

Glass House

Quando começamos a estudar o setor de cannabis mais a fundo e a conversar com os poucos analistas do setor, recebemos duas recomendações: invista nas MSOs (*multi-state operators*) e fique longe da Califórnia.

A primeira, de investir somente nas MSOs por causa do baixo risco, se sustentaria no fato de essas serem empresas grandes e que, por consequência, teriam capacidade de captar recursos, caso fosse necessário para garantirem a própria sobrevivência.

A segunda recomendação, de ficar longe da Califórnia, seria porque o estado dourado (*Golden State*) teria vários problemas, como excesso de produção, impostos mais altos que incidiam sobre a produção, competição ferrenha com o mercado negro, falta de fiscalização e concorrência por preços.

As recomendações não foram somente um consenso da maioria, mas sim uma unanimidade e, por isso mesmo, resolvemos investigar. Até mesmo como filosofia de vida, sempre que tudo aponta para uma direção, gostamos de olhar para a outra, como forma de aplicar a dúvida metódica.

Com relação às MSOs, elas são realmente maiores que a maioria das operadoras presentes em um só estado, entretanto isso não significa que sejam menos arriscadas. Elas, na sua maioria, ficaram grandes aproveitando a entrada em um novo mercado (unidade da federação), não por mérito de baixos custos ou de melhores produtos.

A maioria das MSOs são lideradas por pessoas que conhecem pouco sobre a cannabis e mais sobre o mercado financeiro, e ficaram grandes entrando em estados que haviam acabado de legalizar o consumo e a produção. Os novos mercados aceitavam a prática de preços muito maiores, de maneira que as empresas não precisavam focar em custos ou em novos produtos que fossem interessantes para os consumidores, já que os preços praticados inicialmente eram bem elevados e acomodavam ineficiências.

Para se ter uma ideia, os preços em Nova Jersey, onde a cannabis recreativa se tornou legal em 2020, mas cuja comercialização começou no segundo trimestre do ano passado, chegavam a US\$4.500/lb. No mesmo período, o preço não passava de US\$350/lb na Califórnia. Assim, uma MSO que produzisse cannabis a US\$1.500/lb, teria uma excelente margem bruta no estado – pelo menos inicialmente.

Esse foi somente um exemplo para mostrarmos o apelo que novos estados tinham para as MSOs. Todas concorriam para entrar em um estado assim que o uso de cannabis fosse legalizado e regulamentado, já que as margens eram/são enormes. Obviamente, com o passar do tempo, as margens absurdas tendem a cair e até se tornarem negativas em vários casos. É uma questão de tempo.

A tendência é todos os estados se tornarem ambientes competitivos como a Califórnia, não o contrário. Vimos isso em todos os casos até hoje, ou seja, assim que um estado libera a comercialização de cannabis, várias MSOs começam operações lá e praticam margens exorbitantes, mas que vão caindo com o tempo – e esse é o maior problema que vemos com esse tipo de companhia.

Outro aspecto importante que poucos analistas levam em consideração é o conhecimento profundo e a paixão pelo negócio por parte dos empresários. Conversamos com muita gente nos EUA que conhecem bem os produtos e, com poucas exceções, todos preferem produtos de empresas menores, cujos donos são apaixonados pelo mercado e tentam sempre buscar melhores cepas e cultivar produtos diferenciados que têm um grande apelo para boa parte do público consumidor.

Como essas empresas não estão presentes em várias partes do país, elas focam sua energia somente no estado de origem e tentam fazer do seu negócio um sucesso. Elas dominam o território, conhecem seus consumidores, se posicionam à frente das tendências e conseguem cortar custos constantemente. Afinal, a sobrevivência delas depende disso.

Como mencionado anteriormente, acreditamos que a tendência é de redução nos preços. Isso é indiscutível. Assim, focar em produtores que têm o menor custo é essencial e fará toda a diferença no investimento.

A grande vantagem das MSOs, segundo os analistas com os quais conversamos, residiria num menor risco devido ao seu tamanho (*too big to fail*), contudo acreditamos exatamente no contrário: quando o *interstate commerce* acontecer, essas empresas não terão a menor chance de competir com aqueles produtores que já se adequaram a cenários de preços menores, cortaram custos e estão à frente das tendências.

