

# **Carta de Gestão**

1º Trimestre de 2022

*“I made the wrong decisions on Google and Amazon [...] We’ve looked at it. I made the mistake in not being able to come to a conclusion where I really felt that at the present prices that the prospects were far better than the prices indicated.”*

Warren Buffet, 2018

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o primeiro trimestre de 2022 com uma rentabilidade de 17,62%, contra uma variação de 14,48% do Ibovespa.

Período	SFA EAC FIC FIA – BDR Nivel I	IBOVESPA	CDI
1T22	17,62%	14,48%	2,43%
YTD	17,62%	14,48%	2,43%
Últimos 3 anos	57,53%	25,77%	14,73%
Últimos 5 anos	140,35%	84,66%	32,24%
Desde o início	284,08%	124,27%	104,84%

Diferente do ano passado, o principal índice da bolsa de valores no Brasil tem performado relativamente bem em 2022. Enquanto as bolsas globais caíram por volta de 5% no fechamento do trimestre, o Ibovespa subiu 14,48%. Já o BRL foi a melhor moeda do mundo, se valorizando 15% e voltando para baixo de 5,00.

Algumas situações motivaram essa performance dos ativos locais. A primeira é o ponto de partida. Ano passado, a bolsa local teve uma forte queda por conta do ciclo de alta de juros iniciado pelo BCB para conter a inflação. O Brasil foi um dos primeiros países que iniciaram o aperto monetário, e como consequência, sofreu primeiro com o arrocho das condições financeiras.

O segundo motivo é que nos beneficiamos da alta das *commodities*. Nossa bolsa é repleta de algumas das melhores empresas do mundo no setor, o que faz com que ela atraia capital estrangeiro. Com a subida de juros no mundo, empresas de crescimento tendem a sofrer mais e, portanto, os investidores buscam empresas mais sólidas e com fluxo de caixa presente, o que nossa bolsa também oferece.

Além disso, somos um dos únicos países que oferece juros reais positivos, o que contribuiu para atrair capital estrangeiro.

Entretanto, quando saímos do índice Bovespa e olhamos empresas mais ligadas à economia local, vemos as ações caindo e atingindo novas mínimas, sofrendo com os resgates constantes da indústria de fundos, juros altos e expectativa de desaceleração da economia.

O mundo desenvolvido está passando por um momento único, com a inflação em níveis vistos apenas na década de 70.

Acreditamos que parte dessa inflação é transitória, mas que parte seja estrutural.

Um mundo onde as cadeias de produção sejam mais locais, se gaste mais com defesa, se tenha alguns problemas estruturais de oferta em algumas *commodities*, como por exemplo o petróleo, esteja passando por uma transição energética e que, ao longo dos últimos anos, tenha se tornado mais populista, é um mundo mais inflacionário. Esta é a parte estrutural.

Por outro lado, a parte que pode ser indicada como um aspecto transitório é o fato de que os governos fizeram um incentivo fiscal gigantesco com a pandemia ao passo que tivemos as cadeias de produção desestruturadas com as pessoas ávidas por consumirem bens que obviamente não conseguiram ser produzidos. O caso mais emblemático foi a falta de semicondutores, que são utilizados em uma variedade

grande de produtos, como, por exemplo, automóveis. Isso fez faltar veículos e subir o preço dos usados a níveis nunca vistos.

A boa notícia é que podemos esfriar a demanda, já a má notícia é que teremos que desacelerar a atividade. O quanto é difícil dizer. Além desses fatores, ainda tivemos o início da guerra entre Rússia e Ucrânia, que aumentou o problema de oferta em várias *commodities*, como, por exemplo, petróleo e fertilizantes, o que fez o preço dos alimentos dispararem. Além disso, a política de *lockdown* na China contribuiu para a piora na questão das cadeias de produção.

Uma questão que tem nos chamado atenção e vale a pena dividir com vocês é a questão dos estoques. Eles estão em níveis altos e os resultados, por exemplo, da Walmart e Target mostram o quanto eles subiram. A questão é que podemos ver os estoques aumentando ao passo que a economia vai desacelerar.

Por um lado, se a economia continuar desacelerando (com aperto da política monetária), aliada aos estoques altos, podemos ter uma queda da inflação mais rápida do que o mercado espera. Por outro lado, esta situação pode machucar bastante as margens das empresas, que além do custo e despesas subindo, podem ter que cortar preços para diminuir seus estoques

Quando olhamos a temporada de resultado, apesar de ainda vermos um cenário de crescimento de receita, já observamos as margens se comprimindo.

É uma tempestade perfeita. E com vários cenários binários e muitas dúvidas.

Já no Brasil, além dos mesmos desafios de inflação elevada, temos um período de eleições que traz mais incerteza ao cenário.

Então, como estamos nos comportando nesse cenário tão desafiador? Estamos fazendo a mesma coisa que sempre fizemos. Nossa filosofia de comprar bons negócios com boas perspectivas de crescimento a preços interessantes continua intacta. Achamos que os preços que vemos em diversos ativos estejam bastante descontados, mesmo frente aos desafios expostos acima.

Quando nos tornamos acionista de uma empresa, acreditamos que ela seja capaz de atravessar as tormentas. Visamos o longo prazo e, na última carta, mostramos que nosso *holding average period* é de 5 anos. Não somos temáticos e não mudamos nosso portfólio ao sabor das modas.

Acreditamos que só existe *compound* quando se tem tempo. E só se tem tempo quando se tem convicção e paciência.

O mercado no curto prazo vende todas as empresas de forma igual, mas as empresas, assim como as pessoas, são diferentes e nem todas serão afetadas da mesma forma.

Continuamos confiantes que nossas empresas serão capazes de entregar geração de valor ao longo dos próximos anos e que, apesar da volatilidade de curto prazo, serão investimentos que impactarão o nosso fundo de forma positiva.

Em relação aos nossos *hedges*, continuamos com uma gestão ativa e usando a volatilidade para criar poder de compra e aproveitar as oportunidades.

### Google it!

Em cartas recentes, tentamos transmitir e mostrar um pouco de como é a nossa filosofia de investimentos. Trazemos o exemplo da Alphabet, para ilustrar como ela é, na nossa visão, um bom exemplo de empresa com *moats* e que gera valor para seus acionistas.

## 1. Por que Google?

*“Google is not a conventional company. We do not intend to become one. Throughout Google’s evolution as a privately held company, we have managed Google differently. We have also emphasized an atmosphere of creativity and challenge, which has helped us provide unbiased, accurate and free access to information for those who rely on us around the world.”*

Larry Page, Sergey Brin. 2004 Founders’ IPO Letter

### Alphabet holding

A Alphabet é uma *holding* que consiste em uma série de negócios, dentre os quais o maior é o Google. O Google opera várias plataformas digitais e serviços, incluindo:

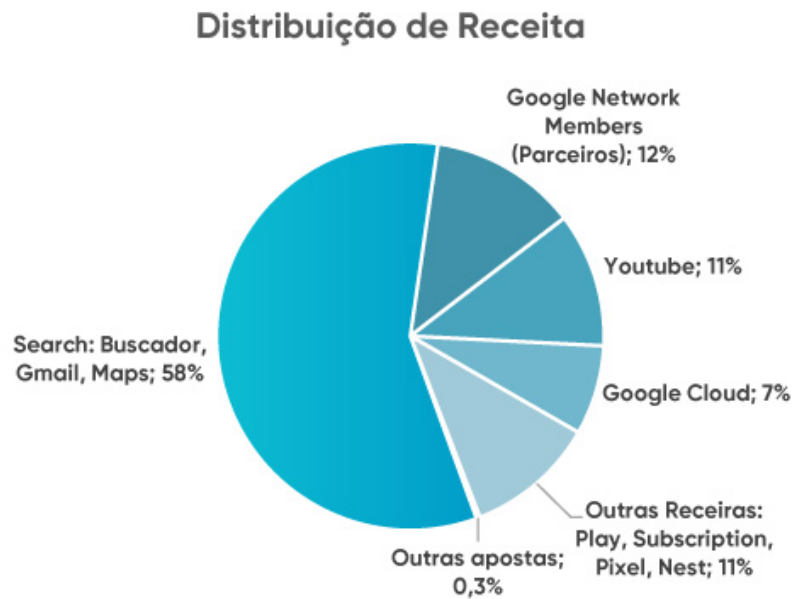
- Mecanismo de busca;
- Chrome navegador de internet;
- Android (sistema operacional);
- Gmail;
- Armazenamento de dados online;
- Youtube;
- Google Cloud; desenvolvimento, teste e utilização de aplicativos/software em nuvem;
- E outros serviços / produtos (Pixel, Nest, Play etc.).

Daqui em diante, vamos nos referir à empresa simplesmente como “Google”.

Podemos categorizar as receitas do Google em 6 grandes grupos:

1. *“Search”*: Linha que envolve a receita de anúncios capturada em sites, ou “propriedades” do Google: Buscador, Gmail e *Maps*;
2. *“Google Network Members”*: Corresponde à receita capturada em sites de terceiros que usam ferramentas do Google para monetizar seus espaços com anúncios;
3. Youtube: Anúncios dentro da plataforma do Youtube;
4. Google Cloud: Serviços e plataforma de *software* em nuvem;
5. Outras receitas: Soma de algumas linhas relevantes de receita como *Google Play* (aplicativos), *Nest* (linha de produtos inteligentes domésticos), *Pixel* (celular do Google) e *Subscription* do Youtube (apenas assinaturas premium);
6. Outras apostas: Engloba tudo que tem hoje de caráter mais experimental, mas que no futuro pode ter grande potencial de receita, como por exemplo Waymo (desenvolvimento de *software* para carros autônomos).

Abaixo, a receita recente da companhia dentro dessas categorias:



Fonte: Internet Live Stats

### Inovação e escala

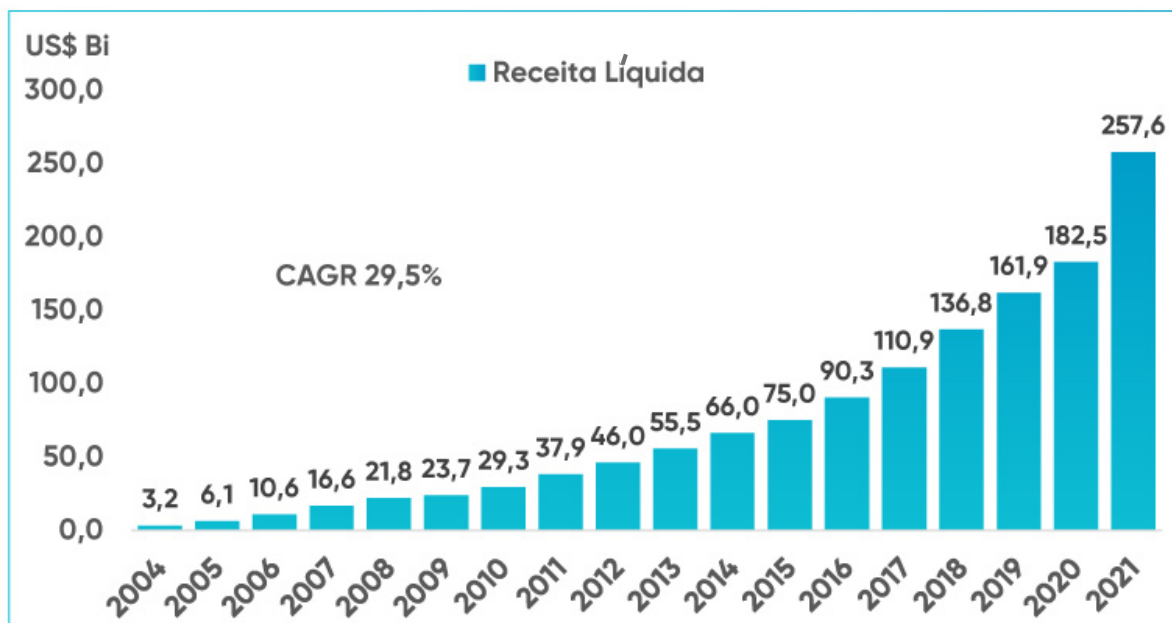
A empresa é um símbolo de inovação. A marca e seus produtos são usados diariamente por bilhões de pessoas. O Google é quase sinônimo de pesquisa na internet. A marca é tão forte que a expressão “*Google it*” ilustra como o buscador passou a fazer parte da vida das pessoas.

Colocando alguns números do Google para ilustrar:

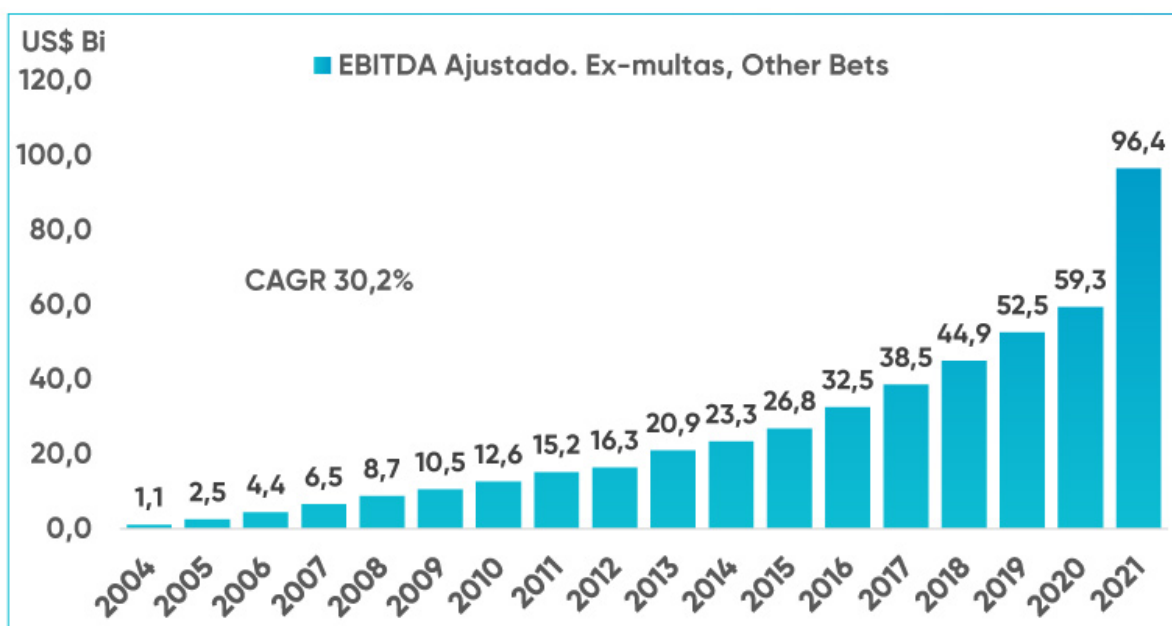
- O Google recebe 70.000 pesquisas de internet a cada segundo. Esse número coloca o buscador recebendo cerca de 2 trilhões de pesquisas por ano.
- O Google tem aproximadamente 250 milhões de visitantes únicos nos EUA (75% população, sendo que aproximadamente 90% têm acesso à internet no país).
- Existem 2,5 bilhões de dispositivos Android no mundo.
- Youtube tem aproximadamente 2 bilhões de usuários ativos mensais.
- 2,6 bilhões de pessoas usam o Google Chrome.

