

# NEWTON FUND



## **Carta de Abertura**

---

A oportunidade de investimento em *Tech Equities*: considerações no contexto macroeconômico

A missão da Catarina Capital é empoderar uma nova geração de Empreendedores Financeiros, engajando profissionais de alto potencial através de uma nova proposição de sociedade, voltada a desenvolver negócios inovadores e suas externalidades. Escolhemos começar esse projeto em Santa Catarina, Estado que se destaca como protagonista dentre os ecossistemas de inovação latino-americanos, com um volume cada vez mais expressivo de negócios em tecnologia. Após meses (quase um ano!) analisando dezenas de empresas de tecnologia ao redor do mundo, nos sentimos confiantes para lançar o primeiro fundo da casa: o Newton Fund.

O Newton é um Fundo de Ações global que se propõe a analisar as empresas não apenas do ponto de vista financeiro, mas também (e principalmente) aplicando os princípios dos grandes fundos de venture capital na análise e seleção de ativos. Não é apenas olhar planilhas e buscar "acertar" um número para a ação da empresa. Entramos a fundo nas diferentes forças responsáveis pela criação de valor em uma empresa, analisando desde a sua evolução tecnológica (ou falta dela, quando uma empresa finge ser uma tech) até questões de engajamento com a comunidade e políticas de RH. Tudo isso dentro de um modelo de análise chamado TFMP: Tecnologia, Finanças, Mercado e Pessoas. Para aqueles que não leram a nossa carta explicando o processo de investimento, vale a pena destacar 5 minutos para entender [neste artigo](#).

A carteira tem uma exposição grande às chamadas "big techs", afinal elas costumam liderar os avanços tecnológicos em quase todas as áreas, mas também possui empresas menores, e por vezes desconhecidas, mas cuja capacidade de evolução e inovação fará delas empresas vencedoras no médio prazo, até mesmo ocupando vácuos deixados pelas empresas maiores. Empresas como a Okta, cujo software é, por vezes, superior ao das big techs, ou Twilio, que apesar de desconhecida é uma ferramenta quase que onipresente por trás de grandes empresas são exemplos dessa seleção. É claro que, além dos aspectos tecnológicos, também faz parte do nosso trabalho avaliar a saúde financeira das empresas, para termos certeza que elas conseguirão continuar no ciclo de crescimento atual ou, caso julgemos que não será possível, estabelecer se ainda assim vale a pena apostarmos em um ativo que, cedo ou tarde, demandará mais recursos dos investidores.

Uma empresa cuja geração de caixa é negativa não é, necessariamente excluída da lista de possíveis investimentos do Fundo, porém é necessário avaliarmos o motivo desse consumo de caixa. Peguemos o exemplo da Hubspot: a empresa é uma plataforma de gestão da jornada do consumidor, auxiliando empresas de todos os portes a atrair, engajar e conquistar clientes. A utilização do sistema permite que as empresas estejam alinhadas com as mais modernas ferramentas de gestão comercial, principalmente no online, com foco geração de leads através do marketing digital (hotsite, trilha de e-mails, marketing de conteúdo). Além de estar em um mercado extremamente aquecido, com potencial de crescimento constante, a empresa ainda conta com um time diferenciado e uma comprovada capacidade de execução. Mas os maiores atrativos da HUBS estão no crescimento (crescimento médio de 42% a.a. nos últimos 10 anos!) e o por estar no ponto de inflexão de rentabilidade, iniciando a virada para uma empresa rentável, mesmo mantendo um crescimento acelerado.

## 2020 - O ano da consolidação da tecnologia

O ano que passou deixará saudades aos investidores de ativos ligados à tecnologia pela grande valorização que o setor experimentou: o índice Nasdaq 100 subiu mais de 45% no ano, bem acima do S&P (18%) e do MSCI Global (16,5%). Existem dois grandes motivos, na nossa opinião, para essa valorização.

O primeiro já é conhecido, e certamente já foi extensamente debatido em outros fóruns, que é o avanço das ferramentas digitais no dia-a-dia das pessoas, resultado de um evento externo (no caso, a pandemia de Covid-19), que forçou os players (consumidores, governos, empresas) a adotarem certas mudanças que, apesar de claras no horizonte, estavam sendo postergadas. Não houve, per se, nenhuma drástica alteração na tecnologia, apenas uma adoção mais aceleradas daquelas que já existiam.

