

carta: Novembro, 2021

Investindo em crescimento a bons preços e o Caso SBF

mar asset
management



I. Contexto atual

A ideia original desta carta não incluía um comentário conjuntural sobre o mercado de ações. Porém, após o forte *sell-off* desses últimos quatro meses, julgamos pertinente iniciá-la com algumas reflexões sobre o movimento recente de preço dos ativos no Brasil.

Os principais índices e algumas ações sofreram as seguintes correções entre julho e outubro deste ano:

- / Ibovespa: -18%
- / Índice Small Caps: -26%
- / Cesta Varejistas e Shoppings: -38%
- / Cesta Real Estate: -40%
- / Top 15 Large Caps: -11%
- / Cesta Small Caps (113 empresas com valor de mercado atual menor ou igual a R\$10bi): -33%

O mercado acionário brasileiro perdeu mais de R\$600 bilhões em valor de mercado no mesmo período em que praticamente nenhuma empresa reportou seus resultados. A principal justificativa entre os agentes de mercado é uma expectativa de forte deterioração macroeconômica e a necessidade de um nível de juros elevado para conter uma escalada da inflação.

Se olharmos para as empresas com menor valor de mercado e liquidez, a correção foi ainda mais forte. O prêmio de risco exigido pela iliquidez aumentou significativamente e reflete o pessimismo de longo prazo sobre o resultado dessas empresas.

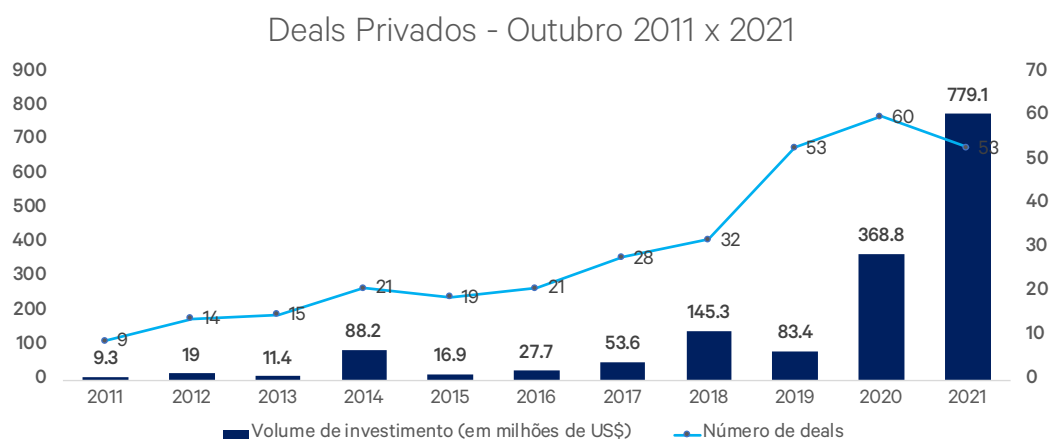
Ao mesmo tempo, o investimento em ativos privados atinge patamares recordes. Em 2021, o valor investido em startups no Brasil já é o triplo do pré-pandemia, superando países como Coreia do Sul e Indonésia, e maior que os investimentos combinados de Rússia, África do Sul, Turquia e Nigéria.

Sem juízo de valor sobre a qualidade de cada empresa, esses são, por definição, ativos ilíquidos e precisam sustentar um forte crescimento por muitos anos, ou seja, deveriam ter uma sensibilidade aos juros de longo prazo bastante elevada. Ainda assim, não é incomum escutarmos sobre pessoas “desistindo” do mercado de ações para concentrar em Venture Capital.

Como exemplo dessa solidez tivemos as seguintes rodadas (de um total de mais de 140) nos quatro últimos meses:

- / **Quinto Andar:** rodada de R\$670m ao valuation de R\$28bi (estaria entre as 40 maiores empresas da bolsa se fosse listada).
- / **Nuvemshop:** rodada de R\$2,8bi a valuation de R\$17bi.
- / **Justos:** rodada de R\$200m para uma *insuretech* ainda em fase pré-operacional.

E como podemos ver no gráfico abaixo, o valor investido apenas no mês de Outubro de 2021 foi o dobro do mesmo mês em 2020 e 10x maior do que em 2019.



fonte: Distrito - Report Inside VC Outubro 2021

Muitas dessas empresas trazem produtos e/ou modelos de negócios disruptivos e se tornarão gigantes num futuro próximo. Mas nos chama atenção essa discrepância entre a evolução do valuation de empresas privadas e as listadas em bolsa no Brasil. Muito provavelmente o país não é a maravilha do mundo de VC e nem o horror que os agentes de mercados líquidos esperam.

Vimos nos últimos meses a criação de uma série de SPACs para comprar empresas privadas e listá-las em bolsa. Nos atrevemos a dizer que o momento, na verdade, é de se montar fundos PIPEs¹ e investir em empresas já listadas, com comprovado track record, transparência em números e, ainda, com uma bela avenida de crescimento a frente. O Softbank é o único player que fez um movimento nessa linha, aumentando recentemente sua participação no Inter.

Questionamentos macroeconômicos e políticos são frequentes em países emergentes como o Brasil, mas vale lembrar que muitas empresas listadas foram construídas exatamente nesse ambiente volátil e caótico. Apesar de ser difícil precisar o ponto final dessa correção e, mesmo correndo o risco de incorrer em perdas adicionais de marcação a mercado antes de uma melhora de sentimento, entendemos que com a devida diligência, há empresas listadas com atrativa relação risco retorno se alongarmos o horizonte de investimento.

A fim de encontrar tais oportunidades, nos mantemos fiéis ao nosso processo de investimento que em muito se assemelha aos investidores de private equity. Fazemos uma análise profunda como se fôssemos nos tornar controladores e acionistas perpétuos, porém com o benefício da liquidez de mercado para desinvestir caso a tese se prove errada ou até mesmo no caso de o preço de mercado antecipar completamente nossas premissas. A seguir, detalhamos um pouco mais nossa filosofia e damos um exemplo prático de como pensamos ao investir em empresas.

1 Private Investments in Public Equities

II. Como investimos em ações

GROWTH VALUE INVESTORS

Como investidores estamos em constante busca por conhecimento. Este caminho nos leva à uma construção permanente de uma filosofia de investimentos que mais se adequa ao nosso perfil de risco.

Além da experiência na prática, entre erros e acertos, dedicamos um tempo considerável a uma extensa bibliografia. Desde Ben Graham, com o Mr Market e os cigar butts, passando obviamente pela dupla Warren Buffet e Charlie Munger, por Seth Klarman, Bill Ackman, até a mais recente influência de grandes *forward thinkers*, como Mark Andreessen (e todas as publicações do a16z) e Scott Galloway. Há ainda o privilégio de contar com as mais de 100 cartas e inúmeras conversas com nossos amigos da Dynamo e outros grandes que se consolidaram ao longo dos últimos anos como as melhores cabeças pensantes sobre ações no Brasil. Mas o que sai desse mix de referências? Como pensamos sobre nosso processo de buscar boas oportunidades de investimentos?

Nos consideramos *value investors*. Essa, no entanto, é uma definição muito mais ampla do que parece.

“Long ago, Ben Graham taught me that “Price is what you pay; value is what you get.” Whether we’re talking about socks or stocks, I like buying quality merchandise when it is marked down.”

