

2020

Prezados Cotistas,

O fim do ano se aproxima e gostaríamos em primeiro lugar de prestar as condolências àqueles que sofreram perdas de familiares ou amigos nesse complexo ano de 2020.

Um ano que parece ter durado 36 meses, que exigiu capacidade de aprendizado, adaptação, resiliência e, em certa medida, fé. Não necessariamente fé religiosa, mas a fé de que a gravidade e o impacto da pandemia levariam à construção de soluções para o problema. Como falamos na Carta de março, "a ausência de solução aparente não é sinônimo de que não haverá solução".

Foi um período que exigiu a convivência de vários valores antagônicos ao mesmo tempo. Dedicção e vontade de obter respostas com a humildade de saber que, por mais que tempo e esforço fossem colocados, em algumas situações a resposta seria "não sei". Flexibilidade para incorporar novas informações e para mudar de ideia à luz de novos fatos com uma certa arrogância para se manter firme quando a conclusão era de que os impactos seriam conjunturais.

Como comentamos na Carta de março, nosso primeiro esforço foi garantir que o portfólio estivesse investido em companhias com balanços robustos e com baixo risco de liquidez, capazes de ultrapassar potenciais cenários que podiam envolver, ao mesmo tempo, perda de receita e incapacidade de financiamento. Nossa filosofia de investimento costuma privilegiar bons negócios que não dependem de alta alavancagem e, talvez por esse motivo, poucos ajustes foram necessários.

Dada a incerteza do futuro, buscamos também direcionar o nosso portfólio nas companhias que não seriam impactadas no curto prazo (ou que se beneficiariam), assim como naquelas que, mesmo impactadas conjuntamente, entendíamos que não seriam estruturalmente danificadas. No segundo caso, principalmente, era necessário ter balanço para suportar a incerta travessia.

Por fim, demos um peso ainda maior à capacidade de gestão das companhias. Lideranças diferenciadas costumam gerar muito valor nesses momentos, seja organizando a defesa ou, de forma criativa e

conservadoramente ousada, indo para o ataque. Falaremos em mais detalhes ao longo da carta sobre alguns dos investimentos do fundo.

Mas quem nos impressionou muito, mesmo com a nossa expectativa sendo alta, foram vocês, nossos investidores! O retorno de vocês é uma mistura do retorno gerado por nós da Normandia e das suas decisões de aplicar e resgatar do fundo em diferentes momentos. Anos como 2020 são muito propícios para o domínio do medo e, conseqüentemente, para decisões menos racionais. Mas não foi o que aconteceu. Praticamente não tivemos resgates e vários investidores aportaram mais. Terminamos o ano com captação líquida, e estamos muito gratos de ver que tanto nós como vocês, nossos sócios, conseguimos nos beneficiar integralmente da relação. A nossa ambição de fazer com que o “nosso passivo seja o nosso maior ativo” mostrou que o esforço e as renúncias valem a pena, e temos estudado formas de amplificar o alcance dos nossos relacionamentos e da nossa mensagem, sem perder qualidade na interação.

Do ponto de vista de equipe, seguimos na nossa estratégia de focar no desenvolvimento interno de talentos e no modelo de partnership. Como falamos sempre, não contratamos estagiários e analistas, mas sim futuros sócios. E é com muito entusiasmo que damos boas-vindas aos novos membros da equipe. Vale também destacar que nesse ano tivemos uma alteração na estrutura operacional da gestora, com a chegada de um novo membro no time para assumir a função de COO. Terminamos 2020 com 13 pessoas no time, ante 8 no início do ano, dos quais 5 fazem parte da partnership.

Muito obrigado pela confiança e parceria. A seguir, vamos falar um pouco sobre o COVID-19 e, em seguida, fazer alguns breves comentários sobre nossos investimentos.

U-Boats, COVID e a Vitória da Ciência

Um dos momentos mais críticos da 2ª Guerra Mundial foi a Batalha do Atlântico, um confronto marítimo entre os Aliados e o Eixo. Foi um período dramático, em que a superioridade tecnológica dos alemães, por meio dos seus submarinos U-Boats, cobrava um grande preço. Em 1939, 750 mil toneladas de carga foram afundadas, quase nada próximo das 7,8 milhões de toneladas em 1942. No ano de 1943, como consequência da superioridade alemã nos mares, a oferta de alimentos da Inglaterra já tinha caído 1/3, e o país contava com menos de 3 meses de estoque de gasolina. O principal motivo: os U-Boats não eram identificáveis pelos aliados. Ciente da desvantagem tecnológica dos Aliados, Franklin Roosevelt autoriza a criação de um novo grupo dedicado a ciência e tecnologia que ficou conhecido como “Office of Scientific Research and Development”. Munido de recursos e liberdade, esse grupo tinha a missão de buscar, em curto espaço de tempo, soluções ousadas para a guerra.

