentador projetar para onde o vento macro irá soprar. Quem sabe, até mesmo antecipar mudanças iminentes em sua direção e intensidade? O resultado é vermos por aqui uma busca frequente de combinar o talento de seleção de companhias de Warren Buffett com o *timing* e visão macroeconômica de Stanley Druckenmiller na gestão de portfólios de ações. Ambicioso.

Nossa crença é que esse modelo tentativo não funciona como opção recorrente de gerar retorno para a grande maioria dos gestores de fundos. Pelo menos para a Squadra, nesses 15 anos, não fomos aptos em obter retornos positivos baseados em predições de ciclos econômicos, tampouco através de tentativas de antecipar variações de curto prazo nos preços de ações. Nosso objetivo, como empresa, é identificar peculiaridades microeconômicas não percebidas pela maioria dos demais participantes do mercado financeiro e, assim, criar valor para nossos cotistas.

Gestão ativa de recursos é uma atividade desafiadora. Eugene Fama formulou a hipótese do Mercado Eficiente, fundamentando que os preços do mercado sempre refletem todas as informações existentes e disponíveis. Pelo apelo de suas ideias, essa doutrina tornou-se dominante na Academia, ainda que tenha despertado incontáveis críticas de *value investors* históricos. John Bogle, fundador da Vanguard, construiu uma carreira de sucesso como o principal proponente da aplicação em fundos passivos, indexados e de baixo custo. A reputação de Bogle atingiu nível próximo à máxima que se pode alcançar no mundo de investimentos, ao ser definido como “herói” pelo próprio Warren Buffett.

Para o gestor ativo, administrar a poupança confiada a si por seus clientes é um trabalho que implica alto grau de responsabilidade. Envolve, implicitamente, defender que as versões extremas da teoria do Mercado Eficiente estão equivocadas. Pressupõe, também, acreditar que sua análise de investimentos, racionalidade e tomada de decisão superiores serão suficientes para mais que compensar as taxas de administração dos fundos, o que diversos estudos demonstram não ser verdade para o conjunto amplo de gestores ativos.

Na Squadra, acordamos todos os dias com o propósito de que nossa empresa e processo de investimento sejam capazes de se sobreporem às teses de Eugene Fama, com a qual pouco simpatizamos, e de John Bogle, da qual reconhecemos os méritos. Com esse intuito, através de reflexões e evoluções, temos direcionado nossa gestora e seus fundos desde sua criação para uma simples filosofia: o famoso, atemporal, “*good old fashioned*” *stock picking*. Ele funciona aliado a uma gestão ativa de portfólio, que, principalmente, dimensiona o tamanho relativo de cada alocação.

**“Building purpose in a creative group is not about generating a brilliant moment of breakthrough but rather about building systems that can churn through lots of ideas in order to help unearth the right choices.”**

Daniel Coyle - The Culture Code

Depois de 15 anos nada simples, com acertos e erros, mas com retornos acumulados que julgamos favoráveis, acreditamos que a Squadra está em sua constituição mais sólida. Criamos, com o tempo, um time experiente, numeroso e coeso. Uma equipe formada internamente em uma cultura de excelência e com baixíssimo *turnover*, fator preponderante para a execução do nosso modelo de gestão.

Atualmente, temos time e processos que nos permitem ter profundidade em uma diversidade de setores da economia e de empresas brasileiras. Nossa convicção é que esse aprofundamento disciplinado descobre distorções entre preço e valor, gerando alternativas de investimentos diferenciadas. Aliado a isso, confiamos que a vivência, o tamanho e o entrosamento da equipe tendem a levar a uma suficiente recorrência dessa descoberta de oportunidades.

Em um raciocínio comum em gestão de recursos, costuma-se pensar que um maior número de pessoas e de negócios analisados leva diretamente a mais ideias de investimento. Embora essa lógica tenha algum sentido, não é bem assim que atuamos. Ainda que a idealização de acompanhar todas as empresas da bolsa possa ser tentadora, a história mostra que retornos superiores durante janelas longas costumam estar concentrados em poucas posições relevantes e na minimização de erros que resultem em perda permanente de capital.

O fato de a Squadra atualmente ter uma equipe de análise mais numerosa do que já foi no passado, na realidade, tem nos permitido um enfoque apropriado nas principais ideias que identificamos. Esse foco abrange desde o envolvimento em aspectos de governança das empresas em que os fundos detêm participação até análises intensas sobre assuntos relevantes para nosso universo de companhias. Como exemplos, mais à frente nesta carta, comentamos sobre nossos investimentos em GPS e em brMalls, além de abordarmos os temas de “*Undeserved Sales*” e Geração Elétrica Distribuída, bem como suas implicações para nosso portfólio.

Quando se trata de reconhecer oportunidades de investimentos *short*, essa intensidade de análise pode ser ainda mais determinante. Eventuais distorções negativas nos negócios costumam ser escondidas, camufladas ou, no mínimo, não alardeadas pelos departamentos de relações com investidores e administradores de empresas. Como ser um dos pioneiros nessas descobertas? Comumente, requer ir mais a fundo em relação à clássica alocação *long*, baseada em selecionar bons negócios, administrados por pessoas competentes e a preços razoáveis. A despeito do que dizem teóricos do Mercado Eficiente, os mercados financeiros estão repletos de armadilhas à espera do investidor pouco diligente. Os parágrafos a seguir ilustram de forma breve algumas delas, que estão atualmente em voga no mundo corporativo.

Nas principais bolsas de valores globais, adota-se a prática da divulgação de informações contábeis periódicas. Como consequência, da mesma forma que nos arrumamos e queremos estar bonitos para festas e ocasiões comemorativas, muitas empresas buscam embelezar seus balanços para o especial dia de fechamento de trimestre. No Brasil, as fotos dos ativos e passivos de algumas varejistas no encerramento de trimestre diferem bastante do que seria a realidade de sucessivos balanços diários.

Compreender a real capacidade de geração de lucros sustentáveis (“*normalized earnings power*”) é primordial para se estimar o valor intrínseco de companhias. Muitas empresas buscam direcionar analistas e potenciais investidores nessa avaliação em seus *releases*, ao proverem um “Lucro Ajustado”, bem como métricas

particulares de seus níveis de alavancagem. Em vários casos, tal ajuda de fato é bem-vinda. Em muitos outros, no entanto, assemelha-se mais àquelas fotos em que exageraram no Photoshop.

A prática contábil é repleta de decisões subjetivas. Enquanto já escrevemos em carta anterior como despesas relacionadas ao crescimento da empresa transitando na demonstração de resultados podem minorar o lucro contábil em relação ao “*earnings power*”, tem sido cada vez mais usual encontrarmos a ponta oposta. Administradores e contadores têm optado por capitalizar no formato de intangíveis despesas com pouca perspectiva de serem proponentes de receita à frente. Jogam, assim, para o futuro os impactos negativos desses desembolsos de caixa em seus lucros.

Muitos investidores gostam de dividendos. Se forem recorrentes, sem volatilidade e crescentes, melhor ainda. Ativos financeiros com essas características comumente são negociados com base em seu *dividend yield*: sua cotação em bolsa passa a ser determinada em larga medida como um múltiplo do dividendo pago a cada período. Ao longo da história, diversas entidades se valeram dessa constatação e optaram por pagar dividendos acima da geração de caixa de seus negócios subjacentes, de forma a inflar o preço de ativos listados. Para equilibrar essa disparidade, a fórmula é se valer de frequentes emissões primárias de novas ações ou aumento de endividamento. Recentemente, foi trazido à luz o exemplo extremo da holding do investidor americano Carl Icahn, definida no relatório da Hindenburg Research como “*ponzi-like economic structure*”. Por aqui, diversos fundos imobiliários possuem a prática de pagar dividendos superiores à geração de caixa recorrente de seus ativos, enquanto se amparam em repetidas emissões primárias. Como esse padrão de comportamento não se sustenta no longo prazo, há chance não desprezível de surpresas negativas para cotistas de alguns desses fundos, que, nos últimos anos, cresceram de forma importante no portfólio de pessoas físicas brasileiras. Seria uma versão amortecida do que aconteceu com a Icahn Enterprises.

As amostras acima são exemplos, longe de serem exaustivos, da necessidade de haver um trabalho minucioso, quase obsessivo, de investigação, checagem de dados e entendimento de negócios, aliado ao emprego de julgamentos subjetivos e racionais. Ao aprofundarmos na microeconomia, quando encontramos diferenças marcantes entre preço das ações e valor intrínseco das companhias, essas se traduzem em investimentos, tanto *long* como *short*, para os fundos geridos pela Squadra.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Em nossa última carta, em meio a um contexto de “*volatility, fear, doubt, uncertainty, and regret*”, nos seguramos em uma “boia”: o valuation e a qualidade de nosso portfólio. Não era uma boia frágil, pois não existe melhor proteção ao investidor do que pagar preços baixos por ativos de qualidade. Por isso, ressaltamos o nível de valuation altamente descontado em relação a padrões históricos. Buscamos também demonstrar, com uma matemática simplificada, como uma carteira diversificada entre ótimas companhias nos múltiplos de lucro então vigentes significava um ponto de partida atrativo para retornos favoráveis à frente.

Desde então, os fundos da Squadra apresentaram valorizações<sup>1</sup> significativas (Long-Biased +40,6%, Long-Only +36,5%), inclusive superiores ao Ibovespa, que subiu 19,8%. Enquanto a alta do valor de mercado de nossos investimentos *long* nesse último ano foi superior ao seu ganho em valor intrínseco, tornando os valuations atuais menos deprimidos, a boa notícia é que o aspecto “qualidade” do portfólio se desenvolveu de forma mais benéfica do que antecipávamos.

Entre nossas posições mais relevantes, houve um considerável crescimento de valor intrínseco. Predominantemente, temos visto as empresas em que investimos desempenhando de forma bastante positiva, com incrementos de receita e rentabilidade. Além disso, houve evoluções corporativas promissoras. A seguir, alguns exemplos dignos de destaque:

- (i) a Equatorial Energia adquiriu a distribuidora de energia de Goiás (CELG-D) e as indicações iniciais são de que deve conseguir replicar seu histórico de *turnaround* e geração de valor;

<sup>1</sup> De 30 de junho de 2022 a 30 de junho de 2023.

