

Carta 1 - VIK Capital

Prezados investidores,

Esta é a primeira carta da VIK Capital. O objetivo dela é explicar como abordamos a gestão dos recursos que nos foram confiados e trazer transparência sobre a nossa forma de pensar. Nas próximas cartas, falaremos sobre a carteira, as teses e a performance, buscando nos comunicar da mesma forma que gostaríamos de ser informados se estivéssemos na cadeira de cotistas do fundo.

Acreditamos que retorno em ações nasce da relação entre três variáveis: preço, valor e risco. Não da qualidade da empresa isolada, não da força da narrativa, não do consenso do momento. Boa parte desta carta é uma tentativa de mostrar por que essa distinção está no centro de como a VIK foi desenhada.

Isso passa por algumas perguntas que tentaremos responder aqui. O que faz um negócio ser bom, e quando um bom negócio vira um mau investimento? Por que desenhamos um mandato com o Brasil como núcleo, mas com liberdade para investir em oportunidades globais? O que quinze anos de dados sobre empresas domésticas de qualidade versus franquias globais nos ensinam sobre o mercado brasileiro? E quais princípios buscamos construir na VIK que julgamos ser a base de uma performance superior ao longo do tempo?

Nossa filosofia

Benjamin Graham dizia que o investidor deveria escolher ações como escolhe produtos no supermercado, não como escolhe perfume.

Ou seja, ações devem ser compradas com disciplina, comparação e atenção ao preço. E não por encanto, impulso ou sedução pela história. A frase é boa porque é simples. E porque fala de uma das coisas mais difíceis em investimentos: não se deixar seduzir demais.

No mercado, é fácil gostar de uma empresa. Às vezes com razão. Há empresas excelentes, que combinam ativos espetaculares, executivos brilhantes, mercados enormes e histórias

muito convincentes. Intelectualmente, nós gostamos de estudar esse tipo de negócio. Mas gostar de uma empresa não é o mesmo que gostar de uma ação. A diferença, quase sempre, está no preço.

A VIK Capital nasce dessa forma de pensar. Ações são participações em negócios. Queremos investir em poucas empresas, no Brasil e no mundo, quando conseguirmos entender bem o negócio, construir uma tese verificável e comprar uma relação entre preço, valor e risco que nos pareça favorável o suficiente para justificar uma posição relevante no portfólio.

Bons negócios, quando bem administrados e comprados a preços razoáveis, podem criar muito valor ao longo do tempo. Mas uma grande empresa pode ser um mau investimento se o preço já embute uma expectativa muito alta sobre o futuro. E uma boa oportunidade muitas vezes aparece justamente quando o mercado está desconfortável: há ruído, dúvida, desaceleração, medo exagerado ou simplesmente alguma coisa boa que ainda não foi bem compreendida.

Qualidade, preço e assimetria

Nosso primeiro terreno de caça são bons negócios, bem administrados, com vantagens competitivas, geração de caixa e capacidade de reinvestimento. Gostamos de empresas que consigamos entender em profundidade, acompanhar por muitos anos, e nas quais a criação de valor venha principalmente da evolução econômica do próprio negócio. Quando essas empresas aparecem a preços que oferecem uma relação risco-retorno atraente, queremos que tenham espaço relevante na carteira.

Além disso, olhamos com atenção para situações em que o mercado passa a precificar de forma muito pessimista negócios com lastro econômico real. Em mercados mais cíclicos e voláteis, como o Brasil, boas oportunidades muitas vezes aparecem em empresas ligadas à economia doméstica, em negócios com forte geração de caixa, ativos relevantes, vantagens que o mercado passou a desconsiderar ou catalisadores claros para reprecificação.

Esses dois terrenos fazem parte da nossa filosofia de investimento, mas exigem trabalhos diferentes. Em bons negócios estruturais, a assimetria costuma aparecer quando o mercado subestima a durabilidade do crescimento, a qualidade dos retornos, a capacidade de reinvestimento ou a resiliência da vantagem competitiva. Nesses casos, o

trabalho está em entender o negócio em profundidade e separar ruídos temporários de mudanças reais na tese.