Além de vários outros avanços, esse grupo foi capaz de desenvolver e em menos de 30 meses colocar em produção duas novas tecnologias que foram cruciais para a vitória aliada na Batalha do Atlântico e na 2ª Guerra.

Um deles foi o radar centimétrico, pequeno o suficiente para ser acoplado em aviões e que permitia detectar o periscópio dos U-Boats, de dia ou a noite, com nuvem ou névoa. Também foi esse grupo que desenvolveu um método de navegação à rádio que permitia aos aviões aliados se localizarem no Atlântico sem serem identificados pelos alemães.

Na primavera de 1943, bombardeiros americanos já estavam operacionais com essas duas tecnologias. Em maio do mesmo ano, um comboio de 37 navios sai do Canadá em direção à Inglaterra e é interceptado por U-Boats alemães, mas dessa vez o final foi diferente. Acuados pelas bombas disparadas pelos aliados, os U-Boats foram obrigados a submergir e não tiveram sucesso em nenhum ataque sobre os navios aliados. No total, 41 U-Boats foram afundados em maio, mais em um mês do que em qualquer um dos 3 anos anteriores da guerra. Em 90 dias, as perdas de navios dos Aliados decresceram 95%.

“Por alguns meses, o inimigo tornou a guerra com U-Boats ineficaz. Ele conseguiu esse objetivo não por tática ou estratégia superiores, mas por **superioridade no campo da ciência.**” Essa comunicação foi feita por Karl Donitz, comandante da marinha alemã. **Os U-Boats nunca mais ameaçaram a passagem de um navio pelo Atlântico.**

Por incrível que pareça, não chegamos a essa história estudando sobre a guerra, mas sim sobre inovação. Em Loonshots, um dos melhores livros sobre esse tema que já lemos, essa história é um exemplo de como **um grupo de pessoas com recursos e liberdade para testar ideias** não convencionais conseguem chegar a **soluções para problemas complexos em tempo recorde.**

No caso do COVID, não foi diferente. Sem esperar que governos se organizassem, mais de 20 das principais farmacêuticas internacionais se juntaram no que foi chamado de Covid R&D Alliance. Com a missão de reduzir os sintomas e a disseminação do vírus, essas companhias passaram a trocar informações que, em tempos normais, seriam trancadas a sete chaves. Não conseguimos saber se o COVID R&D Alliance foi determinante, mas o fato é que terminamos o ano com diversas vacinas aprovadas e em processo de produção e isso merece ser muito comemorado. **Por superioridade no campo da ciência, provavelmente deixaremos para trás grande parte da ameaça à saúde que vivenciamos em 2020.**

Investimentos

Quem olhar o retorno anual dos ativos mundiais em 2020 e do nosso fundo vai ter a sensação de que foi um ano normal, talvez morno. Essa primeira frase é meio *cliché*, mas retrata tão bem a diferença entre o filme e a foto que não resistimos a usá-la. O ano começa com um certo otimismo em relação ao Brasil e as reformas. No âmbito mundial, o cenário também parecia benigno. Alguns meses depois, porém, grande parte da população mundial se encontra em isolamento social e sob ameaça de um vírus ainda não 100% compreendido.

Demorou apenas 22 dias para a bolsa americana cair 30% do seu *high* histórico, atingido em 19 de fevereiro, a queda mais veloz dessa magnitude na história (a 2ª, a 3ª e a 4ª maiores quedas foram em 1934, 1931 e 1929). Na bolsa brasileira, a queda foi ainda maior: de 47% em 40 dias.

Em alguns momentos, *bonds*¹ de bons e sólidos negócios perderam referência de preço. O da Natura com vencimento em 2023, por exemplo, chegou a negociar a um *yield*² de 14% em dólares em abril (hoje negocia a 3,80%). Recordes também no petróleo. Em abril, pela primeira vez na história o preço do contrato futuro de petróleo ficou negativo. Ou seja, você recebia dinheiro para comprar petróleo. Tempos surreais!

