

Relatório de Desempenho - 2022

O ano está próximo de se encerrar e nosso portfólio está gerando um retorno negativo de aproximadamente 9,56%, contra um avanço de 13,98% em nosso benchmark (IPCA + IMAB).

Desde meados do ano passado, o principal tema que norteou o ambiente macroeconômico foi o aumento da inflação, como consequência dos estímulos dados durante a pandemia e por disrupções de oferta. Em seguida, subida de juros e aperto das condições monetárias, primeiro no Brasil e depois no restante do mundo. Uma guerra em fevereiro, levando o petróleo a ultrapassar 130 dólares por barril, e uma eleição no Brasil em outubro (com sinais iniciais muito ruins).

“Bear markets” são duros e testam convicções. Como bem apontado por Robert Cialdini, professor emérito e uma das principais figuras da psicologia social, sempre que percebemos uma mudança à nossa volta, toda a nossa atenção se volta para ela. Se for negativa e ameaçadora então, maior o sequestro. Esse mecanismo nos salva e nos ajuda a evoluir, mas, como quase tudo, não é um mecanismo perfeito. O efeito colateral é o desvio exagerado da atenção, geralmente apagando as outras camadas que são importantes para uma compreensão mais realista das coisas. Talvez esse seja um dos maiores desafios da nossa atividade de investidor: conseguir usar os sinais do “sistema de ameaça” para incorporar as alterações do ambiente nas decisões de investimento, mas sem perder de perspectiva as demais variáveis que influenciam o retorno futuro das companhias e das ações.

Nesse último 1 ano e meio, período de queda mais intensa do preço dos ativos, uma série de companhias do nosso *portfólio* tiveram capacidade de aumentar seus lucros¹ de forma substancial e evoluir na sua agenda de geração de valor, mesmo num ambiente de inflação alta e aumento de juros. Mas o impacto positivo dessas evoluções no preço das ações foi negligente. Em grande parte dos casos, houve queda no preço. Um pedaço pode ser explicado pelo aumento do custo de capital, mas um pedaço limitado. Se tem alguma boa notícia é que não acreditamos que elas sofreram deterioração na trajetória de lucro de longo prazo. Pelo contrário. Falaremos um pouco de duas delas (Panvel e GPS). Cometemos também alguns erros e, como de costume, falaremos sobre eles ao longo desta carta.

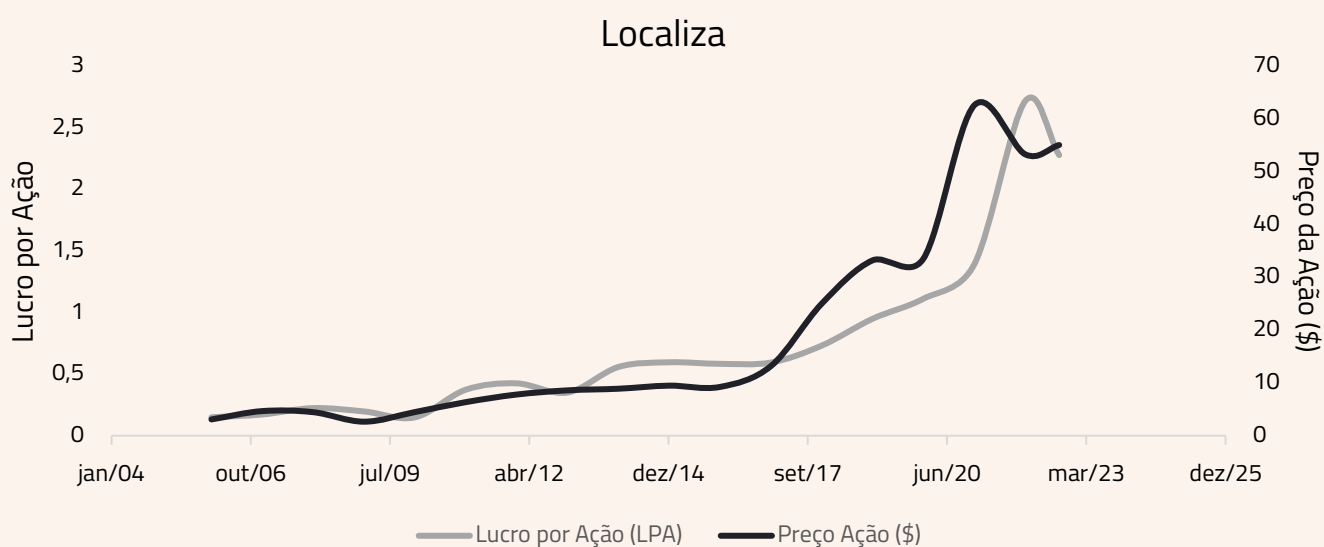
Dado o momento, vamos primeiro voltar a alguns conceitos-base que nos ajudam a direcionar a nossa atenção. Assim como nos ajudam a navegar, esperamos que também sejam úteis para aqueles que, assim como nós,

¹ Usaremos a palavra lucro para simplificar o tema, dado que nem sempre é a melhor métrica para traduzir a geração de valor de uma companhia.

possuem patrimônio investido em nossos fundos. Em seguida passaremos pelo nível geral de preços, o menor desde o início da nossa gestora e um dos menores dos últimos 15 anos. Vamos também falar um pouco sobre quais os atributos de investimento que valorizamos no Brasil e, por fim, comentar o desempenho de algumas empresas do *portfólio* e passar por alguns erros cometidos ao longo do ano.