- (ii) Mercado Livre tem testemunhado o encolhimento brutal de um de seus principais concorrentes após a revelação de uma fraude marcante;
- (iii) campos da PRIO na costa brasileira superaram sua expectativa inicial de volume de produção de petróleo;
- (iv) a XP usou parte do seu excesso de capital e de seus lucros correntes para recomprar quase 6% das suas ações a preços bastante inferiores ao seu valor intrínseco;
- (v) o recorde histórico da safra de grãos tem possibilitado à Rumo materializar seu *pricing power* como solução logística mais competitiva para o agronegócio do Centro-Oeste brasileiro;
- (vi) Grupo Mateus seguiu o seu audacioso plano de expansão pelo Nordeste do país, ao mesmo tempo que alcançou ganhos sólidos na gestão de capital de giro;
- (vii) a Ultrapar vem apresentando melhoras sequenciais de rentabilidade em diversas linhas de negócio, após uma ampla reestruturação de seu conselho de administração e diretoria.

Felizmente para os senhores cotistas, podemos dizer que a lista acima não é exaustiva. Salva de palmas aos gestores das companhias.

**"The most common cause of low prices is pessimism – sometimes pervasive, sometimes specific to a company or industry. We want to do business in such an environment, not because we like pessimism but because we like the prices it produces. It's optimism that is the enemy of the rational buyer."**

Warren Buffett

Quando relembremos o contexto de nossa última carta, que predominou durante boa parte dos últimos doze meses, não era difícil perceber o nível de valuation altamente descontado das empresas de nosso portfólio. Para investidores de longo prazo dispostos a suplantar o pessimismo, entender aqueles preços como oportunidade singular de aumentar suas exposições a esses negócios envolvia assumir a repetição de uma característica da história recente brasileira: mais uma vez, apenas flertaríamos com o abismo, sem nos aproximar demasiadamente do desarranjo macroeconômico. Nossos mecanismos de pesos e contrapesos nos resguardariam novamente de sermos incluídos no rol dos países falidos da América do Sul. Até agora, infelizmente, uma conjunção subótima para o desenvolvimento e melhora do bem-estar do país, porém suficiente para propiciar retornos adequados a um portfólio de boas companhias.

Quando refletimos sobre as razões e evoluções possíveis dessa realidade, compartilhamos da percepção que o histórico não muito distante de recessão e corrupção de governos com alto grau de intervencionismo estatal criou um *market share* político e de formadores de opinião relevante para o pensamento pró-ambiente de negócios no Brasil.

Em paralelo, na economia, tem se destacado a contínua subestimação das projeções de especialistas quanto ao crescimento recente do PIB do país. Enquanto os ótimos níveis de produção e preço de commodities certamente ajudaram, vem ganhando força a argumentação de que as reformas econômicas promovidas nos últimos governos estão contribuindo para esse impulso. De fato, é o que temos visto no estudo microeconômico de várias empresas e setores.

**Nossa Performance**

Ano	Squadra Long-Biased	Squadra Long-Only	Ibovespa	IBrX	Benchmark estratégia Long-Biased
2008*	-20,3%	-29,6%	-38,0%	-37,0%	9,1%
2009	98,7%	157,8%	82,7%	72,8%	10,5%
2010	21,9%	30,7%	1,0%	2,6%	12,2%
2011	12,6%	-0,8%	-18,1%	-11,4%	12,9%
2012	10,1%	16,6%	7,4%	11,5%	12,1%
2013	8,2%	6,6%	-15,5%	-3,1%	10,5%
2014	2,6%	0,1%	-2,9%	-2,8%	12,9%
2015	-1,5%	-5,9%	-13,3%	-12,4%	17,2%
2016	29,4%	32,2%	38,9%	36,7%	14,0%
2017	16,0%	21,3%	26,9%	27,5%	9,0%
2018	39,4%	30,9%	15,0%	15,4%	9,1%
2019	35,5%	45,7%	31,6%	33,4%	9,6%
2020	12,2%	5,1%	2,9%	3,5%	7,9%
2021	-8,6%	-14,6%	-11,9%	-11,2%	14,3%
2022	10,4%	-4,6%	4,7%	4,0%	11,3%
2023-1S	18,5%	20,7%	7,6%	6,6%	5,9%
<b>Desde o início</b>	<b>893,5%</b>	<b>771,8%</b>	<b>95,0%</b>	<b>149,1%</b>	<b>440,8%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>16,3%</b>	<b>15,3%</b>	<b>4,5%</b>	<b>6,2%</b>	<b>11,7%</b>
<b>Últimos 60 meses</b>	<b>128,1%</b>	<b>95,2%</b>	<b>62,3%</b>	<b>65,6%</b>	<b>65,4%</b>
<b>Anualizado</b>	<b>18,0%</b>	<b>14,4%</b>	<b>10,2%</b>	<b>10,6%</b>	<b>10,6%</b>

\* A partir de 31/mar/2008, quando se iniciam os fundos da Squadra

Em 2022, o fundo Squadra Long-Biased (LB) subiu 10,4%, enquanto o Squadra Long-Only (LO) caiu 4,6%. O *benchmark* da estratégia Long-Biased foi positivo em 11,3% e o Ibovespa, principal índice de bolsa do Brasil, apresentou alta de 4,7%. No primeiro semestre de 2023, os fundos Long-Biased e Long-Only tiveram ganhos de 18,5% e 20,7%, respectivamente. O *benchmark* do LB valorizou 5,9%, enquanto o Ibovespa subiu 7,6%.

Nos últimos cinco anos, o Squadra LB teve um retorno acumulado de 128,1% e o LO, de 95,2%, com performances superiores aos 65,4% do IPCA+X%<sup>2</sup> e aos 62,3% do Ibovespa.

O fundo Long-Biased apresentou rendimento superior ao Long-Only em 2022, seguindo o padrão observado nos anos de queda das ações de nossa carteira. Essa performance mais favorável se deu por ganhos com nosso portfólio *short* e com pares *long/short*, bem como por uma contribuição positiva de *hedges* empregados. Além disso, no LB, frequentemente contratamos proteções via opções para *longs* individuais, que atenuaram a desvalorização de determinadas posições.

No decorrer dos últimos 12 meses, quanto aos investimentos *long* dos fundos, gradualmente aumentamos a concentração do portfólio nas principais oportunidades, conforme vislumbramos evoluções positivas de seus negócios. Isso fez crescer nossa convicção nos prospectos de determinadas companhias, ao mesmo tempo que nos deparamos com preços deprimidos para comprá-las. Esse movimento se deveu integralmente a uma avaliação

<sup>2</sup> IPCA+X% a.a., sendo o fator X definido no último dia útil de cada ano para o ano subsequente, utilizando a média aritmética das taxas indicativas diárias dos títulos que compõem o IMA-B 5+ dos meses de outubro, novembro e dezembro. Do início do fundo até março de 2013, o fator X era fixo em 6% ao ano. O fator X foi definido em 5,2% em 2022 e 6,0% em 2023.

fundamentalista e caso a caso, e não por qualquer decisão ligada à gestão de risco ou à necessidade de menor diversificação.

Em relação ao portfólio *short* do Squadra Long-Biased, seu tamanho esteve bastante reduzido durante a maior parte do último ano, devido à nossa incapacidade de encontrar oportunidades em meio aos preços e ceticismo vigentes no mercado. No entanto, não era nada que tirasse nosso sono. Como já comentamos em outras ocasiões, as posições *short* são decorrentes de uma abordagem *bottom-up*, que tem por objetivo gerar retornos em termos absolutos. O tamanho desse portfólio varia, portanto, naturalmente, de acordo com a identificação de oportunidades. De poucos meses para cá, a exposição *short* do fundo aumentou de forma importante, à medida que iniciamos e progressivamente incrementamos novos investimentos.

No decorrer desta carta, vamos percorrer histórias e temas que ajudam a embasar algumas das posições detidas pelos fundos. Antes, um aparte sobre nossa estratégia de *hedges*.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Em 2022, especificamente no 1º semestre, a estratégia de *hedges* gerou ganhos para o fundo Squadra Long-Biased. Ainda que não tenha sido o fator primordial, visto que as atribuições mais significativas vieram, de forma combinada, do portfólio *short* e dos pares *long/short*, ajuda a explicar a melhor performance do LB em relação ao LO no ano. Essa contribuição positiva em um período de queda relevante dos ativos financeiros é coerente com o que esperamos ao empregar instrumentos de *hedge*. Comportamento semelhante foi observado em outros anos de desvalorização do mercado de ações, como 2008, 2011 e 2015.

O fator determinante para utilizarmos frequentemente uma estratégia de seguros para nosso portfólio Long-Biased não consegue ser capturado puramente em números. Quando pensamos na gestão de risco do nosso patrimônio e de nossos clientes, queremos estar preparados para lidar com cenários negativos, sendo melhores tomadores de decisão quando os mercados apresentam seus periódicos episódios de pânico.

Parte desse objetivo é alcançado através de planejamento, sempre mantendo uma maneira de pensar que questione diversos cenários alternativos, da pesquisa e análise das empresas à construção das carteiras. Existe muita coisa que pode dar errado no mundo, nos mercados e nas companhias em que investimos, o que torna simplesmente impossível a tarefa de antecipar-se a todas. Desta forma, vamos sofrer perdas em nossos fundos, grandes algumas vezes, e reconhecemos que elas fazem parte da atividade de investimento, desde que sejam transitórias.

Concomitantemente, acreditamos que, junto com a maior flexibilidade de caixa do fundo Long-Biased, a estratégia de *hedges* ajuda a nossa gestão. Quando acontecem os momentos de pânico, em geral, nos sentimos um pouco mais bem preparados, em termos de alocação e emocionalmente, para avaliarmos o cenário, os preços, as projeções e o grau de pessimismo vigentes, e, assim, buscamos tomar as melhores decisões. Funcionou dessa forma no meio do ano passado quando buscamos a “boia” do valuation e qualidade do nosso portfólio.