No noticiário, quanto mais a situação piorava, maior era o pessimismo dos especialistas. No exercício de lembrar o ano de 2020, relemos eletronicamente muitos jornais e revistas de várias fases do ano e uma delas vale mencionar. No dia 23 de março, as reportagens falavam que “a próxima derrocada do mercado estaria a dias de distância e não a semanas” e que o *sell-off* ainda pioraria muito antes de ficar melhor. E o que aconteceu? Dia 23 foi o menor patamar do ano e desde então a bolsa americana se valorizou quase 65% (até 15-dez-20).

Não temos a capacidade de saber como o mercado se comportará nos próximos meses ou poucos anos, assim como não saberíamos responder em 23 de março se o mercado cairia mais ou não. São variáveis em excesso para nós. O principal desafio foi tentar não responder a essa pergunta e focar nossa atenção naquelas que temos maior capacidade de acerto, geralmente relacionadas a qualidade e durabilidade de bons negócios. Bons negócios poupam tempo ou dinheiro para clientes, fornecem aos clientes experiências extraordinárias ou os ajudam a viver uma vida melhor e mais saudável. Além disso, fazem isso de uma forma que seus concorrentes não conseguem replicar. Como investidores de negócios, focamos em tentar, dentro do possível, distinguir os impactos conjunturais dos estruturais. Quais hábitos mudariam para sempre e quais se alterariam apenas temporariamente?

Outro grande desafio foi fazer as escolhas dos ativos que maximizariam o retorno em diversos cenários possíveis nesse incerto ambiente, com o foco primário em preservação de capital.

Acertamos bastante e vamos falar mais a frente sobre alguns investimentos do nosso portfólio. Mas olhando em retrospecto, conseguimos identificar dois erros que gostaríamos de compartilhar. Um deles foi um erro de omissão, uma oportunidade que deixamos passar. Analisamos há anos a Localiza e acreditávamos que o impacto do COVID-19 para a demanda desse *business* seria muito alto e duradouro, assim como tínhamos alguma preocupação com a alta alavancagem da companhia. Porém, tivemos acesso a indícios de que a situação era bem menos grave e incerta do que imaginávamos, mas não atuamos decididamente. Podíamos ter comprado participação nessa empresa a 1/3 do preço atual e não o fizemos. Demoramos a nos adaptar a novas informações que refutavam as nossas hipóteses iniciais.

O outro foi tomar a decisão de privilegiar negócios em que tivéssemos muito conforto com o comportamento da demanda no futuro distante. Apesar de acharmos que o nosso ângulo foi correto no gênero e responsável por muitas decisões corretas, talvez tenhamos exagerado no grau. Com isso, deixamos de investir em bons

¹ Um bond é um título de dívida, que pode ser emitido por empresas ou pelo próprio governo de determinado país, em busca de recursos.

² Taxa de retorno que os investidores possuem ao comprar e manter um título até o seu vencimento.

negócios de *commodities* que conhecemos bem e que ficaram extremamente baratos pela desvalorização da moeda brasileira frente ao dólar.

A ideia dessa carta não é falar do portfólio como um todo, mas achamos interessante compartilhar breves comentários sobre alguns dos nossos investimentos e os impactos da pandemia:

B3³: investimento nosso desde 2015, tínhamos dúvida se o “*crash*” de março poderia reverter permanentemente parte da tendência de migração de recursos da renda fixa tradicional e dos grandes bancos para as plataformas e para os mercados de capitais. Será que aqueles que tinham agressivamente migrado para as plataformas de investimento teriam saudade da sua gerente do banco após quedas abruptas nas suas aplicações? Nossa atenção não estava na potencial perda de receita conjuntural, mas na tentativa de identificar alguma alteração estrutural da demanda. Mas os dados divulgados em abril nos indicaram o oposto, e hoje trabalhamos com a hipótese do *financial deepening*⁴ ser uma tendência até maior do que prevíamos. A B3 continua sendo um investimento significativo nosso e aumentamos a nossa exposição ao longo do ano.

Pouco alavancada, muito geradora de caixa e gerida por um time de alto nível, passou com louvor no filtro que nos impusemos no meio do ano. Principais riscos da B3 são relacionados à competição e eventuais mudanças regulatórias, que acompanhamos atentamente.