Em investimentos oportunistas, a assimetria precisa vir de outra fonte: preço muito deprimido, balanço resistente, geração de caixa subestimada, ativos relevantes e catalisadores claros. Nesses casos, nossa exigência de margem de segurança é maior, e a tolerância a deteriorações adicionais é menor. Quanto menos robusto for o negócio, mais importante se torna comprar com desconto, dimensionar bem a posição e ter clareza sobre o caminho de realização de valor.

Por isso, a carteira não será construída a partir de uma única categoria de empresa, mas de uma comparação disciplinada entre preço, valor e risco. O centro do nosso esforço tende a estar em bons negócios, previsíveis e que acompanharemos por muitos anos. Ao mesmo tempo, temos liberdade para aproveitar distorções relevantes quando nosso trabalho indicar que o mercado está descontando demais ativos, lucros ou fluxos de caixa que continuam tendo valor econômico real.

Em *Zen and the Art of Motorcycle Maintenance*, Robert Pirsig explora uma ideia simples e profunda: qualidade é uma dessas coisas que as pessoas muitas vezes reconhecem antes de conseguir explicar. Isso talvez valha para obras de arte, vinhos, músicas ou marcas. Em investimentos, porém, não basta perceber qualidade. É preciso traduzi-la.

Qualidade precisa aparecer na economia real do negócio: crescimento sustentável, resiliência em ciclos ruins, ROIC acima do custo de capital, opcionalidade concreta e menor chance de perda permanente. Parte disso vem do que Warren Buffett popularizou como moats: vantagens competitivas que protegem retornos excedentes contra a competição.

Mas vantagens competitivas raramente são binárias. Elas existem em graus, mudam com o tempo e dependem de combinações entre escala, marca, tecnologia, distribuição, cultura, switching costs, regulação e alocação de capital. Em um mundo de mudanças tecnológicas rápidas, atualmente aceleradas pela inteligência artificial, algumas vantagens ficam mais fortes. Outras parecem fortes até serem testadas.

Nosso trabalho é transformar essa avaliação qualitativa em números: magnitude de lucros, durabilidade dos retornos, necessidade de reinvestimento, risco competitivo e valor esperado ao longo do tempo. E, depois disso, comparar tudo com o preço. Uma

boa história sozinha não gera fluxo de caixa. Um bom negócio comprado caro demais também pode destruir valor para o acionista.

Universo de comparação e desenho do mandato

Para que essa disciplina funcione, o universo de comparação importa. Se o gestor se obriga a escolher apenas dentro de um universo pequeno, aumenta o risco de aceitar uma oportunidade ruim apenas porque ela parece boa em termos relativos. Não queremos que a melhor ideia disponível seja apenas a melhor ideia dentro de uma fronteira estreita. Queremos compará-la com o melhor conjunto de alternativas que conseguimos compreender.

Foi a partir dessa combinação que o fundo da VIK foi desenhado: concentração, disciplina de preço, Brasil como núcleo, e liberdade para comparar oportunidades também fora do país. Essa flexibilidade não é um detalhe operacional. Ela muda a régua de decisão: cada investimento local precisa competir com alternativas globais, e cada investimento global precisa justificar seu espaço em uma carteira cujo objetivo é compor capital em reais, com disciplina de preço e risco.

Nosso principal mercado será o Brasil. É onde temos mais histórico, repertório e conhecimento acumulado. Também é um mercado fértil para investidores fundamentalistas. Há boas empresas, bons operadores e, de tempos em tempos, ciclos de juros, liquidez e percepção de risco que criam distorções importantes entre preço e valor.

Ao mesmo tempo, os melhores negócios do mundo estão fora do Brasil. São empresas que operam em mercados muito maiores, com vantagens competitivas profundas, alta rentabilidade incremental e oportunidades de crescimento que não encontram paralelo no mercado local. Isso é especialmente verdadeiro em tecnologia, onde os mercados são globais e, muitas vezes, concentrados em poucos vencedores. Essas empresas tendem a nascer em países que estão na fronteira da inovação, grupo do qual o Brasil em geral não faz parte.