Apenas para contextualização, é importante entender que os EUA, por serem uma federação, conferem aos estados grande autonomia. A cannabis atualmente é proibida em nível federal, no entanto os estados podem legislar sobre a liberação do uso e produção da planta para fins terapêuticos e recreativos. Na atual conjuntura, contudo, o comércio entre estados (*interstate commerce*) é proibido, mesmo que envolva estados fronteiriços e que tenham legalizado a droga, como Califórnia e Oregon, por exemplo.

Como as MSOs têm que ter uma estrutura completa em cada estado onde operem, não há ganhos de escala significativos. Se uma empresa quiser ter operações verticalizadas na Califórnia e na Flórida (nesse último, a verticalização é obrigatória), ela precisa ter um galpão para cultivo, processamento, distribuição e comercialização em cada localidade.

Hoje não é possível produzir na Flórida e “exportar” para Nova Iorque, a empresa tem que ter as mesmas operações nos dois estados, praticamente eliminado qualquer possibilidade de ganho de escala.

O que as MSOs fazem é entrar em um mercado novo, ganhar dinheiro logo no começo. Depois, passam a enfrentar uma competição feroz que corrói as margens e debilita o negócio – em alguns casos, forçando-as a fechar suas operações.

Para quem gosta de especular, esse mercado é um campo fértil. Há como tentar projetar qual estado será o próximo a legalizar, como será a legislação (isso é importante, uma vez que cada um tem suas particularidades) e quais serão as empresas que irão para lá. Normalmente observa-se uma alta nos preços das ações de empresas que estão presentes em estados que passarão da liberação apenas do uso medicinal para o uso adulto (recreativo).

L2 CAPITAL PARTNERS

Agosto 2023

Abaixo um exemplo do que estamos falando. As ações da Goodness Growth tiveram um salto em maio de mais de 150% quando da notícia de que Minnesota havia legalizado a cannabis, com vendas sendo esperadas a partir do primeiro trimestre de 2025:



Fonte: Bloomberg, L2 Capital

Assim como esse, poderíamos citar vários outros exemplos, entretanto não tratamos isso como investimento e não é o que fazemos. Buscamos empresas que irão se diferenciar e crescer num mercado adverso, com ou sem a ajuda dos governos.

Sabemos bem que o mercado em geral prefere liquidez e tamanho. Assim, se houver alguma notícia positiva para o setor, deveremos assistir a uma alta maior nas MSOs do que nas empresas que investimos num primeiro momento, mas não estamos focados em cannabis para um "trade" e sim como um investimento de longo-prazo, que acreditamos ter muito mais potencial.

Em vez de correr atrás das MSOs, que por sinal estão caindo bastante – usando a ETF MSOS como parâmetro, a queda está em mais de 30% esse ano, resolvemos buscar outras empresas, que não aparecem no radar, não contam com cobertura de analistas escrevendo relatórios sobre elas, e que não estão presentes em praticamente nenhuma ETF, mas que estão se destacando com margens altas, bons produtos e crescimento sólido.

E é sobre uma delas que falaremos hoje, a Glass House Brands, cujas ações já sobem mais de 100% esse ano – e acreditamos que esse seja apenas o começo.

Antes de falarmos sobre a Glass House (“GH”, a partir de agora), vamos endereçar a segunda recomendação que recebemos dos analistas, a de ficar longe da Califórnia. Já falamos extensamente sobre a Califórnia na nossa carta do ano passado, portanto não nos aprofundaremos no assunto, todavia vale a pena mencionar alguns pontos, para ilustrar esse relatório.

Em primeiro lugar, a Califórnia é o maior mercado de cannabis nos EUA – e, conseqüentemente, no mundo, com uma população adulta superior a 31 milhões de pessoas e quase mil marcas de cannabis.

É importante ressaltar que a cannabis produzida na Califórnia é, para os especialistas, a de melhor qualidade no mundo. Para quem não conhece, o *Emerald Triangle* é o equivalente à região de Champagne na França, famoso no mundo inteiro pela qualidade.

A Califórnia é propícia para o cultivo de cannabis, com alta incidência solar, umidade favorável e pessoal qualificado para o plantio. Honestamente, não faz sentido plantar em Nova Iorque, por exemplo, onde o custo da área para cultivo é alto, não há tanta incidência solar, a temperatura varia bastante entre o verão e inverno e os custos para adequar os galpões às necessidades da planta (umidade, temperatura e iluminação) são exorbitantes.

