

CASE DE INVESTIMENTO: GRUPO BIOTOSCANA**Outubro de 2020****Caros investidores,**

Para a carta desse mês, vamos compartilhar um case recente do Arcádia, que foi o investimento no Grupo Biotoscana (GBT).

A GBT foi um investimento relevante do portfólio desde meados de 2019 até nossa saída da posição em agosto de 2020, quando a empresa realizou uma oferta pública para fechamento do capital. Foi um investimento de pouco mais de um ano que apresentou uma valorização de 29%, comparado a 6-8% do Ibovespa no mesmo período.

Esse é um case interessante pois o dividimos em 2 fases com características de análise distintas. A primeira fase correspondeu ao período de entrada até outubro de 2019, quando foi anunciado oficialmente que o controle da empresa seria vendido. Nessa fase, a análise do investimento era mais focada nos fundamentos da empresa, similar às demais análises que realizamos. E a segunda fase correspondeu ao período de outubro de 2019 até nossa saída em agosto de 2020. Nessa segunda fase, o investimento tinha características de arbitragem.

A seguir, detalhamos o nosso processo de investimento na empresa, com ênfase na fase de arbitragem.

Contexto da empresa e investimento inicial:

O Grupo Biotoscana (GBT) realiza a comercialização de medicamentos de alta complexidade para tratar doenças como câncer, AIDS e Hepatite C. A empresa nasceu de um projeto de consolidação do setor na América Latina, promovido pelo fundo de *private equity* Advent. 4 empresas foram adquiridas para formar o grupo: Biotoscana (Colômbia, 2011), United Medical (Brasil, 2014), LKM (Argentina, 2015) e DOSA (Argentina, 2017).

Diferente de outras farmacêuticas, a GBT tem um modelo de negócios que requer poucos investimentos em P&D. Ao invés de desenvolver as drogas, a empresa compra licenças de comercialização de medicamentos de grupos farmacêuticos internacionais que não tem força de distribuição na América Latina. Uma vez compradas as licenças, a empresa fica responsável por conseguir as aprovações regulatórias necessárias para cada medicamento e por sua distribuição, comercialização e pós venda.

Se bem executado, o modelo de negócios da empresa permite retornos elevados, através da combinação da compra das licenças de boas moléculas a preços atrativos com a baixa necessidade de investimentos em pesquisa. Há, no entanto, dois problemas com o modelo. O primeiro é que a empresa é dona apenas da licença de comercialização da droga por um prazo específico, e não da droga em si. Por isso, a empresa corre sempre o risco de não renovação dos contratos de licenciamento por parte das farmacêuticas. O segundo é que o ciclo de adoção das moléculas pode ser bastante longo. Após a compra das moléculas, a

empresa leva em média 1-2 anos para conseguir as aprovações regulatórias necessárias e mais 5-6 anos de maturação do produto até que ele seja amplamente adotado pelo mercado e atinja seu pico de vendas potencial. Portanto, é possível que a empresa realize investimentos que demoram anos até que seus resultados comecem a ser refletidos em seus demonstrativos financeiros.

Esses problemas convergiram para um péssimo retorno das ações nos dois primeiros anos após o IPO. A empresa realizou o IPO em 2017 com o preço da ação em R\$ 26,50 e chegou a ser negociada próximo a R\$ 7,00 em 2019, uma queda de 73%.

Os principais motivos que explicam essa queda foram: (1) o preço do IPO assumia a execução de um plano de negócios bastante desafiador; (2) em 2018, a GBT perdeu um contrato importante de medicamentos que representavam 15% das suas receitas (o contrato era com a Actelion e não foi renovado após a empresa ser adquirida pela Johnson & Johnson); (3) a Argentina (importante região de atuação da GBT) entrou em uma crise econômica, o que não ajudou nos resultados da empresa. A queda do preço da ação fez a empresa ficar desacreditada pelo mercado e, em nossa avaliação, proporcionou uma boa janela de entrada.

Gráfico 1 – Preço por ação da GBT e principais *milestones* (parte 1)



Nosso principal motivo para acreditar que ação havia ficado barata era que a GBT tinha um pipeline de moléculas recém lançadas com um enorme potencial de vendas, mas que ainda estavam na fase de amadurecimento e não tinham impacto significativo nos resultados da empresa. Era uma tese que demoraria mais tempo para se materializar, mas que acreditávamos ter uma ótima margem de segurança e, por isso, resolvemos realizar o investimento. Essa foi a fase 1 do case.