Investir fora do Brasil, para nós, não é uma rota de fuga. É uma forma de melhorar o processo. Amplia nosso território de caça, eleva nossa régua de comparação e reduz o risco de aceitarmos uma oportunidade apenas porque ela é a melhor dentro de um universo pequeno.

A pergunta, portanto, não será se devemos investir no Brasil ou no exterior. A pergunta será sempre a mesma: onde está a melhor relação entre preço, valor e risco?

Estudo de Caso: Domésticos Brasil vs US Quality nos últimos 15 anos

Uma ação a 10x lucro não é necessariamente barata. Uma ação a 20x lucro não é necessariamente cara. O múltiplo de lucro, ou P/E, é uma forma resumida de expressar três variáveis centrais: custo de capital próprio (K_e), crescimento (g) e retorno sobre o patrimônio (ROE).

Em uma aproximação simplificada, o P/E justo pode ser expresso como:

$$\frac{P}{E} = \frac{1 - \frac{g}{ROE}}{K_e - g}$$

A intuição é direta. O múltiplo justo sobe quando o custo de capital cai, quando o crescimento sustentável aumenta, quando o retorno sobre capital é maior e quando essas características parecem mais duradouras.

Essa lógica é central para o nosso trabalho de alocação entre Brasil e global. Múltiplos parecidos podem significar coisas muito diferentes quando comparamos empresas domésticas brasileiras, expostas a um país de maior custo de capital, menor crescimento potencial e maior volatilidade macro, com franquias globais que operam em mercados maiores, com vantagens competitivas mais profundas e maior capacidade de reinvestimento.

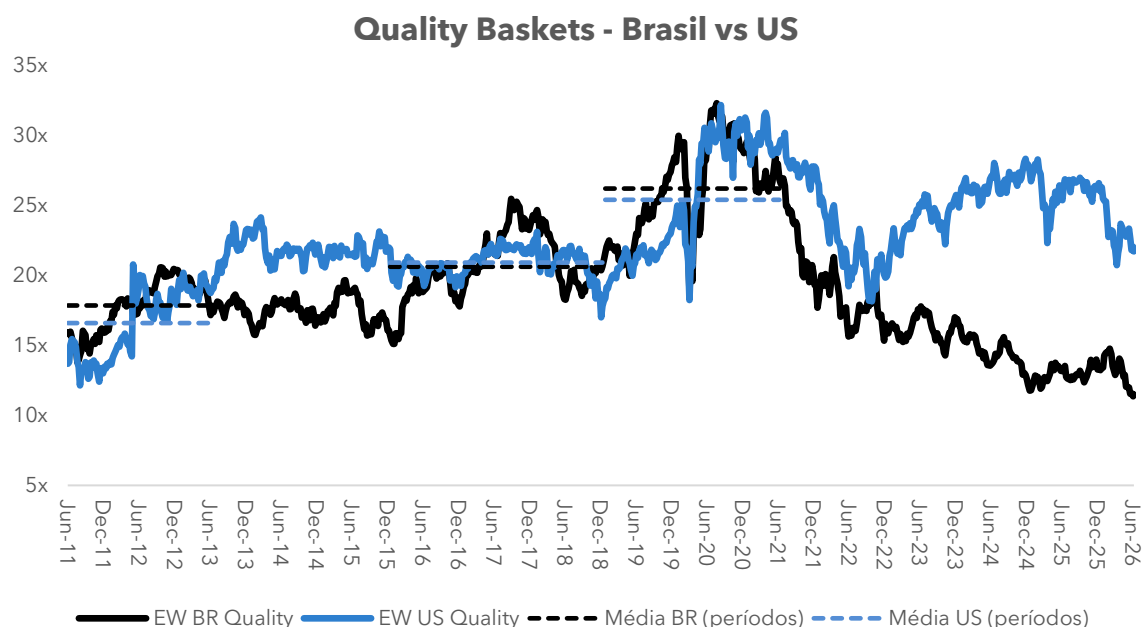
Nos últimos ciclos, vimos muitas ações brasileiras de boas empresas negociarem com pouco ou nenhum desconto para ações americanas de empresas excepcionais. Em vários casos, as companhias brasileiras eram líderes em seus mercados, tinham bons times de gestão e histórico consistente de execução. Ainda assim, muitas entregaram retornos baixos frente ao custo de oportunidade. O problema, muitas vezes, não foi a qualidade operacional do negócio. Foi o preço pago na entrada.