Warren Buffett – 2008 Berkshire Hathaway Letter

Investir em valor é acreditar que, em certo momento, o preço de mercado de uma empresa vai convergir para a sua percepção de quanto realmente ela deveria valer, o tal do valor intrínseco. Ben Graham e David Dodd introduziram o conceito na década de 1920 e trouxeram a ideia de se comprar empresas com múltiplos baixos aos lucros correntes. Com a disseminação da teoria, simplesmente investir em ações porque sua relação Preço/Lucro é baixa pode significar um *value trap*. A evolução da dinâmica dos negócios também tornou mais complexa a

análise contábil de um balanço, uma vez que a vantagem competitiva de muitas empresas está mais relacionada ao seu intangível *off-balance* do que o capital ativado. A árdua tarefa de determinar o valor intrínseco de uma empresa passou a ter um peso muito maior de “futuologia”.

Para alguns ele deriva de uma planilha complexa e que contém inúmeras variáveis com influência relevante no resultado. Somos mais da turma que usa essa ferramenta como reality check e não como principal determinante de um investimento. O valor intrínseco está mais para um intervalo do que para um número exato. Gastamos, então, muito mais energia entendendo as particularidades do negócio, as pessoas por trás dele e os vetores de geração de valor. Como resultado dessa imprecisão, buscamos empresas com upside potencial relevante e que conseguem crescer de maneira significativa seu resultado ao longo dos anos. Assim garantimos a margem de segurança que julgamos importante ao investir.

De maneira simples, o crescimento sustentado de longo prazo de uma empresa é reflexo da estratégia de alocação de capital por parte dos seus tomadores de decisão. Investir nas operações atuais, construir novas verticais, desenvolver novas tecnologias, adquirir outras empresas, recomprar ações ou pagar dividendos são as opções disponíveis. Buscamos investir em líderes capazes de exercer esse papel com qualidade acima da média. Empresas com tais características fornecem um tipo de investimento muito menos dependente de trading e timing, com potencial de compor o nosso investimento a altas taxas de retorno por muitos anos.

A situação ideal é quando encontramos empresas que estão na iminência de entrar numa rota de crescimento ainda não precificada pelo mercado. São empresas que, por exemplo, possuem ativos ainda não monetizados ou vantagens competitivas que sustentem um crescimento acima do esperado. Em geral, são ações com múltiplos que aparentam justos para os investidores mais focados no curto prazo.

Essa foi a direção que caminhamos como value investors nos últimos anos: o *growth mindset*.

"I call myself a farmer. Wall Street is flooded with hunter – people who try to go out and find the big game. They fell it and bring it back, and there's a huge feast and everything is fabulous, and then they look for the next big game. I plant seed and then I spend all of my time cultivating them."

Tom Russo – Rich, Wiser, Happier

BUSCANDO EMPRESAS DE CRESCIMENTO A PREÇOS INTERESSANTES

Para novas tecnologias, nunca testadas, o capital de risco está presente há séculos. Foi assim com as caravelas portuguesas em 1400, com os banqueiros italianos financiavam sua construção, e as primeiras expedições em busca de novos territórios. No século 19, a revolução industrial veio acompanhada por uma acelerada evolução do mercado financeiro. As ferrovias, tecnologia que disruptou os canais como forma de transporte continental, foram financiadas por casas como Rothschilds e J.P. Morgan.

Atualmente, a indústria de Venture Capital fornece capital, conhecimento e “paciência” para novas tecnologias. No Brasil, esse fenômeno, ainda recente (2019 foi quando passamos para casa de alguns bilhões de dólares investidos ao ano), tem o potencial de alterar a dinâmica de muitos negócios pelos próximos anos. Acompanhá-las de perto também nos ajuda a saber onde não investir já que, no primeiro momento de uma grande disrupção, é mais fácil identificar os perdedores do que os vencedores. E com a maturação dessas novas tecnologias teremos cada vez mais empresas (as vencedoras) listadas em bolsa com o perfil de “growth”, levantando capital no IPO para uma segunda fase de crescimento, com muito menos risco do que a primeira (mas com menor retorno também!).

Para melhor reflexão sobre como buscar empresas já listadas com crescimento sustentável por longos anos, vamos a alguns exemplos.

Há cerca de dez anos, a recém-formada Raia Drogasil (junção da Droga Raia com Drogasil), negociava a múltiplos altos para a rentabilidade corrente, e parecia “cara” para muitos investidores. Porém, quem

investiu em suas ações compôs o capital em mais de 25% ao ano durante esse período, multiplicando seu dinheiro por mais de nove vezes. Quem percebeu que o tamanho do mercado endereçável para uma farmácia bem estruturada (o que não deixa de ser uma nova tecnologia) e com modelo de negócio superior as farmácias de bairro, capturou o retorno ao longo de todo esse período, suportando a volatilidade das ações (aconteceram algumas quedas de 20% ou mais) e focando nos *drivers* de crescimento operacional. Dez anos mais tarde, a empresa tem 3x mais lojas e EBITDA 6x maior.

No campo de alocação de capital como vetor de crescimento, gostamos do exemplo da Equatorial, empresa que somos investidores desde antes da fundação da Mar e que hoje está em nosso portfólio. Quem fizesse conta apenas com os ativos existentes dificilmente investiria na empresa. Foi vital entender a capacidade dos executivos e do conselho de administração de reinvestir a geração de caixa gerado em novas oportunidades, transformando uma distribuidora de energia numa plataforma de alocação de capital.

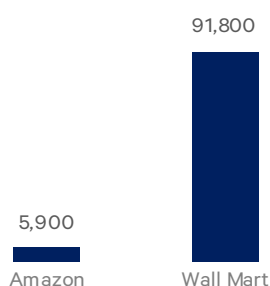
A geração de valor via alocação de capital é normalmente subdimensionada por investidores, principalmente pelos com horizontes mais curtos, que preferem receber dividendos a correr o risco de reinvestimento. Em 2012, a Equatorial valia menos de R\$2Bi e fazia R\$0,56Bi de EBITDA. Hoje vale R\$25bi e faz R\$5Bi de EBITDA, sem pagar 1 centavo em dividendos além do mínimo obrigatório pela Lei das S.A. Acreditamos que agora a empresa entra em nova fase com o ainda embrionário processo de privatização do saneamento brasileiro (potencial mercado de R\$1tri de capex) e com a empolgante nova vertical de geração renovável.

Buscamos nos aprofundar em setores que passam por mudanças estruturais. São nesses momentos que muitos ativos acabam mal precificados pelo mercado que ainda não consolidou uma visão sobre o futuro do setor. Nessa direção, a digitalização da economia e o uso massivo de smart phones quebrou barreiras importantes para o crescimento de alguns negócios. A necessidade de capital para criar distribuição reduziu significativamente, o que liberou orçamento para investimentos mais robustos em outras áreas como, por exemplo, a

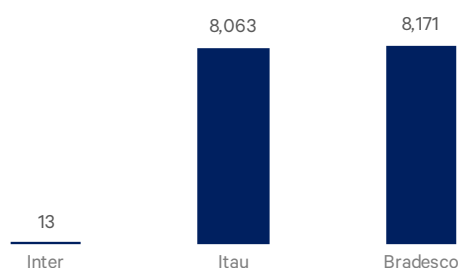
qualidade de serviço e o desenvolvimento de produto. As empresas que nascem no mundo digital têm, em sua grande maioria, modelos de negócios superiores a seus competidores incumbentes. Esse tipo de disrupção se repete de tempos em tempos com o surgimento de novas tecnologias. Podemos voltar a Vasco da Gama e o caminho das Índias pelo mar, que ao reduzir tanto o custo de logística para especiarias, levou o preço da pimenta em Portugal de oitenta cruzados o quinhão para trinta, ainda assim, representando um mark-up de 10 vezes ao que os portugueses pagavam na Índia.

