



Carta de 2023

28 de fevereiro de 2024

Prezados investidores,

Esta carta está dividida em duas seções. Primeiro, explicamos o desempenho recente dos mercados e do Fundo e, em seguida, passamos pelo racional de quatro teses de investimentos do nosso portfólio.

O Arbor FIC FIA (“Fundo”) encerrou 2023 com valorização de 55,8% no ano e rentabilidade anualizada de 20,1% desde o início em 2015¹. A rentabilidade atualizada do Fundo, bem como de outros veículos, pode ser encontrada em nosso site.

O Fundo segue uma estratégia de investimentos *long-only*, 100% comprado em ações e não utiliza de alavancagem. Buscamos formar um portfólio de 15 a 20 empresas excepcionais, com vantagens competitivas duráveis, crescimento secular, alta rentabilidade e geração de caixa previsível. Oportunisticamente investimos em negócios com maior dispersão de cenários quando identificamos assimetrias desproporcionais de risco e retorno. Limitamos a exposição a mercados emergentes em 30% e para todos nossos investimentos em empresas estrangeiras realizamos o hedge cambial (o Fundo não é exposto a flutuação de moedas).

Retrospectiva 2023

“O mercado de ações previu nove das últimas cinco recessões.”
– Paul Samuelson, 1966

Desde nossa fundação, não nos recordamos de um momento de pessimismo tão difundido quanto nos últimos meses de 2022 e no início de 2023. O consenso nos mercados era de que a inflação nos EUA permaneceria elevada e acima da meta de forma estrutural, levando o Banco Central americano a aumentar ainda mais as taxas de juros e a mantê-las em níveis restritivos por um período prolongado, eventualmente forçando a atividade a um colapso inevitável (*hard landing*).

¹ O Arbor FIC FIA teve início em 23 de março de 2015, sucedendo o Clube de Investimentos Arbor (“Clube”) que iniciou em 20 de março de 2014. O histórico de rentabilidade anualizada desde o início do Clube é de 20,0%. Todos os retornos são líquidos de taxas de administração e performance.

Este prognóstico catastrófico se traduziu em uma alocação muito baixa em bolsa pelos participantes de mercado (institucionais, fundos, pessoas físicas etc.) e, conseqüentemente, em uma ocasião atípica de *valuations* descontados em diversos ativos. A lógica para não estar investido frente a preços deprimidos era simples: “vai cair mais!”.

Surpreende como tantas pessoas abordam a bolsa de valores como um jogo de expectativas de curto prazo, quando a maior parte do valor das empresas está na perpetuidade.

Para a surpresa da maioria, em 2023 o PIB americano cresceu 2,5%, a inflação acomodou e uma nova transformação tecnológica começou a ganhar tração. E os mercados acionários globais, em geral, apresentaram forte desempenho, como observado pela valorização de 22,2% do MSCI ACWI, 26,3% do S&P 500 e 22,3% do Ibovespa. Mais uma demonstração da dificuldade de antecipar a economia e os comportamentos dos preços.

Nosso Fundo obteve retorno de 55,8% no ano, com as principais contribuições para a performance advindas de Inter, Microsoft, Amazon, Meta, Alphabet, Booking, TSMC, Prio, Visa e S&P Global, respectivamente. É encorajador observar que das dez empresas citadas, investimos em sete há mais de oito anos, exibindo uma baixa necessidade de reciclar nosso portfólio com ideias novas.

Hoje, a leitura do cenário é mais construtiva, um pouso suave da economia americana é visto como provável e os principais estrategistas passam a recomendar aumentar a alocação em risco. Na nossa opinião, é mais simples e produtivo seguir uma estratégia que permita manter um investimento estrutural na classe de ativos com o melhor histórico de composição de valor.

Brookfield Corporation

A Brookfield é uma companhia canadense centenária que teve início de suas atividades no Brasil (Brascan). Ao longo de seus 124 anos de história, a empresa enfrentou inúmeros ciclos econômicos e as mais diversas crises que testaram e moldaram o seu negócio, chegando ao final de 2023 em sua melhor forma.

Desde sua fundação, seu foco esteve em investir e operar ativos com geração de caixa previsível. Inicialmente concentrada na distribuição de energia no Brasil, a Brookfield expandiu seu escopo para abranger infraestrutura, energia renovável e *private equity*, demonstrando adaptabilidade para formar uma companhia mais sólida com o tempo.

Seu longo histórico de eficiência e geração de valor operando os ativos em que investiu foi fundamental para a formação da Brookfield Asset Management (“BAM”) no início dos anos 2000. Esta etapa transformacional para a companhia destravou seu crescimento de forma irrestrita ao seu capital próprio e pode ser atribuída ao então e atual CEO Bruce Flatt.