### Destaques financeiros

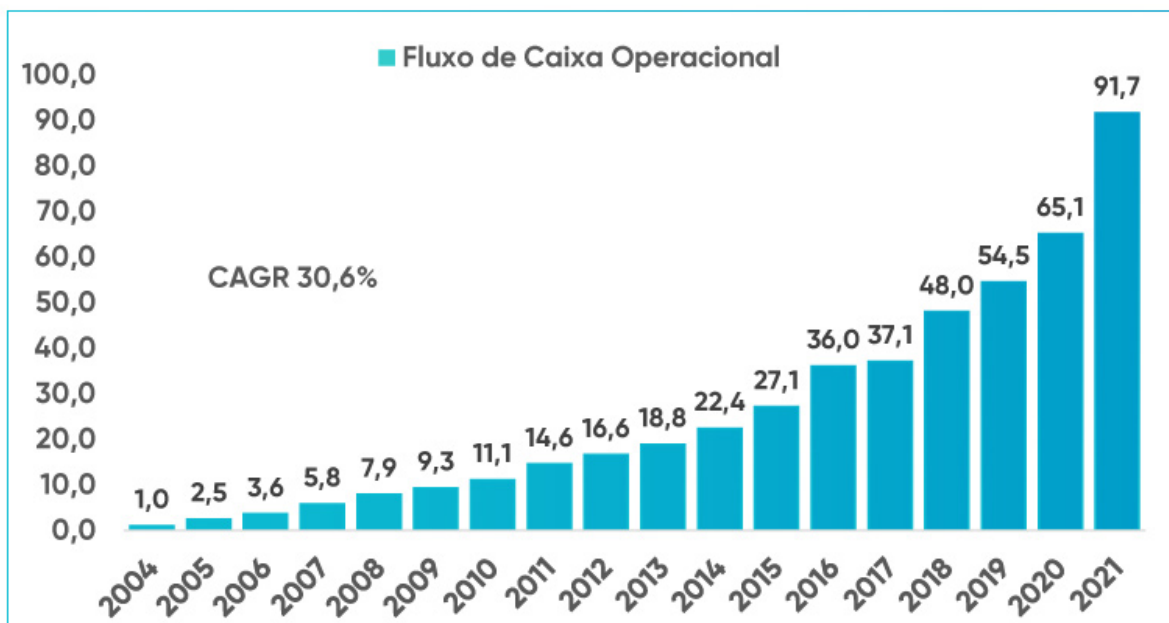
Como pudemos perceber, algo que aparece com bastante frequência no Google, são números em bilhões, ou trilhões. Isso ajuda a entender a escala de monetização que o Google atingiu: uma plataforma eficiente e com grande efeito de rede. Abaixo, para ilustrar, trazemos alguns destaques financeiros do histórico de Google, que conversam naturalmente com os números citados acima.



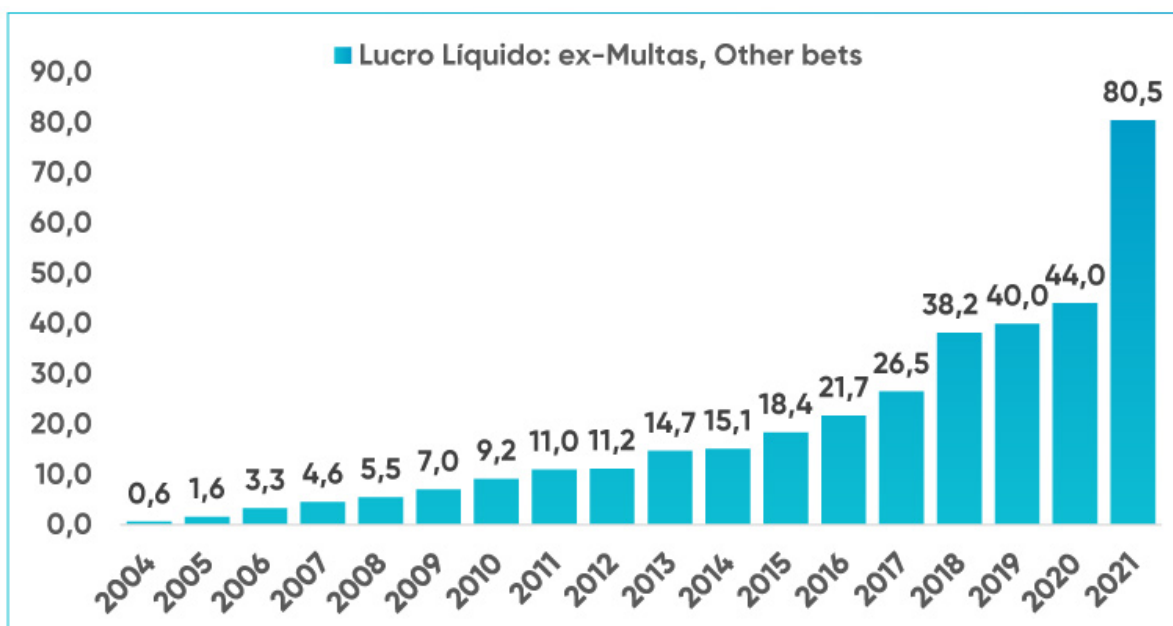
Dados: Empresa e estimativas SFA



Dados: Empresa e estimativas SFA

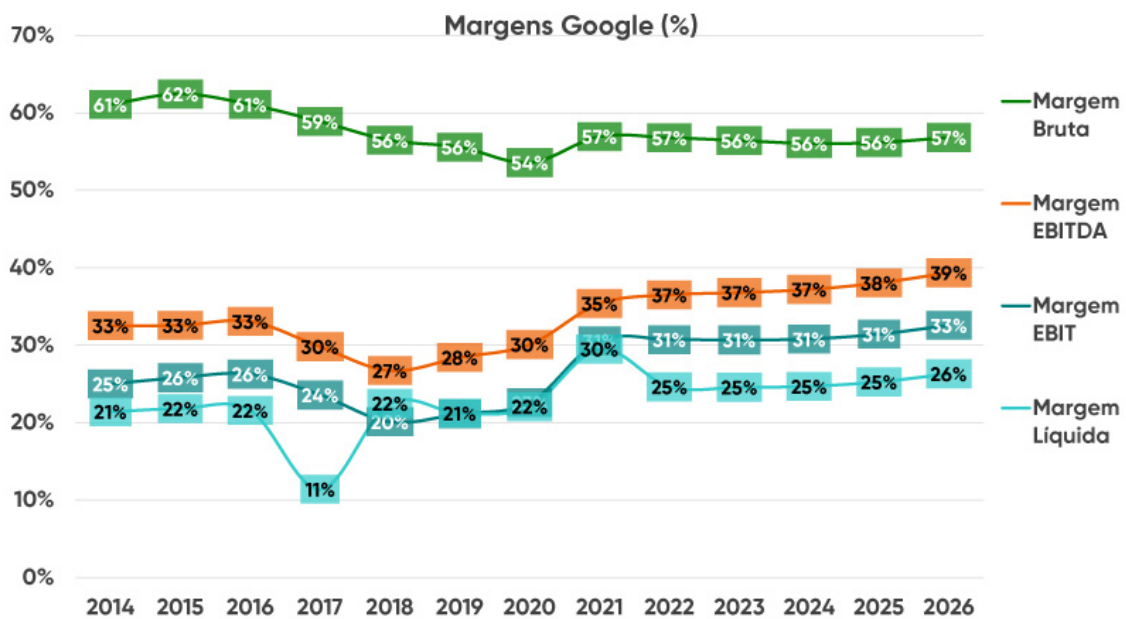


Dados: Empresa e estimativas SFA



Dados: Empresa e estimativas SFA

Por último, as margens indicam forte geração de valor, ao longo de sua trajetória.



Dados: Empresa e estimativas SFA

## 2. Um resumo rápido: O que é o *business* do Google?

### Experiência do usuário

A missão original dos fundadores do Google, Sergey Brin e Larry Page, era organizar com seu novo mecanismo de busca aquilo que estava se tornando, muito rapidamente, uma massa de informações caóticas e exponencialmente crescente, durante os primórdios da internet. A empresa entendeu, porém, muito antes de seus concorrentes, que os internautas precisavam confiar nas informações que recebiam e terem uma boa experiência de uso. Construíram, então, algoritmos que colocavam a experiência do usuário no centro de sua estratégia.

Os fundadores perceberam que a satisfação era crucial para reter o usuário em plataformas digitais. Hoje, o Google é visto por empresas que atuam em transformação digital como referência em *loading performance*, segurança, abordagem *mobile-first* (o Gmail foi disponibilizado para celulares em 2006) e interatividade.

### Anúncios: um mercado bilionário

*“Just imagine having something that every time you just hit a click the cash register rung somewhere around California. [...] It was and is an extraordinary business and it has some aspects of a natural monopoly.”*

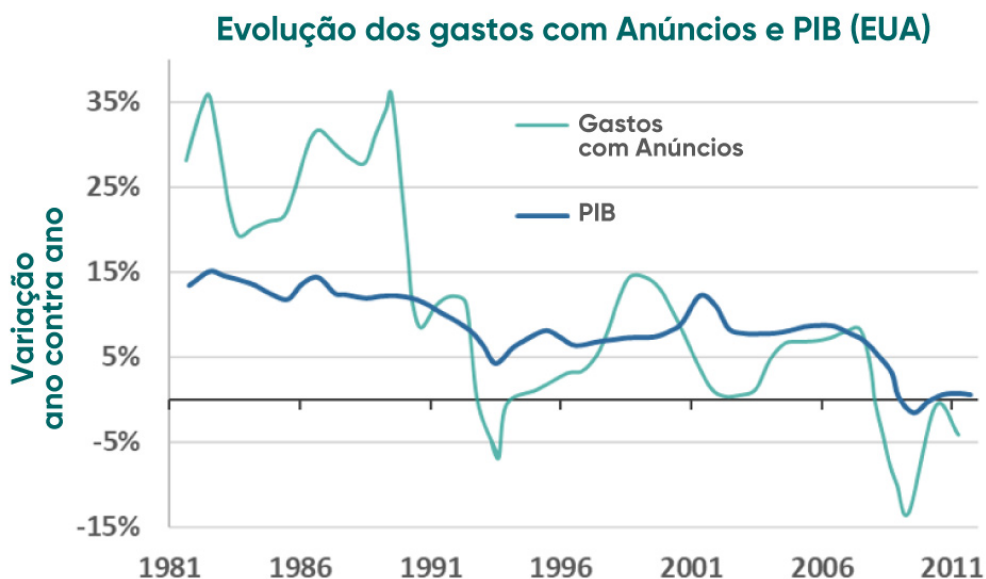
Warren Buffet, 2017

### Mercado total endereçável e exposição ao PIB?

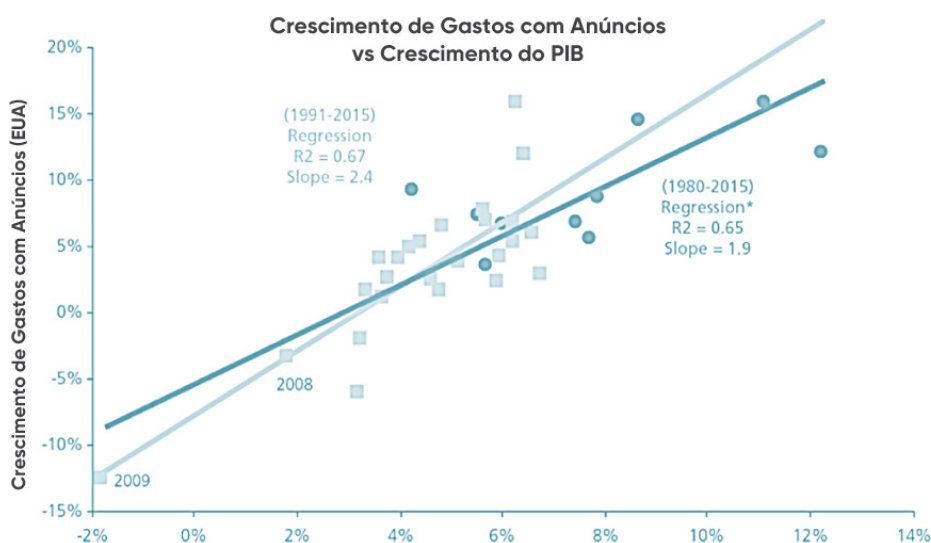
A companhia possui a maior parte de sua receita em anúncios, um mercado de US\$ 860 bilhões, no qual a Alphabet continua surpreendendo e ganhando *market share*.