Voltando aos dias atuais, o negócio de banco de varejo foi radicalmente afetado por essa “nova tecnologia” que viabilizou competidores com uma curva de custo brutalmente inferior. Somado a isso, a narrativa de crescimento acelerado permite um custo de capital (equity) baixíssimo e até mesmo uma “arbitragem” fiscal no setor com maior tributação sobre o lucro no Brasil (os challengers não geram lucro!). Em seu último follow on, em junho de 2021, o Inter levantou R\$5,5bi a um valuation de R\$50bi. Apesar do valuation de dezenas de bilhões de reais, a companhia praticamente não lucrou e pagou R\$13m de IRPJ+CSLL em 2020, enquanto o Itaú pagou R\$8bi. Nos lembra o caminho da Amazon nos EUA, que se tornou uma empresa de 1,5 trilhões de dólares praticamente sem pagar impostos federais.

Income Taxes 2008 a 2020
(U\$m)



IRPJ+CSLL 2020 (R\$m)



Fonte: Companies Reports, Mar Asset Management

A tese da digitalização dos serviços financeiros faz parte do nosso fundo desde 2019, tanto via Inter quanto BTG Pactual, ambos responsáveis por uma contribuição significativa em nosso resultado. No caso do BTG há uma combinação muito interessante, uma vez que

o negócio “legado” (banco de atacado e de investimentos) gera um lastro que “protege” o valuation da empresa e financia a construção da nova vertical de banco de varejo.

No grupo de empresas de alto crescimento há também aquelas com ativos ainda não totalmente monetizados (ou *hidden assets*). Acreditamos que o Grupo SBF, dono da varejista de artigos esportivos Centauro e da Fisia, distribuidora da Nike no Brasil, apresenta tal característica.

Dedicaremos as próximas 19 páginas para fazer um *deep dive* na oportunidade de crescimento de uma vertical específica dentro do grupo, que exemplifica nossa abordagem na construção de uma tese de investimento.

É importante notar que esta é uma tese que retrata bem as características que buscamos ao investir numa empresa: (i) um negócio “legado” rentável e crescente, com vantagens competitivas bem construídas (Lojas Centauro); (ii) a gestão de um time operacional muito capaz e liderança de um executivo, Pedro Zemel, com foco em boa alocação de capital; (iii) uma nova vertical de crescimento com potencial relevante e importantes ativos já construídos (Nike Brasil); (iv) fundador e acionista controlador, Sebastião Bonfim, com sucessão já bem feita e alinhamento de longo prazo; e, (v) preços de mercado que ainda não refletem a oportunidade de geração de valor identificada.

Se fizermos qualquer tipo de screening de múltiplos, ela não estaria entre as mais “baratas”, negociando a um múltiplo dos lucros correntes de mais de 14x EV/EBITDA (ex IFRS-16) ou 37x P/E 2021². Ainda assim, entendemos que o seu preço de mercado de R\$5,1bi está muito abaixo do que enxergamos como seu valor intrínseco.

² Valores de fechamento de Outubro 2021.

III. Por que vemos valor no Grupo SBF?

O setor de artigos esportivos é extremamente pulverizado no Brasil. Por ser majoritariamente composto de lojas independentes, nos lembra a indústria de farmácias do caso da Raia Drogasil. A expansão da rede de lojas Centauro e o fortalecimento do canal digital, principalmente através de uma experiência integrada multi-canal, fornecem um bom caminho de crescimento de rentabilidade. Enxergamos o Grupo SBF como principal candidato a consolidador do segmento, com espaço para dobrar a receita das lojas Centauro nos próximos 5 anos.

No entanto, o que torna a história ainda mais atrativa é o recente negócio com a Nike Inc.

Discordamos da interpretação do mercado sobre o contrato de distribuição ao precificá-lo como mais uma representação no atacado de marca internacional, assim como a Vulcabrás tem Under Armour e Mizuno.

O Grupo SBF foi contratado pela Nike Inc com um objetivo principal: desenvolver o canal de varejo (Direct-to-Consumer) da marca no país. A estratégia passa por transformar o nike.com.br num site relevante, avançado na estrutura do grupo, e abrir lojas próprias.

Se a execução for bem-sucedida, os dois ativos (Centauro e Nike Brasil) serão dificilmente separáveis. O modelo ficará mais parecido com um de master franqueado da Nike no Brasil do que de um representante que vende produtos a lojas multimarcas via seu showroom. Nesse caso, passará a fazer sentido atribuir valor na perpetuidade a esse ativo, aumentando de maneira significativa o valor intrínseco da SBFG3.

Além disso, acreditamos que a partir de uma gestão de primeira linha no varejo, o potencial da Nike no Brasil é muito maior do que o tamanho atual. Somos impactados pela marca Nike muitas vezes ao dia e praticamente ao longo de toda nossa vida, independente de nossa classe social. Consequência de muito capital empregado em branding extraordinário de maneira global. **Nos parece que a marca Nike no Brasil já tem um capital intangível tão bem construído que a permite**

ser muito maior do que uma empresa que fatura menos de R\$3bi ao ano. É questão de aumentar distribuição e sortimento, o que vem com boa gestão.

Essa combinação pode levar o que a princípio é um mero “contrato”, valer outra SBF, algo ao norte de R\$5bi de valor de mercado.

Para entender o tamanho dessa oportunidade é importante também aprofundar o entendimento sobre a operação global da Nike e todo o seu investimento em marca e produto.

NIKE, Inc.

Não temos dúvidas que a marca Nike é amplamente conhecida por quem lê esta carta. Mas não podemos afirmar o mesmo para a dinâmica recente da empresa (se esse for o caso, sugerimos pular essa sessão). Nos últimos dez anos, liderados por Mark Parker e John Danahoe, seu modelo de negócio vem passando por uma transformação ambiciosa na maneira de se relacionar com seus consumidores, tanto em canal, quanto em branding e produto.

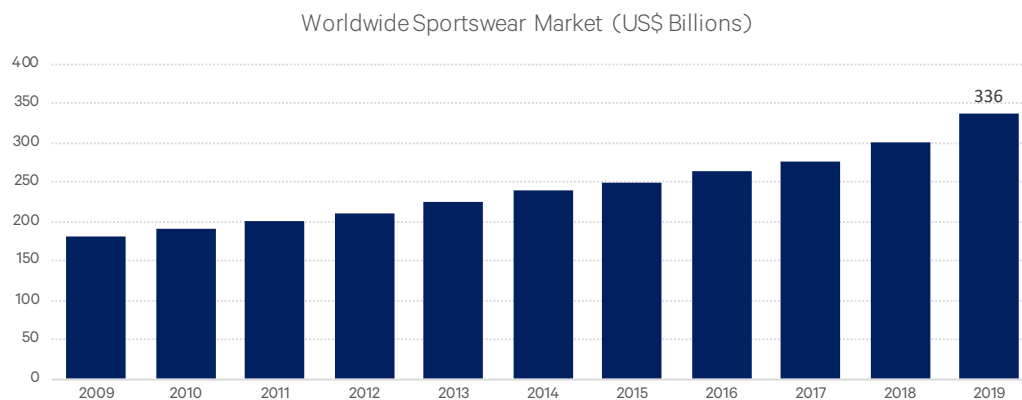
A história da Nike é marcada pela notável obstinação de seus fundadores e sua obsessão pela disseminação de uma cultura corporativa pautada essencialmente em inovação, construção de marca e foco no consumidor.