Deste modo, a função principal do seguro não é dar dinheiro. É atenuar grandes perdas e, com isso, dar tranquilidade. Não temos expectativa de tirar da cartola um seguro altamente efetivo a ponto de fazer o fundo subir em um evento de cauda, por exemplo. A ideia central é compor o portfólio e nos ajudar a ter serenidade em contextos de incerteza para avaliar nossas posições e ter investimentos maiores nas principais ideias.

Quando olhamos o histórico de emprego dos *hedges*, constatamos que eles não geraram um resultado marcante para o LB. Há anos com pequenas perdas, há outros com contribuição positiva, como os mencionados anteriormente. No agregado, não constituiu uma estratégia fundamental para as taxas de retorno do fundo em janelas longas, de forma coerente com a expectativa que tínhamos e temos.

O principal fator que explica a performance acumulada superior do Squadra Long-Biased sobre o Long-Only, tanto desde o início dos fundos, quanto no último período de 5 anos, são os resultados obtidos com o portfólio *short*. Esse sim: pensamos em nossa estrutura, dedicamos tempo e esforços de análise para que seja um diferencial de nossa gestão e uma fonte de valor para os cotistas.

Por fim, não existe melhor proteção ao investidor do que pagar preços baixos por ativos de qualidade e mirar um horizonte de longo prazo, compatível com a aplicação em ações. Em mercados de capitais, são bem mais frequentes episódios de variações extremamente acentuadas de preços (para cima e para baixo), seguindo o estereótipo maníaco-depressivo do *Mr. Market*, do que eventos que culminem em perdas permanentes de capital para todo um portfólio de ações.

Diante dessa realidade, investidores de longo prazo sofisticados e com alguma diversificação geográfica tendem a priorizar *equity* como classe de ativo e a ver pouco benefício no uso de seguros em suas carteiras. No caso da Squadra como gestora de recursos, inclusive, uma parcela relevante de nossos cotistas, com base de capital quase permanente, como *endowments*, fundos soberanos, fundos de pensão e *single family-offices*, não demanda nenhum emprego de *hedge* em seus portfólios. Contar com uma base de investidores de longo prazo, sem dúvidas, é uma das fortalezas que favorece o nosso trabalho de gestão.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

**“There is no a priori reason why a comparative advantage should be one big thing, any more than many smaller things. Indeed, an interlocking, self-reinforcing network of small actions may be more successful than one big thing. (...) Firms that have a process to do many things a little better than their rivals may be less risky than firms that do one thing right because their future success is more predictable. They are simply harder to beat. And if they are harder to beat then they may be very valuable businesses indeed.”**

Nick Sleep

Em abril de 2021, participamos da oferta pública inicial de GPS. Embora nosso investimento tenha se iniciado nesse momento, já conhecíamos previamente seus controladores. Em situações de IPO, quando sempre existe uma grande assimetria de entendimento sobre o negócio entre acionistas vendedores e investidores, esse aspecto foi fundamental para decidirmos dedicar esforços na análise da empresa e seu setor de atuação.

À primeira vista, GPS é uma alternativa de investimento que não atrai grande empolgação.

Investir em um negócio de terceirização de serviços de limpeza e segurança? Não soa sexy. Ainda mais em tempos de *blockchain*, *software as a service*, inteligência artificial... Gerir quase 150.000 funcionários em um país conhecido por ter uma das legislações trabalhistas mais complexas e hostis ao empresário em todo o mundo? Entendemos o frio na barriga. Dado que o insumo da companhia é mão-de-obra, pode existir vantagem competitiva ou barreira de entrada para se conquistar ou manter contratos? Por último, embora a empresa sustente que seus diferenciais competitivos são sua cultura de meritocracia, seu modelo de gerenciamento superior e um sistema de gestão proprietário, quantas outras companhias não alegam características semelhantes?

Citar cultura e gestão diferenciadas é um item quase obrigatório na apresentação institucional de qualquer empresa. Em um processo de IPO então, ainda que o departamento de relação com investidores esquecesse de mencionar esses pontos, seu banqueiro de investimentos certamente não deixaria passar. Em relação ao software de gestão, o livro-texto ensina que sistemas não são diferenciais competitivos sustentáveis, pois podem ser facilmente copiados. Por todo o exposto, seria bem possível não reconhecer a GPS como uma oportunidade quando ela abriu capital.

No entanto, na medida em que gradualmente aprofundamos na análise, fomos enxergando similaridades com o investimento mais antigo de nosso portfólio: Equatorial Energia. Embora estejamos falando de setores muito diferentes da economia, assim como no caso da GPS, não é o segmento de atuação, mas sim a cultura, o alinhamento e o modelo de gestão que criam as vantagens competitivas duradouras.

Uma verdadeira cultura de dono é algo que muitas companhias almejam, mas pouquíssimas conseguem implementar. Menos empresas ainda conseguem mantê-la por muito tempo, pois seu sucesso depende não só de uma visão clara, mas de um nível de consistência e disciplina em uma intensidade quase sobre-humana.

Acreditamos que o time da GPS, assim como o da Equatorial, possui esse ativo tão raro. Uma vez consolidada essa cultura empresarial superior, uma série de pequenas vantagens competitivas vão surgindo, se retroalimentando e se entrelaçando. Essa espiral positiva ainda se potencializa pela oportunidade de aplicar seu modelo de gestão em uma perspectiva de consolidação da indústria. Atualmente, a GPS possui o maior faturamento do setor, margem operacional mais elevada, melhor retorno sobre capital investido, inigualável competência na integração de aquisições e um controle operacional invejável, a partir do seu sistema de gestão proprietário.

Em nosso processo de análise, visitar diversas operações da companhia nos permitiu notar o alinhamento de cultura entre todos os níveis gerenciais, começando por controladores, conselheiros e *C-level*. Quando se testemunha até mesmo gestores do nível mais básico gerindo seus contratos pelo sistema proprietário, percebe-se que a GPS é uma companhia diferente. Dispondo de informações com alta granularidade, os gerentes são capazes de explicar a motivação para cada decisão em termos de EBITDA e geração de caixa. Enxergam a qualquer momento, na palma da mão, quais são suas metas individuais, como se encontram em relação às mesmas e quanto vão ganhar se as atingirem. Mesmo com um histórico proveniente de aquisições em sequência, em interações com adquirentes e adquiridos, constata-se uma companhia verdadeiramente integrada, e não aquele conhecido “saco de gatos”, realidade bastante comum em IPOs.

Ao longo dos últimos dois anos, tivemos oportunidade de aumentar paulatinamente nosso investimento na empresa. Parte considerável desse incremento se deu pela compra de participações detidas por fundos de private equity, que venderam gradativamente até deixarem a base acionária em março deste ano. Estar do outro lado da mesa de *insiders* alienando por completo suas posições não costuma ser um lugar confortável. Nesse caso, a continuidade do grupo controlador e da administração foi fundamental.

Daqui para frente, a intensidade de análise continuará se fazendo necessária para monitorarmos a manutenção das vantagens competitivas acima descritas. Não seria surpreendente dizer que o maior risco para a GPS é uma eventual deterioração da sua cultura empresarial e, dada a natureza subjetiva dessa variável, não existe um dado único para se observar. A preservação desse elemento passa por fatores que envolvem a composição acionária, governança, modelos de remuneração e a identificação dos guardiões da cultura, tanto na integração de novas empresas adquiridas como em futuros processos sucessórios.

No intuito de contribuir com a governança, na última assembleia geral ordinária, participamos da eleição de um conselheiro não vinculado à Squadra, em uma nomeação acordada com a companhia, que incluiu o nome na chapa indicada pela administração. Por possuir todos os predicados para desempenhar com rigor e qualidade a função de conselheiro, temos confiança de que poderá colaborar para a continuidade da trajetória de prosperidade da GPS.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

---

**“Our share issuances follow a simple basic rule: we will not issue shares unless we receive as much intrinsic business value as we give. Such a policy might seem axiomatic. Why, you might ask, would anyone issue dollar bills in exchange for fifty-cent pieces? (...) What really counts is whether a merger is dilutive or anti-dilutive in terms of intrinsic business value (a judgment involving consideration of many variables). We believe calculation of dilution from this viewpoint to be all-important (and too seldom made).”**

Warren Buffett

Em janeiro de 2023, a brMalls foi incorporada pela Aliansce Sonae (ALSO), concretizando a fusão entre duas das mais importantes empresas do setor de shopping centers do Brasil. Enquanto a ação BRML3 deixou de existir, na realidade, os acionistas da antiga brMalls continuaram muito vivos e passaram a ser donos de 55% da nova empresa combinada.

Companhias sem controlador definido negociando com valuations perto da bacia das almas, como era o caso da brMalls no início de 2022, são alvos de aquisição conhecidos no mercado de ações. Tendo isso em mente, ao tomar ciência das sucessivas propostas recebidas, nossa abordagem em nenhum momento foi de ficarmos ancorados em discussões ilusórias sobre o prêmio oferecido em relação à cotação de mercado vigente. Como a proposta apresentada era composta majoritariamente por ações de Aliansce Sonae, buscamos nos aprofundar no estudo de seu valor intrínseco.

Por entendermos que as cotações depreciadas tanto de brMalls quanto de Aliansce Sonae nem de perto refletiam a geração de caixa futura de seus negócios, a postura da Squadra sempre foi no intuito de priorizar o recebimento da maior quantidade possível de ações da companhia que resultaria da combinação de negócios, preterindo, assim, a parcela em dinheiro envolvida na transação. Desta forma, maximizaríamos o valor intrínseco resultante de nosso investimento.

Ao analisarmos as propostas colocadas, compreendemos que haver algum pagamento de caixa era uma condição necessária para o outro lado da mesa, os acionistas da Aliansce Sonae. Como naquele momento a ALSO dispunha de um balanço pouco alavancado, era uma oportunidade singular de fazer uma alocação adicional de capital no setor e essa parcela em dinheiro complementava o montante que havia investido comprando ações de brMalls diretamente na bolsa de valores.

Finalmente, na assembleia geral para decidir sobre a fusão, votamos a favor por entendermos que ela era decididamente geradora de valor para os acionistas da brMalls nos termos apresentados. Com a combinação aprovada, nasceria uma companhia com perspectivas mais atrativas e estabilidade na governança, fundamentais para o engajamento das pessoas e para o foco nas operações visando ao médio-longo prazo. A escala criada também possibilitaria diluir parte dos novos investimentos e despesas promovidas pelas empresas com iniciativas de digitalização e de relacionamento com o consumidor, as quais vinham sendo criadas do zero e em duplicidade.