Alguns dados sugerem que o mercado de anúncios seja um tanto quanto cíclico. Os gastos totais de anúncios têm alguma correlação com PIB. Abaixo, o histórico de crescimento de PIB e de crescimento da indústria de anúncios:

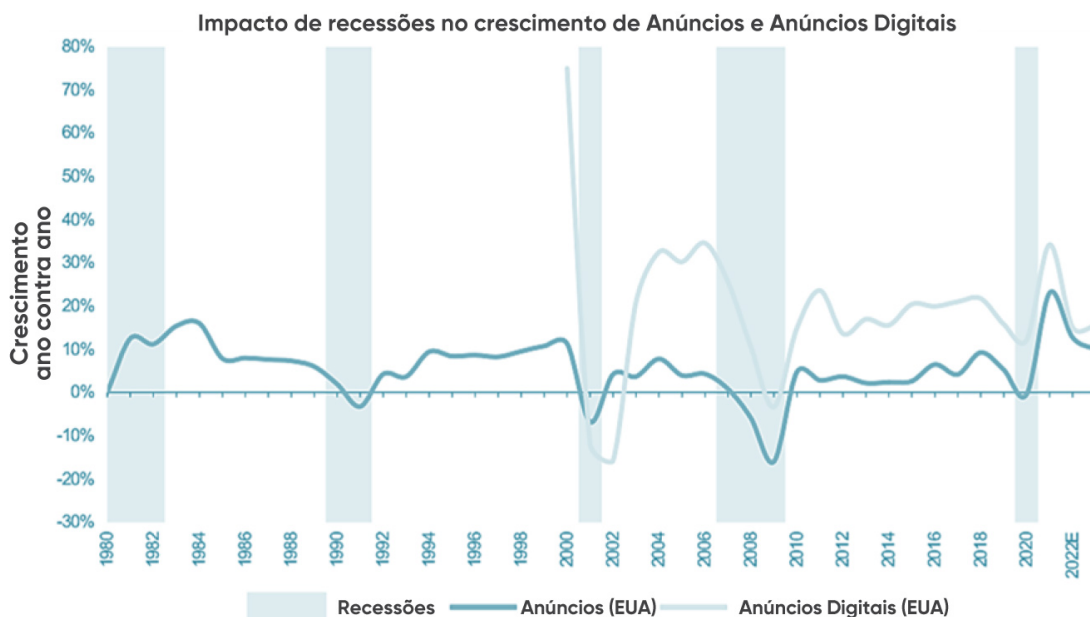


Dados: Infoadex and INE



Dados: OECD, Universal McCann, L.E.K. - <https://www.lek.com/insights/ar/us-advertising-outlook-covid-19-implications>

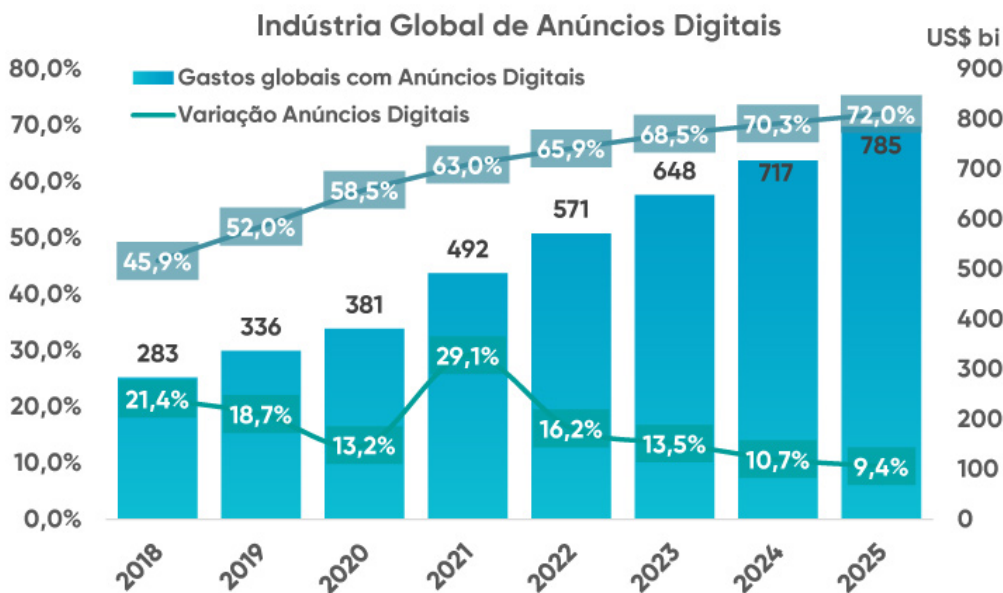
Desde 1980, o aumento de 1% no PIB americano correspondeu ao aumento de 1,9% nos gastos com anúncios e a queda observada, portanto, no PIB, deve também afetar o mercado de anúncios negativamente.



Dados: Magna, RAB, OAAA, IAB, NAA, Morgan Research

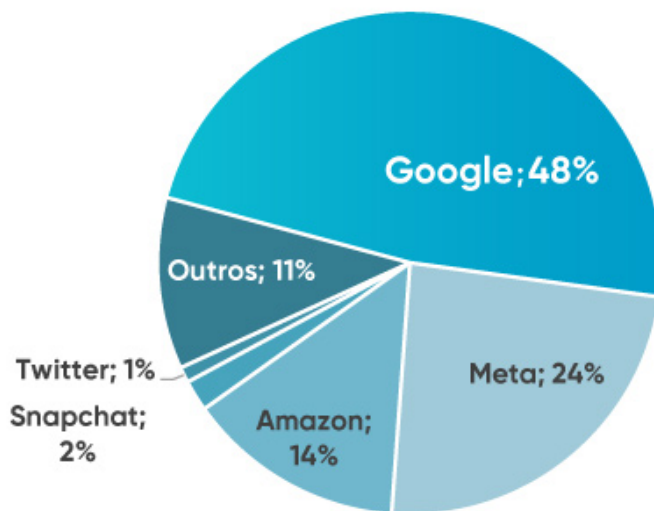
### A penetração do Digital tem espaço para aumentar? Tamanho e crescimento do mercado

Apesar de ser uma indústria cíclica, a Alphabet tem se beneficiado do aumento de participação dos gastos com anúncios digitais, em substituição a outros tipos de mídia. Em 2021, a participação digital no mercado de anúncios chegou a incríveis 63%, e o Google é líder em anúncios digitais globalmente, com aproximadamente 50% do mercado.



Dados: eMarketer

### Market Share de Anúncios Digitais (2022E)

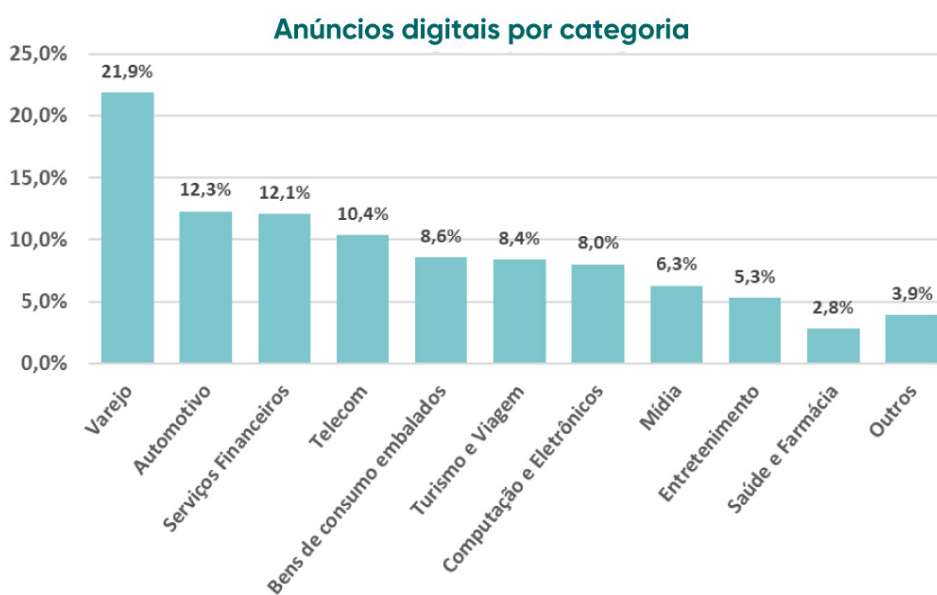


Dados: Empresa e estimativas SFA

#### Categorias com mais peso

Adicionalmente, os dados da eMarketer mostram que o varejo é a maior categoria e corresponde a, aproximadamente, um quinto do mercado. Na conferência de resultados do 4º trimestre de 2021, Philipp Schindle (*Chief Business Officer*) citou (em tradução livre): “O varejo foi novamente, de longe, o maior contribuidor para crescimento de anúncios, seguido por finanças, mídia e turismo.”

É válido se atentar a um possível impacto de desaceleração do varejo, como risco para o crescimento de anúncios. Enxergamos que um revés no varejo levaria a um impacto significativo na indústria de Anúncios Digitais, à qual o Google é muito exposto.



Dados: eMarketer, 2019

## Posicionamento do Google em anúncios

Em anúncios, o Google está muito bem-posicionado para crescer e monetizar melhor que os seus concorrentes. Por outro lado, sendo um pouco cético e exercendo algum pessimismo saudável ao visualizar cenários, podemos citar alguns pontos de atenção para sua principal fonte de receita:

- ! Saturação do mercado de Anúncios (crescer pouco), e/ou a penetração não aumentar tanto;
- ! Alta exposição ao mercado de varejo;
- ! Alto *market share* de aproximadamente 50%, apesar de ser um ótimo sinal por si só, pode sugerir não haver muito espaço para conquistar. A regulação e órgãos antitruste podem colocar o Google como alvo prioritário também, pelo fato de ser, hoje, o maior *player*;
- ! *Cookies*!

## Cookies

Em suma, *cookies* são identificadores que ajudam o Google a rastrear informações e atividades do usuário durante sua atividade regular de navegação. Eles permitem que o Google, com maior quantidade de informações em mãos, seja mais assertivo ao recomendar anúncios particulares para pessoas específicas.

Os *cookies* são pequenos arquivos que o navegador armazena, com informações da interação entre o usuário e o site. Esses arquivos, inicialmente, foram introduzidos para minimizar atrito e gerar conveniência. Um exemplo disso é o fato de o usuário não precisar ter que escrever o *login* dele toda vez que acessar um site de notícias. Os *cookies* se tornaram ferramentas essenciais para ajudar as empresas a identificarem os hábitos e padrões de comportamento do usuário, algo que é muito valioso para o marketing digital.

Dentre as leis que já existem e estão sendo continuamente reformadas, podemos destacar GDPR (*General Data Protection Regulation*) da Europa, CCPA (*California Consumer Privacy Act*) e LGPD (Lei Geral de Proteção de Dados) do Brasil, em definição. Nos próximos anos, o aumento de regulação sobre o uso de *cookies* de terceiros deve impactar a indústria. A consultoria de marketing *Winterberry Group* define os *cookies* em três categorias (em livre tradução):

- *First Party*: Dados que uma entidade (marcas, ou grupos de mídia) coletou com permissão do consumidor. As permissões garantem à entidade o direito sobre o uso desses dados;
- *Third Party*: Dados coletados por uma entidade que não tem relação direta com o usuário final (assunto do dado) sobre o qual está se coletando dados;
- *Second Party*: Dados que são compartilhados em um ambiente dedicado, com um conjunto claramente definido de permissões e direitos estabelecido entre cada uma das partes, frequentemente com um terceiro gerenciando o ambiente.

Hoje, os *cookies* “Third Party” (principalmente de anúncios e redes sociais) são, de certa forma, os grandes responsáveis por rastrear o usuário, conforme ele navega na internet. Se você clicou em um botão de *like* do Facebook dentro de um site de notícias, o Facebook armazena essa informação para uso futuro. Ao clicar em um anúncio do *Google Ads* em um site de entretenimento, o Google guarda essa informação. O resultado é um grande quebra-cabeça que as gigantes de tecnologia conseguem montar sobre os traços que o usuário deixou na internet. Pode-se dizer que, na prática, as grandes empresas de tecnologia estão coletando dados sobre sua navegação sem você sequer navegar na própria rede social, e mesmo se não usasse o buscador para chegar no site, e é justamente esse ponto que tem sido questionado recentemente.

### Futuro Cookieless: *Third Party cookies* com os dias contados

Os reguladores têm mostrado preocupação com a privacidade dos usuários e isso gerou pressão para agirem na proibição do uso de *cookies* de terceiros para rastreamento de informações pessoais. *Second Party cookies* também estão no foco das discussões sobre a privacidade na internet. A pressão regulatória está gerando um debate de como será o mercado de anúncios digitais em uma internet sem *cookies*.

Mesmo na mídia tradicional, os anúncios sempre miraram um público-alvo e o relacionaram a certas demografias e hábitos de consumo. Por exemplo, uma revista de golfe destinada a pessoas em determinada faixa etária e classe social, atrai anunciantes como a Tag Heuer ou Mercedes, mas a revista, ao contrário de uma página na internet recheada de *cookies*, não consegue informar aos seus anunciantes quanto tempo o leitor gastou em cada página e não consegue medir a taxa de conversão de visualização do anúncio em compra. Com os *cookies*, os anunciantes possuem esta informação, por isso são valiosos. No nosso exemplo, a Tag Heuer pode ter uma maior taxa de conversão e justificaria o valor gasto no anúncio. O uso de algoritmos e inteligência artificial melhora ainda mais os níveis de eficiência e acurácia, mas de forma mais “invasiva”.

