

*"O otimista é um tolo.
O pessimista, um chato.
Bom mesmo é ser um realista esperançoso."*
Ariano Suassuna

COVID-19

Estamos escrevendo esta carta para compartilhar com vocês algumas informações relacionadas à crise causada pelo COVID-19 (coronavírus).

Começando pelo mais importante, estamos fazendo a nossa parte para auxiliar na contenção do vírus. Nos encontramos diante de um problema sério e entendemos que a melhor solução disponível é, até o momento, o isolamento social. Desde o início da semana passada, 80% de nossa equipe está trabalhando de casa, preservando a si, seus familiares e terceiros. Os profissionais que ainda estão no escritório ficam em salas separadas e não correm riscos em seu deslocamento de casa para o escritório. Também reduzimos a circulação de prestadores de serviço, sem reduzir o pagamento.

Entendemos também ser nosso papel compartilhar com vocês os ajustes que fizemos no portfólio durante este período de turbulência. Mas antes, vale relembrarmos alguns pontos.

A nossa filosofia implica investir, com visão de longo prazo, em negócios com ações negociadas na bolsa de valores e a um desconto para o que estimamos ser o valor justo da empresa (preço é o que você paga, valor é o que você recebe). Esse desconto pode existir por vários motivos, sendo o mais comum a necessidade de ter paciência para aguardar o tempo de convergência entre preço e valor, algo que convencionamos chamar de arbitragem temporal. Esse é o nosso mapa, ou melhor, a nossa bússola. Sem alavancagem ou riscos desmedidos, sem glamour e sem "cestas de 20". Fácil? De forma alguma! Acreditamos que, assim como em uma dieta, a diferença está na execução disciplinada e não no receituário do nutricionista.

Como investidores, já passamos (não em grupo, mas individualmente) por diversas crises. A primeira foi em 1990, com o Plano Collor (congelamento de preços e ativos, recessão econômica etc.). Mais recentemente, em 2008, vimos um colapso dos principais símbolos financeiros mundiais, travando todo o complexo e interligado sistema financeiro global. Nenhuma crise é exatamente igual a outra, mas em todas elas temos a sensação de que elas nunca serão resolvidas.

E o que elas nos ensinaram, principalmente? A importância da qualidade do negócio, dos sócios e executivos, pois nessas horas decisões difíceis, algumas auto sacrificantes no curto prazo, precisam ser tomadas. O valor que existe em um balanço robusto, pouco alavancado, para sobreviver à turbulência. A importância da capacidade de adaptação. E, por fim, que a ausência de solução aparente não é sinônimo de que não haverá solução.

É angustiante para todos, inclusive para nós, mas o fato é que fazemos parte de um “sistema adaptativo complexo” e, assim como em outras crises, é muito provável que será possível vencer esta luta contra o vírus e suas consequências econômicas. Não é questão de fé, mas sim fruto do aprendizado de quem viveu crises passadas e sabe da capacidade inventiva do ser humano em momentos de crise (em tempos de confinamento, recomendamos um livro chamado “O Otimista Racional”).

Ajustes de Portfólio

Feita a introdução, seguem alguns comentários sobre os investimentos e o que temos feito nas últimas semanas. Como diz Warren Buffett, “preço é o que você paga e valor é o que você recebe”. Na nossa leitura, o preço de alguns ativos oscilou de forma desproporcional à perda de valor que terão como consequência do coronavírus e de seus potenciais impactos econômicos. Alguns ativos mais do que outros e, por isso, utilizamos as últimas semanas para fazer alguns ajustes em nosso portfólio, com o objetivo de estar exposto aos maiores retornos com os menores riscos.

Focamos principalmente em dois vetores:

Balço/Solidez: avaliamos o valor de uma companhia, em grande parte, pela sua capacidade de gerar caixa ao longo de muitos anos e, normalmente, muitas décadas. Mas para as companhias chegarem no longo prazo é preciso ter certeza que elas passarão pelas turbulências do curto prazo. Nossa filosofia de investimento acaba naturalmente privilegiando empresas com negócios resilientes e pouco alavancados. Mesmo assim, nossa prioridade nas últimas semanas foi garantir que as companhias do nosso portfólio tivessem capacidade financeira para passar por essa conjuntura altamente incerta. Fruto desse exercício, desinvestimos, por exemplo, de uma empresa do setor elétrico que está em fase de turnaround. Além da fragilidade financeira, seu retorno ajustado ao risco ficou menos atrativo em relação a outros ativos de maior qualidade que passaram a ficar disponíveis.