No período de um ano entre a primeira oferta tornada pública e a consumação da combinação entre as companhias, a Squadra envolveu-se ativamente em conversas com alguns *stakeholders* interessados no processo e terminou por indicar um de seus sócios para o conselho de administração da brMalls, que foi eleito em assembleia geral ordinária de 29 de abril de 2022. Naquele contexto de maior incerteza e decisões cruciais, entendemos que seria especialmente importante a presença de um acionista relevante no conselho. Conjuntamente com outros acionistas, também indicamos um segundo conselheiro eleito, não vinculado à Squadra, que possuía o conhecimento e seriedade para contribuir com a companhia no quadro que se apresentava.

Tendo acompanhado a empresa e o desenrolar da história de perto, gostaríamos de aproveitar a oportunidade para agradecer a José Castanheira, João Roberto Teixeira e aos demais conselheiros da brMalls, bem como a Ruy Kameyama e à administração. Mesmo com a fusão já aprovada pelas assembleias e diante de uma alta probabilidade de que parte da diretoria não seguiria na nova empresa, foi admirável a correta condução dos negócios e engajamento das pessoas da brMalls para que a companhia chegasse ao momento da fusão em sua melhor forma, tanto do ponto de vista da qualidade de seus ativos quanto da consistência de seus processos.

Vemos esse episódio como um capítulo positivo da história do mercado de capitais brasileiro. Uma companhia com um grupo controlador definido fundiu-se com uma de capital pulverizado, formando a maior

empresa de seu segmento, em um negócio que nos pareceu fazer sentido para acionistas de ambos os lados. Por sua vez, as pessoas da brMalls conduziram as negociações de modo a criar valor para seus acionistas, cumprindo seu dever fiduciário, sem se deixarem governar por vieses pessoais intrínsecos a momentos como esses. Castanheira, João Teixeira, Ruy e seus colegas de conselho e diretoria deixaram um exemplo para administradores de *corporations* que no futuro possam se encontrar na mesma situação.

Com a confirmação da transação, julgamos que as contribuições de um sócio da Squadra como conselheiro da nova companhia seriam apenas marginais e optamos por não o indicar para um próximo mandato. Sempre que ponderamos sobre participar diretamente de algum conselho, procuramos medir com cuidado os prós e contras tanto para a empresa investida, quanto para os cotistas da Squadra. Nesse caso, temos confiança que o conselho formado, com três membros advindos da brMalls e reforçado pela presença dos acionistas de referência da antiga Aliansce Sonae, e a nova gestão comandada por Rafael Sales são pilares sólidos para que a companhia combinada trilhe um caminho de sucesso.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

As seções na sequência desta carta estão separadas por subtítulos e destacam dois temas que foram focos de análise da equipe da Squadra ao longo do último ano por terem repercussões variadas para companhias do portfólio e para outras empresas de nosso universo de investimentos.

---

*Undeserved Sales e Mercado Livre*

---

**“An asset you don’t deserve can quickly become a liability. Maybe your portfolio surged during a bubble, your company hit a monster valuation, or you negotiated a salary that exceeds your ability. It feels great at the time. But reality eventually catches up, and demands repayment in equal proportion to your delusions – plus interest. (...) The question is how do you define “deserve?” I don’t think there’s an easy formula, especially in a world driven by stories and feelings vs. cold calculations. But Bill Gates had it right when he said success is a lousy teacher, because it makes you forget how the world works. That’s especially true when all you focus on is the “success” – the higher stock prices, the higher valuations, the more social media followers – and not the earned work that goes into building enduring success.”**

Morgan Housel – Reality Catches Up

11 de janeiro de 2023. Em fato relevante divulgado pouco após o fechamento do pregão, é trazida à tona uma das mais marcantes fraudes da história do mercado corporativo brasileiro. A tradicional rede varejista Lojas Americanas e seu braço de comércio eletrônico revelam inconsistências contábeis de cerca de R\$ 20 bilhões em dívidas adicionais que não constavam em suas demonstrações financeiras. CEO e CFO, empossados há poucos dias, comunicam suas renúncias, com efeito imediato.

Para as demais companhias com atuação no segmento, o benefício parece óbvio. Um competidor com participação de mercado relevante acaba de se revelar em dificuldades profundas. Enquanto a entrada em recuperação judicial está por uma questão de dias, em um negócio tão dependente de crédito junto a bancos e fornecedores para gestão do capital de giro, um encolhimento substancial das vendas se prenuncia como o desenrolar natural a se esperar no curto prazo. Especialmente na operação de comércio eletrônico, em que já se constata, mesmo na contabilidade defraudada, queimas vultosas de caixa ao longo de vários anos e uma dificuldade em tornar o negócio rentável, a retração deveria ser ainda mais iminente e intensa.

De fato, passados poucos meses, é possível constatar que as receitas de e-commerce da Americanas encolheram cerca de 80%<sup>3</sup>. Onde foi parar todo esse volume de vendas?

A procura evidente começava por concorrentes diretos: Magazine Luiza e Via, que também adotam um modelo de negócio multicanal? Mercado Livre, líder do comércio eletrônico? Amazon e Shopee, querendo crescer no Brasil?

E se boa parte desse volume pudesse ter simplesmente desaparecido?

Desde alguns anos, o acompanhamento da evolução do varejo brasileiro tem sido um dos maiores focos de análise dentro da Squadra. Como escrevemos em nossa última carta, o investimento em Mercado Livre (MELI), graças aos preços deprimidos vistos no primeiro semestre do ano passado, havia voltado a se tornar uma das principais posições *long* dos fundos. Com o evento Americanas, avaliar prováveis consequências para os demais concorrentes, em meio a um amplo espectro de possibilidades, também poderia gerar novas ideias de alocação.

Por incrível que possa parecer, dos destinos possíveis das vendas online da Americanas, boa parte do volume, sim, aparenta ter sumido. De forma contraintuitiva, apenas um pedaço dessa venda foi abocanhado pelos concorrentes.

Enquanto uma piora marginal nos componentes macroeconômicos de crédito e consumo pode explicar parte da equação, temos pouca dúvida de que essa não é a razão primordial. Nossa leitura é que, no cenário atual, os demais *players* do segmento não quiseram esse faturamento que era “artificial”, “comprado”. Além das situações delicadas de endividamento, quase todos já têm a sua cota de receitas em certo grau infladas pela aquisição a qualquer custo de *market share* online. Na Squadra, temos nos referido a essa parcela de vendas que

---

<sup>3</sup> Relatório Circunstanciado em conjunto com Relatório Mensal das Atividades das Lojas Americanas, do mês de fevereiro de 2023.

---

nunca dará suficiente retorno sobre capital investido como “*Undeserved Sales*”, algo como “a receita que a companhia não merece possuir”.

O modelo de negócios de plataforma ganhou grande notoriedade na última década com o sucesso extraordinário das *big techs* americanas. Dentro desse contexto, marketplace passou a ser visto como um *business* altamente atrativo. A vantagem competitiva baseada em efeitos de rede é muito evidente e difícil de ser deslocada. Além disso, era reputado como um modelo leve em capital, principalmente pela lógica de não possuir estoque próprio e pelas receitas majoritariamente provenientes de corretagem cobrada ao intermediar cada transação entre comprador e vendedor (*take rate*).

Muita gente embarcou no sonho das “plataformas”. Investidores e empresários. Testemunhou-se uma performance fantástica nos mercados acionários e de private equity de uma grande variedade de empresas “*tech*”, que ainda foi impulsionada na pandemia pela mudança de hábitos decorrentes dos lockdowns. Não menos importantes foram as incrivelmente baixas taxas de juros praticadas globalmente pelos bancos centrais, acentuando um estímulo que vinha desde bem antes da COVID-19. Durou tempo suficiente para que, ao redor de todo o mundo, empresas tivessem sido encorajadas a crescer fortemente, deixando o pensamento em lucratividade para um futuro longínquo.

Os executivos que arquitetaram as estratégias mais ambiciosas apostavam na criação de valor das “plataformas únicas” que estavam desenvolvendo. Afinal, prejuízos no presente deveriam ser encarados como investimentos no desenvolvimento das vantagens competitivas de longo prazo, e não como despesas. Quem não aceitasse a narrativa e suas práticas não estava entendendo a transformação que o mundo vivia.

A expressão “custo de aquisição de clientes” (CAC) se tornou um grande passe livre no mundo corporativo para decisões sem sentido econômico, como vendas com margem de contribuição negativa. Em um evento de empresas “*tech*” não listadas organizado por um banco de investimento brasileiro, escutamos da diretora de uma dessas companhias: “Não temos preocupação em quando daremos lucro. Estamos no *business* de perder dinheiro.” E deu uma risada que foi acompanhada pela maioria da plateia.

Ao longo desse período de capital abundante, as receitas de grande parte dessas empresas realmente cresceram muito. O capital, que não estava preocupado com o retorno do negócio investido, mas apenas com a apreciação do ativo que estava comprando, acabou mal alocado. Fusões e aquisições, lançamento de novas divisões de negócio, incrementos de capacidade, agressividade comercial em preços e em prazos foram comuns nessas companhias que buscavam incessantemente entregar fortes crescimentos de receita para legitimar seus elevados valores de mercado, muitas vezes avaliados por *Price/Sales* ou *EV/GMV*<sup>4</sup>. Houve aquisições relevantes que se justificaram somente para os vendedores, corretores e outros *advisors*, não apenas nos setores ligados à tecnologia. Surgiram também produtos, serviços e até mesmo negócios que nunca deveriam ter existido, esses sim, quase todos envoltos no tema charmoso de “*tech*”.

A conseqüente queima de caixa da imensa maioria dessas empresas “*tech*” era solucionada com ofertas de ações, fossem em bolsa de valores ou nos mercados privados via fundos de private equity, venture capital e afins. Companhias também recorreram à emissão de dívidas, em um mercado de capitais ávido por oportunidades para fugir dos juros reais negativos.