Análise no pós-aquisição:

Poucos meses após o investimento, foi anunciada a venda do controle da GBT para o grupo canadense *Knight Therapeutics*. Na verdade, já havíamos considerado essa hipótese nas discussões iniciais dado que M&As são bastante comuns no setor, e a Advent já estava completando 8 anos desde seu investimento inicial, então o prazo para seu desinvestimento estava próximo¹.

¹ Investimentos realizados por fundos de private equity tem prazo médio de 5 a 7 anos.

Em situações como essas, fica clara a necessidade de mudança do foco da análise. Ao invés de buscar entender os fundamentos e perspectivas do negócio, passa a ser mais importante entender as características da transação e seus impactos nos acionistas minoritários. Em especial, o problema passa a ser encontrar o preço justo da ação hoje dadas as seguintes variáveis: (1) a probabilidade de que a transação seja de fato concluída; (2) o preço da transação e, conseqüentemente, o preço que será pago a nós, acionistas minoritários e (3) o prazo para que tal pagamento seja realizado. Abaixo detalhamos cada uma dessas variáveis:

1. Probabilidade de fechamento da transação: Nesse ponto, o nosso *background* em M&A permitia um diferencial na análise. Em situações como essas, após o anúncio da transação, é comum que algumas condições precedentes tenham que ser realizadas até que a transação seja concluída. Condições precedentes comuns são:

- a. Aprovação de órgãos *anti-trust*: Nesse caso, como a Knight não tinha presença na América Latina (região de atuação da GBT), a transação não precisava ser submetida aos órgãos *anti-trust*, eliminando esse risco potencial.
- b. Obtenção de financiamento: Financiamento da transação pode ser um gargalo importante em alguns casos, mas não era um risco nesse. No anúncio da transação, foi dito que ela seria financiada com os recursos em caixa da própria Knight, e ao avaliar o balanço da empresa, vimos que ela tinha recursos mais que suficientes para concretizar a transação, mesmo em um cenário adverso, que foi o ocorrido com a crise do Covid-19.
- c. Aprovação de *stakeholders* importantes da empresa: Esse ponto poderia ser crítico, pois a GBT tinha relações comerciais com diversas farmacêuticas que eram donas das drogas licenciadas pela empresa e elas provavelmente teriam que aprovar a venda. No entanto, pela nossa experiência, consideramos que dificilmente a GBT e Knight anunciariam a transação sem que tais aprovações não pudessem ser obtidas.

Além da transação ser concluída, também tínhamos que nos preocupar em garantir que nós, como acionistas minoritários, também seríamos beneficiados pela venda. Nesse caso, a proteção aos minoritários era garantida pelo estatuto social da GBT, que estabelecia o direito de *tag along*² aos acionistas minoritários nas mesmas condições dos acionistas controladores. Ou seja, em caso de venda de controle, o comprador teria que estender a oferta realizada aos acionistas controladores a todos os demais acionistas da empresa.

2. Preço pago aos minoritários: Foi proposto o valor de R\$ 10,15 por ação, que seria corrigido pela taxa Selic até a data da conclusão do fechamento de capital³. Por sinal, valor bem próximo ao que estimávamos de forma conservadora como o valor intrínseco do negócio em nossas análises internas.

3. Prazo de pagamento: Quanto ao prazo para pagamento, o histórico de transações similares no Brasil mostra que o prazo para fechamento de capital varia entre 8-12 meses após a conclusão da aquisição do controle. Sendo assim, esperávamos uma conclusão do negócio entre julho e novembro de 2020.

Resumindo os 3 pontos acima, tínhamos o cenário de uma transação com probabilidade muito alta de ser concretizada, com um pagamento praticamente garantido de R\$ 10,15 / ação (corrigido pela Selic) em um

² *Tag along* é um mecanismo de proteção dos acionistas minoritários de uma empresa. Ele garante a tais acionistas, o direito de vender sua participação na empresa caso ela seja vendida para um terceiro.

³ No fato relevante que apresentou o fechamento de capital, a empresa apresentou duas opções aos minoritários. A primeira foi o preço fixo R\$ 8,77 e parcelas variáveis pagas em 3 anos que poderiam chegar a um total de R\$ 2,16, e a segunda com preço fixo de R\$ 10,15 por ação. A segunda alternativa foi a que optamos e, para fins de simplificação, é nela que focamos no texto.

período relativamente curto. Cabia a nós monitorar o preço da ação no mercado e determinar os melhores momentos para aumentar ou reduzir a posição.