Co-fundada por Phil Knight e Bill Bowerman, em 1962 na cidade de Portland, a Blue Ribbon Sports, embrião do que viria a se tornar a NIKE, Inc. (NYSE: NKE), começou como uma distribuidora exclusiva dos tênis de corrida Tiger do grupo japonês Onitsuka Co. – atualmente conhecido por ASICS – nos EUA. Hoje se tornou a maior varejista de vestuário e calçados esportivos global, com uma das logomarcas mais reconhecidas do mundo, e encerrou seu último ano fiscal com faturamento próximo a US\$ 45 bilhões e valor de mercado³ de US\$265 bilhões.

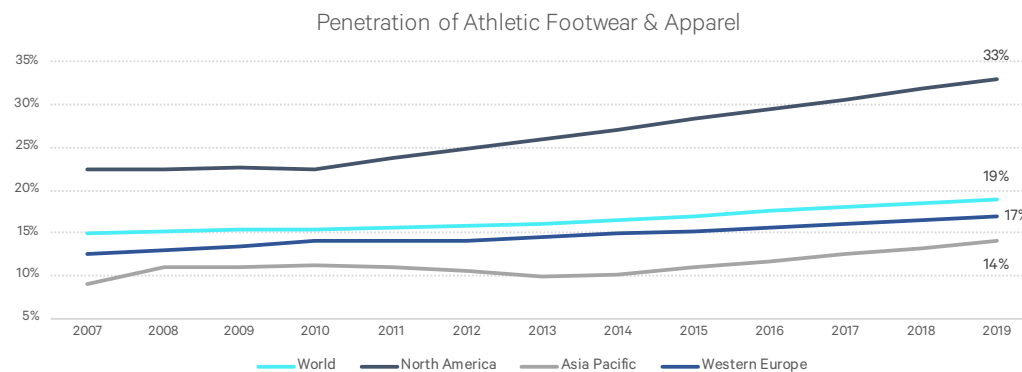
3 Fechamento de Outubro de 2021.

Como ponto de partida na compreensão da trajetória recente da Nike Inc, começemos pela indústria de vestuário e calçados pelo mundo.

O mercado global de vestuário e calçados movimentou em torno de US\$1,8 trilhão em 2019, dos quais US\$336 bilhões derivam do segmento esportivo. A combinação de uma tendência secular de maior preocupação por parte da sociedade com um estilo de vida mais saudável e a casualização das atividades esportivas (“Athleisure Lifestyle”), tem estimulado ganhos estruturais de penetração do segmento no mercado consolidado. Em diferentes magnitudes, esse movimento vem ocorrendo em várias regiões, mesmo antes da pandemia, como podemos ver nos gráficos a seguir.



Source: Euromonitor, Bernstein Analysis, Mar Asset Management



Source: Euromonitor, Bernstein Analysis, Mar Asset Management

“And we’ll set a new expectation for style, creating a new aesthetic to wear in all moments of their lives. To the consumer, there is no trade-off between sport and style. We know that more than half of the athletic footwear and apparel is bought for non-sport activities, and we have even more room to grow in this market.”

Mark Parker, Nike, Inc. Executive Chairman

O surto de Covid-19 foi um potencializador dessas tendências. O modelo híbrido de jornada de trabalho, com maior participação do home office, informalização do ambiente de trabalho e uma maior preocupação com a saúde são vetores que deverão continuar estimulando o ganho de penetração do varejo esportivo. Quem não fez um Zoom com alguém usando Nike nesses últimos meses? Quantas empresas conhecemos que passaram a adotar o “tênis” como dress code (ou se for uma start-up, o moletom de capuz)?

A consequência dessa alteração de comportamento é relevante para indústria. O mercado endereçável das marcas do segmento esportivo converge cada vez mais para o varejo de vestuário como um todo!

Podemos afirmar que o grande vencedor da indústria nos últimos anos foi a Nike. Esse sucesso não poderia ser atribuído à apenas um, mas sim múltiplos fatores, e há anos de consistência na execução. E para a construção de uma marca de tamanha relevância tudo começa (e termina) com inovação.

“At Nike, innovation is a mindset. It drives how we think about efficiencies, about reducing our impact and how we invest in relationships with consumers”

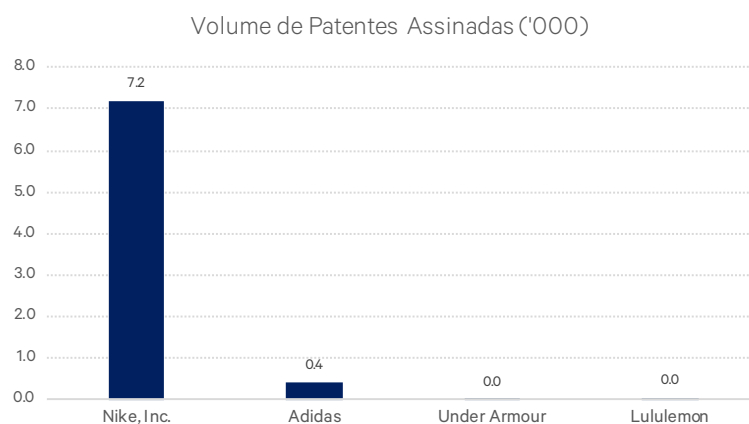
Mark Parker, Nike, Inc. Executive Chairman

O DNA de inovação da Nike permeia todas as etapas de sua cadeia de valor. Desde a pesquisa e desenvolvimento de um novo produto e seu processo de manufatura, bem como sua distribuição e comunicação com o consumidor final, o mindset inovador é imperativo e advoga em direção à construção de brand equity e sua proposição de valor *consumer oriented*.

A Nike possui um longo track record de investimentos maciços em P&D. A inteligência interna desenvolvida é uma combinação de inputs e dados de atletas e demais profissionais de alta performance com designers, engenheiros e, claro, consumidores finais. O recém inaugurado

Lebron James Innovation Center⁴ é a síntese da cultura de inovação, um laboratório de 70 mil metros quadrados direcionado a capitanear a criação de novos produtos.

A consequência desse volume de investimentos e foco em P&D tornou a Nike o terceiro maior portfólio de patentes dos EUA, com mais de 7 mil patentes, sendo substancialmente maior do que qualquer concorrente do segmento de vestuário e calçados esportivos no mundo.



Nota: Baseado no número de patentes assinadas entre 1976 e Março/2018.

Fonte: US Patent and Trademark Office, Bernstein Research, Mar Asset Management

Ainda dentro do contexto de inovação e construção de marca, um dos grandes insights tidos por Phil Knight foi, desde o início, investir nos chamados endorsements: marketing através de patrocínios e parcerias com atletas e/ou entidades do esporte. O racional é simples: é o caminho mais rápido para acelerar inovação de produtos, via feedback dos atletas, e alavancar o *brand awareness*.

A estratégia começou na década de 1970 com atletas de corrida e, atualmente, abarca indivíduos e grupos dos mais diversos tipos de esportes. Personalidades como Michael Jordan, LeBron James, Rafael Nadal, Ronaldo, Cristiano Ronaldo, Tiger Woods, assim como atletas da nova geração, como a skatista brasileira medalhista olímpica Rayssa Leal, a “Fadinha”, são exemplos de atletas patrocinados pela Nike.

⁴ <https://lebronjamesinnovationcenter.nike.com/>

Os patrocínios se estendem também para coletivos, como ligas, tais quais NBA e NFL, ou times esportivos, como Chelsea, Barcelona e Corinthians. A própria Seleção Brasileira de Futebol – patrocinada desde 1995 – compõe esse seleto grupo.