Hoje, a BAM figura entre as 5 maiores gestoras de recursos alternativos do mundo, administrando cerca de \$850 bilhões entre diversos fundos e estratégias de investimento e representa o principal ativo da Brookfield. A gestora está estrategicamente posicionada para se beneficiar da crescente demanda por alocação de recursos em infraestrutura conforme uma série de mudanças estruturais remodelam a economia global, como a digitalização, a descarbonização e a realocização de setores críticos.

No entanto, em 2022 e 2023 suas ações foram penalizadas pelo receio exagerado de que a alta vacância do mercado imobiliário corporativo após a pandemia e a alta taxa juros pudessem causar danos estruturais em seus negócios de *real estate* e *private equity*. Na oportunidade, adquirimos uma participação relevante em nosso portfólio a um *valuation* muito descontado.

Na data do nosso investimento, o valor de mercado da Brookfield era de cerca de \$50 bilhões. Neste valor estão incluídos: (i) 75% de participação na BAM e a totalidade das taxas de performance do estoque de fundos levantados até 2022; (ii) o capital investido em imóveis, negócios privados e nos fundos da *asset* (“Operating Businesses”); e (iii) uma das principais seguradoras dos EUA no segmento de anuidades. Parte destes ativos são listados em bolsa, e considerando apenas a soma da participação da Brookfield nestes ativos listados, chega-se a um valor superior ao valor de mercado. Contudo, suas participações privadas – ignoradas nesta conta – representam parte igual ou superior em valor presente líquido.

Em uma análise mais detalhada de proteção de capital, vemos que apenas os fluxos de caixa recorrentes dos ativos deverão superar \$40 bilhões até 2028 e a totalidade do valor de mercado da companhia até 2030. A natureza previsível e pouco volátil destes fluxos reforça a larga margem de segurança do investimento. Já pela ótica de retorno, além dos fluxos de caixa recorrentes, consideramos as taxas de performance que a Brookfield receberá da BAM e o valor de perpetuidade da franquia. Nesta última análise, estimamos retornos anualizados superiores a 25% em dólares até 2028.

O risco limitado e o alto retorno em um negócio durável, com crescimento previsível e alta lucratividade sob a gestão de alocadores de capital exemplares é uma assimetria atípica – que dá lastro para a Brookfield figurar entre os nossos principais investimentos.

Hilton e Booking

A indústria hoteleira conta com perspectivas de longo prazo atraentes. A ascensão da classe média global, a mudança de hábito de consumo para experiências em detrimento de bens e o trabalho híbrido/remoto suportam um crescimento estrutural de demanda para o setor superior ao crescimento do PIB por vários anos. O aumento da renda disponível e a possibilidade de viajar durante dias de trabalho levam a gastos crescentes dos consumidores globais com hospedagens.

Contudo, a pandemia de COVID-19 causou um choque severo ao restringir precipitosamente o fluxo de viagens, impondo protocolos de segurança de saúde, como a introdução de quarentenas, proibições de viagens e exigência de vacinas. Hoje, a maior parte dos países já

revogaram ou aliviaram as restrições impostas e o setor vem retomando seus níveis pré-pandemia.

A demanda ainda reprimida e a tendência secular do turismo formam um pano de fundo favorável para os nossos investimentos em Hilton e Booking.

Hilton

Hilton é um dos maiores e mais antigos grupos hoteleiros do mundo, presente em 124 países, com 7.400 propriedades, mais de 1 milhão de quartos, 22 marcas de renome e cerca de \$50 bilhões de valor de mercado. O grupo teve origem há mais de um século e expandiu nos EUA e no mundo através da aquisição e da construção de novos hotéis.

Em 2007, foi adquirido pela gestora de *private equity* Blackstone, quando sob o comando do então e atual CEO, Chris Nassetta, transformou o seu negócio para o modelo de franquias, vendendo seus ativos fixos e estabelecendo contratos de longo prazo para as propriedades com suas marcas. Hoje, mais de 98% dos seus quartos são franqueados.

Um empreendimento hoteleiro requer alto investimento, tornando muito arriscado introduzir um novo conceito no mercado. O Hilton aumenta a probabilidade de bons retornos para seus parceiros aportando know-how e trazendo fluxo de hóspedes com suas marcas reconhecidas e seu programa de fidelidades de mais de 170 milhões de membros.

Em sua composição atual, o grupo Hilton apresenta um dos melhores negócios que conhecemos, combinando um portfólio robusto de marcas, com um modelo de negócios de royalties, com uma avenida de crescimento muito longa e sem a necessidade de empregar capital. Esta rara combinação se traduz em uma trajetória de crescimento de receita previsível, margens operacionais que ultrapassam 80% e alta conversão de caixa destinado a retornar capital ao acionista.