Ninguém vai para Nova Iorque (ou qualquer outro estado parecido) plantar bananas ou laranjas – da mesma maneira, não faz sentido plantar cannabis lá. É uma questão de tempo para o governo resolver essa situação, contudo não discutiremos isso aqui.

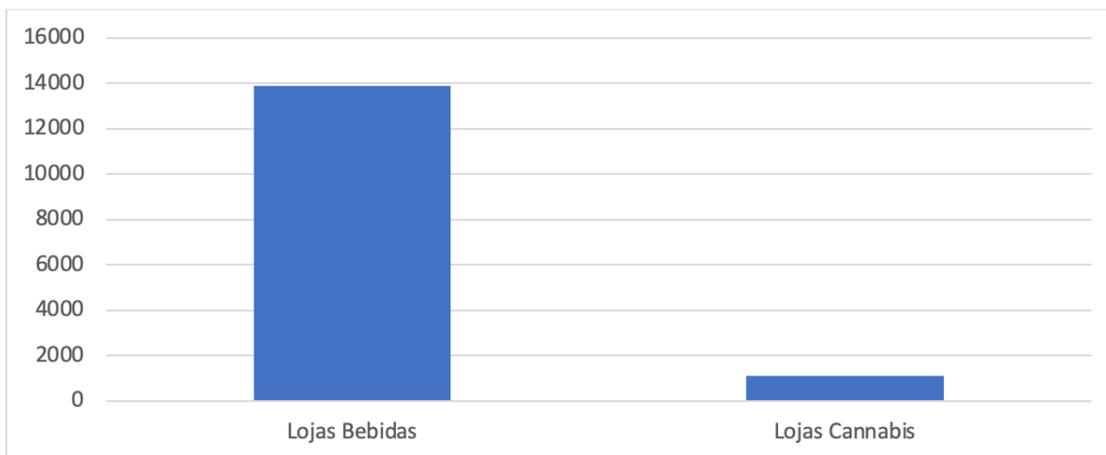
Segundo os especialistas no setor com quem conversamos ano passado, a Califórnia apresentava vários problemas, como excesso de produção, impostos mais altos que incidiam sobre a produção de cannabis, competição ferrenha com o mercado negro, falta de fiscalização e concorrência de preços.

Estivemos na Califórnia e pudemos ver isso de perto – absolutamente tudo que os analistas nos falaram era verdade. Eles falharam, porém, ao não enxergarem a mudança que se desenha logo à frente. Como já dissemos algumas vezes, não é de muita valia ver o que está para acontecer amanhã ou na próxima semana, mas sim o que está para acontecer nos próximos anos.

Havia realmente um excesso de produção, originado pela legalização e construção de capacidade produtiva muito além da capacidade de venda. Por incrível que pareça, mais de 50% das cidades no estado da Califórnia não permitem o uso adulto de cannabis. Assim, apesar de legalizada no estado, a maior parte das cidades não têm acesso direto à cannabis legal.

Houve um superdimensionamento da capacidade e isso impactou os preços. Muitos produtores, incapazes de se diferenciarem, acabaram competindo no único quesito que os restava: preços. Foi uma corrida para o fundo do poço e o desastre era questão de tempo.

Além do mais, o estado da Califórnia impunha (e ainda impõe) uma série de restrições às lojas de cannabis e não há nem 10% do que seria necessário para um comércio viável e saudável. A título de comparação, o gráfico abaixo mostra a enorme discrepância entre o número de lojas de bebidas e o de lojas de cannabis. Está havendo agora uma maior abertura de lojas e, apesar de muito aquém do ideal, pelo menos está na direção correta.



Mais ainda, as empresas do setor agora terão que se adequar ao *California Environmental Quality Act* (CEQA), uma legislação muito dura que evitará que muitas empresas no estado renovem suas licenças (e várias dessas são temporárias). De acordo com o *Cannabis Benchmarks*, uma publicação do setor, do início de 2022 até o início de agosto desse ano, o número de licenças para o cultivo caiu de 8.380 para 6.065, uma redução de quase 30% – e continua caindo.

Nós vimos esse movimento já no início e pudemos nos preparar (e tirar proveito), no entanto, de alguma maneira, esse evento, que já vem desde o ano passado, passou despercebido pelos analistas do setor.