A consequência é ter um grupo de indivíduos e coletivos aspiracionais, com alcance global, advogando a favor da Nike. Quantificando o conceito, se nas Olimpíadas de Tóquio a Nike fosse um país, seria a líder do quadro de medalhas, somando 226, das quais 85 de ouro. Poderosa ferramenta de consolidação do Swoosh.

“Nike has a personal relationship with the greatest athletes for every sport from every corner of the world. And we partner because it’s the fastest path to innovation, and together, we create the future of sport.”

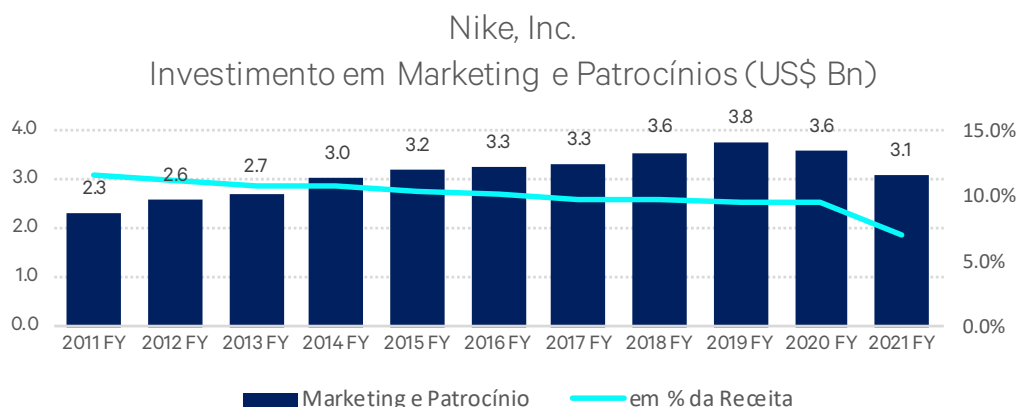
Mark Parker, Nike, Inc. Executive Chairman

Contudo, a construção da marca Nike não deriva somente dos atletas que patrocinam, mas também de seu posicionamento per se. A marca é amplamente conhecida por sua forte identidade e por campanhas de marketing muito bem-sucedidas e, por vezes, corajosas. **Hoje, podemos considerar a Nike como uma marca de vanguarda, conectada à nova geração e respeitada pelo seu branding ousado.**

Como ilustração, em comemoração aos 30 anos de criação do slogan “Just Do It”, a Nike lançou uma campanha contra o racismo, na qual enaltecia o quarterback da NFL, Colin Kaepernick, que se recusou a ajoelhar durante o hino nacional em protesto à violência contra negros no país. Outro exemplo, foi o posicionamento a favor dos protestos de atletas da NBA no movimento do Black Live Matters e o compromisso de doar US\$40 milhões para suportar iniciativas contra o racismo. É comum ver campanhas bastante inclusivas e diversas.

Esse nível de investimentos em marketing, que soma US\$3,5 bilhões ao ano, e consequente sólida construção e posicionamento de marca representam uma relevante vantagem competitiva, potencializada pela escala. Apenas fazendo uso de um balanço robusto seria possível financiar um volume relevante de atletas e/ou instituições esportivas icônicas, assim como campanhas globais de marketing. Como exemplo do alcance da

marca Nike, hoje há mais de 1 bilhão de pessoas conectadas digitalmente entre as mídias sociais da marca e atletas e times patrocinados.



Fonte: Nike, Inc. disclosures, Mar Asset Management

“Our whole strategy is around speed and scale, getting faster in the creation of our product, getting faster in the manufacturing of our product and getting our product more quickly to our consumers.”

Eric Sprunk, Nike, Inc. Former COO

Através de uma marca forte, a Nike é capaz de ofertar vasto sortimento abrangendo todas as categorias, amplo price point e praticamente todas as faixas etárias. Qual outra marca veste nenéns, adolescentes, adultos e idosos?

Tomando o mercado norte americano como exemplo, é possível encontrar no website [nike.com](https://www.nike.com), seja no segmento de calçados ou vestuário, amplo sortimento e profundidade de produtos ao preço de US\$20 a US\$40 como também de US\$200 a US\$300. Ainda mais interessante, se formos ao mercado de “sneakers” como no marketplace [stadiumgoods.com](https://www.stadiumgoods.com) encontramos produtos de US\$10,000.⁵

⁵ <https://www.stadiumgoods.com/en-us/shopping/jordan-shoes?pageindex=1&sort=price&sortdirection=desc>

Antes mesmo de se tornar uma referência em marca e produto, a Nike inovou ao ser uma das pioneiras em globalizar sua cadeia de manufatura e distribuição, o que foi de extrema importância para alcançar a escala atual. Em seu footprint fabril, a Nike possui 535 fábricas e 70 centros de distribuição ao redor do mundo. Entre China, Indonésia, Vietnã e Camboja, concentra-se mais de 60% do vestuário e 95% dos calçados produzidos.

No entanto uma série de fatores vem provocando o movimento inverso nos últimos anos, trazendo a cadeia produtiva para mais próxima do mercado final. A necessidade de atender um consumidor mais exigente e sujeito a mudanças mais rápidas de tendência faz com que o lead time de uma cadeia produtiva concentrada na Ásia se torne longo demais para atender o mercado americano. Nessa direção, vimos a Nike investir mais nos fornecedores das Américas e firmar novas parcerias, como a combinação de forças com a Tegra Global, do private equity Apollo. O recente grave problema de supply chain global deve intensificar esse movimento.

O caminho pavimentado pela empresa nas últimas décadas e suas vantagens competitivas estruturais tornaram possível rumar em direção ao próximo grande ciclo de crescimento mesmo para uma empresa aparentemente consolidada.

Os primeiros 50 anos de crescimento da Nike – assim como da vasta maioria das marcas – foi sustentando no negócio de atacado, que permite uma ampla distribuição de produtos com limitado emprego de capital. No entanto, há um limitado controle da precificação final dos produtos, do posicionamento de marca e, por definição, a interação com o consumidor final é terceirizada. **Em meados de 2010 a Nike se tornou mais vocal sobre uma mudança de estratégia e a oportunidade de crescimento através do canal Direct-to-Consumer (“DTC”) e as iniciativas digitais.**

O DTC é composto pelas lojas físicas e os canais digitais diretamente operados pela Nike. Ao contrário do atacado, é um canal mais intensivo em capital mas que, em contrapartida, permite que se capture o preço cheio de venda no varejo.

Assim, uma venda no canal DTC gera uma margem bruta maior e, se bem operado, uma maior margem de contribuição versus o canal do atacado. E, não menos importante, garante o controle do posicionamento

de marca e dados dos consumidores, gerando assim um ciclo virtuoso. Aliado ao modelo de membership, o canal fornece um profundo data lake que subsidia melhorias em P&D, manufatura, distribuição, CRM, entre outros.

“In this fiscal year, we met the goal we set at our last Investor Day around membership of full year early and now have more than 300 million NIKE members... In this engaging membership experience fuels a virtuous cycle, feeding insight to product creation, inventory optimization and more, knowing and serving our members drives greater competitive separation.”

John Donahoe – CEO, Nike Inc – FY20 Q4

Após a primeira onda de crescimento do canal, a partir de 2017 a estratégia se intensificou com a chamada “Consumer Direct Offense”, virando os canhões para explorar essa avenida.

Após cerca de 10 anos já podemos afirmar que a Nike foi bem-sucedida na execução da estratégia. A penetração do DTC saiu de 15% em 2011 para 37% atualmente e o objetivo é, no médio prazo, atingirem o marco de 60% de penetração, sendo 2/3 via o Digital. Destaque para a China onde o DTC já alcança 46% do total.