O segundo grande motivo para a valorização das empresas de tecnologia foi a abundância de capital disponível para investimentos: o mundo mudou drasticamente nos últimos anos. E não estamos falando de um novo vírus, ou uma troca de governo, mas sim da expansão dos Balanços dos Bancos Centrais, e da forma como ele está sendo utilizado. Desde a crise de 2008, quando o FED baixou os juros de 4,5% para 0,5%, a ideia que, eventualmente, as taxas voltariam a subir conforme a economia se recuperasse, era o bastante para evitar que o Mercado assumisse riscos extremos em busca de um *yield* um marginalmente maior.

Esse medo, entretanto, começou a desaparecer nos últimos anos, e parece ter sido cimentado com a chegada da pandemia. Os seguidos programas de *quantitative easing*, somados às declarações dos presidentes dos maiores BCs do mundo que não haveria uma alta de juros no curto prazo inundaram o mercado com recursos que precisavam ser alocados. A ascensão de empresas como Uber e Tesla passam por um mix de *FOMO*, em busca do próximo Google/Apple e, também por uma necessidade alocação de recursos captados a juros muito baixos (ou mesmo zero), para os quais qualquer tipo de produto ou empresa é interessante.

É claro que uma boa parte da valorização vista na Nasdaq nesses dois últimos anos, foi fruto de um cenário extremamente positivo para empresas cuja função é conectar o mundo, seja no processo comprador-vendedor (Amazon) seja na possibilidade de cooperar com pessoas em outros países ou continentes em projetos que, antes levariam uma infinidade a mais de tempo para serem estruturados (Google, Microsoft). Existe, entretanto, uma parte do Índice de tecnologia que se desenvolveu unicamente porque o recurso estava sempre disponível e na maior parte das vezes, barato. Essas empresas costumam ser de uma mercado que não existiam há 10, 20 anos, e portanto com uma tecnologia ainda empreendida pelos investidores.

Se a velocidade de inovação (e adaptação) é o grande diferencial das empresas de tecnologia, o dinheiro é o combustível; e esse combustível, nos últimos anos, passou a ser praticamente de graça. Para exemplificar esse argumento, abaixo selecionamos algumas emissões de dívida feitas pelas chamadas "big tech". Há cinco anos atrás a Microsoft emitiu uma dívida com prazo de trinta anos pagando 4,45% ao ano; em 2020, uma dívida com prazo semelhante saiu a mercado com uma taxa de 2,525%. A Apple emitiu uma dívida com prazo de quarenta (40) anos, pela qual a empresa pagará 2,55% ao ano.

Empresa	Microsoft Corp	International Business Machines	Apple Inc	Microsoft Corp	Apple Inc	Intel Corp	Oracle Corp
Data de Emissão	12/02/2015	11/02/2020	20/08/2020	13/02/2020	12/02/2015	13/02/2020	01/04/2020
Data de Vencimento	03/11/2045	11/02/2040	20/08/2030	15/02/2060	03/11/2045	15/02/2060	01/04/2050
Taxa (% ao ano)	4,45	1,2	1,25	2,525	2,55	3,1	3,6

Nós, como brasileiros, sabemos bem que o custo de Capital é um dos principais entraves para o crescimento de um país. O mesmo acontece no setor privado: se a taxa de juros oferecida pelos bancos para "não fazer nada" é muito maior que o retorno, ajustado ao risco de realizar novos investimentos, o empresário simplesmente deixará a sua indústria sucateada, obtendo um retorno maior com os juros que o Banco oferece. Se, entretanto, esse juros oferecido pelo banco é muito baixo, os incentivos para que o Capital seja aplicado em ativos "produtivos" aumenta. Indo além, se os juros correntes forem extremamente baixos, mesmo projetos com baixa taxa de sucesso, ou long-shots, começam a fazer sentido. Podemos citar como um exemplo desse fenômeno, a Lemonade. Para quem não conhece, a empresa é uma seguradora com foco em atendimento e gestão de claims via aplicativo. A empresa possui algumas diferenças das seguradoras tradicionais (devolução de parte do prêmio pago para entidades beneficentes, maior velocidade de transação), porém sem que haja uma clara vantagem no processo. O IPO do *business* ocorreu começo de junho e, logo no primeiro dia, a ação dobrou de preço: hoje a empresa vale \$ 6,4 bilhões. Não haveria nada de errado com o valuation (outras seguradoras valem muito mais), porém o que chama atenção é que, segundo um relatório da Goldman Sachs, a empresa só verá a sua geração de caixa ficar positiva em 2025.