Além disso, o governo estadual reconheceu que os impostos cobrados sobre o cultivo eram excessivos e danosos ao setor e, em junho do ano passado, aboliu a cobrança dos US\$160/lb – também, algo que nenhum analista havia previsto, mas para o qual os pequenos produtores já nos alertavam.

Por fim, o governo da Califórnia também começou a ser mais rigoroso, embora não rigoroso o suficiente, com o mercado ilegal de cannabis, fechando alguns pontos de venda ilegais, cultivos, armazéns e centrais de processamento.

Tudo isso fez com que os preços dos vários tipos de cannabis, que atingiram mínimas históricas no ano passado, estejam em franca recuperação e já tenham atingido US\$700/lb esse ano. Acreditamos que esse ponto seja ideal para empresas que consigam produzir e processar a um custo menor.

Falemos um pouco sobre a GH, que é o tema desse relatório.

Por estar na Califórnia, lugar ideal para o cultivo de cannabis, com temperatura, umidade e incidência solar quase perfeitas, a GH já tem uma vantagem competitiva enorme com relação aos concorrentes de outros estados, quando o *interstate commerce* se tornar uma realidade.

No fim das contas, cannabis é uma planta e agricultura é um negócio complexo. Como disse Roberto Campos, um dos brasileiros que mais admiramos, há 3 maneiras de se perder dinheiro: a mais prazerosa com as mulheres, a mais rápida com o jogo e a mais segura investindo em agricultura.

Por isso, a agricultura é extensivamente subsidiada na Europa e em vários outros países. O que torna a agricultura um negócio viável é a escala. Quanto maior a escala, maiores as chances de o negócio ser lucrativo, já que o custo fixo muda pouco de uma fazenda de tamanho médio para uma de grande porte.

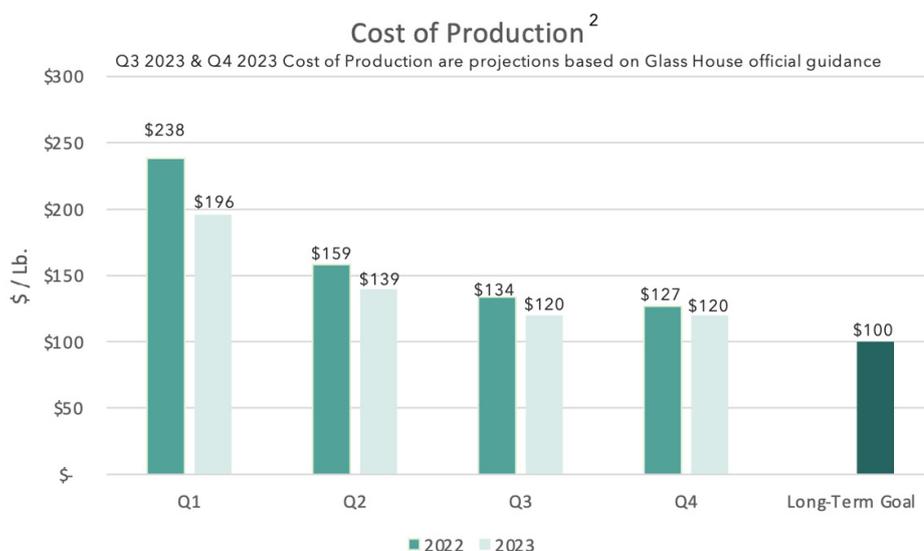
A GH foi a única empresa nos EUA a se dar conta disso e investiu pesadamente em estufas. A empresa é dona de 6 estufas sequenciais com cerca de 510 mil m² de capacidade, sendo que, no momento, ela está utilizando somente cerca de 100 mil.

Visitamos as estufas ano passado e ficamos impressionados com o tamanho, a qualidade e o profissionalismo com que ela é operada. Para quem quiser saber mais, vale a pena assistir ao vídeo: <https://www.youtube.com/watch?v=UohXIVnJ28Y>

Apesar de estar utilizando somente cerca de 27% da sua capacidade, a empresa já está mostrando seu valor. O custo de produção no primeiro trimestre do ano havia sido de apenas US\$196/lb – mesmo assim, ele caiu ainda mais no último trimestre para US\$139/lb, uma redução significativa.

Não obstante, a empresa quer chegar a um custo por libra de US\$100 no longo-prazo. Isso não é difícil de se imaginar, já que ela está utilizando somente 27% da área das estufas e sua margem deverá melhorar ainda mais à medida que a área cultivada for aumentando.