Ao antecipar o movimento de uma internet sem *cookies*, o Google apresentou o FLoC (*Federated Learning of Cohorts*). Essa abordagem utiliza os dados de histórico de navegação do Google Chrome além de *feedbacks* anônimos descentralizados e coloca os usuários em grupos (*cohorts*) ou audiências. Os anunciantes usam essa informação de grupo, e não individual, para mostrar seus anúncios. O Google argumentou que os anunciantes teriam quase o mesmo retorno sobre investimento de um anúncio feito no Google utilizando os *cookies*. No entanto, os reguladores como EFF (*Electronic Frontier Foundation*) e CMA (*Competition and Market Authority*), do Reino Unido, já investigaram e reprovaram essa abordagem.

Em janeiro de 2022, o Google colocou de lado a abordagem FLoC e anunciou a *Topics API*. Nessa abordagem, o navegador indica até 5 tópicos, de um total de 350, de interesse do usuário. Esses 5 tópicos de interesse são obtidos analisando histórico de navegação do usuário, apenas da última semana, e, após isso, o histórico é automaticamente deletado. O Google afirma, também, que essas categorias são inteiramente selecionadas pelo aparelho do usuário, sem necessariamente enviar informações pessoais pela internet. Essa abordagem está sendo construída, com colaboração maior entre o Google e os reguladores.

Em janeiro de 2020, o Google anunciou que não usariam mais *cookies* em 2022. Agora, o prazo é para final de 2023 ou começo de 2024. Isso pode ser indicativo de que o Google ainda não está tendo mesma efetividade quanto tem com o modelo atual ou se encontra desconfortável com os impactos de curto prazo que essas mudanças podem trazer. Uma internet sem *cookies* e se a nova solução do Google conseguirá ter a mesma eficiência, representam para nós os maiores riscos de investimento em Alphabet e exigem maior atenção e acompanhamento da nossa parte.

### Eficiência e monetização

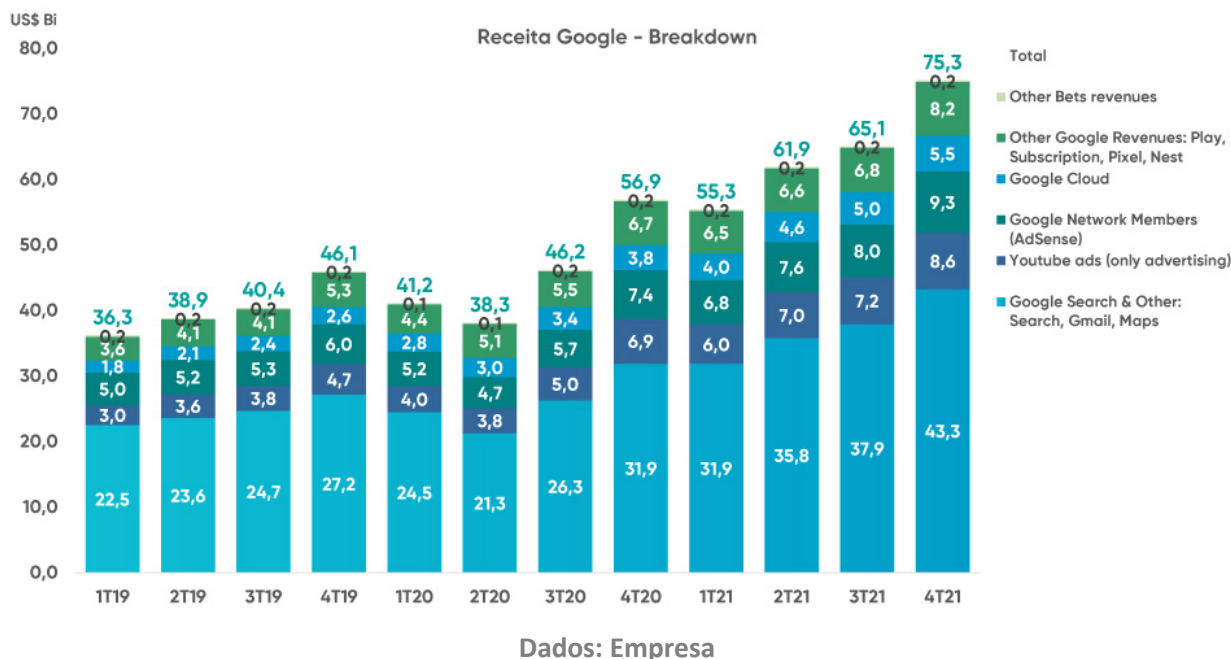
*“We could see in our own operations how well that Google advertising was working. I feel like a horse's ass for not identifying Google,”*

Charlie Munger, 2019

Olhando os fatos recentes, acreditamos que existe um risco de que o mercado de anúncios digitais seja impactado. No entanto, a liderança do Google e o alto *market share* do navegador Chrome, faz com que eles estejam mais bem posicionados em relação aos seus concorrentes, que também enfrentarão o mesmo problema. Sendo mais construtivo, existe a possibilidade também de que as mudanças recentes de

regulação tornem o Google ainda mais essencial e que ele ganhe *market share*, olhando alguns anos para frente. O aumento de eficiência do *Search* permite que a empresa monetize de melhor forma a maioria das demandas de anúncios.

O Google, nos últimos anos, apresentou excelentes resultados em anúncios. Em um comunicado recente da própria empresa: *“The benefits from AI-driven optimization/automation should be ongoing particularly as we think beyond the 4Q21 result which likely encapsulates some amount of relative share capture to what should be advertising TAM expansion.”*



Um dos impactos que a pandemia teve foi a crescente necessidade de digitalização das empresas (em todos os setores) e uma migração muito forte dos usuários e anunciantes para o digital. Por uma questão de sobrevivência, as companhias aumentaram o investimento em canais de anúncios digitais.

### 3. Efeito de rede e suas implicações

Quando olhamos para o chamado “Efeito de rede”, um conceito bastante discutido na era da internet, o Google é quase um exemplo de livro-texto sobre o assunto. O efeito de rede é o fenômeno no qual o valor ou utilidade que um usuário extrai de um bem ou serviço depende do número de usuários do produto em si.

As tecnologias, sujeitas a efeito de rede, tendem a demonstrar certo crescimento explosivo até dominarem seus mercados, já que à medida que mais usuários adotam o serviço, maior é a chance de novos usuários optarem por ele.

Uma característica de mercados regidos pelo efeito de rede é que existe uma forte corrida para se “chegar antes”. O crescimento é imperativo, não apenas pelos efeitos convencionais de economia de escala, mas para atingir a massa crítica e o *feedback* positivo de demanda adicional, gerada pelo efeito de rede.

Um corolário é que as empresas, participando nesses mercados, buscam convencer os clientes de que seus produtos eventualmente se tornarão o padrão, enquanto produtos rivais se tornam obsoletos e abandonados. Poderíamos, portanto, pensar:

- Quem continuou usando o Orkut após migração em massa de seus amigos e parentes para o, então novo e moderno, Facebook?
- O Bing, buscador da Microsoft, nunca teve tanta efetividade quanto o buscador do Google. Um dos motivos seria simplesmente o fato de ter consideravelmente menos informações sobre o que os usuários estão buscando e como navegam logo em seguida. Existem evidências de que o buscador da Microsoft perde para o Google na característica mais básica de um buscador: fornecer links relevantes com uma experiência leve e simples.
- Um *market-place* com poucos compradores e vendedores está fadado a nichos de mercado ou uma posição pouco relevante. Um vendedor não gostaria de estar em uma plataforma com menos compradores do que a plataforma dominante.

Ao longo de sua trajetória, o Google atingiu um notável efeito de rede em seus produtos. Dentre os quais poderíamos destacar:

- Buscador Google: À medida que usuários alimentam a rede com dados, o algoritmo do Google consegue ser ainda mais aprimorado. A existência de um enorme fluxo de usuários é um forte chamariz para os anunciantes, que naturalmente acabam concentrando seus esforços no Google. Ao ter mais informações sobre anunciantes e dados relevantes de quais clientes buscam, a empresa consegue ter ainda mais eficiência ao conectar buscadores e anunciantes. Um exemplo categórico das forças do Efeito de Rede.
- Rede de anúncios em espaços próprios de “*Search*” (Buscador, Shopping, Maps) e “*Display*” (Youtube, Gmail e parceiros): Além de parceiros que “alugam” espaço em seus sites para monetização com *Ads*. Por terem mais informação, (mais fluxo, taxas de conversões em cliques) conseguem ter mais eficiência e monetização, o que atrai tanto mais compradores (buscadores), quanto anunciantes.
- Youtube: Criadores de conteúdo buscam audiência e vice-versa. A plataforma de vídeos cumpre muito bem, hoje, o papel de conectar audiência com produtos de conteúdo. O efeito de rede é notável.

Além do Google, outras empresas que possuem plataformas com efeito de rede são Airbnb, Uber, Facebook, Instagram, WhatsApp e Twitter. Essas empresas têm boa parte de seu valor não pelo capital que empregam, equipamentos que mantêm, ou recursos humanos que pilotam. São valiosas em grande parte pela rede que criaram e comunidades que participam em suas plataformas. O valor está ligado ao número de usuários e força desses efeitos de rede.

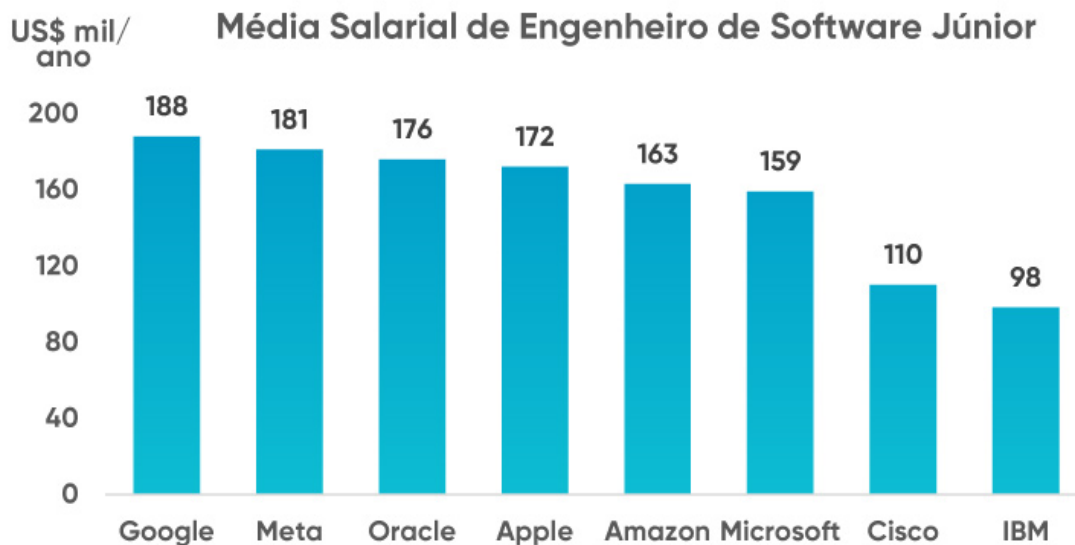
## Cultura

A quantidade e qualidade dos colaboradores de Google é algo que pode também ser visto como um efeito de rede. Cada talento contratado aumenta o conhecimento compartilhado e potencial geração de valor para a empresa, o que atrai ainda mais talentos. Para isso acontecer, uma empresa precisa ter uma forte cultura.

Eles desenvolveram uma “cultura do recrutamento”, significando que a necessidade de recrutamento permeia toda a organização, do nível de liderança até o nível de entrada. Para isso, até flexibilizaram a forma como os colaboradores trabalham para atrair e reter os melhores. Algumas iniciativas são:

- Os profissionais têm 20% do seu tempo para atuar em áreas e projetos de seu interesse, que estejam dentro do escopo do Google. Isso reduz rotatividade e aumenta “oxigenação” dos projetos, além de gerar mais inovação. Google Groups e Google notícias nasceram de tais iniciativas;
- Talento atrai mais talento, além de transparência e boas notas de avaliação em sites de carreira;

- Benefícios e salário acima da média.



Dados: Levels.fyi, 2021

A Alphabet tem o maior orçamento de uma área de recrutamento do mundo. 1 em cada 14 funcionários trabalha com recrutamento. Para colocar em perspectiva, o recorde dos anos 90 era de 1 a cada 65 funcionários, da Cisco.

### Marca

Além de um claro histórico de inovação e geração de valor, à medida que a digitalização avançou, a Alphabet passou a fazer parte do cotidiano e da vida das pessoas.

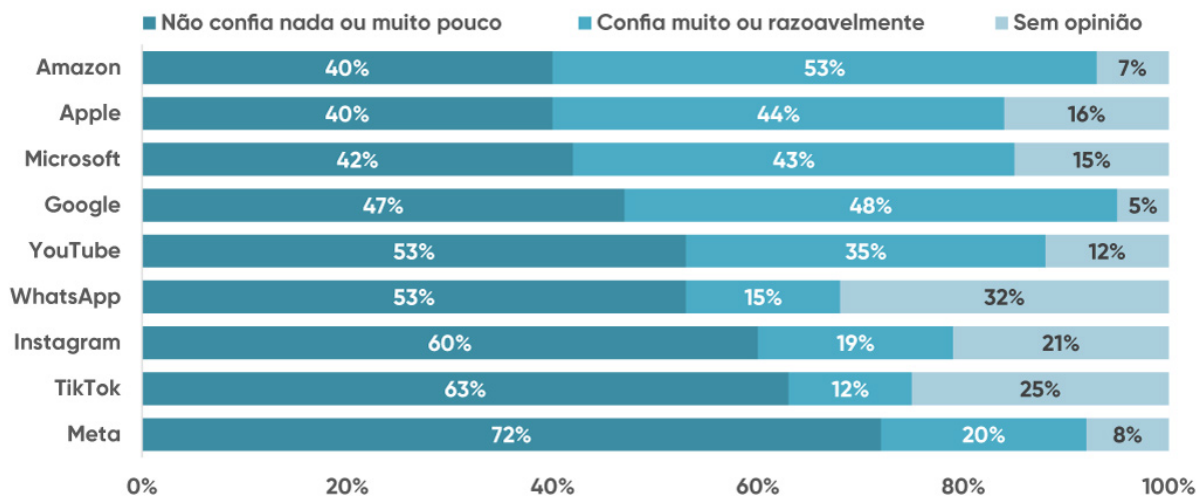
Você conhece alguém que não utiliza nenhum de seus produtos ou serviços? Buscador Google, Chrome, Gmail, Youtube, Waze, Android. Dados apontam o contrário: um tempo de uso cada vez maior desses serviços, o que cria uma relação de confiança crescente entre usuário e plataforma com o passar dos anos. Isso resulta em um cliente altamente satisfeito com a experiência do usuário, mais dependente e engajado com o ecossistema (assim como a Apple fez, também, de forma muito exemplar).