**“After all, you only find out who is swimming naked when the tide goes out.”**

Warren Buffett

Entretanto, a maré virou. Em quase todas as economias relevantes, os bancos centrais adotaram políticas de aperto monetário e seus mercados financeiros se retraíram. O acesso fácil a capital desapareceu por toda parte. Com a reabertura das economias permitindo a volta do consumo presencial e de serviços, o crescimento dos canais online arrefeceu e o *boom* de demanda de bens foi revertido. Corpos apareceram “pelados”.

---

<sup>4</sup> *Enterprise Value to Gross Merchandise Volume*.

Companhias repletas de *Undeserved Sales* sentiram o golpe. A evolução recente dos fatos tem deixado claro que esse vício em participação de mercado, conquistado muitas vezes com prejuízo, não fideliza o cliente. É como se o consumidor dessas empresas também se viciasse naquelas condições de preços irrealistas, seja diretamente via descontos ou indiretamente com cashbacks e condições de financiamento injustificadas.

Enquanto os powerpoints sugeriam que a construção das “plataformas” online seria pouco intensiva em capital, a realidade se revelou diametralmente oposta para muitas companhias. Com o acirramento da competição ao longo do tempo, as demandas por nível de serviço do consumidor se tornaram tremendas, passando a exigir gastos infundáveis em custos de aquisição de clientes, logística, tecnologia, ofertas de novos serviços e prazos de recebíveis. Esse era um problema considerável a ser encarado. Curiosamente, parte da solução foi encontrada na contabilidade e em métricas gerenciais.

As despesas com tecnologia estão muito altas? São investimentos no negócio, portanto o auditor autoriza capitalizar grande parte desses gastos no formato de intangível.

As margens ficaram pressionadas pela piora do cenário ou por sucessivas entradas e saídas em determinadas categorias de produto? Perdas de estoque são provisões “*one-off*”. Também há a alternativa de recorrer a bonificações adicionais com fornecedores.

As despesas estão crescendo pelos constantes lançamentos (e posteriores descontinuações) de novas *business units* para o ecossistema? São despesas “não recorrentes” de integração e reestruturação.

A remuneração do *management* precisa aumentar? Utilizar ações da companhia é uma forma de alinhar os executivos e as novas empresas *tech* excluem essa remuneração dos seus resultados “ajustados”.

O ciclo de caixa piorou? Usar o limite de crédito com bancos para fazer operações de risco sacado melhora as métricas de capital de giro da companhia. A despesa financeira continua a existir, mas o auditor não considera como dívida.

A companhia necessita continuar crescendo suas vendas online, mas o consumidor está muito sensível às condições de pagamento? Não há problema em oferecer grandes prazos de parcelamento. Recebíveis de cartão são monetizáveis via operações de antecipação e podem ser considerados como caixa nas métricas gerenciais e nos covenants das dívidas.

As práticas e argumentações mencionadas nos parágrafos acima se tornaram disseminadas entre muitas companhias que embarcaram de cabeça na idealização da “plataforma”, como forma de camuflar as pressões crescentes em seus resultados. Entretanto, como nenhuma dessas medidas equacionava a queima de caixa, diversas varejistas atingiram nível de endividamento preocupante. Durante o tempo em que o mercado de capitais esteve efervescente, as empresas sempre pagaram seus compromissos com seus credores, através de ofertas de ações, trocando dívida por *equity* ou rolando seus vencimentos através de novas emissões. Bancos de investimento, enquanto coletavam os *fees* das ofertas de ações e de dívidas, certamente não reclamaram. Visto de hoje, impressiona como as interpretações de endividamento total e índice de alavancagem utilizadas por muitas companhias foram aceitas pelos credores. Decerto, também foram contaminados pelo ambiente de euforia com empresas de crescimento e baixaram a guarda em suas análises de crédito, em especial no varejo, não limitado ao segmento de e-commerce.

Como já foi alertado por diversos *value investors* ao longo dos anos, EBITDA é uma métrica para se desconfiar, por ser muito distante de uma geração de caixa normalizada dos negócios. No entanto, por inúmeras circunstâncias, a relação entre o EBITDA e a Dívida Líquida se tornou a métrica mais usada para acompanhamento de níveis de alavancagem de empresas. Com o requinte de vários covenants permitirem “ajustes” em ambas as métricas.

Em um país com a cultura do parcelado sem juros, o negócio de marketplace passou a requerer potencialmente muito capital de giro ao pagar lojistas em poucas semanas, ao mesmo tempo em que concede prazos de 12 meses para os consumidores. Evidentemente, essa prática demanda um grande volume de antecipação de recebíveis, o que resulta em um custo financeiro associado. Nos países de língua inglesa, há um provérbio popular que diz: “*You can't have your cake and eat it (too).*” Deveria ser básico que, ao reportar seus resultados

e endividamentos, as companhias optassem por considerar os recebíveis descontados como dívida ou reduzissem de seu lucro operacional as despesas de antecipação desses mesmos recebíveis.

Comumente, também encontramos empresas de varejo com centenas de lojas e enormes centros de distribuição que, ao reportarem seus índices de alavancagem, excluem suas despesas de aluguéis do EBITDA (em acordo com o IFRS 16, padrão contábil atual), mas não “devolvem” para a dívida líquida o valor presente desses aluguéis capitalizados.

Por fim, como o balanço nas demonstrações financeiras é uma foto do último dia do trimestre, algumas companhias têm recorrido a gestões de curto prazo no intuito de apresentar caixas mais robustos e menores alavancagens em relação à sua realidade patrimonial cotidiana. Nas vésperas da divulgação de resultados, optam por negociar prazos e postergar pagamentos, além de ampliar operações de risco sacado e de antecipações de recebíveis.

O quadro acima gera fatos inusitados, como empresas que se apresentam com “Caixa Líquido Ajustado” em seus *releases* gerenciais e em métricas de covenant, porém com resultado financeiro contábil negativo na casa dos bilhões de reais.

Contabilidade é a linguagem do mundo de negócios. Tratá-la bem e adotar métricas gerenciais que façam sentido é fundamental para o sucesso de longo prazo de uma companhia. Mensurações sem lógica econômica tendem a acarretar capítulos sucessivos de destruição de capital. Na situação limite que envolve fraude, acompanhar números errados pode levar a trajetórias corporativas completamente irracionais, como exemplificado pelo caso das Lojas Americanas.

Voltando a esse episódio, felizmente, nem todo o volume de vendas eletrônicas da Americanas evaporou. Quando olhamos os resultados mais recentes do Mercado Livre, é possível constatar a aceleração de seu negócio principal de marketplace e de suas nascentes vendas com estoque próprio para algumas categorias. Nesse caso, acompanhada por ganhos de margens e melhores retornos sobre capital empregado.

Mercado Livre certamente é um contraexemplo positivo, não apenas para o segmento de e-commerce, como para as demais companhias que acabaram contaminadas pela euforia do ambiente macro dos últimos anos. Entre as várias qualidades da empresa, a disciplina da gestão merece ser destacada. Não entrou em devaneios para inflar sua receita a qualquer custo, como através de compras agressivas de tráfego via afiliados. Em nossas interações com seus gestores e em suas demonstrações financeiras, sempre deixaram claro que encaravam a despesa financeira com antecipação de recebíveis como custo operacional, tendo repassado para preço o aumento dos juros. Como disse Charlie Munger, “*all human successes are so far*”, portanto, até aqui, a companhia venceu o jogo do marketplace no Brasil e em alguns países da América Latina, colocando-se em posição que dificilmente será conquistada por outro concorrente tão cedo.

O volume de mercadorias vendido pelo MELI em seu e-commerce tem crescido consistentemente ao longo dos anos, acompanhado de um aumento ainda mais expressivo no seu resultado operacional, uma vez que teve significativos ganhos de margem. Além disso, a gestão da empresa criou um negócio de crédito que se provou rentável, mesmo em uma conjuntura desafiadora. Claramente, os investimentos realizados não foram frutos de incentivos de curto prazo para agradar ao mercado, mas sim geradores de valor de longo prazo para a sua plataforma (Mercado Livre merece esse selo). Para os próximos anos, novas oportunidades tendem a ganhar relevância na empresa, como maiores receitas capturadas em anúncios e publicidade.

Quando pensamos os cenários à frente, acreditamos que esse ajuste de redução das *Undeserved Sales* ainda tem etapas adicionais para acontecerem. Através das demonstrações financeiras de diversas varejistas, tanto as com sortimento generalista quanto aquelas que atuam em verticais específicas, ainda vemos negócios com rentabilidade substancialmente inferior ao custo de capital. Ao longo do tempo, vemos como provável que essas operações necessitem passar por ajustes de tamanho relevantes. Dado o padrão de comportamento das pessoas, difícil imaginar que essas reduções serão voluntárias. Podem acontecer de forma discreta, como tem sido o caso com o debacle da Americanas, ou de forma gradual, para buscarem limitar queimas de caixa e endereçarem quadros de endividamento. Em negócios de plataforma, há vários aspectos que indicam na direção do “*winner takes all*”. Esses movimentos ocorrendo, certamente trarão benefícios merecidos para o negócio do Mercado Livre.

---

## Geração Distribuída

---

Nos dias de hoje, ao circularmos por áreas residenciais em vizinhanças e regiões abastadas do Brasil, não causa mais surpresa a grande quantidade de painéis solares instalados sobre os telhados das casas. Para quem vive em apartamentos, também deixou de ser novidade a possibilidade de obter descontos nas contas de luz ao se tornar cotista de alguma fazenda solar no interior. A geração de energia distribuída, seja local ou remota, ganhou notoriedade em tempos recentes por sua expansão acelerada.

Na Squadra, nosso envolvimento com o tema começou quando constatamos que determinadas distribuidoras de energia vinham apresentando sucessivas frustrações de volume em decorrência da adoção da geração distribuída por suas bases de clientes. Ao nos aprofundarmos no assunto e chegarmos a conclusões muito diferentes em relação às altas expectativas que havia sobre o setor, a primeira consequência para o portfólio foi desinvestirmos de uma empresa cuja administração vinha fazendo alocações de capital adicionais na indústria de painéis solares. Ao longo do último ano, iniciamos novos investimentos, tanto *short* como *long*, em companhias impactadas em alguma magnitude pelas evoluções que vislumbramos para a geração distribuída, contudo inseridas em teses mais amplas.