Vale ressaltar, também, que esse aumento foi incremental à receita da companhia, uma vez que não vimos uma canibalização significativa do canal de atacado.

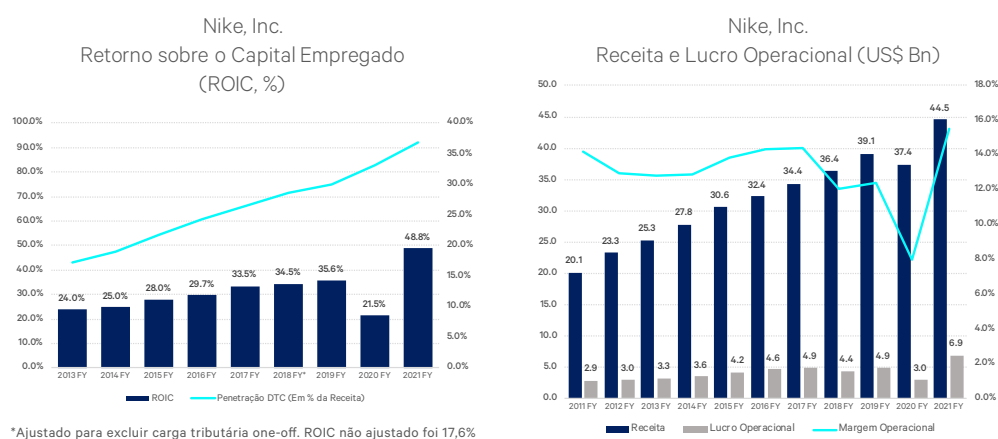
Os efeitos da pandemia na aceleração ímpar da digitalização do consumo foi game changer para a Nike. Os canais digitais impulsionaram mais um grande salto de penetração do DTC e fez com que a empresa reportasse crescimento e rentabilidade recorde em seu último ano fiscal⁶. Esse salto do digital dá os primeiros sinais de ter sido estrutural, uma vez que no último trimestre fiscal, mesmo com a receita do varejo físico voltando a níveis pré-pandemia, o digital ainda cresceu a taxas acima de 10%.

6 Ano Fiscal de 2021 da Nike – Junho de 2020 a Maio de 2021.

Havia ainda a dúvida sobre se, mesmo com maior nível de margem de contribuição, o retorno sobre o capital empregado do DTC seria maior do que atacado. Mas conforme a Nike expandiu exposição ao DTC, o ROIC da companhia saiu de 24% para quase 50%.

Não imaginamos que o nível de retorno sobre capital reportado no último ano fiscal será replicado nos próximos anos pois, em parte, é reflexo de uma redução conjuntural de despesas em função das incertezas geradas pelo cenário de pandemia. Porém, representa sinal claro de oportunidades de investimento a níveis de retorno ainda mais atrativo do que o visto em 2019.

A combinação do contínuo aumento do retorno sobre capital e cenários prospectivos de maior crescimento repercutiu no valuation da Nike. Houve uma expansão de múltiplo de ~15x EV/EBITDA para ~30x EV/EBITDA e sua ação multiplicou por 7x em 8 anos!



Fonte: Nike, Inc. Reports, Mar Asset Management

A história bem-sucedida da Nike ao redor do mundo nos dá uma indicação do tamanho da oportunidade no Brasil. Primeiro, a SBF vai tirar proveito de todo esse investimento em marca e produto feito durante tantos anos. Segundo, a construção do DTC ao redor do mundo feita na última década traz importantes aprendizados que a empresa também poderá se alavancar.

Sem dúvida, nos questionamos se é possível replicar localmente a expansão da marca apesar da underperformance operacional recente do Brasil versus os demais países. Porém, como mostraremos a seguir,

entendemos que nas mãos de um excelente operador a Nike Brasil pode finalmente decolar.

NIKE BRASIL E O GRUPO SBF

A Nike iniciou suas operações no Brasil em 1988. Seu modelo de negócio foi integralmente via atacado até a inauguração da primeira Nike Store no país em 2008, localizada no bairro de Pinheiros em São Paulo.

Como vimos, nos anos mais recentes, a execução da estratégia DTC da Nike, Inc. se mostrou muito bem sucedida na vasta maioria dos países em que atua. Dentre as exceções está o Brasil. Para entender as razões, precisamos retomar o contexto do País da última década.

Lembramos que a Nike começou de maneira mais intensa o roll out da estratégia em 2010. Esse foi o ano que o Brasil estampou a capa da *The Economist*, seu PIB cresceu 7,5% (a terceira maior taxa global, perdendo apenas para China e Índia) e o País tinha vencido a disputa para sediar a Copa do Mundo de 2014 e as Olimpíadas de 2016. Como consequência, claro, os investimentos no país aceleraram, e a Nike saiu de uma única loja em 2008 para mais de 50 em 2016. Parecia a estratégia correta.

O timing não poderia ter sido mais cruel. A crise subsequente, no governo Dilma Rousseff, levou o negócio a minguar e assim a Nike veio desinvestindo do país desde então. O time foi reduzido, as lojas fechadas, e ações core para a estratégia DTC, distorcidas. Como exemplo: a gestão do site da Nike foi terceirizada para a Infracommerce; o modelo de lojas era o de franquias; e o app comercial nem chegou a ser lançado. Ao longo do tempo, o País saiu completamente da prioridade. No Investor Day de 2017, a companhia apresentou suas 12 cidades de foco e nenhuma delas era brasileira (Key Cities: Mexico City, Seoul, Paris, Beijing, Shanghai, London, New York, Los Angeles, Berlin, Tokyo, Barcelona e Milan).⁷

7 "We are focused on creating this marketplace in 12 key cities and 10 key countries. These cities are the sharp points of our strategy, because they're the center points of change. This is where change is most accelerated. Everything comes together in the city. It's where the shift starts and the expectations continue to elevate. Today, our cities are driving such accelerated

Finalmente, no início de 2020, quando a operação brasileira representava pouco mais de 1% da receita total global⁸, e o PIB brasileiro em dólar quase metade do que era em 2010, a Nike Inc anunciou que estava mudando o modelo de negócios do país (assim como na Argentina, Chile e Uruguai) de subsidiária para a terceirização via “representante”. O parceiro escolhido para o Brasil foi o Grupo SBF.

É interessante observar como a escolha pela SBF não é trivial. A Nike optou por deixar sua marca nas mãos de uma empresa varejista sem histórico de gestão de marca. Caminho bem diferente de outras como Mizuno e Under Armour, ambas hoje sob gestão da Vulcabras (dona da Olympikus) e com foco no atacado.

Inferimos que essa decisão passa por uma prioridade em escolher um parceiro com bom histórico de execução no varejo, para dar foco a estratégia DTC tão bem-sucedida ao redor do mundo. Vale ressaltar que, nos últimos anos, a Centauro foi selecionada como Key Account no processo de racionalização global do canal de atacado por parte da Nike, onde eles passaram a excluir certas lojas multimarcas e dar preferência e exclusividade de sortimento a outras.

Para Argentina, Chile e Uruguai, as negociações não avançaram com o Grupo Axo e a Nike segue buscando um novo operador. Caso a SBF seja bem-sucedida no Brasil, é de se esperar que ela se torne forte candidata a ser a escolhida para esses países.