Hapvida: um dos principais *players* do setor de saúde do Brasil, é líder em planos de saúde verticalizados. No início da pandemia, tivemos preocupação de que um aumento muito significativo de casos levasse a algum dano reputacional à empresa (menos leitos do que o necessário para atender seus beneficiários). A companhia foi bastante ágil e dedicou recursos para evitar essa situação. Colocaram à disposição aeronaves particulares para fazer transporte de respiradores e equipamentos entre hospitais da sua rede, assim como alugaram, mas não tiveram que usar, quartos de hotel para eventualmente serem transformados em leitos. Tivemos também preocupação com eventuais mudanças regulatórias que pudessem interferir na qualidade do negócio de forma permanente, mas não houve nenhuma medida legislativa que causasse dano. O ponto positivo regulatório foi a permissão, ainda em caráter provisório, da telemedicina, que tem potencial para reduzir custo e melhorar o serviço prestado atualmente pela Hapvida.

Financeira e operacionalmente, foi um ano positivo para a Hapvida, que foi obrigada a suspender cirurgias eletivas e, por conta disso, acabou tendo menor custo ao longo do ano. Ela também avançou em diversas iniciativas estratégicas como, por exemplo, a entrada inorgânica no importante e grande mercado de Minas Gerais.

Pouco alavancada, bem gerida e com vantagem de custo, acreditamos que a Hapvida sai dessa crise muito bem posicionada para continuar sua expansão pelo Brasil. O seu produto, saúde de qualidade e baixo preço, talvez seja o mais desejado da população atualmente.

³ Bolsa de valores brasileira, antiga BMF&Bovespa.

⁴ Aumento do acesso ao mercado de capitais por empresas e investidores.

Panvel: uma das maiores redes de farmácia da região Sul do Brasil que se destaca pelo seu *e-commerce*. Em 2016, por exemplo, tinham *click and collect*⁵ implementado em 100% do seu parque de lojas. Poucos varejistas do mundo faziam o mesmo (ainda hoje contamos nos dedos os que fazem).

Em alguns negócios, como o de moda, a internet e a digitalização reduziram bastante a vantagem da escala dos players dominantes. A NV⁶, da blogueira Nati Voza⁷, é um dos exemplos que provavelmente teriam dificuldade de prosperar sem a disrupção das mídias sociais. Em outros negócios, porém, alargou a vantagem que os maiores e bem estruturados já possuíam em relação aos pequenos, numa nova versão de “desigualdade corporativa”. Acreditamos que o negócio da Panvel se enquadra no segundo caso e que ela tende a ganhar mercado dos competidores menos estruturados que não conseguiram se adaptar.

Durante a pandemia, ela estava pronta para capturar a demanda que deixou o varejo físico e chegou a ter mais de 20% de suas vendas vindo do canal digital. É o maior percentual dentre as empresas do setor e acreditamos que parte desse hábito de comprar remédios e produtos pelo aplicativo seguirá vivo e continuará sendo fonte de vantagem competitiva no pós pandemia.

Bem gerida, pouco endividada (principalmente após captar R\$ 480 milhões em uma oferta de ações esse ano), e num setor que apresenta ventos estruturalmente positivos por conta do envelhecimento da população, acreditamos que a Panvel sai bem posicionada para continuar ampliando a sua proposta de valor no Sul do país.

Eneva: investimento nosso desde abril de 2018, a Eneva é líder na exploração e produção de gás natural *onshore* no país, tendo na monetização desse gás via geração térmica sua maior fonte de receita.

Como falamos no início dessa Carta, um time de gestão de alto nível é capaz de fazer a diferença em anos como esse, atuando tanto para organizar a defesa, como também para aproveitar as oportunidades. A Eneva é um bom retrato disso. Na defesa, foram ágeis em garantir a liquidez e captaram R\$ 1,15 bilhão no segundo trimestre do ano para se proteger de potenciais cenários mais catastróficos. Com a queda na demanda de energia no país, todas as térmicas foram desligadas, situação que se reverteu apenas em outubro.

Em paralelo, tiveram que readequar o planejamento das obras de Azulão-Jaguatirica II e Parnaíba V, dois projetos importantes que estão em curso. Esses projetos foram impactados pela restrição de circulação de pessoal nos canteiros de obra nas fases mais críticas do COVID-19, assim como por algumas disrupções na cadeia de fornecimento de equipamentos importados. Ao final, conseguiram mitigar o impacto no cronograma, e ainda contam com a possibilidade da Aneel⁸ aprovar o pleito de extensão de cronograma de Azulão-Jaguatirica II por excludente de responsabilidade.