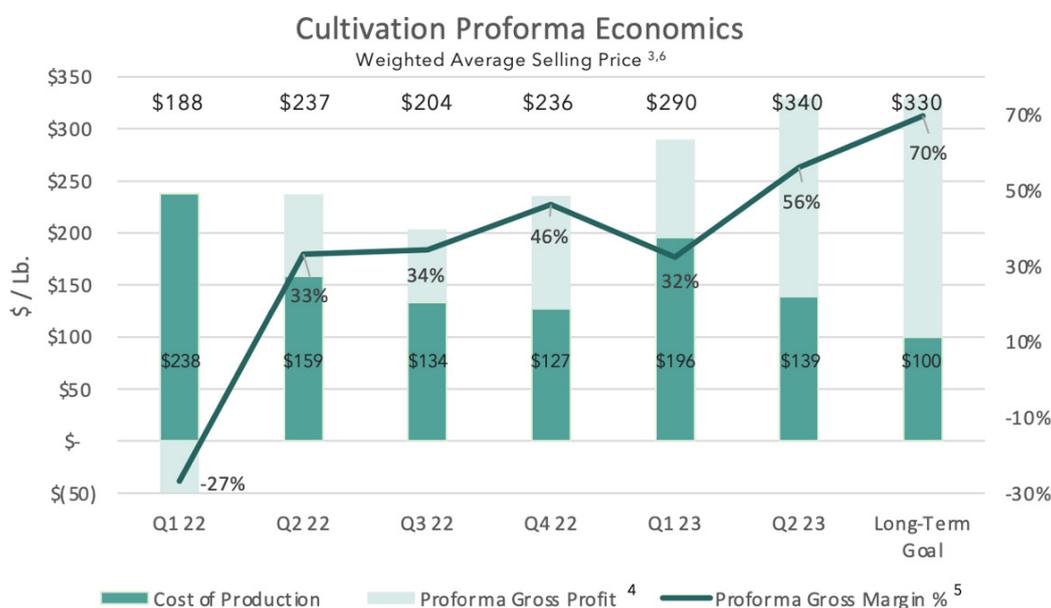
O custo de produção projetado para o segundo semestre desse ano é de apenas US\$120/lb, segundo a própria empresa. Normalmente somos céticos com relação a previsões feitas pelas próprias companhias, contudo a GH vem entregando resultados superiores aos projetados.



Fonte: Glass House

Não há empresa nos EUA capaz de competir com isso – e provavelmente não haverá. A vantagem competitiva é enorme e não replicável, não há mais licenças disponíveis para estufas dessa magnitude. O custo de algumas MSOs passa dos US\$1.000/lb, ou quase 10x mais. É praticamente impossível controlar o preço de venda de uma commodity, mas é altamente recomendável que se controle o custo de produção, e é isso que a GH está fazendo.

E o que significa ter um custo muito mais baixo que a concorrência? Significa maiores margens, maior lucro e maior crescimento que o mercado. Significa “sobreviver” e prosperar em um mercado difícil e com competição acirrada. Significa maior poder de barganha com fornecedores e clientes. Margem bruta de 56% em um setor no qual seus concorrentes estão apresentando margem bruta negativa é uma vantagem competitiva inigualável.



Voltando rapidamente às MSOs, vemos que elas são mais arriscadas, e não menos, como vários analistas afirmam, já que o custo de produção delas não se compara ao de empresas como a GH e que, quando o *interstate commerce* for autorizado, suas margens se deteriorarão rapidamente e muito provavelmente se tornarão negativas.

E quem vai se aventurar na Califórnia, com um mercado tão complicado, concorrência tão forte, e uma empresa que ainda tem praticamente 70% da área de estufas para ser plantada a um custo que nenhum outro produtor terá capacidade de alcançar?

A empresa está gerando caixa a uma velocidade incrível, US\$4,5 milhões no primeiro trimestre e US\$8,3 milhões no segundo. Enquanto várias empresas estão consumindo caixa, a GH está “imprimindo” dinheiro. E essa velocidade tende a aumentar, com uma produção maior, menor custo e menos concorrência, que acarretará preços melhores.