Em abril de 2012, a ANEEL<sup>5</sup> publicou a Resolução Normativa 482, estabelecendo o Sistema de Compensação de Energia Elétrica, mecanismo que permite que a energia excedente produzida por uma unidade consumidora com geração própria seja injetada na rede da distribuidora e utilizada para abater o seu consumo mensal. Naquele momento, eram criadas as condições para a expansão dos recursos energéticos distribuídos no Brasil, advindos primariamente da fonte fotovoltaica, comumente conhecidos como “Geração Distribuída” ou simplesmente “GD”. O advento dessa resolução era de suma importância para possibilitar o desenvolvimento da geração solar distribuída, que promove benefícios para a sociedade, como a sustentabilidade ambiental e o incentivo à participação ativa do consumidor.

Passou-se despercebido, entretanto, que uma relevante distorção regulatória no setor elétrico acabava de nascer. Na época, o modelo instituído para a compensação estabeleceu que a energia injetada na rede pela unidade geradora fosse utilizada para abater integralmente a energia consumida, sendo valorada pela totalidade da tarifa de eletricidade estabelecida para os consumidores. A conta de luz, de maneira resumida, é composta não só pela energia consumida, mas também pelos custos das redes de transmissão e distribuição, por encargos setoriais e por impostos. Esse sistema de compensação total é conhecido mundialmente como “*net metering*”.

Tratava-se de expressivo subsídio para a GD, dado que a tarifa é constituída por diversos componentes que não possuem relação com a energia gerada *per se*. Uma unidade de geração distribuída não é autossuficiente. Muito pelo contrário. Além da intermitência intrínseca atrelada às condições diárias de insolação, não gera energia exatamente no momento que consome. Depende umbilicalmente, portanto, da infraestrutura de transmissão e distribuição a seu dispor para que consiga injetar energia no horário de pico solar e demandar eletricidade da rede à noite. Sendo assim, ao ser compensada pelo valor integral da tarifa de sua respectiva distribuidora, acaba por não contribuir com o pagamento da infraestrutura de que faz uso, além de não arcar com os encargos do setor e parte dos impostos.

Naquele momento, tamanho subsídio era compreensível. O investimento para a instalação de um sistema fotovoltaico era múltiplas vezes superior ao valor atual. A adoção da tecnologia, mundialmente, ainda era pequena, dados os altos custos envolvidos. O sistema de *net metering* adotado pela ANEEL era também praticado em outros países, sempre no intuito de promover ganhos de escala e, conseqüentemente, gerar eficiência para a nascente indústria da fonte solar. De fato, o crescimento da GD no Brasil foi ínfimo até o final de 2016, quando um total de 84 megawatts (MW) foram instalados, o equivalente ao consumo médio de meras 60 mil residências no país.

---

<sup>5</sup> ANEEL – Agência Nacional de Energia Elétrica, órgão regulador do setor.

**“Show me the incentive and I’ll show you the outcome.”**

Charlie Munger

Todavia, após consecutivos anos de crescimento tarifário superior à inflação e de queda nominal no custo de geração fotovoltaica, o cenário se alterou drasticamente. A regulação “parou no tempo”, enquanto a tecnologia se tornou cada vez mais competitiva, e a conta de luz, mais cara. O subsídio, que em sua essência buscava viabilizar projetos com baixo retorno econômico, transformou a GD em um investimento financeiro extraordinário, fazendo o ritmo de instalações crescer a taxas geométricas.

As consequências negativas do sistema de *net metering* para o setor elétrico, hoje em destaque no noticiário, não são surpresa para quem acompanha o tema há alguns anos. Na verdade, seus potenciais riscos para a sociedade eram conhecidos ao menos desde 2019, quando estava prevista pela resolução normativa uma revisão do modelo de compensação, que não ocorreu. A própria ANEEL, em relatório publicado em outubro daquele ano, avaliou as externalidades da Geração Distribuída para o setor elétrico e apontou a necessidade de correção do seu sinal econômico, o que envolveria o pagamento de encargos e dos custos de infraestrutura de redes.

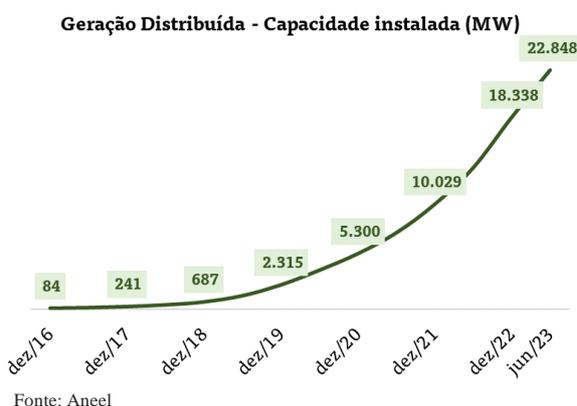
Apoiada em estimativas que se mostrariam extremamente conservadoras para o cenário *status quo*, a Agência tentou emplacar as mudanças a partir do começo de 2020, momento em que a capacidade instalada de GD era aproximadamente 10% da atual. A ANEEL não contava, entretanto, que sua análise técnica seria atropelada por uma narrativa criada de que “estão taxando o sol!”. As evoluções necessárias ficaram congeladas, só vindo a serem revisitadas em 2022.

Com a janela regulatória aberta e os suculentos retornos proporcionados aos consumidores que migrassem para a Geração Distribuída, os últimos anos se caracterizaram por uma verdadeira “corrida ao sol”. Até o encerramento do último semestre, foram instalados aproximadamente 23 mil MW, sendo 21 mil MW a partir de 2020. Com o incentivo econômico posto e a ameaça de mudança de regra à vista, o capitalismo tratou de fazer o serviço.

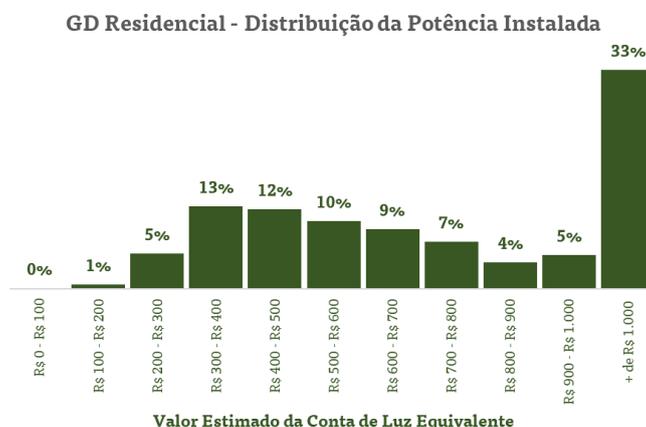
O imbróglio, porém, está nos detalhes. Conforme explicado anteriormente, a tarifa de eletricidade é composta por outros itens além da energia. Há um montante financeiro a ser arrecadado para os fundos setoriais e para o pagamento dos agentes transmissores e distribuidores. Pela regulação, nas revisões tarifárias das distribuidoras, os preços para os consumidores são reajustados de modo que a quantia total a ser recolhida para remunerar esses atores continue a mesma.

Assim, quanto maior a penetração da GD nas regras de *net metering*, maior se torna a tarifa para os consumidores sem geração própria, dado que o montante financeiro global passa a ser dividido por um menor número de usuários. Cria-se, potencialmente, o que ficou conhecido no setor como a “espiral da morte”: quanto mais clientes adotam a GD, mais cara se torna a tarifa para os consumidores sem geração própria, aumentando, por sua vez, o incentivo para que mais usuários coloquem painéis solares, e assim por diante... O consumidor que permanece na inércia, seja por limitações físicas em sua moradia ou, principalmente, por restrições financeiras, fica com a conta a ser paga. Como a adoção da Geração Distribuída se concentrou sobremaneira na população de alta renda, acabou por se tratar de um subsídio inverso, com a transferência de poder de compra dos mais pobres para os mais abastados. Um clássico caso de Robin Hood às avessas.

Enquanto o brasileiro gasta, em média, cerca de R\$ 150 com sua fatura de eletricidade, as instalações residenciais atuais de GD no Brasil apresentam um padrão de consumo médio equivalente a uma conta de luz mensal em torno de R\$ 650, mais de quatro vezes maior. Ao cruzarmos a base de microdados com os milhões de sistemas fotovoltaicos instalados no país, disponibilizada pela ANEEL, com parâmetros de performance dos painéis por localidade e as tarifas por distribuidora de energia, é possível estimar o consumo e qual seria o valor



da conta de luz equivalente de cada residência que fez a instalação de GD. Por essa análise, exposta no gráfico<sup>6</sup> a seguir, se constata que usuários com contas de luz equivalentes de até R\$ 300 correspondem a apenas 6% da potência instalada, enquanto 33% da capacidade está situada em moradias com perfil de consumo de eletricidade superior a R\$ 1.000 mensais.



Fonte: Squadra, ANEEL, IBGE, EPE, BV Financeira.

A leniência em se encarar de frente o problema do *net metering* causou efeitos relevantes no setor elétrico, que perdurarão por muitos anos. Estimamos que, no futuro próximo, a conta de luz dos consumidores brasileiros se encontre cerca de 5% maior do que seria, em razão do modelo que vigorou até o ano de 2022.

Dada a diversidade geográfica e socioeconômica do Brasil, para uma correta análise das repercussões trazidas pelo crescimento da Geração Distribuída, o entendimento das diferentes realidades regionais é fundamental. A tabela a seguir mostra o efeito tarifário estimado pela Squadra para cada estado da federação, considerando tanto os impactos já incorporados na conta de luz como aqueles a incidir. As revisões tarifárias, episódios em que o preço é recalculado pelo regulador, incorporando as implicações relativas ao avanço da GD, ocorrem tipicamente a cada quatro anos e em momentos diferentes para cada distribuidora. Sendo assim, para consumidores de vários estados, as revisões ainda estão por vir, bem como grande parte do aumento implícito calculado.