A receita futura do Hilton será consequência da quantidade de quartos que o grupo possuirá sob seu guarda-chuva, de sua taxa de ocupação e do preço médio das diárias. O pipeline robusto de novos hotéis em construção das marcas Hilton garante um crescimento contratado de quartos, enquanto o grupo ainda se beneficiará de novas parcerias e de conversões (hotéis existentes que adotam uma bandeira do grupo Hilton). Ao mesmo tempo, tanto a pandemia quanto os juros mais altos frearam o crescimento de oferta do mercado, formando um ambiente favorável para os preços das diárias e para a retomada da taxa de ocupação aos níveis pré-pandemia.

Para os próximos 5 anos, o grupo deverá expandir seu número de quartos a uma taxa de 6% ao ano o que, somado à inflação das diárias, suporta um crescimento de receita de 8% ao ano. Com a contínua disciplina de custos e uma política sistemática de retornar capital (*buybacks*) realavancando a companhia a meta de 3x EBITDA, estimamos que seu lucro por ação crescerá 15% ao ano no período. Hilton negocia a 28x lucro, um *valuation* atrativo para a alta qualidade e para os prospectos do negócio que, contudo, deverá passar por compressão moderada. Nosso retorno estimado para o investimento no período é de 13% ao ano em dólares.

Booking

Enquanto os grandes grupos (Hilton, Marriott, IHG etc.) gozam de tráfego direto de hóspedes, mais de 75% do mercado hoteleiro é pulverizado entre pequenos operadores com baixo reconhecimento de marca que dependem majoritariamente de tráfego pago.

O Booking é o maior marketplace de reservas conectando hóspedes com hotéis de todo o mundo, com \$150 bilhões de reservas anuais e cerca de \$120 bilhões de valor de mercado. Para um hóspede, o Booking resolve de forma simples e confiável um item crucial e um dos principais custos da sua viagem: a hospedagem. Para os hotéis – negócios de alto custo fixo, inventário (diárias) perecível e custo marginal baixíssimo –, o Booking traz receita, reduz o atendimento ao cliente, e substitui despesas de marketing por uma comissão de cerca de 14% da reserva.

O seu modelo de negócios beneficia todas as partes interessadas e é auto reforçado com o ganho de escala. Hóspedes querem escolher a melhor hospedagem para a sua necessidade em todos os destinos possíveis. Hotéis desejam atrair mais hóspedes. Como ocorre com outros negócios de marketplace, essas forças levam a concentração de mercado – na Europa, por exemplo, a participação do Booking é superior a 60%.

Desde que o atual CEO, Glen Fogel, assumiu a companhia em 2017, o Booking vem obtendo sucesso contínuo em seu programa de fidelidade Genius e em sua estratégia “Connected Trip”, que busca a venda cruzada de outros serviços para viajantes (como passagens, aluguel de carro, taxi e etc.). Ambas as iniciativas solidificam o Booking como o funil completo na jornada de compras de viagens e aumentam sua participação nos gastos com viagens dos consumidores, ao mesmo passo que reduzem sua proporção de despesas com marketing de performance. Ou seja, além de crescer sua receita e ampliar suas margens, esta direção estratégica também alarga suas vantagens competitivas.

Outro motor importante para o crescimento da companhia vem sendo o de hospedagens alternativas – segmento concorrente a uma hospedagem no Airbnb. Como sua plataforma agrega demanda por hospedagens, este segmento ganhou tração imediata, já responde por 1/3 das diárias e cresce a um ritmo mais acelerado que o próprio Airbnb.

Investimos pela primeira vez na companhia há 9 anos, na data inicial do Fundo. O Booking é um negócio excepcional que captura uma parcela desproporcional do crescimento global e secular das viagens de turismo. Sua concorrente direta, a Expedia, é significativamente inferior em execução, como evidenciado pela perda constante de participação de mercado, contínua mudança de estratégia, rotatividade de CEOs e por gerar menos da metade do fluxo de caixa do Booking.

Para os próximos 5 anos, estimamos que a receita do Booking crescerá a uma taxa anualizada de 8%, apoiada pela tendência secular do turismo e pela continua migração do hábito de consumo para a internet. Neste período, o mix de usuários diretos (sem custo de aquisição) deverá seguir expandindo, contribuindo com ganhos recorrentes de alavancagem operacional

e aumentando sua barreira competitiva. Estas dinâmicas somadas ao seu modelo de negócios *asset-light* e à sua política de retornar capital ao acionista, dobram o lucro por ação da companhia no período. O Booking negocia a 20x lucro, um múltiplo justo que contribui para seu algoritmo de retorno e que suporta nossa estimativa para ação de 15% ao ano em dólares no período.