Um usuário que checa diariamente o Gmail e o usa como ponto chave para verificação em outras plataformas deve confiar muito na segurança e qualidade do serviço. Um usuário de Android que tem *backup* automático (por padrão) de suas fotos na nuvem deve acreditar que seus dados estão seguros. Quando alguém paga uma conta de restaurante usando o Google Pay por aproximação do celular, autenticado pelas suas digitais, também deve confiar muito na tecnologia. Ao usar o Google Maps para navegar na sua cidade e Youtube para guardar seu histórico de visualização, o usuário inconscientemente consente em acreditar na Alphabet.

Isso tudo cria, ao longo dos anos, uma forte confiança na marca Alphabet/Google. Dados sugerem que os usuários confiam mais ou têm menos rejeição à ideia de compartilhar dados com Google, se comparado a outras *techs*.



**Quanto você confia nas companhias para lidar de com seus dados e informação pessoais ao navegar na internet ?**

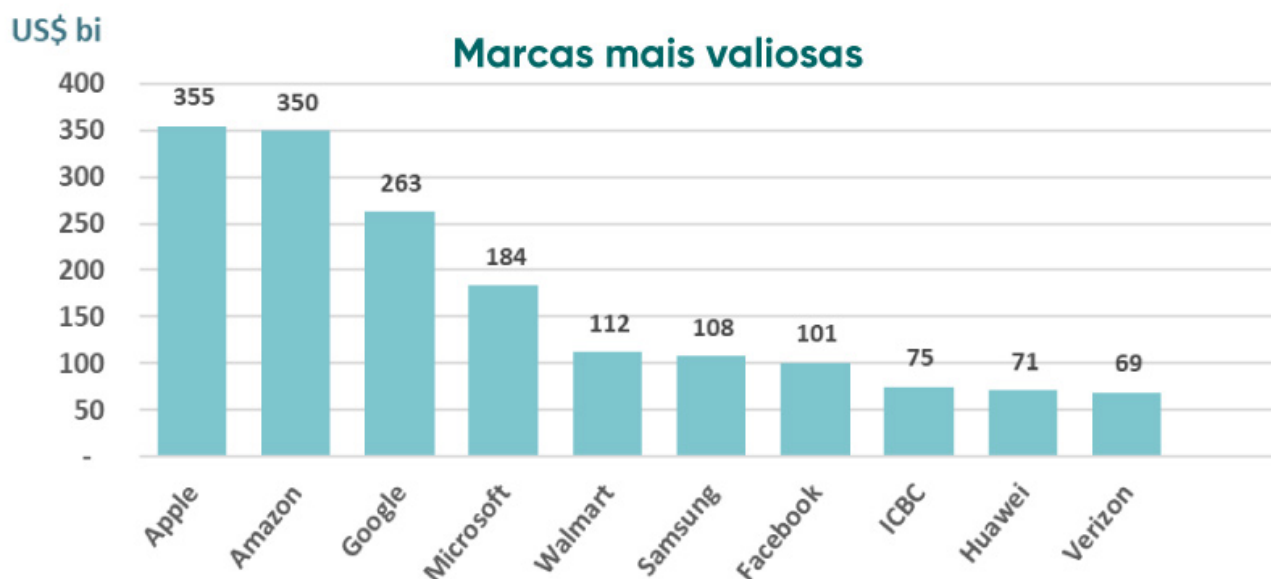


Dados: Pesquisa Washington Post-Schar School com 1058 usuários de internet e margem de erro +/-4%. Novembro/2021

Obs: Ordenado por “Confia muito ou razoavelmente” temos Amazon > Google > Apple > Microsoft > > Meta.

Na pesquisa realizada pelo *Washington Post-Schar School*, a Meta destoa em relação à baixa confiabilidade dos usuários em relação a seus dados e informações. A Amazon vai bem, provavelmente devido à relação de longa data criada com o uso do *e-commerce*, que processa seus pagamentos, tem logística de qualidade e é muito *user-centric*. Isso cria uma relação natural de maior confiança, se comparado à Meta.

Como consequência disso tudo, o Google tem hoje umas das marcas mais valiosas mundialmente.



Dados: Brand Finance Global 500 ranking Report

## Defesa competitiva: Google tem *MOATS*?

*“No formula in finance tells you that the moat is 28 feet wide and 16 feet deep. That’s what drives the academics crazy. They can compute standard deviations and betas, but they can’t understand moats.”*

Warren Buffet, 2017

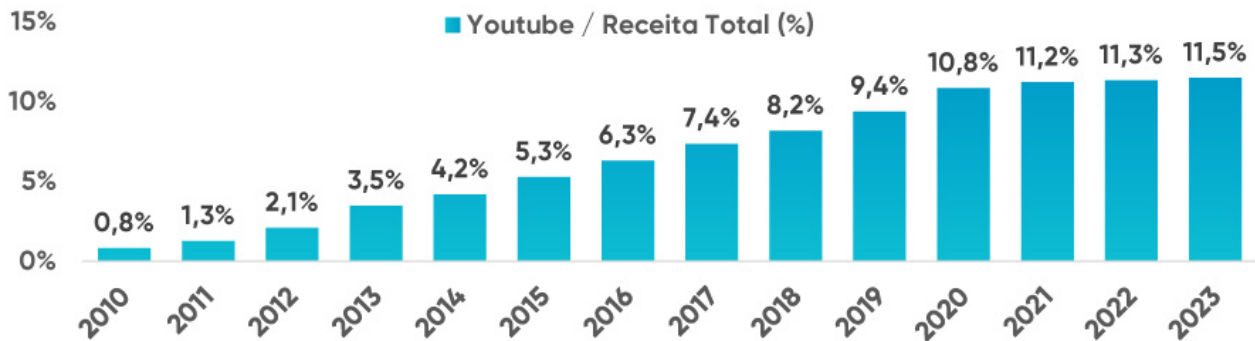
Acreditamos que empresas com vantagens competitivas, ou “*moats*”, conseguem manter um retorno sobre capital acima do custo de capital por tempo prolongado. Manter um *moat* por um bom período de tempo garante que a empresa gere valor acima da média e aumenta muito a chance de ser um bom investimento. Enxergamos para a Alphabet os seguintes *moats*:

- Marca;
- Escala;
- Efeito de Rede.

A maioria das empresas não tem *Moat* e poucas empresas têm três. Portanto, nesse sentido, podemos afirmar que Google chama atenção positivamente.

## 4. Video streaming e Youtube: Um componente importante

O Google é bastante conhecido pelo seu buscador, porém a Alphabet é um conglomerado de empresas e possui outros segmentos de negócios muito relevantes para a sua receita. Nos últimos anos, o Youtube ganhou muita relevância e seu sucesso como forma de mídia é inegável. Tendo saído de uma contribuição de 4,2% na receita total em 2014 para 11,2% em 2021.



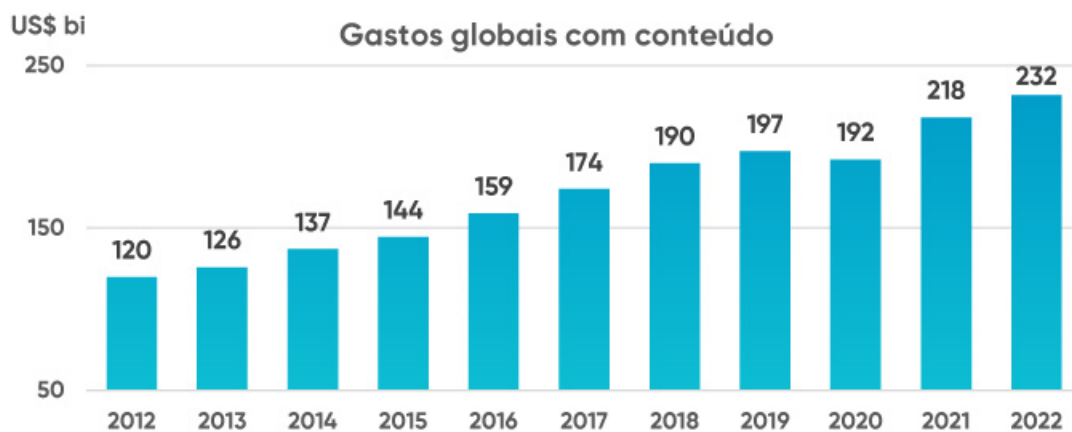
Dados: Companhia e Projeções SFA

O Youtube com seus 2 bilhões de usuários ativos contribui muito para o ecossistema. Portanto, é importante entender os *drivers* e dinâmica do setor de vídeo.

O setor de *streaming* e vídeo está cada vez mais competitivo e dentre as tendências observadas recentemente, destacamos:

1. Maior adoção de plataformas do AVOD (*advertising-based video on demand*) em detrimento do SVOD (*subscription video on demand*). A Disney anunciou planos “*tier2*”: Oferecer um plano mais barato que tenha propagandas.
2. Maior disputa das plataformas por conteúdos de esportes. O próprio Youtube já está experimentando e, recentemente, transmitiu alguns jogos de esportes relevantes. Em março de 2022, a Amazon fechou contrato por direitos de transmissão da *Thursday Night* da NFL (liga de

- futebol americano). Parte dos assinantes da Disney são da parceria entre Disney e Star India, chamada “Hotstar”, que detém direitos de transmissão de críquete no populoso país asiático.
3. Substituição por formatos de vídeos mais curtos. Os Reels, forma de conteúdo em vídeo mais curto, têm ganhado participação no tempo das pessoas. Essa forma de vídeos rápidos, inspirada no TikTok, é relativamente nova. As “*big techs*” ainda não a estão monetizando com eficiência máxima. Trata-se de uma transição de formatos, assim como foi de texto para imagem, e depois para vídeos, que, assim como os Reels, causaram uma queda temporária na monetização.
  4. *Feed* (o que é mostrado ao usuário de redes sociais) está cada vez mais sendo gerado pela Inteligência Artificial (algoritmo) e mostra menos conteúdos postados pela rede de conexões (amigos) da pessoa. Isso tem aumentado o engajamento das pessoas, mesmo que com conteúdos diferentes e mais “distantes”. Quanto mais minutos por dia as pessoas passam na plataforma, maior é a receita por usuário.
  5. Por último, a indústria está gastando cada vez mais com conteúdo. Os maiores investidores de 2021 foram: Comcast, Disney, Google e Netflix. Outros *players* bem capitalizados como a Amazon devem continuar fazendo grandes investimentos.

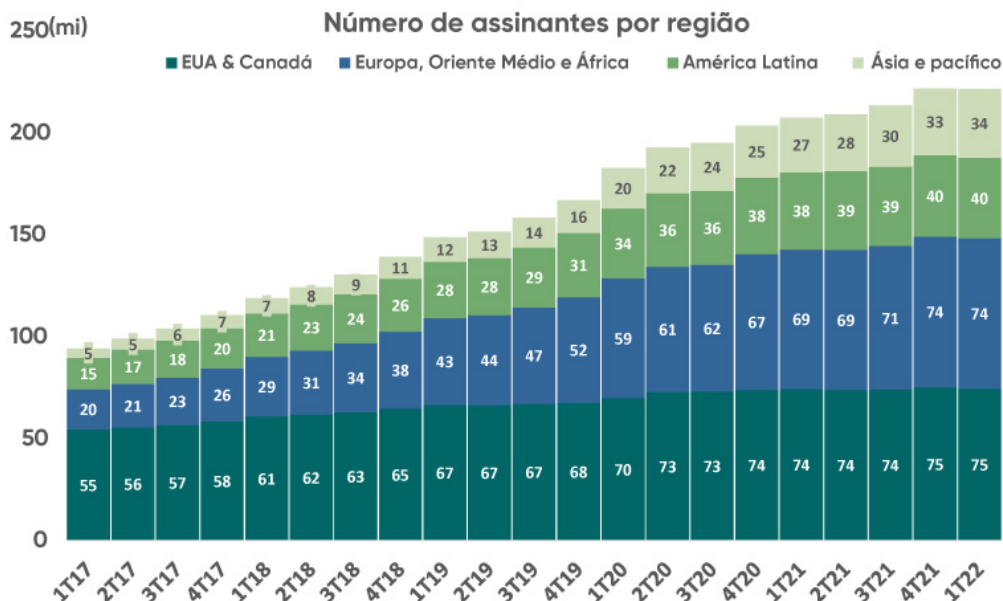


Dados: Ampere Markets – Content

### Unit Economics: Netflix vs Youtube

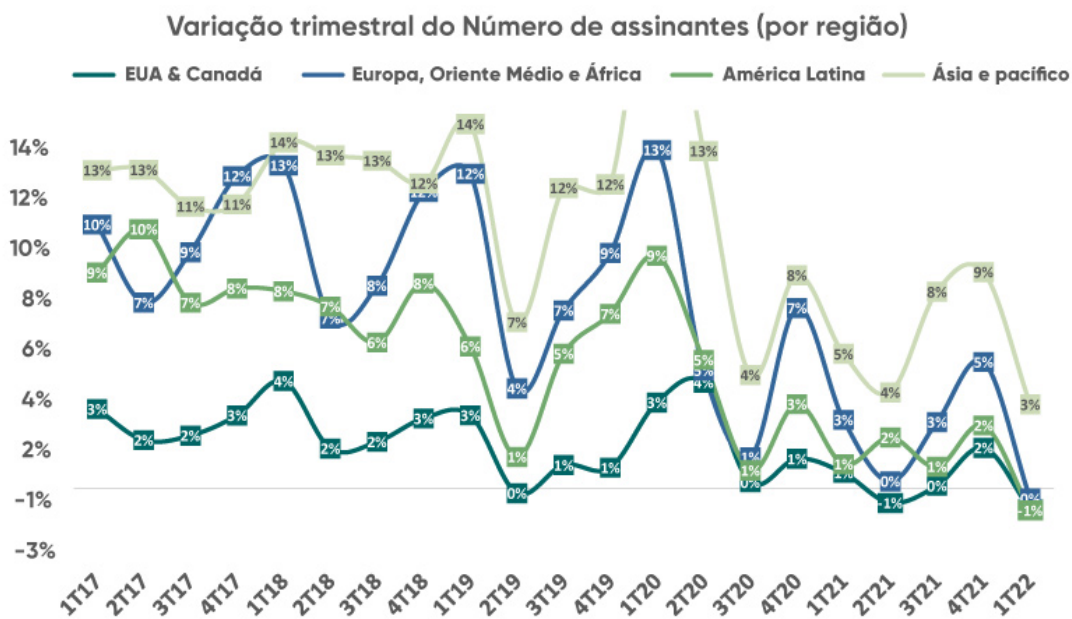
Sendo um concorrente natural do Youtube pelo tempo das pessoas, a Netflix surpreendeu, negativamente, o mercado com os resultados recentes. O maior destaque negativo foi a empresa ter reportado queda de usuários pagantes pela primeira vez em sua história.