Essa comparação é especialmente importante para pensar o Brasil. De tempos em tempos, o mercado volta a acreditar em uma melhora estrutural do país. A narrativa costuma envolver maior disciplina fiscal, inflação sob controle, queda esperada de juros,

crescimento do PIB, expansão do crédito e reformas capazes de recolocar a economia em uma trajetória mais promissora.

Quando essa tese ganha força, os múltiplos das empresas domésticas expandem rapidamente. Esse movimento é amplificado por uma característica estrutural do mercado brasileiro: a porta de entrada é pequena. Existem poucas empresas listadas com liquidez elevada e exposição doméstica clara. Quando o investidor quer aumentar exposição ao Brasil, o capital tende a se concentrar em um grupo restrito de nomes.

Os dados mostram que esse pêndulo se moveu de forma relevante ao longo do tempo. Entre 2011 e meados de 2013, quando o mercado acreditava em um Brasil capaz de crescer com responsabilidade fiscal e futuro promissor, nosso basket de empresas domésticas brasileiras negociou a 18x lucro forward, contra 17x do basket US Quality. Em 2016-18, no ciclo de reformas, queda de juros e recuperação econômica, o basket brasileiro negociou a 21x, igual ao basket US Quality. Em 2019-21, o otimismo com Brasil ficou ainda mais forte: o basket brasileiro negociou a 26x, acima dos 25x do basket US Quality.



Fonte: Bloomberg; elaboração VIK Capital

Como montamos o estudo

Para comparar esses universos, montamos dois baskets equal-weight, usando P/E forward de 12 meses. O objetivo não foi criar índices perfeitos, mas construir proxies simples e comparáveis para dois conjuntos de oportunidades que estiveram disponíveis ao investidor ao longo dos últimos 15 anos.

No Brasil, selecionamos empresas domésticas de qualidade, com liquidez relevante, liderança setorial e exposição clara à economia local. São companhias que, em diferentes ciclos, estiveram entre as principais alternativas para gestores que queriam expressar uma visão positiva sobre Brasil. Em geral, eram bons negócios, com bons times e posições competitivas fortes dentro do mercado brasileiro.

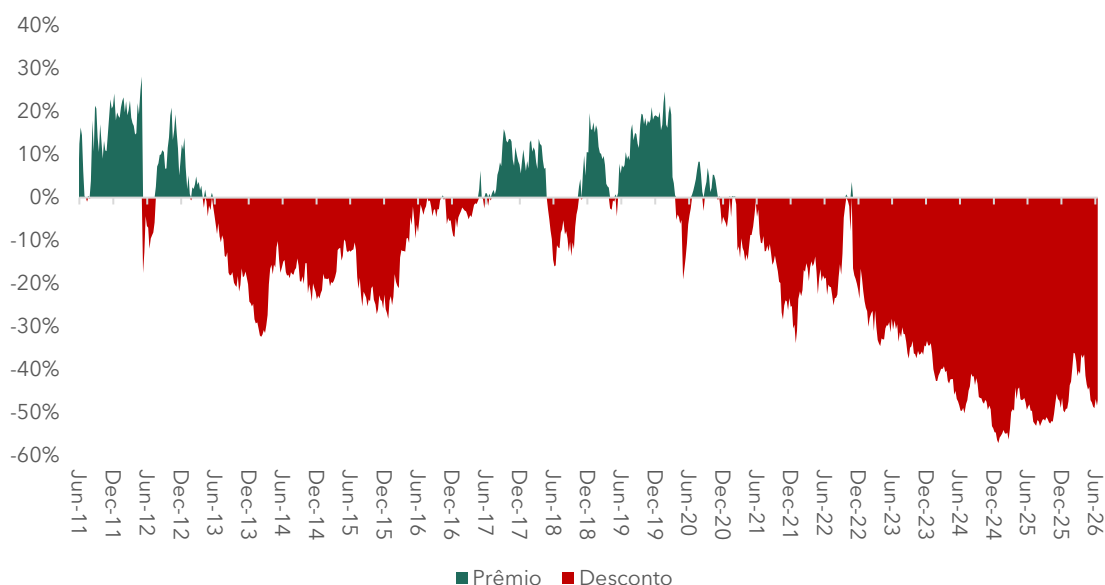
Nos Estados Unidos, usamos um basket de empresas globais de qualidade, composto principalmente por grandes companhias de tecnologia e negócios digitais listados nos EUA. A intenção foi representar um universo de franquias globais que, ao longo do período, se tornaram alternativas cada vez mais evidentes para investidores brasileiros que buscavam negócios excepcionais fora do país.