Nasdaq Inc.

Fundada em 1971, a Nasdaq foi a primeira bolsa de valores eletrônica, revolucionando a forma de negociação de ações. Com o tempo, a bolsa estabeleceu sua marca atraindo a listagem de empresas de tecnologia e inovação, como Apple, Microsoft e Amazon. Hoje, ela é a bolsa com a segunda maior capitalização de mercado do mundo e a principal bolsa dos EUA em números de IPOs. Além da Nasdaq Stock Exchange, o grupo Nasdaq Inc detém mais 5 bolsas de valores na América do Norte e 7 na Europa.

A despeito de contar com alta rentabilidade (margem operacional de 60% e baixo capital empregado), o segmento de bolsa de valores é intensamente competitivo e pró-cíclico. Assim, já há alguns anos, a companhia vem diversificando o seu negócio para segmentos mais resilientes e promissores. Hoje, a receita de bolsa e negociação (“Market Services”) responde por apenas 26% do total, vindo de 70% há 15 anos.

A maior parte da receita, dos lucros, e do valor de perpetuidade da companhia residem no segmento “Solutions Businesses”, que engloba verticais com receitas majoritariamente recorrentes, como os negócios de Índices (ex: Nasdaq 100 e Nasdaq Composite) e soluções contra crimes financeiros, que apresentaram crescimento composto de 19% e 30% nos últimos 5 anos, respectivamente.

Em junho de 2023, a Nasdaq Inc anunciou a maior aquisição da sua história, comprando a Adenza por \$10,5 bilhões (pagos metade em caixa e metade em ações) e fortalecendo seu portfólio de Solutions Businesses, que passará a representar 77% da receita total da companhia, com softwares de gestão de risco e de adequação regulatória ao setor bancário e de serviços financeiros. A aquisição traz outra linha de negócio previsível, com 80% da receita de fontes recorrentes amarradas a contratos com 3 a 5 anos de duração e histórico de retenção bruta de 98%, elevando a qualidade dos lucros e o perfil de crescimento agregado da companhia.

Para os próximos 5 anos, estimamos que sua receita orgânica crescerá a uma taxa anualizada de 9%, guiada pelo segmento de Solutions Business com crescimento de 10% ao ano. Com ganhos de sinergias, alavancagem operacional e alta conversão de lucros em caixa que serão devolvidos ao acionista através de recompras e dividendos, esperamos que o lucro por ação da companhia cresça cerca de 15% ao ano no período.

Apesar de seu sucesso transformando seu mix de negócios para se tornar uma empresa mais previsível e resiliente, a Nasdaq negocia a 20x lucro, um *valuation* semelhante aos demais

players de bolsa, mas a um desconto de 32% para seus pares de serviços financeiros. Em nosso cenário base, estimamos que o investimento retornará 15% ao ano em dólares no período, e conta com a opcionalidade de superar significativamente este retorno em uma eventual reavaliação de múltiplo.

Notas finais

Objetivo, Estratégia e Volatilidade:

O objetivo do Fundo é entregar retornos superiores aos principais índices de bolsa e de renda fixa e proteger nossos investidores de perda permanente de capital em janelas de 5 anos.

Buscamos cumprir nosso objetivo investindo com desconto em um conjunto de raras companhias capazes de crescer e preservar alta rentabilidade por períodos prolongados.

Nossa estratégia é invariavelmente exposta à volatilidade dos mercados.

Agradecemos a confiança,

Equipe Arbor

Disclaimer

Este material foi elaborado pela Arbor Gestão de Recursos Ltda. e tem como único propósito divulgar informações e dar transparência à gestão executada. As informações aqui contidas são de caráter exclusivamente informativo, não constituindo recomendação, oferta de venda de fundos ou análise de investimento, e não se destina à publicação, divulgação ou distribuição a terceiros. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do prospecto e do regulamento do fundo de investimento, com especial atenção às cláusulas relativas ao objetivo e à política de investimento do fundo, bem como aos aspectos de risco relacionados ao investimento. Investidores devem consultar profissionais especializados para análise específica e personalizada antes de tomarem decisões sobre produtos, serviços e investimentos. A rentabilidade passada não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Fundos de investimento em ações podem estar expostos à significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os respectivos riscos decorrentes desse cenário. Para fundos que perseguem a manutenção de uma carteira de longo prazo, não há garantia de que terão o tratamento tributário para fundos de longo prazo. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. Este material apresenta projeções, opiniões e portfólios. As conclusões trazidas neste material se baseiam em premissas históricas. Ainda que a Arbor Gestão de Recursos acredite que essas premissas sejam razoáveis, e factíveis, não pode assegurar que sejam válidas em condições reais de mercado.