Olhando um pouco “debaixo do capô”, vemos que especialmente “EUA & Canadá” é a região que mais mostra dificuldade para crescer, ao mesmo tempo que é a região de maior ticket médio.



Dados: Empresa

Ao olharmos as variações trimestre em comparação ao trimestre anterior, é mais clara a tendência de estagnação da região “EUA e Canadá” e especialmente no 1T22 observamos uma forte queda em todas as regiões.

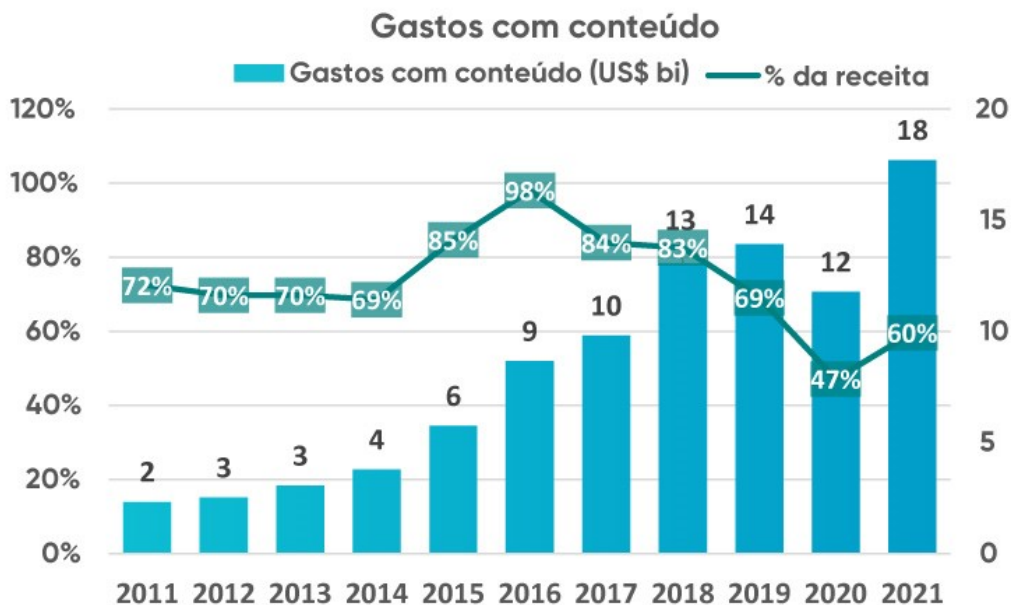


Dados: Empresa

A queda de assinantes acontece mesmo com a Netflix investindo US\$ 17 bilhões em conteúdo próprio em 2021, conteúdo que é amortizado em 5 anos. O Youtube, por sua vez, não investe em conteúdo próprio, o que exige menos investimento. A maior parte do conteúdo do Youtube é de “cauda longa”, o que significa que os chamados youtubers criam seus conteúdos de forma independente com diversidade e focados em nichos específicos. Como plataforma para vídeos independentes, o Youtube é insubstituível. Dados indicam que um canal novo no Youtube leva de 2 a 3 meses para atingir 100 inscritos, e 20 meses para atingir 1000

inscritos, isso se o canal é alimentado constantemente e usa boas práticas. Existem vídeos *mainstream* (vídeos mais convencionais), mas a maior parte do valor da rede está na cauda longa.

Além disso, o usuário que começa a usar o Youtube não paga mensalidade para ter acesso aos conteúdos da plataforma, e não esbarra, portanto, em uma barreira natural que existe para SVOD (*subscription video on demand*): O *churn* e as guerras de preço. Ajustar preços em um cenário competitivo, sem ter *churn* e ao mesmo tempo reter sua base de usuários com conteúdos diferenciados e de alta qualidade se mostrou uma tarefa hercúlea. Recentemente, a própria Netflix anunciou corte de 150 funcionários (2% do total), como forma de controle de custos. Áreas como a divisão de criação de séries e filmes foram atingidas.



Dados: Empresa

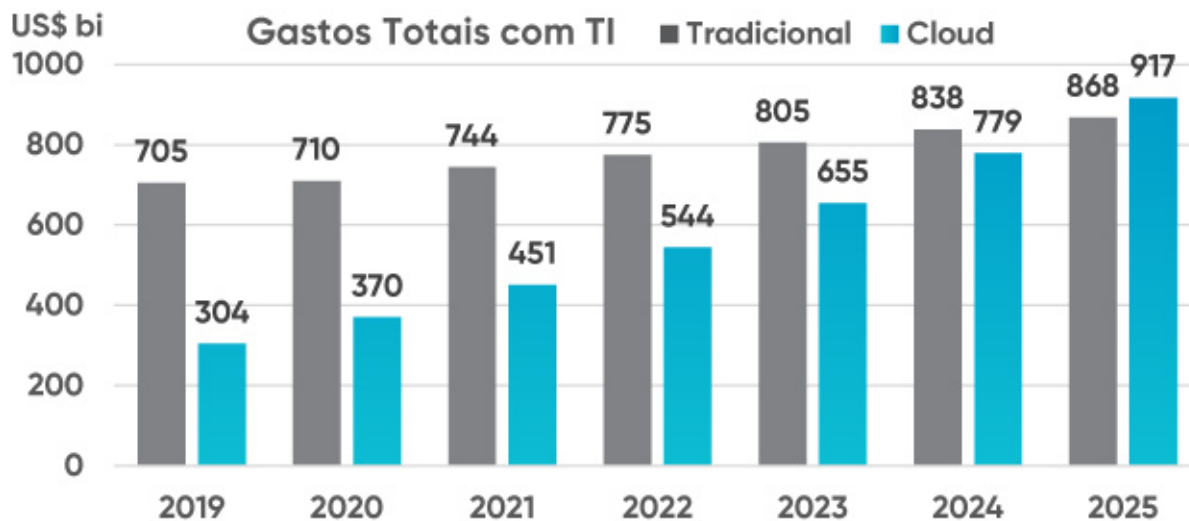
Ademais, a Netflix tem que investir em seu conteúdo antes que ele gere receita. No Youtube, o conteúdo é criado antes e pago ao criador somente após a monetização, um modelo mais leve de capital de giro.

O Youtube além da receita da anúncios, possui também receita do plano *premium*. Em setembro de 2021, o Youtube anunciou ter atingido a marca de 50 milhões de assinantes desse plano, o que deve representar uma receita anualizada de aproximadamente US\$ 7 bilhões.

Portanto, pelos motivos citados, conclui-se que o Youtube opera em um regime econômico mais saudável que os competidores em serviços de *streaming*.

### 5. Cloud: Panorama geral

Existe um mercado que atualmente está sendo bem disputado pelas gigantes de tecnologia, com muito potencial para geração de valor e em um mercado com forte crescimento, o de Computação em Nuvem, ou *Cloud Computing*. Com aceleração da transformação digital, a tendência secular de migração de infraestrutura local para infraestrutura em nuvem foi acelerada. Além disso, gastos com TI de forma geral têm aumentado de forma notável nos últimos anos. Empresas no Brasil e EUA dão sinais de continuarem investindo em TI para modernização de legados e lançamentos de produtos novos. Existe hoje grande demanda por *cloud*, digitalização, *analytics* e automatização de processos. O histórico recente e projeções apontam para uma forte taxa de crescimento em *cloud*.



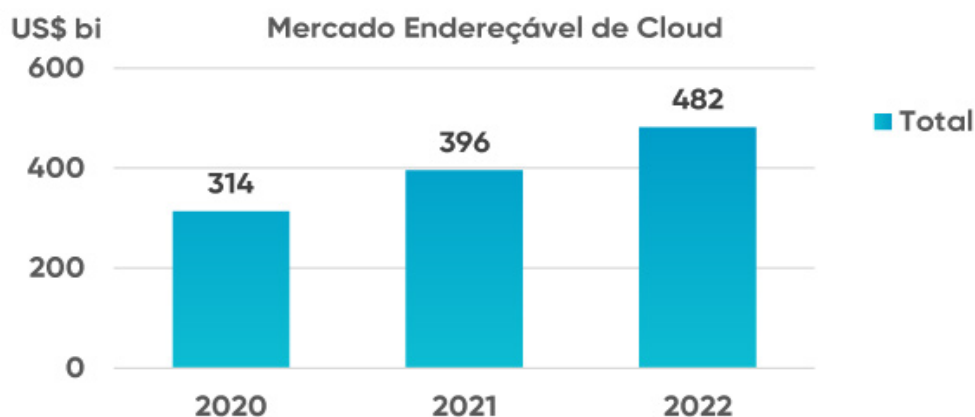
Dados: Gartner fevereiro/2022: Sizing cloud Shift, Worldwide, 2019 – 2025

### Categorias e mercado endereçável

Dentro de *cloud* vemos várias ofertas, sendo as principais:

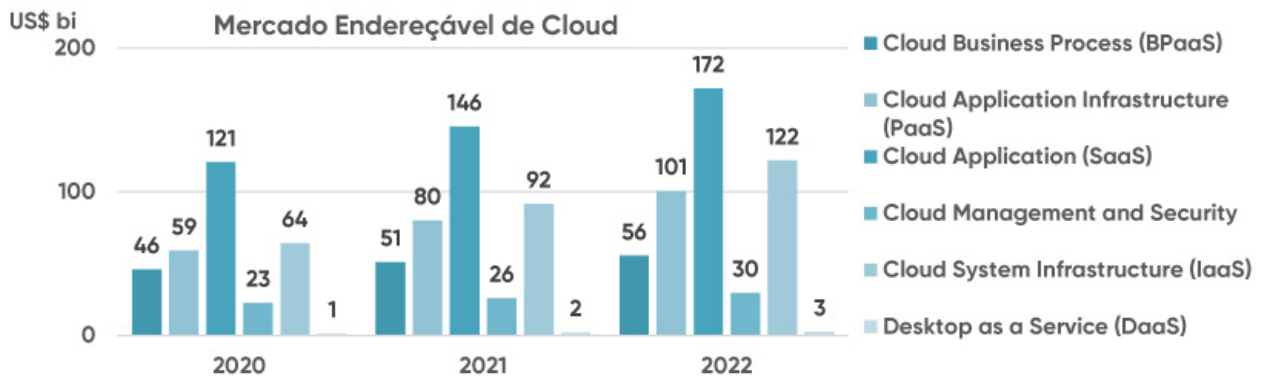
- **Software as a Service (SaaS):** O conceito de *SaaS* dentro do contexto de *cloud* se refere ao volume de *softwares* corporativos que são oferecidos a partir de uma estrutura *cloud* através de um *web browser* ou aplicativo, sem instalação do aplicativo nas instalações do cliente. Principais exemplos: Google Apps (Search, Maps); Salesforce; Windows 365; Wix (aplicativo de desenvolvimento de website).
- **Infrastructure as a Service (IaaS):** Serviços que incluem o fornecimento de espaço de armazenagem e capacidade de processamento computacional através da virtualização da capacidade de computação. Principais exemplos: A criação de um ambiente de Home Office, que permite que nós utilizemos a capacidade de computação da SFA nos nossos computadores, é um exemplo da virtualização; Google Compute Engine; Amazon EC2; Amazon S3; Azure etc.
- **Platform as a Service (PaaS):** Manutenção de plataforma aberta em nuvem que permite o desenvolvimento de aplicativos específicos para a necessidade da empresa. Principais exemplos: Google Play; Google App Engine.

E o mercado endereçável cresce numa alta taxa de aproximadamente 24% ao ano de 2020 para 2022.



Dados: Gartner agosto/2021: Worldwide Public Cloud Services

E dentro das subcategorias, vemos que as três maiores são PaaS, SaaS e IaaS.



Dados: Gartner agosto/2021: Worldwide Public Cloud Services

### Concorrência e características individuais

De acordo com o Synergy Group, as maiores participações de mercado em *cloud* são:

- 33% AWS – Amazon Web Services.
- 20% Azure – da Microsoft.
- 10% GCP – Google Cloud Platform.