Salvo uma expectativa de crescimento acima de qualquer outra na Nasdaq, um investidor "racional" só conseguiria justificar um investimento na empresa porque o custo de oportunidade para ele é muito baixo. Para não ficarmos apenas em exemplos estrangeiros, no final do ano passado vimos a emissão de ações da empresa Enjoei. Para quem não conhece, a Enjoei se coloca como um mix entre marketplace e rede social, para venda de roupas, sapatos, bolsas, itens de decoração, celular, eletrônicos e outros produtos. A empresa apresenta um crescimento acelerado, com uma receita esperada de R\$ 487 milhões (fonte: relatório de início de cobertura do BTG Pactual),

o que representaria um crescimento em relação a 2019 de 80% (e um CAGR de 33% para quatro anos). A empresa, entretanto, ainda não gera Caixa, e não deve fazê-lo até pelo menos 2024, segundo o mesmo relatório (gráfico acima).

Table 21: EBITDA (R\$m) and EBITDA margin



Source: Company, BTG Pactual



Mesmo com uma perspectiva de retorno de longuíssimo prazo, ainda assim houve uma demanda grande pela ação da empresa, que hoje vale R\$ 2,5 bilhões (sim, bilhões) na Bolsa de Valores. Tal situação seria impensável em qualquer outra época da história humana mas, em um país com taxa de juros de 2% ao ano, se torna uma aposta interessante. Em um movimento que começou no final da década passada, mas que se intensificou nos últimos dez anos, o que passou a contar para a análise de um investimento passou a ser justamente o "incontável". Onde antes as empresas eram capazes de criar grandes *moats* através de investimentos em máquinas e matéria-prima, hoje o que importante para o Mercado é a velocidade de transformação e integração dos sistemas, além dos dados, é claro (toda empresa é desesperada por dado, apesar de poucas saberem usar).

Empresas como GE, General Motors e Itaú (em menor escala, devido à força na área de crédito), que tinham como barreira de entrada um capex gigantesco para replicar os seus modelos, se viram rapidamente ultrapassados por concorrentes menores, possivelmente asset-light, mas com tecnologia e dinheiro capaz de entregar algo semelhante, de forma mais eficiente. O custo de capital barato é o motivo pelo qual o Airbnb vale mais que qualquer empresa hoteleira do mundo; que a Tesla vale mais que todas as empresas automotivas somadas; que a Square vale mais que a Goldman Sachs, ou o JP Morgan. Todos os exemplos acima são empresas que não geram caixa (ainda) e nem tem perspectiva de gerar, mas que ingressaram em um mercado dominado por empresas da chamada "velha economia", e estão liderando a transformação para o digital.

Algumas (como a Tesla ou a Square) querem ter apenas uma parte do mercado, desde que continuem a liderar as mudanças tecnológicas, enquanto que outras correm para dominar um mercado "winner takes all". Esse é o caso da Uber, e vale destacar que a empresa tem, dentro do próprio quadro acionário, entidades que financiam os concorrentes. A nossa visão é que esse cenário não deve mudar nos próximos meses, ou mesmo anos: no final de novembro o presidente do FED, Jerome Powell, anunciou que a instituição aumentará a aquisição de títulos de médio prazo. Esse movimento, somado a mudança no framework da instituição (o framework são os parâmetros pelos quais o FED decide sobre, entre outros assuntos, o aumento na taxa de juros norte-americana), anunciada em setembro, nos parece uma clara demonstração que não perspectivas para um aumento na taxa de juros.

Isso não significa que os ativos de risco (como ações) necessariamente terão um retorno positivo: boa parte desse cenário já está precificado pelo Mercado, que a partir de agora deverá começar a selecionar com mais cuidado os ativos.

Ao longo das nossas análises identificamos empresas que, apesar de estarem em um momento positivo, com muita exposição na mídia, apresentam problemas estruturais, seja na parte tecnológica (tecnologia ultrapassada, novos entrantes), mercadológica (competição excessiva, problemas com fornecedores/clientes), financeira (alavancagem ou queima de caixa sem perspectiva de retorno) ou na gestão de pessoas (dependência do controlador, histórico de assédios). Por outro lado, ainda existem oportunidades pouco exploradas no mercado que estamos estudando para adicionarmos ao Fundo. Empresas de robótica, inteligência artificial e semicondutores estão no nosso pipeline, como por exemplo Intuitive Surgical (empresa de robôs destinados a operações médicas) e Teradyne (empresa que fornece para a cadeia de semicondutores), além das onipresentes empresas de cloud-service (Crowdstrike e Snowflake entram nessa categoria).

Estamos atentos aos fatos, monitorando riscos e convictos da qualidade das empresas que temos em carteira. Transparência e respeito aos nossos cotistas são nossos maiores compromissos, e estamos à disposição.

Muito obrigado pela confiança.

**F=ma**

Equipe Newton Fund