E a GH conseguiu isso tudo em condições adversas. Segundo o *Headset*, as vendas de cannabis caíram 9% com relação ao mesmo período do ano passado. A empresa agora é líder no mercado mais competitivo dos EUA, que também é bastante fragmentado.

L2 CAPITAL PARTNERS

Agosto 2023

Nossas previsões, que obviamente podem estar erradas, mostram que a empresa poderá ter um lucro líquido já no próximo ano de pouco mais de US\$20 milhões, e esse número deverá saltar para US\$84 milhões em 2025.

Abaixo uma versão simplificada do nosso modelo, com números “arredondados” para facilitar a visualização.

| | 2023 | 2024 | 2025 | 2026 | 2027 |
|------------------------------|----------|---------|---------|---------|---------|
| Revenue | 161,000 | 288,000 | 473,000 | 522,000 | 524,000 |
| COGS | 79,500 | 115,000 | 172,000 | 186,000 | 185,000 |
| Gross Profit | 81,500 | 173,000 | 301,000 | 336,000 | 339,000 |
| Gross Profit % | 50.62 | 60.07 | 63.64 | 64.37 | 64.69 |
| Total Expenses | 97,400 | 89,000 | 114,000 | 122,000 | 122,000 |
| Operating Income | (15,900) | 84,000 | 187,000 | 214,000 | 217,000 |
| Interest Expense, net | 13,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 | 10,000 |
| Taxes | 23,000 | 53,000 | 93,000 | 105,000 | 105,000 |
| NI | (51,900) | 21,000 | 84,000 | 99,000 | 102,000 |

Mesmo que a empresa atrase seus planos de desenvolvimento das outras áreas das estufas e tudo isso demore um ano a mais, estamos falando que a empresa, que vale hoje menos de US\$250 milhões na bolsa (e cujas ações compramos quando valiam menos de US\$100 milhões ano passado), dará cerca de US\$80 milhões de lucro em 2026, ou seja, ela estará sendo negociada a um P/L de 3. E esse lucro tenderá a aumentar ainda mais nos anos seguintes.

Um P/L de 3 para uma empresa que está crescendo dois dígitos por ano, no mercado mais complicado dos EUA, competindo contra o comércio ilegal, produtores legais desesperados, legislação dura, poucos pontos de venda e sem o *interstate commerce* – a oportunidade é boa demais para deixar passar.

Se alguma coisa melhorar, seja ela a legislação local, o mercado negro, o desaparecimento de mais competidores ou a abertura de novos mercados, o potencial da empresa fica ainda melhor. Se a Section 280E do IRS Code também desaparecer, em função de uma reclassificação da cannabis, o lucro será ainda maior.

Poderíamos falar mais ainda sobre a empresa, o setor e o estado, mas gostaríamos de lembrar que *big tobacco*, *big pharma* e *big alcohol* estão de olho no setor, que apresenta várias sinergias e um potencial de retorno estratosférico para eles. Ou seja, as chances de ganhos adicionais advindos de operações de M&A são reais.

A GH não é componente importante de nenhuma ETF e só esse ano alguns poucos analistas começaram a acompanhar a empresa, ou seja, não há competição para comprar as ações. Já chegamos no nosso limite de exposição e não podemos comprar mais, por isso estamos tornando esse relatório público.

Existem riscos óbvios para a nossa tese e para a empresa, como litígios, concorrência, legislação, acidentes etc., então é necessário cautela. GH não é recomendação de investimento e ninguém deve investir na empresa, somente porque leu esse relatório. A L2 Capital não emite recomendações de investimento.

Disclaimer:

Esse texto reflete a opinião do autor e não constitui uma sugestão, recomendação, indicação e/ou aconselhamento de investimento. Nenhuma decisão de investimento deve ser tomada com base nas informações ora apresentadas, cabendo unicamente ao investidor a responsabilidade sobre qualquer decisão que venha a tomar.

O autor reconhece existirem riscos associados ao ativo abordado, inclusive de perda do capital, de maneira que pode não ser adequado a todos os perfis de investidores.

As opiniões expressas nesta publicação são baseadas em julgamentos e estimativas, estando, portanto, sujeitas a mudança, sem, contudo, implicar a obrigação de qualquer comunicação acerca de atualização ou revisão.

O autor detém uma parte significativa da empresa e está engajado na compra do ativo mencionado nessa publicação para sua carteira proprietária e/ou para a de clientes sob sua gestão remunerada.