O problema é que esses níveis de múltiplo exigiam uma conjuntura que, historicamente, o país raramente conseguiu sustentar. Quando um mercado com menor crescimento potencial, maior custo de capital e menor previsibilidade passa a negociar em múltiplos semelhantes ou superiores aos de mercados mais profundos, mais rentáveis e mais estáveis, a margem de erro fica pequena.

Na prática, o investidor acabava pagando por uma trajetória quase perfeita. Não bastava que as empresas fossem boas. Era preciso que o ambiente macro melhorasse de forma persistente, que o custo de capital caísse de forma estrutural e que os lucros entregassem um crescimento forte e duradouro. Em muitos casos, os negócios até cresceram, mas cresceram menos do que o valuation embutia. O retorno do acionista depende menos da qualidade isolada da empresa e mais da relação entre qualidade, expectativa e preço.

Hoje, o pêndulo parece estar no extremo oposto. Nosso basket brasileiro negocia perto de 12x lucro forward, contra 22x do basket US Quality. Segundo a série, os múltiplos fora do Brasil estão próximos do patamar médio dos últimos dez anos, enquanto os múltiplos brasileiros estão próximos de alguns dos menores níveis da série histórica. Em termos relativos, estamos perto dos maiores descontos já observados.

Prêmio / Desconto – Basket Brasil vs Basket US



Esse desconto pode representar oportunidade, mas o múltiplo baixo, sozinho, não basta. Ao longo do período analisado, uma NTN-B longa esteve mais próxima de inflação + 6% do que dos níveis muito baixos observados em momentos específicos de euforia. Em termos nominais, isso já representa um ativo livre de risco com rentabilidade perto de 10% ao ano. Adicionando um prêmio de risco para ações de 5% ao ano, chegamos a um custo de capital próprio em reais próximo de 15% ao ano.

Com essa régua, fica difícil justificar os múltiplos que a bolsa brasileira negociou em vários momentos do passado. Para muitas empresas domésticas, um múltiplo próximo de 10x lucro forward pode estar mais perto de um valor justo do que de uma barganha. O ponto fica ainda mais relevante no ambiente atual. Hoje, a NTN-B longa negocia acima de inflação + 7%, o que implica um retorno requerido ainda maior para ações brasileiras.

No Brasil, a palavra-chave é seletividade. Fora do Brasil, o múltiplo mais alto não nos assusta por si só. O que importa é o que o múltiplo compra: qualidade econômica, ritmo e duração do crescimento, e retorno sobre capital.

Essa é uma das vantagens de um mandato mais amplo. Acompanhar de perto empresas brasileiras e globais nos permite comparar alternativas em tempo real e rebalancear o portfólio quando surgem distorções relevantes de valuation relativo.

Na prática

A estratégia de investimentos da VIK é selecionar uma carteira de ações com foco em retorno absoluto em reais e horizonte de longo prazo. A carteira será concentrada, normalmente em 10 a 15 empresas, com posições dimensionadas de acordo com convicção, assimetria e risco de perda permanente de capital. O Brasil será o núcleo do portfólio. A parcela internacional será usada de forma seletiva, sempre que enxergarmos boas oportunidades fora do país. Os investimentos internacionais serão feitos com hedge cambial, pois não nos propomos a correr risco cambial.