Uma oportunidade de aumentar a posição apareceu em março de 2020, no período de maiores incertezas pela crise do Covid-19. Na época, a ação chegou a ser negociada a R\$ 9,00 e víamos uma clara assimetria no mercado. Considerando o valor de R\$ 10,40 que foi recebido em ago/2020, estávamos diante de uma oportunidade que possibilitava retorno de 16% em 5 meses, o que corresponde a um retorno anualizado de 41% ao ano. Isso comparado a uma taxa Selic de 4,25% na época. Fizemos um investimento significativo e a posição chegou a representar até 20% do portfólio.

Em pouco tempo, a distorção foi corrigida e a ação voltou a ser negociada próxima dos R\$ 10,00, possibilitando um retorno rápido e com baixíssimo nível de risco ao Arcádia.

Gráfico 2 - Preço por ação da GBT e principais *milestones* (parte 2)



Resultado:

Conforme mencionado no início do texto, o investimento em GBT apresentou uma valorização de 29% comparado a 6-8% do Ibovespa no período.

Em nossa opinião, esse case traz duas lições importantes. A primeira é que o mercado pode reagir de forma exagerada a notícias ruins de uma empresa, a ponto de ela ficar desacreditada e possibilitar uma oportunidade de compra. A segunda é que, se bem analisadas e entendidas, situações de fechamento de capital podem proporcionar ótimas oportunidades de arbitragem que oferecem um nível de retorno interessante, com baixo nível de risco. No Arcádia, estamos sempre monitorando o mercado em busca de tais situações.

Características do Fundo

O ARCADIA FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES ("Fundo"), gerido pela Arcádia Participações e Gestão de Recursos Ltda., é um fundo de investimentos em ações regulamentado pela Instrução CVM 555 / 2014.

Público Alvo

O Fundo é destinado exclusivamente a investidores qualificados (nos termos da instrução CVM 554/2015) que busquem retornos focados no longo-prazo.

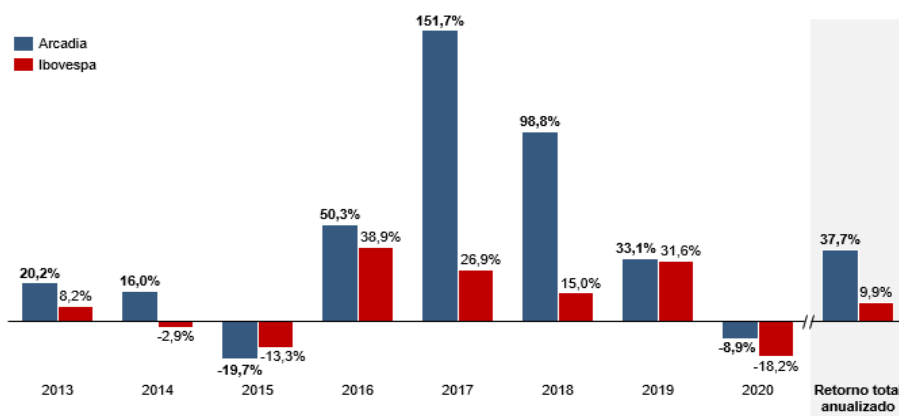
Objetivo do Fundo

O Fundo tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas, a médio e longo prazo, ganhos de capital por meio do investimento de seus recursos primordialmente no mercado acionário, sem perseguir uma alta correlação com qualquer índice de ações específico disponível.

Patrimônio Atual	R\$ 85,8 milhões
Patrimônio médio em 12 meses	R\$ 74,3 milhões
Rentabilidade acumulada	922,0%
Rentabilidade 12 meses	30,5%
Rentabilidade 36 meses	195,9%
Patrimônio do fundo detido pelos sócios	58,2%

Classificação ANBIMA	Ações Livre
Gestor	Arcádia Participações e Gestão de Recursos Ltda.
Administrador / custodiante	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Investimento mínimo	R\$ 100,0 mil
Investimento adicional	R\$ 1,0 mil
Saldo mínimo de permanência	R\$ 50,0 mil
Taxa de administração	2% a.a.
Taxa de performance	20% sobre o que exceder o Ibovespa, com marca d'água
Cotas de aplicação	D + 1 (dia útil)
Cotas de resgate	D + 89 (dias corridos)
Liquidação financeira	D + 1 (após cotização)
Tributação (IR)	15% do ganho, no resgate (sem come-cotas)