Apesar do Google ter ganhado *share* em um mercado que cresce bastante, a Microsoft foi quem conquistou mais espaço nos últimos anos, saindo de 10% para 20%. Os crescimentos de IaaS e PaaS foram os mais fortes, notoriamente os mercados nos quais o Google atua mais. Isso tudo em um mercado no qual os líderes crescem a uma taxa de aproximadamente 40%, ganhando participação dos menores.

O Google cresce mais em soluções (IaaS) que dependem menos de times de especialistas, justamente por não ter tanta força de trabalho nesse sentido. Também, é forte em Inteligência Artificial e atrai muitos desenvolvedores com seu ambiente de código mais aberto. Entre os motivos encontrados para justificar ganho de *share* da Microsoft nos últimos anos, apontamos nossas hipóteses, baseadas em conversas com clientes e pessoas da indústria:

- Existe um nível maior de apoio e suporte da Microsoft, tanto na operação técnica quanto no time de vendas, o que sugere que a Microsoft realmente já tinha uma maior força de trabalho instalada para dar suporte aos seus outros produtos B2B (Office, Windows, servidores *on-premise* etc.).
- Preço do pacote somado: Office, sistemas operacionais, outros *softwares* (BI) e *cloud* acabam jogando para o lado da Microsoft durante a negociação (efeito *bundle*). Alguns clientes obtêm o melhor custo-benefício dessa forma, já que mudar Office e Windows, muitas vezes, não é opção.
- A Microsoft acaba sendo a melhor opção por oferecer serviço similar, mas com a vantagem de ter uma integração maior com o Windows que os clientes já usam e com o ambiente de rede onde eles já operam.

Sobre as características de cada um dos negócios, podemos citar:

	Prós	Contras
<b>Amazon Web Services</b>	<p>Configurações bastante customizáveis. Boas funcionalidades de monitoramento e segurança. Forte suporte ao ecossistema.</p> <p>Lista bastante completa de serviços. Ouvem bastante os clientes e fornecem suporte às demandas dos usuários.</p>	<p>Pode ser percebida como competidora, especialmente em setores ligados a varejo.</p> <p>Menos integrada em nuvem híbrida (nuvem pública e privada). Mais difícil/complexa de configurar para usuários iniciantes. Menor suporte para configurações com servidor local do cliente (<i>on-premise</i>).</p>
<b>Azure – Microsoft</b>	<p>Já têm relacionamento forte e de longo prazo com muitos clientes grandes. Conseguem ser mais agressivos em preço quando o cliente já consome muito de seus serviços. Oferecem integração IaaS, PaaS e SaaS por meio do Office 365. Muitas opções de nuvem híbrida (nuvem pública e privada).</p> <p>Investiram muito em construir uma rede global de <i>data centers</i>. Oferecem muitas funcionalidades e Gartner diz que Azure é agora "bom o suficiente" em IaaS.</p>	<p>Enquanto eles têm a maioria dos atributos necessários ao <i>Workload</i> de empresas, esses produtos e APIs, em alguns casos, não são tão maduros ou fáceis de usar/implementar quanto os da AWS.</p> <p>Existem mais consultores e especialistas que entendem de AWS, se comparado aos outros serviços. <i>Backup</i> é mais complicado e há mais dificuldade de se integrar com projetos de código aberto e tecnologias que não sejam da Microsoft. AWS e GCP tendem a ser caminhos mais naturais quando se fala em código aberto.</p>
<b>Google Cloud Platform (GCP)</b>	<p>O motor da tecnologia de nuvem nasceu ao otimizar tecnologias de nuvem para suas aplicações populares (buscador, Gmail, Youtube). Dessa forma, o Google expõe os clientes a esse tipo de tecnologia de alta performance e chance de "rodar como o Google".</p> <p>Se destaca em <i>Big Data</i> e é vista como líder em aplicações de gestão. Mais suporte a tecnologias de código aberto.</p>	<p>Negociações de contratos mais rígidas. Menos parceiros conectados ao ecossistema. Escopo de serviços um pouco limitado para algumas companhias grandes.</p> <p>Menos funcionalidades do que AWS e Azure. Alguns casos de uso para empresas ainda estão sendo desenvolvidos/otimizados.</p>



### Winners take most

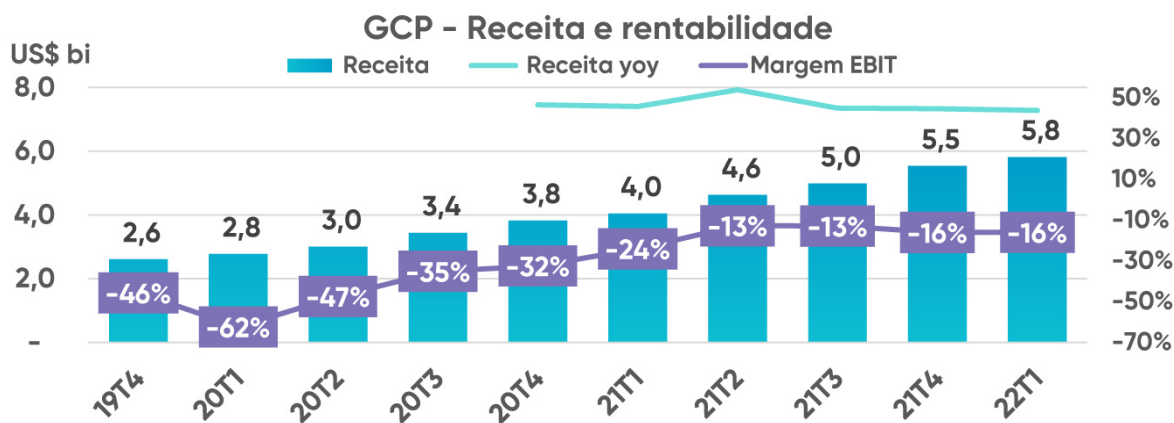
A indústria está caminhando para um cenário de consolidação, onde *players* menores têm restrição de capital e dificuldades tecnológicas para alcançar os líderes. Os dados da Gartner mostram como enxergavam os líderes do setor em 2017 e como isso apenas se concentrou até 2021.



Dados: Gartner Magic Quadrant for Cloud Infrastructure and Platform Services. Junho/2017 (à esquerda) e julho/2021 (à direita)

Em avaliação de qualidade, no geral, temos posicionamento da AWS à frente, Azure em segundo e Google logo em seguida, o que reflete exatamente a ordem das companhias em termos de participação de mercado. Aos poucos construímos a tese de que o Google não terá facilidade de ganhar muito *share* contra AWS e Microsoft Azure, mas deve permanecer entre os três maiores em uma indústria que cresce muito. O setor nuvem, em geral, também apresenta custos de troca significativos. É comum empresas continuarem usando as soluções que já adotam e os desenvolvedores tendem a continuar usando as ferramentas com as quais já se sentem familiarizados.

No entanto, isso não impede o Google de gerar valor. Vemos o GCP com uma boa oportunidade para amadurecer o negócio. As margens, como vemos abaixo, têm melhorado rapidamente. Receita e geração de caixa também devem melhorar em um mercado que deve crescer mais de 25% ao ano durante alguns anos.



Dados: Companhia

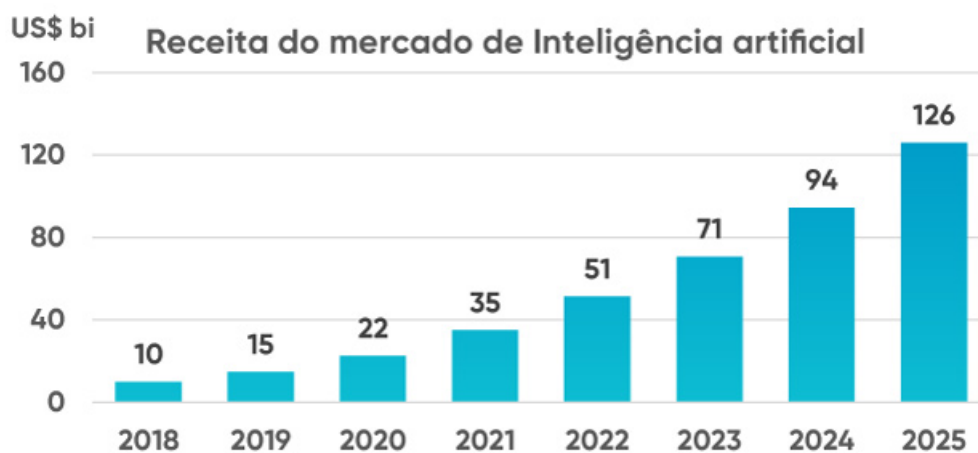
## 6. Opcionalidades e outros temas

*“An option is what makes you antifragile and allows you to benefit from the positive side of uncertainty, without a corresponding serious harm from the negative side”*  
*“All of technology, really, is about maximizing free options.”*

Nassim Taleb

### Inteligência Artificial

Uma das forças do Google é a empresa possuir mais experiência e conhecimento em algoritmos ligados à IA, já que seus produtos *core* (buscador e anúncios) dependem intrinsecamente disso. Isso impacta tanto na sua oferta de produtos superiores em nuvem quanto em opcionalidades como Deep Mind e Waymo. Esse mercado vem avançando em taxas exponenciais e deve ser um setor com muitas oportunidades de geração de valor na próxima década. Ao mesmo tempo, é um mercado com bastante potencial de crescimento, que deve dobrar em poucos anos.



Dados: Artificial intelligence software market revenue worldwide 2018-2025. Grand View Research, IDC

Ainda em IA, existem muitas iniciativas de Google neste tópico. São notáveis os investimentos do Google no campo e a lista de aquisições e projetos internos é relevante:

- Aquisições:
  - Deep Mind – Aplicações em jogos e problema de estrutura de proteínas (AlphaFold). Incorporou muitas das aquisições em Inteligência Artificial feitas posteriormente;
  - Api.ai – Interpreta linguagem natural e integra com funcionalidades simples do sistema operacional e ferramentas para interpretação de linguagem natural em texto com tratamento de ambiguidades;
  - Dark Blue Labs, Vision Factory e Moodstocks – Usam *deep learning* para processamento de linguagem natural e reconhecimento visual usando câmeras de smartphones;
  - Kaggle – Comunidade que organiza e recebe competições de ciência de dados e *machine learning*;
  - Entre outras
- Projetos Internos:
  - Google Home – Faz automação residencial e integração com dispositivos conectados (luzes, câmeras, caixas de som);
  - Google Brain e Tensor Flow – Pesquisa em *deep learning* com uso de computação em larga escala e disponibilidade de biblioteca de código aberto para uso pelo público;

- TPU – Desenvolve circuito (*hardware*) especificamente projetado para uso em aprendizado de máquina de algoritmos de inteligência artificial, particularmente Tensor Flow;
- Quantum AI – Tem missão de desenvolver primeiro computador quântico com bastante utilidade prática;
- Waymo – Desenvolve tecnologia de *software* e *hardware* para carros autônomos;

Pesquisas de consultorias também sugerem que o Google tem boa proposta em serviços de IA na nuvem.



**Dados: Dados Gartner fevereiro/2021**

O Google se destaca nos segmentos de reconhecimento de voz, entendimento da linguagem natural e tem a melhor capacidade de reconhecimento ótico.

### Play Store

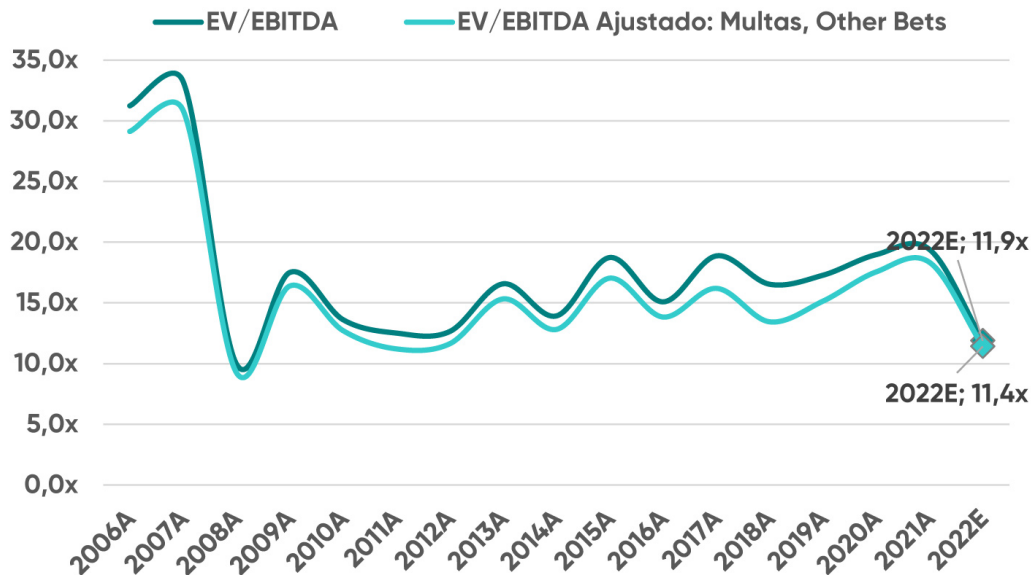
No ano de 2021, a receita gerada pelo Google Play (loja de aplicativos do sistema Android) foi de aproximadamente US\$ 8 bilhões. Se o Google continuar tendo boa participação de mercado em sistemas operacionais de aparelhos móveis, essa linha de receita tende melhorar. Hoje, uma boa parte da receita da Apple, mais de 15%, vem da atividade de sua loja de aplicativos.