Nosso horizonte de análise é de três anos. Esse prazo é uma tentativa de alinhar o tempo do investimento com o tempo necessário para que uma tese amadureça. Empresas não criam valor no ritmo das notícias. Teses boas precisam de tempo para atravessar ruídos, revisões de expectativa, trimestres fracos, discussões regulatórias e mudanças temporárias de percepção. Ao mesmo tempo, horizonte de longo prazo não significa inércia. Temos o direito e o dever de mudar de opinião quando os fatos, os preços ou o conjunto de oportunidades mudam. E quando preço, valor e risco jogarem a favor do investidor, teremos estrutura emocional, analítica e societária para carregar as melhores ideias pelo tempo necessário.

Também valorizamos o que decidimos não fazer. Evitamos teses sustentadas apenas por narrativas atraentes, empresas boas a qualquer preço, posições dependentes de uma única variável macro e diversificação feita apenas para reduzir desconforto. Uma carteira concentrada exige seletividade. Para nós, concentração deve ser consequência de convicção construída com trabalho, não de apetite por risco.

Vender ou reduzir uma posição também faz parte do processo. O preço pode deixar de compensar. A tese pode mudar. A qualidade do negócio pode se revelar menor do que parecia. O risco pode aumentar sem retorno proporcional. Ou pode surgir uma oportunidade melhor. Comprar bem importa, mas vender bem também. Uma posição deve continuar merecendo seu lugar na carteira.

Alinhamento, processo e régua de longo prazo

O capital dos sócios estará investido lado a lado com o capital dos nossos cotistas. A VIK será o veículo no qual vamos alocar uma parte relevante do nosso próprio patrimônio com conforto, por muitos anos. Isso só é possível porque o produto foi desenhado da

forma como gostaríamos de investir nosso próprio dinheiro: uma carteira concentrada, diligente, com Brasil como base, mas com liberdade para buscar grandes negócios globais quando o risco-retorno justificar.

Somos um time experiente e diretamente envolvido nas decisões de investimento. Reunimos bagagens complementares nas áreas que consideramos essenciais para este projeto: análise de empresas brasileiras e globais, setores domésticos, regulados e de tecnologia e gestão de uma gestora. Essa combinação importa porque o produto exige ao mesmo tempo profundidade local, comparação global e disciplina institucional.

Queremos que o processo seja maior do que qualquer indivíduo. Os sócios participam das análises, das diligências, das discussões de tese e das decisões de portfólio. Gostamos de debate aberto, comunicação intensa e confronto honesto de ideias. Uma boa tese precisa sobreviver a perguntas difíceis. Antes de virar posição, uma ideia precisa passar por investigação, comparação e crítica.

Queremos construir uma gestora relevante e longa. Sabemos, porém, que isso não se declara. Se constrói com resultado, consistência e conduta ao longo do tempo. A melhor forma de chegar lá é merecer a confiança dos cotistas que escolherem a VIK para cuidar de parte do seu patrimônio.

Merecer essa confiança significa compor capital ao longo de diferentes ciclos, sem depender de um único ambiente de mercado e sem abandonar disciplina quando o cenário fica desconfortável. Significa ter um mandato amplo o suficiente para buscar boas oportunidades, mas restrito o suficiente para preservar o foco.

A régua que vamos perseguir é clara: entregar retorno absoluto em reais, em janelas superiores a três anos, acima do custo de oportunidade do capital no Brasil. Para nós, essa referência é a NTN-B. Não como promessa de curto prazo, mas como critério objetivo para avaliar se estamos cumprindo bem nosso papel.

Não queremos ser definidos por uma geografia, por um rótulo de estilo ou por uma lista fixa de empresas. Queremos ser reconhecidos por profundidade analítica, disciplina de preço, cultura de partnership e alinhamento real com nossos cotistas.

Atenciosamente,

VIK Capital