Rentabilidade anual



Rentabilidade mensal

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2013	Arcádia	-	-	-	-	-	2,2%	6,7%	(5,2%)	8,8%	8,3%	(1,0%)	(0,3%)	20,2%	20,2%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	(11,3%)	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	(3,3%)	(1,9%)	8,2%	8,2%
2014	Arcádia	(4,5%)	2,9%	2,2%	(0,9%)	4,2%	7,7%	1,2%	0,9%	(1,2%)	(1,2%)	6,2%	(1,7%)	16,0%	39,4%
	Ibovespa	(7,5%)	(1,1%)	7,1%	2,4%	(0,8%)	3,8%	5,0%	9,8%	(11,7%)	1,0%	0,2%	(8,6%)	(2,9%)	5,0%
2015	Arcádia	(4,4%)	(3,6%)	3,4%	5,1%	1,3%	(4,2%)	(10,6%)	(2,9%)	0,2%	(8,7%)	0,5%	3,5%	(19,7%)	12,0%
	Ibovespa	(6,2%)	10,0%	(0,8%)	9,9%	(6,2%)	0,6%	(4,2%)	(8,3%)	(3,4%)	1,8%	(1,6%)	(3,9%)	(13,3%)	(8,9%)
2016	Arcádia	(9,7%)	2,8%	20,9%	4,7%	1,8%	(0,7%)	16,1%	7,8%	(0,3%)	(1,0%)	1,6%	0,6%	50,3%	68,3%
	Ibovespa	(6,8%)	5,9%	17,0%	7,7%	(10,1%)	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	(4,7%)	(2,7%)	38,9%	26,5%
2017	Arcádia	2,0%	3,7%	1,4%	2,6%	20,4%	1,7%	27,9%	9,4%	8,7%	8,9%	14,1%	(1,2%)	151,7%	323,7%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	(2,5%)	0,7%	(4,1%)	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	(3,2%)	6,2%	26,9%	60,5%
2018	Arcádia	22,1%	23,9%	0,8%	2,4%	29,7%	(8,4%)	7,9%	5,1%	(7,8%)	6,5%	(4,7%)	0,9%	98,8%	742,3%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	(10,9%)	(5,2%)	8,9%	(3,2%)	3,5%	10,2%	2,4%	(1,8%)	15,0%	84,6%
2019	Arcádia	10,7%	(1,7%)	(3,4%)	(1,2%)	(5,7%)	(1,5%)	3,6%	1,0%	(7,8%)	14,0%	0,5%	25,0%	33,1%	1021,5%
	Ibovespa	10,8%	(1,9%)	(0,2%)	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	(0,7%)	3,6%	2,4%	1,0%	6,9%	31,6%	142,9%
2020	Arcádia	2,7%	(4,2%)	(24,8%)	8,0%	0,2%	6,7%	9,9%	(2,9%)	(0,2%)	-	-	-	(8,9%)	922,0%
	Ibovespa	(1,6%)	(8,4%)	(29,9%)	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	(3,4%)	(4,8%)	-	-	-	(18,2%)	98,7%

* Arcádia teve início em 27/06/2013 como "clube de investimentos" e, em 27/09/2019 foi transformado em "fundo de investimento em ações. Rentabilidade apresentada desde o início em 27/06/2013 até 30/09/2020



Este material tem como único propósito fornecer informações e dar transparência à gestão executada pelo Ártica Gestão de Recursos, e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Análise complementar



Max drawdown Arcádia: 30%
Max drawdown Ibovespa: 39%



Max drawdown Arcádia: 34%
Max drawdown Ibovespa: 47%

	Arcádia	Ibovespa
Volatilidade – desde o início	24,9%	26,4%
Sharpe – desde o início	1,21	0,16
Sortino – desde o início	2,26	0,25
Correlação (Arcádia vs Ibov) – desde o início	0,35	-
Volatilidade – 12 meses	30,3%	43,4%
Sharpe – 12 meses	1,50	0,12
Sortino – 12 meses	2,17	0,17
Correlação (Arcádia vs Ibov) – 12 meses	0,73	-

Retorno em médias móveis de 3 anos



Este material tem como único propósito fornecer informações e dar transparência à gestão executada pelo Ártica Gestão de Recursos, e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura no momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.