Impacto tarifário aproximado por estado					
MT	18%	RS	7%	AC	4%
MS	13%	CE	7%	SE	4%
PI	11%	PB	6%	ES	4%
TO	10%	AL	6%	SC	4%
RN	9%	PE	6%	RR	3%
RO	9%	PR	6%	AP	3%
MG	9%	PA	6%	SP	2%
GO	8%	BA	5%	RJ	2%
MA	7%	DF	5%	AM	2%

Fonte: Squadra, ANEEL.

Quando colocamos a lupa em determinados estados que possuem uma combinação favorável para a adoção da GD, sendo o Mato Grosso o exemplo mais destacado, o resultado é ainda mais impressionante. Como as tarifas são calculadas de forma apartada para cada distribuidora de energia, essa realidade local, sem dúvidas, acentuava a urgência da situação.

<sup>6</sup> As informações do gráfico não incluem as instalações de Geração Distribuída remota.

**“But as Herb Stein brilliantly observed, “If something cannot go on forever, it will stop.” Applying that thought here, I’d say when things are as good as they can get, they can’t get any better. That suggests eventually they’ll get worse.”**

Howard Marks

Considerando a insustentabilidade do modelo de *net metering*, o incômodo demonstrado por consumidores, políticos e *players* do setor com as elevações de tarifa e a constatação de que o subsídio criado para incentivar uma importante fonte renovável estava com a externalidade negativa de favorecer os mais afluentes em detrimento daqueles com rendas inferiores, enxergávamos uma alta probabilidade de que a regulação viesse a ser alterada. Após anos acompanhando de perto as discussões sobre o assunto, novas regras foram aprovadas em 2022, quando se definiu a mudança do sistema de compensação a partir de 2023, com um longo período de transição.

Diante desse contexto, voltamos nossa atenção para avaliar potenciais impactos da ascensão meteórica da indústria de painéis solares para Geração Distribuída e do que estaria por vir nas empresas do nosso universo de investimento. A potência instalada no país foi equivalente a uma demanda de cerca de R\$ 100 bilhões para o setor, sendo grande parte nos últimos três anos. Trata-se de uma quantia substancial e repentina, que contribuiu extraordinariamente para o resultado de companhias que souberam se posicionar em meio ao *boom* do mercado. Importadores de painéis solares chineses com canal de distribuição capilarizado surfaram anos de prosperidade até então inimagináveis. Empresas de médio porte se tornaram gigantes e muitas foram inclusive alvos de aquisições.

No intuito de aprofundar nosso entendimento sobre a indústria, procuramos estudar variadas empresas com a atuação no segmento, tanto negociadas em bolsa como não listadas. Provavelmente, o maior exemplo de criação de valor no setor tenha sido a Aldo, que se reposicionou de uma tradicional distribuidora de equipamentos de informática para se tornar uma das maiores revendedoras de painéis solares do Brasil e foi vendida para a Brookfield em agosto de 2021. Com base em suas demonstrações financeiras, vemos que sua receita multiplicou por cerca de 8x entre 2018 e 2022, atingindo a marca de expressivos R\$ 3,9 bilhões no último ano. Os lucros também se expandiram na mesma proporção, enquanto a companhia gerou no período um retorno sobre o capital investido (*ROIC*) admirável, com média superior a 150%.

Aldo	2018	2019	2020	2021	2022
<b>Receita Líquida</b>	<b>504</b>	<b>1.216</b>	<b>1.452</b>	<b>2.733</b>	<b>3.892</b>
<b>Lucro</b>	<b>60</b>	<b>166</b>	<b>248</b>	<b>401</b>	<b>499</b>
<b>ROIC</b>	<b>44%</b>	<b>116%</b>	<b>186%</b>	<b>362%</b>	<b>117%</b>

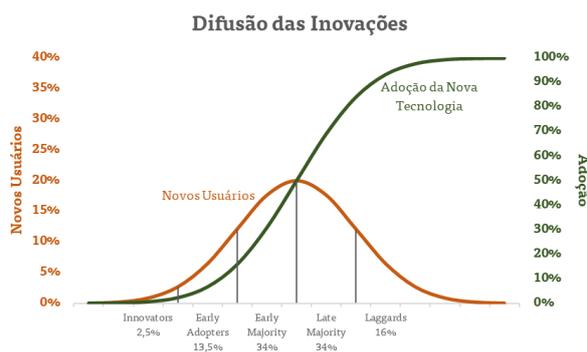
Fonte: Demonstrações Financeiras da Aldo Componentes Eletrônicos S.A.

Por sua participação de mercado, pela concentração de receita advinda de geradores solares<sup>7</sup> e pela disponibilidade de demonstrações contábeis públicas, a Aldo, naturalmente, figura como uma referência importante sobre o setor. Complementarmente, nossos estudos indicam que essa realidade de crescimento exponencial de volumes e rentabilidade excepcional não foi uma particularidade da empresa, sendo também observada em diferentes magnitudes em outras companhias com atuação no segmento.

Nesse período de pujança, passamos a, de um lado, desconfiar da sustentabilidade de volumes e retornos sobre capital investido em níveis tão elevados e, de outro, a nos deparar com análises e projeções cada vez mais otimistas por parte de participantes da indústria, caracterizando uma possível assimetria a ser investigada para nosso portfólio.

<sup>7</sup> Em 2021, as vendas de equipamentos solares representaram cerca de 95% da receita da companhia.

No estudo sobre a adoção de novas tecnologias, se utiliza frequentemente uma abordagem conhecida como Teoria da Difusão. Nessa modelagem, observa-se que a adoção da nova tecnologia segue uma curva em formato da letra S, com a penetração crescendo ao longo do tempo até ocupar plenamente o seu potencial. Enquanto a adoção segue a famosa trajetória em S, o número de novos usuários seguiria aproximadamente uma curva normal, fazendo o pico bastante tempo antes da penetração atingir o seu ponto final.



Evidentemente, esse é o modelo teórico e cada inovação possui suas particularidades que influem tanto na velocidade de adoção como no formato dos gráficos. No caso de painéis solares para Geração Distribuída, observamos participantes de mercado que aparentemente não diferenciavam os conceitos da curva de adoção e da curva de novos usuários. Com base em uma premissa correta de que a presença de painéis solares na sociedade seguiria aumentando no futuro, diversas análises acabavam por projetar vendas novas com crescimentos exponenciais por anos a fio, sem se atentarem para a penetração já atingida pela nova tecnologia. No mercado de GD, a regulação certamente alterou o formato das curvas, estimulando uma demanda muito mais rápida e concentrada do que se daria sem esse tremendo incentivo econômico.

Seguindo a lógica acima, nosso desafio passou a ser investigar se estaríamos próximos da inflexão da curva de adoção, o que significaria uma contração de demanda e ocasionaria repercussões para empresas inseridas no setor. Nesse contexto, buscamos formas de estimar o verdadeiro mercado endereçável da Geração Distribuída, a fim de entender seu grau de penetração. Focamos nossas atenções especialmente nos consumidores residenciais, por concentrarem o maior número de instalações e perto de metade da capacidade de produção. Para esse segmento, são comuns análises simplistas comparando o número de instalações de GD com a quantidade total de residências no Brasil.

Contudo, avaliar qual mercado teria, de fato, a combinação entre atratividade financeira e renda disponível domiciliar para adquirir um sistema de Geração Distribuída envolve uma complexidade substancialmente maior. Em relação ao retorno econômico do investimento da instalação de painéis, ele é influenciado por diversos fatores, sendo os principais:

- (i) Insolação: quanto mais ensolarada uma localidade, mais energia é gerada pelos painéis solares;
- (ii) Tarifa: quanto mais alta a tarifa da distribuidora de energia que atende o domicílio, maior é o ganho financeiro pelo desconto na conta de luz<sup>8</sup>;
- (iii) Padrão de consumo das residências.

Com relação ao último ponto, há uma relação inversa entre o valor da conta de luz e o investimento por capacidade instalada<sup>9</sup> do conjunto fotovoltaico. Observa-se que quanto menor o consumo da residência, menos eficiente é o investimento, conforme indicado no gráfico ao lado. O formato da curva se deve ao fato de que os custos fixos e semivariáveis da instalação do sistema não são diluídos em projetos pequenos. Um projeto de GD invariavelmente envolve um integrador, que faz o projeto e a instalação dos equipamentos. Além disso, há outros custos que têm economias de escala,



Fonte: Squadra, BV Financeira, Greener.

<sup>8</sup> O valor da tarifa considera incentivos fiscais de ICMS concedidos por alguns estados sobre a energia injetada na rede.

<sup>9</sup> A métrica tipicamente usada no custo médio da instalação é o valor do investimento por Watt de potência no momento de pico de produção do painel (medida em R\$/Wp).

como frete e o dimensionamento dos inversores que ficam ligados aos painéis solares.

Na argumentação comercial dos integradores e comercializadores de painéis elétricos, além do percentual de redução da conta de luz, a métrica mais usada é o *payback*, ou seja, quantidade de tempo que leva para recuperar o custo do investimento. Na tabela abaixo, temos, para diferentes perfis de clientes, os *paybacks*<sup>10</sup> calculados pela Squadra em dez estados que, de forma conjunta, representam aproximadamente 80% do consumo nacional:

Payback atual em função do valor mensal da conta de luz (em anos)										
	SP	MG	RJ	PR	RS	SC	BA	PA	PE	MT
R\$ 200	6,3	4,7	5,1	8,0	7,0	7,9	5,3	4,5	5,1	4,7
R\$ 700	4,3	3,3	3,6	5,2	4,7	5,1	3,6	3,1	3,5	3,3

Fonte: Squadra, ANEEL, BV Financeira, Greener.

Utilizamos as cores acima, em escala verde e vermelho, representando respectivamente menores e maiores tempos para recuperar o investimento. Pela tabela, acompanhando as colunas, nota-se uma diferença importante por localidade. Nos estados de SP e da região Sul, muito representativos no consumo residencial total, a atratividade financeira da GD se reduz por apresentarem menor nível de insolação e tarifa mais baixa em relação à média nacional.

Quando comparamos contas de luz de R\$ 200 e de R\$ 700, constata-se que instalações pequenas demandam tempo substancialmente maior para se recuperar o valor desembolsado. Sendo assim, em termos de retorno de investimento, como há uma correlação alta entre o consumo de eletricidade do consumidor e sua condição financeira, os painéis fotovoltaicos já acabam sendo um produto que, por natureza, se encaixa mais com o perfil do segmento de alta renda.