Não bastasse pensar na defesa e contornar empecilhos das operações em curso, a companhia conseguiu manter a cabeça organizada para pensar em oportunidades de crescimento. Fizeram uma proposta ousada para incorporação da AES Tietê, que infelizmente acabou não se concretizando, e mais recentemente,

⁵ Cliente efetua a compra pela internet e retira a mercadoria na loja.

⁶ Marca digital que atua no segmento de moda.

⁷ Influenciadora digital de moda.

⁸ A Agência Nacional de Energia Elétrica.

fizeram uma proposta de US\$ 600 milhões pelo Polo de Urucu, à venda pela Petrobras. O desfecho desse processo deverá ocorrer no início de 2021. Por fim, foram os maiores vencedores do 2º ciclo da oferta permanente da ANP⁹, que reforçou a presença da companhia nas Bacias de Parnaíba e Amazonas, em que já atuam, e marcou a entrada nas Bacias do Paraná e Solimões, novas avenidas de crescimento a serem exploradas ao longo dos próximos anos.

Bem gerida e com uma série de oportunidades em desenvolvimento, conseguimos ampliar o nosso investimento na Eneva durante a pandemia e ela continua sendo um investimento importante do nosso portfólio.

Esses são apenas alguns exemplos de investimentos que fazem parte da nossa carteira, que segue majoritariamente investida em companhias que entendemos que estão, como disse Warren Buffett em 2005, *“Widening the Moat”*:

“Every day, in countless ways, the competitive position of each of our businesses grows either weaker or stronger. If we are delighting customers, eliminating unnecessary costs and improving our products and services, we gain strength. But if we treat customers with indifference or tolerate bloat, our businesses will wither. On a daily basis, the effects of our actions are imperceptible; cumulatively, though, their consequences are enormous.

When our long-term competitive position improves as a result of these almost unnoticeable actions, we describe the phenomenon as ‘widening the moat.’ And doing that is essential if we are to have the kind of business we want a decade or two from now.”

O ano também foi bastante ativo em IPOs¹⁰ no mercado. IPOs não costumam ser bons aquários para se pescar: pouco tempo para analisarmos e muita assimetria de informação. Nos nossos primeiros cinco anos de gestora analisamos vários, mas só achamos atrativo participar de dois: Omega Geração e Hapvida. Já em 2020, por meio de IPOs, tivemos a oportunidade de nos tornar sócios das Lojas Quero-Quero, rede gaúcha de lojas de material de construção focada em pequenas cidades do interior, e Rede D’Or, maior grupo hospitalar do país.

Se pudermos resumir 2020, os nossos navios, metáfora que usamos para descrever as companhias das quais somos sócios, passaram por uma grande tempestade. Sendo justo, a meteorologia chegou a avisar, mas com um grau de precisão bastante baixo. E quando a tempestade chegou, as ondas eram diferentes das que os timoneiros estavam acostumados! Nós focamos em ficar com os navios que tivessem casco forte, motor robusto, bons timoneiros e, principalmente, que não saíam estruturalmente avariados.

Ainda não dá para dizer que estamos na calmaria. Os governos tiveram que se endividar para auxiliar àqueles que perderam abruptamente a sua renda e injetar liquidez para que não houvesse um colapso maior. Após um ano que lembrou quão frágil é a capacidade de “previsão meteorológica”, não vamos ousar prever todas as consequências das medidas que foram implementadas. Porém, é sim motivo de comemoração termos terminado o ano com diversas vacinas com eficácia comprovada e em processo de implementação.

⁹ Agência Nacional do Petróleo, Gás Natural e Biocombustíveis.

¹⁰ Oferta pública inicial (usualmente referida como IPO, do inglês Initial Public Offering).

Independente do mar, é inegável que alguns navios saíram mais fortes e outros ficaram avariados para sempre. Quem nunca tinha baixado o app e feito compras no MercadoLivre (outro investimento nosso) e se encantou com o sortimento e velocidade de entrega, provavelmente não vai voltar a fazer compras de várias categorias fisicamente.

É nesse diagnóstico, de analisar a força do motor e a qualidade do timoneiro, que continuaremos focando a nossa atenção.

Agradecemos mais uma vez a confiança e desejamos a todos um ótimo 2021.

Ori Capital