Com a pandemia, apesar de anunciada em janeiro de 2020, a transação foi concluída somente em dezembro, sendo o ano de 2021 o primeiro sob gestão da SBF. **O grupo não pagou ágio pela operação, e, praticamente comprou R\$1bi de estoque para ter direito de explorar a marca no Brasil pelos próximos 10 anos, renováveis sob algumas condições⁹.**

growth, they're outpacing the rest of our business. In other words, NIKE has created a local business on a global scale." – Nike Inc Investor Day 2017

8 No Single's Day chinês de 2020 (11/11) a Nike teve vendas digitais superiores a U\$500m, ou seja, em 1 dia vendeu praticamente o que ela vende durante todo o ano no Brasil. Mais uma evidência interessante sobre a irrelevância do país para a companhia.

9 5 anos para as lojas e 10 anos para o atacado e site.

A operação brasileira da Nike veio com faturamento bruto de R\$2,6bi, sendo 70% atacado, 20% outlet e apenas 10% no site. **Como antecipamos, acreditamos que esse é um ativo muito mal precificado pelo mercado e que deve gerar bastante valor ao longo dos próximos anos.**

Enxergamos duas principais alavancas: (I) uma bem-sucedida execução do canal DTC da marca no Brasil; e, como consequência, (II) ganho de market share relevante da Nike.

Começando pela última.

Acreditamos que a marca Nike seja uma das mais conhecidas do Brasil, pertencente à um seletor grupo que alcança diferentes classes sociais nas mais diversas regiões, como Havaianas, Natura, Coca-Cola e Mcdonalds.

Muitos estudos sobre a marca se limitam a observar seu tamanho em relação ao mercado de artigos esportivos no País, o que nos parece um grande equívoco. Seu mercado endereçável é muito maior, mais próximo do de vestuário, dado a tendência de comportamento que já abordamos anteriormente e a própria evolução de sortimento e posicionamento da empresa. Diferente da Havaianas que hoje tenta monetizar sua marca com produtos além das sandálias, a Nike investe e desenvolve há bastante tempo produtos de lifestyle que se encaixam em diversas ocasiões além da prática esportiva. **Não é uma aposta, é uma estratégia consolidada com produtos muito bem aceitos pelos consumidores.**

Nesse sentido, para entender seu tamanho potencial no Brasil, nos parece mais acertado comparar a Nike com outras marcas de vestuário de elevado brand awareness e distribuição, como a Renner, que fatura R\$11bi¹⁰, enquanto a Nike tem vendas na ponta (*sell out*) ao redor de R\$5bi em 2021. Lembrando que, nos EUA, a Nike é a líder, com *sell out* de U\$ 27bi, bem a frente da segunda, Old Navy, ao redor de U\$7,4bi.

10 Receita Bruta da marca Renner líquida de cancelamentos e devoluções

É claro que existem diversos desafios para se alcançar tamanha escala, sejam eles construção de marca, sortimento ou distribuição. Mas o que gostaríamos de chamar a atenção é que no Brasil, parece ser mais uma questão de gestão operacional do que de marca. É exatamente nesse ponto que julgamos que o Grupo SBF e um “efeito spin off” com mais foco e alinhamento podem rapidamente fazer diferença.

Em linha com a estratégia global, o caminho para maior distribuição é construir o canal Direct-to-Consumer no Brasil, que hoje é relativamente pequeno.

O site nike.com.br faturava R\$260m em 2019, e se limitava a uma oferta reduzida de produtos com baixo investimento em capital de giro, deixando muitas vezes a grade incompleta e perdendo vendas. A baixa alocação de recursos para essa iniciativa também era percebida na tímida compra de mídia digital, no time bastante reduzido e na terceirização da gestão para a Infracommerce.

O potencial nas mãos de um bom operador e focado em resultado nos parece enorme. Algumas das alavancas que o Grupo SBF pode proporcionar são:

- / Inteligência e boas práticas de compra de mídia digital. O site Centauro já fatura perto de R\$1bi.
- / Omnicanalidade da Centauro (benchmark na indústria), com utilização da malha logística existente e das 200 lojas da rede com 1.200 m² em média cada.
- / Sinergias tributárias de Centros de Distribuição incentivados.
- / Equipe de tecnologia do Grupo, que conta com mais de 400 pessoas.

Os primeiros sinais de uma melhor gestão já poderão ser vistos neste primeiro ano. Ao melhorar a cobertura de estoque do site, expandir minimamente sortimento e investir mais racionalmente em mídia digital, esperamos que o site praticamente triplique suas vendas em relação a 2019. O segundo passo virá em 2022, após a integração de sistemas que vem sendo realizada, permitindo que o site da Nike se alavanque na malha logística da Centauro. Além da melhora do serviço de entrega, esperamos que a conversão no site aumente significativamente

quando os consumidores entenderem que podem comprar no nike.com.br e devolver ou trocar nas 200 lojas Centauro já existentes.

Possuir um time local de tecnologia dedicado é de especial relevância para o longo prazo. Ao não depender da fila de prioridades da Nike Inc, onde o Brasil está lá atrás, a marca ganha agilidade para implementar avanços importantes na gestão. Esperamos que o aplicativo de vendas da Nike (e snkrs) seja lançado ano que vem após o desenvolvimento de uma plataforma aberta de microserviços que permite a sinergia de plataforma entre Centauro e Nike. O app é de extrema importância ao aumentar frequência de acesso, reduzir o custo de ativação da base e tornar a experiência com fricção mínima para o consumidor realizar compras. Não à toa, uma parte relevante do sucesso global da estratégia digital pode ser atribuída ao app da Nike.

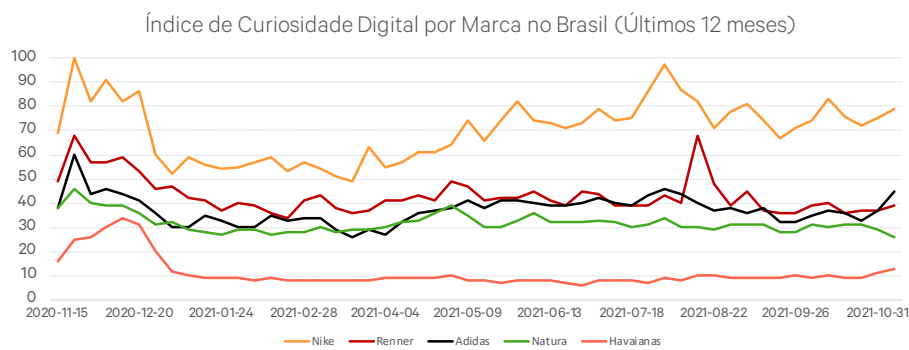
“As I said earlier, our owned digital business has more than doubled over the past few years to over \$9 billion and at the center of our digital ecosystem is our suite of apps, which in Q4 reflected over 40% of our owned digital business.”

John Donahoe – CEO, Nike Inc – FY20 Q4

A melhora esperada de gestão do canal nos leva a acreditar que o potencial de vendas digitais da Nike no Brasil seja superior a R\$1,5bi em poucos anos. Gostamos de usar como um dos benchmarks a Renner, marca que possui metade da “curiosidade”¹¹ digital da Nike (vide gráfico a seguir), e que, após investir na sua operação de ecommerce e ser impulsionada pela pandemia, escalou suas vendas digitais de R\$400m em 2019 para R\$1,2bi em 2021¹².