### Pixel e outros dispositivos

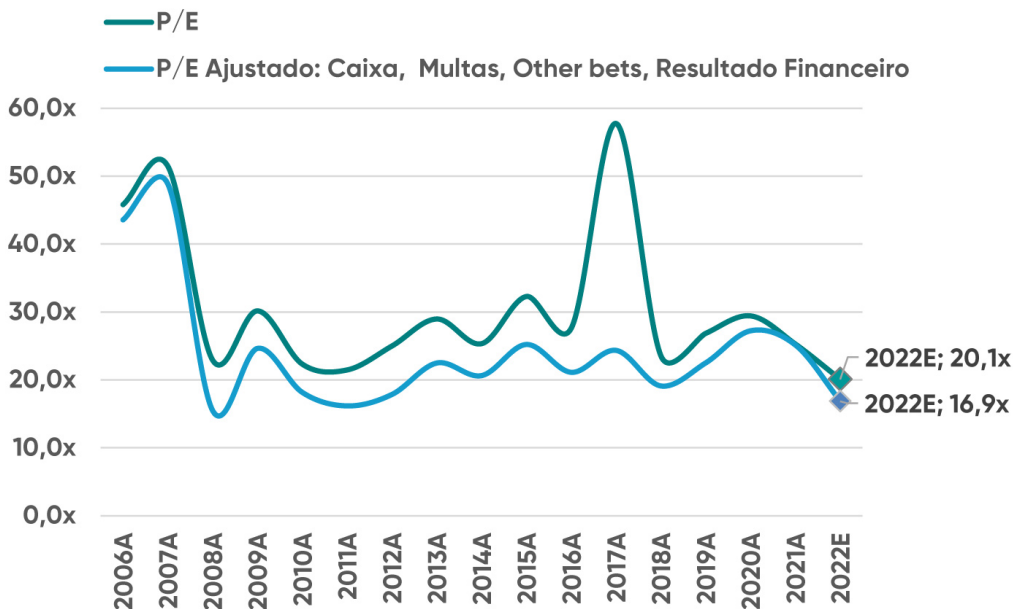
O Google, apesar de ainda não ser muito significativo no mercado de celulares, está caminhando para vendas recordes com o Pixel 6, lançado no segundo semestre de 2021. Em relógios inteligentes, o Google tem aproximadamente 5% de participação de mercado e ainda pode colocar seu sistema operacional em dispositivos de pulso de outras marcas.

### 7. Valuation

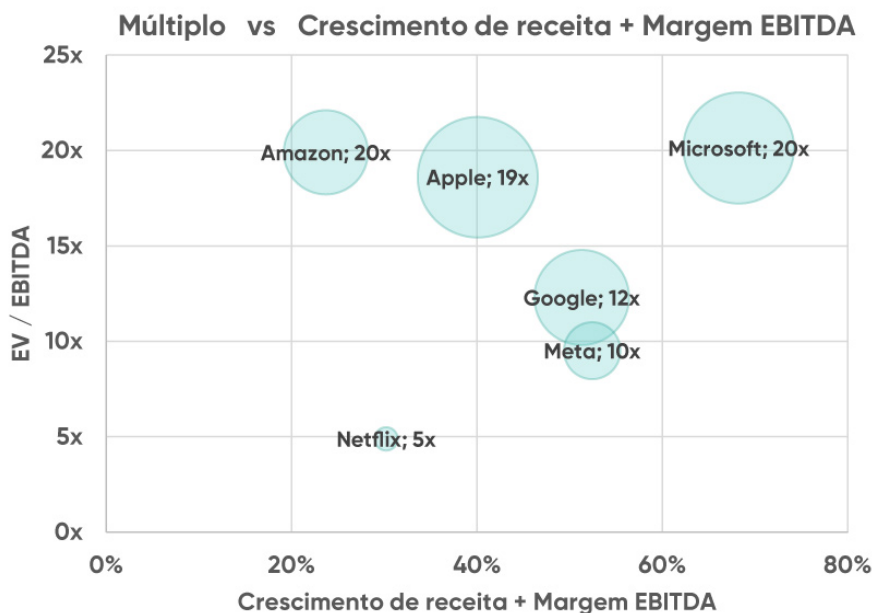
As gigantes de tecnologia são empresas fortes geradoras de valor. Olhando métricas de *valuation* mais tradicionais, o Google parece mais interessante comparando com os múltiplos históricos e no relativo com os de outras *big techs*.



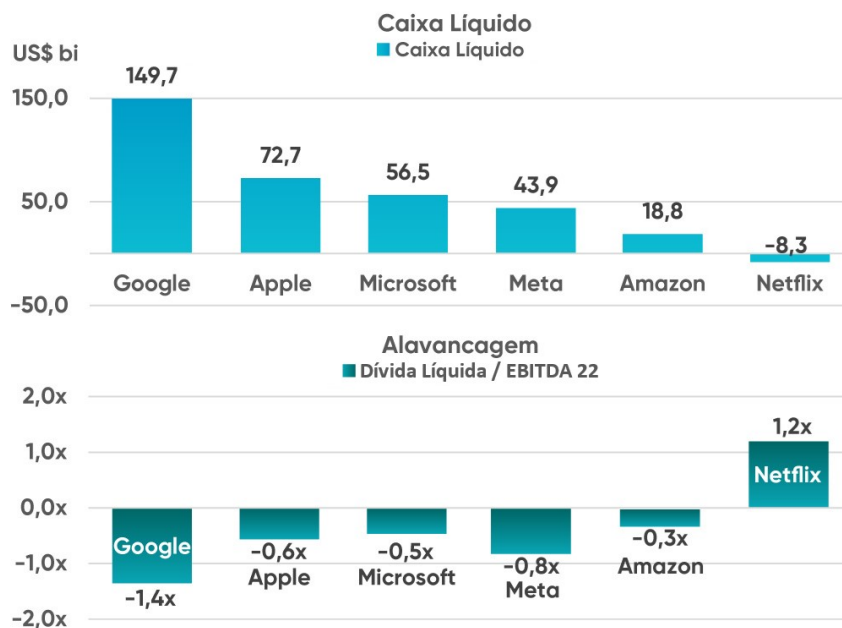
Dados: Companhia e estimativas SFA



Dados: Companhia e estimativas SFA



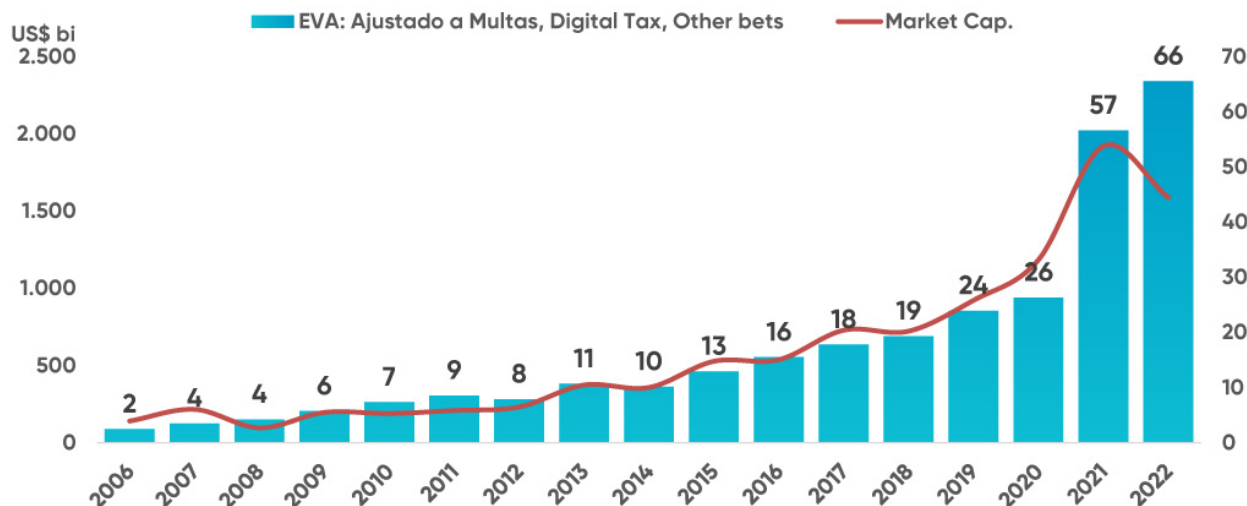
Dados: Companhia e estimativas SFA



Dados: Companhia e estimativas SFA

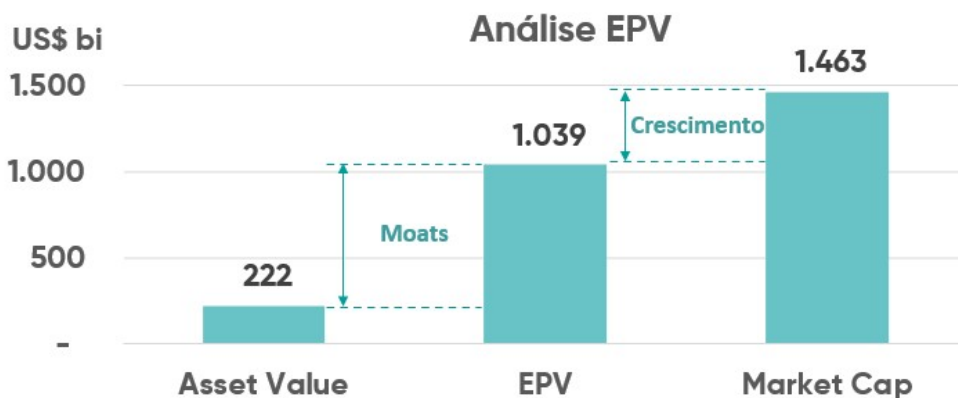
Ademais, o Google tem maior posição de caixa líquido entre as *big techs*, correspondente a 1,4x o EBITDA de 2022.

Mas, de nada vale múltiplos interessantes, se a empresa não gera valor. O EVA (*Economic Value Added*) do Google, medida que reflete a geração de valor da empresa, cresce ano após ano. O Google tem apresentado resultados consistentes e crescentes, acima do seu custo de capital.



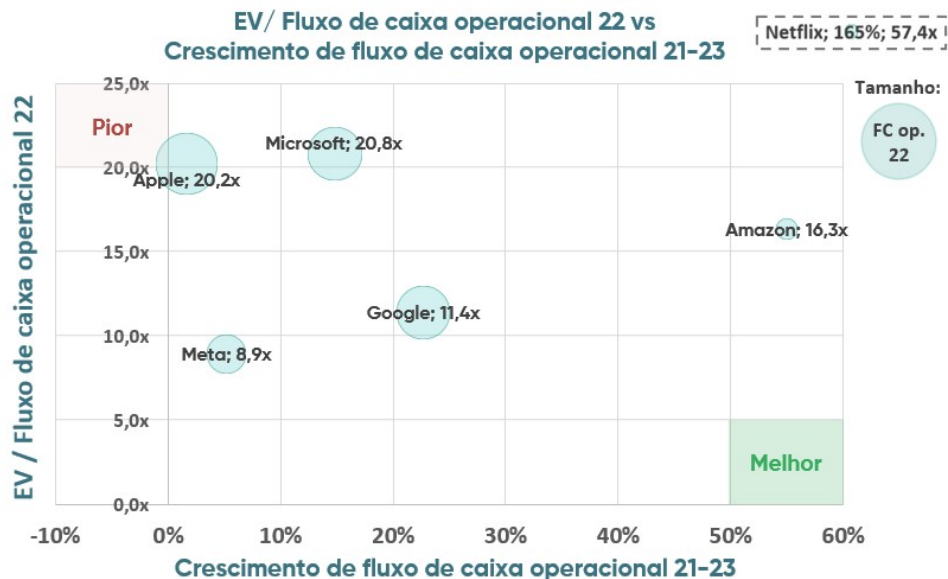
Dados: Companhia e estimativas SFA

Historicamente, o Google tem gerado muito valor aos seus acionistas, mas quanto de geração de valor futuro temos precificado hoje? Fizemos uma análise de *Earnings Power Value* (EPV) do Google. O EPV é um método de *valuation* que mostra o valor da empresa perpetuando o seu lucro operacional corrente, ou seja, desconsiderando as premissas de crescimento que podem conter vieses (ver nossa carta do 4T21 para mais detalhes sobre o cálculo do EPV e EVA). Nota-se, primeiramente, que o EPV é superior ao valor dos seus ativos, o que é evidência de que a empresa possui vantagens competitivas. Devido à recente queda generalizada das empresas de tecnologia na bolsa americana, ao compararmos o EPV com o valor de mercado empresa, notamos que o crescimento de valor esperado, especialmente para uma empresa como o Google, não é muito agressivo. Nesta análise, ao compararmos o EPV com o valor de mercado, notamos que 28% do valor é atribuído ao crescimento, enquanto o resto é ligado ao *Earnings Power* atual, o que parece bastante atrativo para uma empresa que sempre entregou uma geração de valor crescente e que, conforme podemos analisar, ainda possui muitas vantagens competitivas.



Dados: Companhia e estimativas SFA

O fluxo de caixa operacional do Google também é um dos maiores e com mais crescimento entre as *big techs*. Nessa métrica, se destaca a Microsoft e Apple.



Dados: Companhia e estimativas SFA

Levando em conta nossas observações, vemos em Google uma ótima empresa defendida (*moats*), geradora de caixa, com boa posição de caixa, inovadora e com ótimo *management*.

Apesar dos riscos citados, na exposição correta, deve se provar um bom investimento no longo prazo.

Agradecemos a confiança,

**Equipe SFA Investimentos**

**Gestão**  
SFA INVESTIMENTOS LTDA  
Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar  
Vila Olímpia – CEP: 04547-003  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 11 2780-0690  
ri@sfainvestimentos.com.br

**Administração**  
CREDIT SUISSE HEDGING GRIFFO CORRETORA DE VALORES S/A  
Rua Leopoldo Couto de Magalhães Jr, 700 – 11º andar  
Itaim Bibi – CEP: 04542-000  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 0800-558777

**Custódia**  
ITAÚ UNIBANCO S.A  
Praça Alfredo E.S. Aranha, 100 – Torre Itaúsa  
Parque Jabaquara - CEP: 04344-902  
São Paulo - Brasil  
Tel: +55 0800-7280728  
www.itau.com.br

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia 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. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