Oportunidades: ultrapassada a questão de solvência, da qualidade do negócio e da gestão, estamos vendo duas categorias de oportunidade com baixo risco: (i) Empresas que praticamente não sofreram redução de fluxo de caixa corrente e cujas perspectivas futuras praticamente não se alteraram. Esse é o caso de um investimento que temos em uma rede de farmácias do Sul, e em algumas empresas do setor elétrico; e (ii) Empresas que sofrerão redução substancial de fluxo de caixa no curto prazo, mas que possuem balanço para suportar essa fase com tranquilidade e cujas tendências de longo prazo se mantêm inalteradas. As empresas da categoria (ii) são as que mais sofreram (e podem continuar sofrendo) oscilações negativas de preço e é em empresas dessa categoria que estamos conseguindo voltar a investir depois de alguns meses/anos (estavam fora do nosso portfólio por questões de preço, ou seja, por ausência de margem de segurança). Ainda

estamos fazendo esses investimentos nas empresas da categoria (ii) de forma parcimoniosa, dada as incertezas sobre a duração e as consequências econômicas do lockdown.

Construindo Intangíveis

Momentos de crise são muito valiosos para se criar marcas e uma relação diferenciada e longa com o consumidor. A See's Candies é um investimento famoso do Warren Buffett e uma boa inspiração para o momento atual.

Para contextualizar, ela é uma espécie de Copenhagen fundada na Califórnia nos anos 1920 e focada em doces de alta qualidade. Um dos vários episódios interessantes dessa empresa aconteceu durante a 2ª Guerra Mundial. Nessa difícil fase, o açúcar estava sendo racionado e diante de um cardápio de escolhas, a See's Candies escolheu ir pelo caminho mais difícil e custoso no curto prazo: (i) abriu mão de volume para manter a qualidade dos seus produtos, limitando a produção à quantidade de açúcar de alta qualidade que ela continuava recebendo; e (ii) abriu mão de margem ao continuar pagando salário integral aos funcionários da sua loja, mesmo que eles tivessem trabalhando por poucas horas (a loja fechava logo após vender toda a produção, o que acontecia relativamente rápido).

Alguns anos depois, o racionamento de açúcar acabou e essa empresa teve um sucesso estrondoso nas décadas seguintes. Para aqueles que olham para períodos mais longos, não temos dúvida que esse tipo de atitude, que envolve sacrifício de curto prazo, é o melhor para todos os envolvidos: consumidor, colaboradores, companhia e acionistas.

Sabemos que para fazer isso as empresas precisam não só querer, mas precisam também poder, ou seja, precisam ter uma posição financeira saudável.

Estamos atentos ao comportamento das empresas que investimos nesta crise e, se necessário, vamos tentar influenciá-las. As informações que temos são de que as empresas que investimos estão reagindo como gostaríamos (exemplo: a varejista farmacêutica que investimos está vendendo álcool gel a preço de custo).

Até onde a vista alcança

Ao fundarmos a Ori Capital¹ em setembro de 2014, fomos “parabenizados” por termos escolhido o pior momento possível para abrir uma gestora de ações. A taxa de juros da época beirava os 15% a.a. e a expressão “investir em ações” era quase um palavrão. Fomos em frente por acreditarmos que investir em negócios de qualidade geridos por pessoas de excelência a um preço razoável é uma estratégia muito rentável no longo prazo, e, de fato, não faltam exemplos de empresas que passaram quase incólumes durante diversas crises ou mesmo empresas que sofreram, mas tiveram sabedoria de se adaptar e foram resilientes o suficiente para fazer a travessia e se reerguer.

Gostaríamos de ter tido a capacidade de identificar quão grave poderia se tornar a situação do COVID19 para entrar nela com mais caixa. Porém, somos gratos por ver que entramos na crise com um portfólio muito

¹ Antes de 14 de abril de 2021 a Ori Capital era chamada de Normandia Investimentos.

lastreado que, apesar de ter sofrido variações negativas de cota, apresenta baixo risco de perda permanente de capital.

Não temos como saber quando será o ponto de inflexão, nem como será o comportamento do mercado nas próximas semanas e meses. O que podemos dizer é que entendemos que o grau de pessimismo implícito no preço dos ativos que conhecemos e investimos está extremamente alto, assim como nas outras raras crises que já vivemos. É aí que vemos a oportunidade pois, por mais paradoxal que pareça ser, nossa bússola nos permite enxergar melhor longe do que perto.

Ficamos à disposição, caso queiram fazer uma videoconferência ou tirar alguma dúvida.

Agradecemos a confiança e esperamos que a nossa próxima comunicação com vocês seja com a pandemia equacionada e com o mínimo possível de fatalidades. Recomendamos também que todos se cuidem e exercitem o isolamento social, por segurança própria e de terceiros.

Agradecemos a confiança,

Ori Capital