11 Definimos como “curiosidade digital” o resultado da busca no google pelas marcas de acordo com o google trends.

12 Estimativa MAR de Faturamento Bruto.



Fonte: Google Trends - <https://trends.google.com.br/trends/explore?geo=BR&q=nike,renner,adidas,natura,havaianas>

A estratégia DTC só ficará completa após o roll out de lojas próprias da Nike. Essa é mais uma frente que a SBF não larga do zero. Além, obviamente, da marca capaz de gerar fluxo instantâneo para as lojas, a Nike Inc vem desenvolvendo vários formatos inovadores nos últimos anos. Hoje existem quatro diferentes em operação: Nike House of Innovation, Nike Rise, Nike Live e Nike Unite.

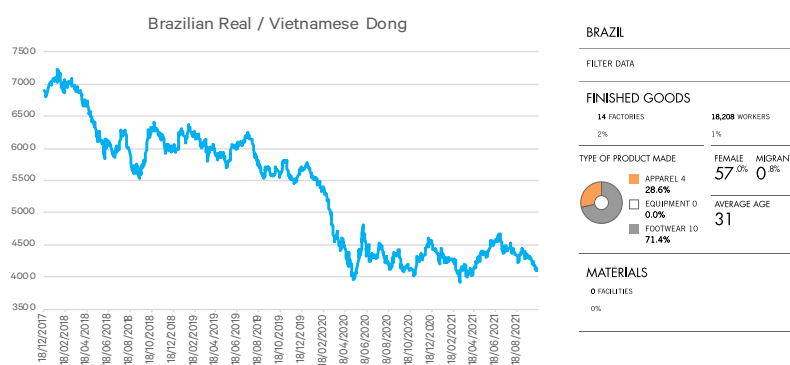
“At Nike, we focused on what consumers were telling us and stayed true to our belief of serving them completely. It’s a concept that began 25 years ago when we opened our first flagship store. We didn’t wait for an industry trend or shift. We believed we could reinvent retail by making it experiential, by elevating the power of our brand and by bringing storytelling to shopping in a way that other retailers hadn’t done.”

Heidi O’Neil, President of Nike Direct

As primeiras lojas a serem abertas pela SBF serão do conceito Nike Rise¹³, modelo que entrega uma experiência digitalmente imersiva com em média 800m² e capex total de R\$4m. São lojas com retorno sobre o capital investido estimado acima de 25%. Com o aumento da presença de lojas especializadas, acreditamos que o sortimento além de calçados deva ganhar mais relevância. Há grande “oferta reprimida” de Nike no vestuário feminino e lifestyle no Brasil, categorias que impulsionaram o DTC ao redor do mundo.

13 <https://news.nike.com/news/nike-rise-retail-concept>

Sabemos que a expansão do sortimento enfrenta desafios e o principal deles é a taxa de câmbio. Existe um consenso dentro do Grupo SBF de que será necessário convencer a Nike da nacionalização de uma parte da cadeia de produção. O Brasil já possui alguns fornecedores autorizados como o Grupo Dass, Paquetá e Hering, totalizando 14 fábricas¹⁴. Com a desvalorização cambial e o movimento global de trazer a cadeia de fornecedores para a América (como o caso da Tegra, citado anteriormente), acreditamos que o Grupo SBF terá um caminho mais fácil para convencer a Nike Inc deste movimento. O primeiro passo já foi dado, a Nike produzirá no Brasil a linha Pegasus, modelo mais complexo, e com *price point* mais alto, campeão de vendas em todo mundo.



Fonte: Bloomberg, Mar Asset Management

Fonte: <http://manufacturingmap.nikeinc.com/>, Mar Asset Management

A magnitude da nacionalização da cadeia de produção será consequência direta do sucesso da estratégia DTC. Quanto mais a SBF mostrar que há demanda reprimida por produtos Nike no Brasil, maior será a disposição da Nike Inc em viabilizar o incremento da produção local. Nessa direção, acreditamos que o mix de nacional vs importado praticamente se inverta se a taxa de câmbio se mantiver no patamar atual, levando a produção local de 30% em 2019 a cerca de 60% em alguns anos.

14 <http://manufacturingmap.nikeinc.com/>

Em resumo, vemos uma oportunidade de alocação de capital para o Grupo SBF com elevado retorno no canal de varejo da Nike. A combinação de uma marca forte com excelentes produtos cria um intangível relevante para ser monetizado com o aumento de distribuição. Entendemos que, sob a gestão do Grupo SBF, a operação brasileira daqui a 10 anos contará com mais de 100 lojas próprias (financiadas com o balanço do grupo) e um site com quase R\$2bi de faturamento totalmente integrado a malha logística da Centauro.

DRE Nike Brasil em R\$ milhões	2019E	2025E	2030E
Sell Out	4,420.0	7,688.8	10,964.8
Receita Operacional Bruta	2,600.0	5,160.6	7,738.0
Atacado	1,820	2,528	3,227
Digital	260	1,444	1,844
Lojas Físicas	520	1,188	2,668
% DTC	30.0%	51.0%	58.3%
Impostos e Deduções	-600	-1,148	-1,759
Receita Operacional Líquida	2,000.0	4,012.5	5,979.1
Custo da Mercadoria Vendida	-1,490	-2,564	-3,590
Lucro Bruto	510.0	1,448.3	2,389.5
Margem Bruta	25.5%	36.1%	40.0%
Despesas com Vendas e Royalties	-510	-962	-1,433
EBITDA	0.0	486.4	957.0
Margem EBITDA	0.0%	12.1%	16.0%

Fonte: Mar Asset Management

A Nike Inc, por sua vez, passaria de uma operação local com rentabilidade próxima de zero em 2019 para uma operação bastante rentável, ainda que num modelo diferente do resto do mundo. Nesse cenário a relação entre as empresas irá se aproximar a de um master franquiado, semelhante a outros modelos como as de cadeias de restaurantes globais ou as engarrafadoras da Coca Cola.

Concluimos, então, com a seguinte pergunta: quanto deveria valer uma master franqueada da Nike após executar uma estratégia tão bem-sucedida de expansão de receita e rentabilidade? 10x Ebitda? 15x? **Estaríamos falando de algo entre R\$5bi e R\$7,5bi de EV adicional até 2025.**

Ainda, quais as externalidades que tal execução traria? Ao mostrar ser capaz de criar distribuição para marcas já bem estabelecidas, por que não incrementar o seu ecossistema fazendo o mesmo para, por exemplo, um time de futebol? Fica aqui uma provocação para os próximos passos da empresa que se coloca como um ecossistema de esportes e se mostra disposta a alocar capital para abrir novas frentes de crescimento através da recém criada área de Corporate Venture.

COMENTÁRIOS FINAIS

Empresas como a SBF são aquelas que esperamos ser acionistas por muito tempo.

Empresas de dono, com execução de excelência, capacidade e disposição de enxergar e capturar novas oportunidades de mercado.

Em 2019, a SBF veio a mercado levantar capital para financiar o crescimento das lojas Centauro, a fim de consolidar um ainda fragmentado varejo multimarcas de artigos esportivos.

Em 2020, acessou novamente o mercado para financiar uma nova vertical de crescimento através da Nike Brasil, ainda no meio de uma pandemia.

Naturalmente há riscos de execução, mas que são minimizados por estarem dentro da *expertise* da empresa. A primeira estratégia consiste em fazer o *roll out* nacional da operação Centauro, já consolidada e testada. A segunda, monetizar a marca Nike no Brasil.

Com o eventual sucesso enxergamos caminhos para que novas oportunidades sejam identificadas, dando continuidade ao ciclo virtuoso.



Relação com investidores

Igor Galvão

55 21 99462 3359

contato@marasset.com.br

rio de janeiro – rj • av. ataulfo de paiva 1351, 3º andar, leblon • 22440 034
marasset.com.br