Além disso, quanto menores os proventos de uma família, menor sua propensão em adotar a GD, em razão do alto montante financeiro necessário para o investimento. Há uma parte representativa das instalações suportada pela contratação de crédito, cuja taxa de aprovação também tem relação direta com os rendimentos do mutuário. Por essas razões, a renda disponível domiciliar é o outro aspecto essencial da combinação propícia para se fazer o investimento em Geração Distribuída.

Para avaliar o grupo de residências com maior propensão a instalar os painéis solares, consideramos alguns fatores fundamentais com base na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios, do IBGE, tais como:

- (i) Renda por domicílio;
- (ii) Moradores de imóveis alugados: locatários são pouco propensos a fazerem o investimento em GD, que demandaria negociação com proprietários;
- (iii) Proporção entre casas e apartamentos: moradores de prédios, via de regra, não dispõem de telhados e áreas livres necessárias para a instalação dos painéis solares.

Para os que moram em apartamentos, inclusive, a opção mais relevante que vigorou até o presente momento foi a geração remota, que consiste principalmente em adquirir cotas de uma fazenda solar e, dessa maneira, compensar seu consumo doméstico aproveitando uma parte da energia produzida pelo empreendimento. Esse modelo, entretanto, se tornará pouco viável, na nossa visão, por não permitir o consumo simultâneo, parcela da energia que é utilizada no mesmo momento da geração, não passando pelo medidor que liga cada residência à rede da distribuidora. Além disso, a cadeia de GD remota envolve mais participantes a serem remunerados, como o empreendedor que constrói a fazenda e o proprietário do terreno, o que se torna mais difícil com o fim dos retornos excepcionais possibilitados pelo modelo de *net metering*<sup>11</sup>.

<sup>10</sup> Métrica utilizada é o *payback* simples. Apesar do *payback* descontado ser um indicador comum no setor, utilizamos o *payback* simples por ser mais intuitivo e pelo custo de oportunidade financeiro variar bastante para cada perfil de consumidor.

<sup>11</sup> Em antecipação à mudança regulatória do início de 2023, foram protocolados diversos projetos que adquiriram o direito à construção de fazendas solares no futuro próximo ainda com os benefícios previstos nas regras antigas.

Com base nesse arcabouço, quando simulamos diferentes combinações das variáveis de atratividade financeira e renda disponível por domicílio, identificamos diversos grupos de consumo que possuem pouca propensão a adotarem a Geração Distribuída, o que sugere um mercado endereçável que seria uma fração do consumo residencial de energia. Dessa forma, nosso estudo indica penetrações no segmento residencial bastante acima das referências que víamos em outras análises, tanto qualitativas quanto quantitativas.

Ademais, as mudanças regulatórias recentes preveem que os adotantes da GD a partir de 2023 passem a remunerar, de forma escalonada e crescente, a infraestrutura de distribuição pela energia que injetam na rede, bem como os encargos setoriais após o fim da janela de transição. Sendo assim, o desconto obtido na conta de luz cairá ano após ano, o que reduz o retorno financeiro da instalação dos painéis. Na tabela a seguir, mostramos os *paybacks* calculados pela Squadra por estado, para cada ano de início de operação<sup>12</sup>:

Payback em função do valor mensal da conta de luz e do ano de instalação da GD (em anos)																	
			2023	2025	2028				2023	2025	2028						
<b>SP</b>	R\$ 200		6,3	7,6	9,2	<b>MG</b>	R\$ 200		4,7	5,3	6,7	<b>RJ</b>	R\$ 200		5,1	6,3	8,2
	R\$ 700		4,3	4,9	6,4		R\$ 700		3,3	3,5	4,7		R\$ 700		3,6	4,0	5,7
<b>PR</b>	R\$ 200		8,0	9,2	10,8	<b>RS</b>	R\$ 200		7,0	8,4	10,2	<b>SC</b>	R\$ 200		7,9	9,2	10,8
	R\$ 700		5,2	5,9	7,5		R\$ 700		4,7	5,4	7,1		R\$ 700		5,1	6,0	7,5
<b>BA</b>	R\$ 200		5,3	6,7	8,2	<b>PA</b>	R\$ 200		4,5	5,7	7,7	<b>PE</b>	R\$ 200		5,1	6,2	7,4
	R\$ 700		3,6	4,3	5,8		R\$ 700		3,1	3,6	5,4		R\$ 700		3,5	4,1	5,2
						<b>MT</b>	R\$ 200		4,7	5,7	7,2						
							R\$ 700		3,3	3,7	5,1						

Fonte: Squadra, ANEEL, BV Financeira, Greener.

Pelos cálculos acima, é possível notar que, à medida que andemos na janela de transição regulatória, os tempos necessários para o retorno dos investimentos em GD se tornam maiores em todos os estados e perfis de consumo, o que reduziria consideravelmente o mercado endereçável.

Evidentemente, há também fatores que podem vir a favorecer a instalação de painéis solares residenciais, como reduções adicionais no custo de equipamentos, evoluções tecnológicas, baterias mais eficientes e a ampliação de subsídios tributários ou orçamentários. No curto prazo, temos visto quedas substanciais de preços, decorrentes de reduções do custo dos painéis e do acirramento do cenário competitivo, condições que servem de estímulo para atrair mais adoção.

Ao analisarmos toda a conjuntura relacionada à Geração Distribuída, parece-nos provável estarmos passando por um ponto de inflexão no segmento residencial, tal qual observado em outros processos de adoção de novas tecnologias. Intuitivamente, dado que muitos integradores e consumidores sabiam da data exata em que os retornos se tornariam decrescentes, em se tratando de um produto com perfil de alta renda, muitos que tinham condições de arcar com o valor do investimento, já o fizeram.

Nos demais perfis de clientes atendidos pela rede de baixa tensão, comercial e rural, apesar do ritmo de adições dos últimos anos também ter sido influenciado pela “corrida ao sol”, há uma maior utilização da eletricidade de forma simultânea ao momento da geração, o que torna o *payback* menos sensível ao fim do *net metering*. Porém, dada a relevância do residencial nos volumes, uma performance eventualmente menos afetada dos segmentos comercial e rural tende a pouco amortecer a provável queda do mercado.

Em relação a esse aspecto da energia consumida simultaneamente à geração, há uma situação ainda não endereçada na nova metodologia de compensação da GD. Esse volume é um montante que “desaparece” da distribuidora e, portanto, acaba por contribuir para uma elevação das tarifas de eletricidade no momento das

<sup>12</sup> Nesses cálculos, feitos com a intenção de sensibilizar apenas o efeito conhecido do incremento da remuneração dos componentes das tarifas, são mantidos constantes os demais parâmetros.

revisões tarifárias. Dessa forma, ainda há um subsídio implícito em favor dos que possuem geração própria, que se eleva à medida que a proporção do consumo simultâneo frente à carga total da unidade aumenta.

Imaginemos um cenário hipotético extremo onde uma unidade comercial, com atividade concentrada no intervalo de maior geração solar, gera simultaneamente ao seu consumo 90% da sua carga total mensal. Nesse exemplo, tal unidade continua dependendo da infraestrutura a seu dispor, principalmente para os dias nublados, quando vai puxar da rede quase toda a energia necessária para seu funcionamento. Seu uso da infraestrutura precisa estar dimensionado para atender justamente aquele volume dos dias em que os painéis estão com baixa produção. Entretanto, mesmo sob a nova metodologia de compensação da GD, esse consumidor terá uma fatura extremamente reduzida, dado que o valor está atrelado ao volume consumido da distribuidora, nesse caso, apenas 10% de seu gasto total.

Essa distorção pode vir a ser corrigida com a implementação da tarifa binômica para os consumidores da baixa tensão, algo que já acontece no segmento da alta tensão, formado por grandes indústrias e comércios. Simplificadamente, sob o regime da tarifação binômica, o consumidor recebe duas contas separadas: uma para o seu consumo energético, e outra para o pagamento da infraestrutura e encargos. A implementação desse sistema para a baixa tensão vem sendo debatida pelos reguladores nos últimos anos e é possível que se torne realidade em um futuro próximo. Caso isso aconteça, os *paybacks* da GD tendem a ser afetados adicionalmente, dado que haveria redução do benefício do consumo simultâneo.

Com base neste estudo, temos dificuldade em ver a demanda por novas instalações de painéis solares para Geração Distribuída se aproximando daquela observada no passado recente. No primeiro semestre, vimos reduções expressivas nas receitas, enquanto algumas projeções apontavam crescimentos compostos robustos por anos a fio, mesmo tendo como base os fortíssimos volumes de 2022. Em razão das quedas substanciais de preços, é de se esperar uma conjuntura de margens fracas por ajustes de estoques adquiridos em outra realidade de mercado. Além disso, há o potencial de uma piora do capital de giro na indústria, caso as empresas ampliem prazos de pagamento para clientes e integradores de forma a estimular a demanda. Com a proliferação e a pouca diferenciação entre *players* no segmento, a capacidade dimensionada para atender o expressivo volume de instalações alcançado no último ano e a redução na receita da indústria, é possível que se vivencie um cenário competitivo rigoroso, com impactos duradouros nos excepcionais retornos sobre capital investido testemunhados anteriormente.

Por fim, esta análise ilustra o benefício que buscamos ter ao contarmos com uma equipe numerosa e que trabalha junta há muito tempo. Algumas ponderações aqui colocadas cooperam com temáticas variadas de nossa cobertura de empresas, tais como volumes faturados pelas concessionárias de distribuição, nova oferta de capacidade de geração, preços de energia de longo prazo e evolução regulatória do setor elétrico. Desse modo, influenciam e contribuem para nossa avaliação sobre oportunidades, tanto *long* quanto *short*, de investimentos para os fundos.

\*\*\*

\*\*\*

\*\*\*

Agradecemos aos senhores cotistas pela confiança em nosso trabalho, nos 15 anos de existência de nossos fundos. Como sempre, nos encontramos à disposição para tentar esclarecer suas dúvidas referentes aos temas aqui abordados ou quaisquer outros de seu interesse.

Atenciosamente,

Equipe Squadra