A máquina de geração de valor - 1

Em períodos longos, é o crescimento de lucros que determina o retorno de uma determinada ação. Parece muito teórico, daquelas coisas que só funcionam no livro. Mas, no meio de todo o aparente caos, há essa estabilidade meio sem graça, que fica ali escondida sem chamar muita atenção. O gráfico abaixo mostra o preço da ação da Localiza nos últimos 17 anos e a variação do preço da ação no período. A conclusão: o lucro por ação subiu 17,4% ao ano no período e o preço da ação, 18,2% ao ano (mesmo após cair 25% nos últimos 50 dias...).



A força por trás dessa convergência entre o crescimento do lucro e o retorno da ação é melhor demonstrada com um exemplo. Uma empresa que consegue crescer seu lucro 18% anualmente, o multiplica por 7 em 12 anos. Agora imagine que essa empresa/ação tenha sido comprada, quando lucrava 1 real, a R\$ 15 reais (15 vezes o seu lucro). Se 12 anos depois ela estiver no mesmo preço, estará sendo negociada a 2 vezes o seu lucro, ou seja, quem pagasse 15 reais pela ação seria dono de 7 reais de lucro no mesmo ano. É claro que, nesse momento, todo mundo gostaria de comprar esse ativo a R\$ 15 reais, mas quem venderia a R\$ 15 reais um *business* duradouro capaz de fazer um lucro anual de 7 reais? É por isso que as ações sobem em períodos mais longos se as empresas são capazes de gerar valor.

Quais ingredientes são comuns a casos de sucesso como o da Localiza, com crescimento rentável por tanto tempo, mesmo num mundo com transformações cada vez mais aceleradas e num país com suas oscilações e

ciclos agudos? Qual a probabilidade de companhias conseguirem obter esse tipo de sucesso e como o *portfólio* e o processo tem que ser organizado para contemplar o fato de que, invariavelmente, algumas companhias não terão esse sucesso? São perguntas excelentes, mas este relatório não tem a ambição de aprofundar todos os temas, mas sim tentar tangibilizar para clientes e parceiros um pouco da conjuntura e de onde está a nossa atenção.

A máquina de geração de valor - 2

Em períodos extremamente longos, como vimos na página anterior, as taxas de crescimento do lucro determinam o retorno final. Em períodos um pouco mais curtos, como 3 ou 5 anos, apesar do retorno ainda ser muito baseado (e protegido) no crescimento de lucro, um outro fator também exerce influência: a diferença de múltiplo (preço em relação lucro, por exemplo) pago no momento da compra e no momento da venda.

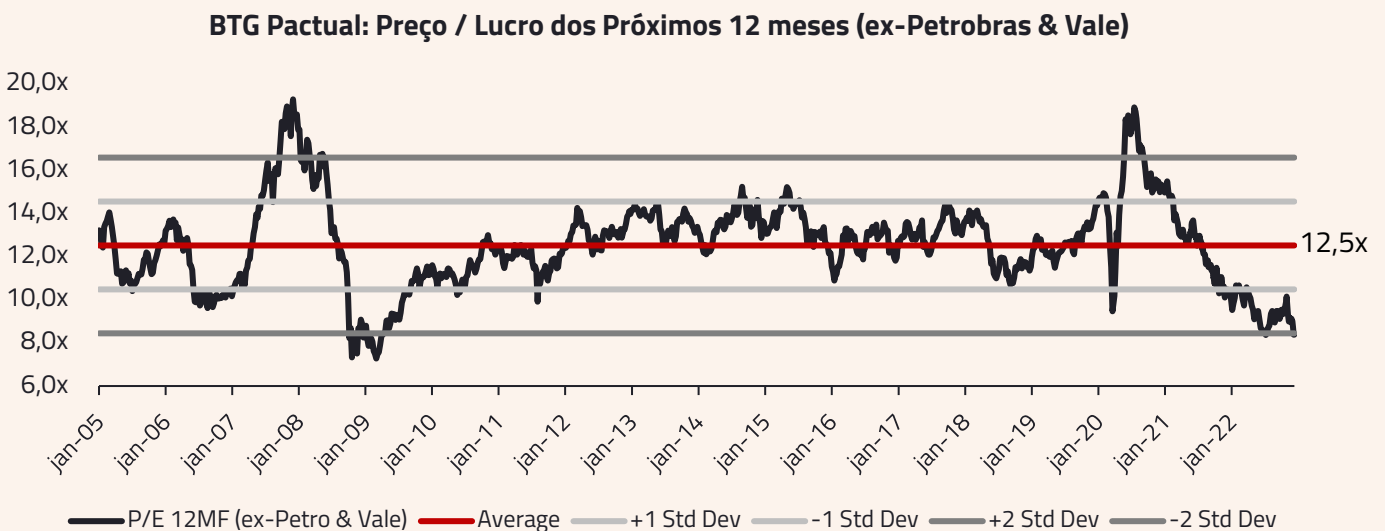
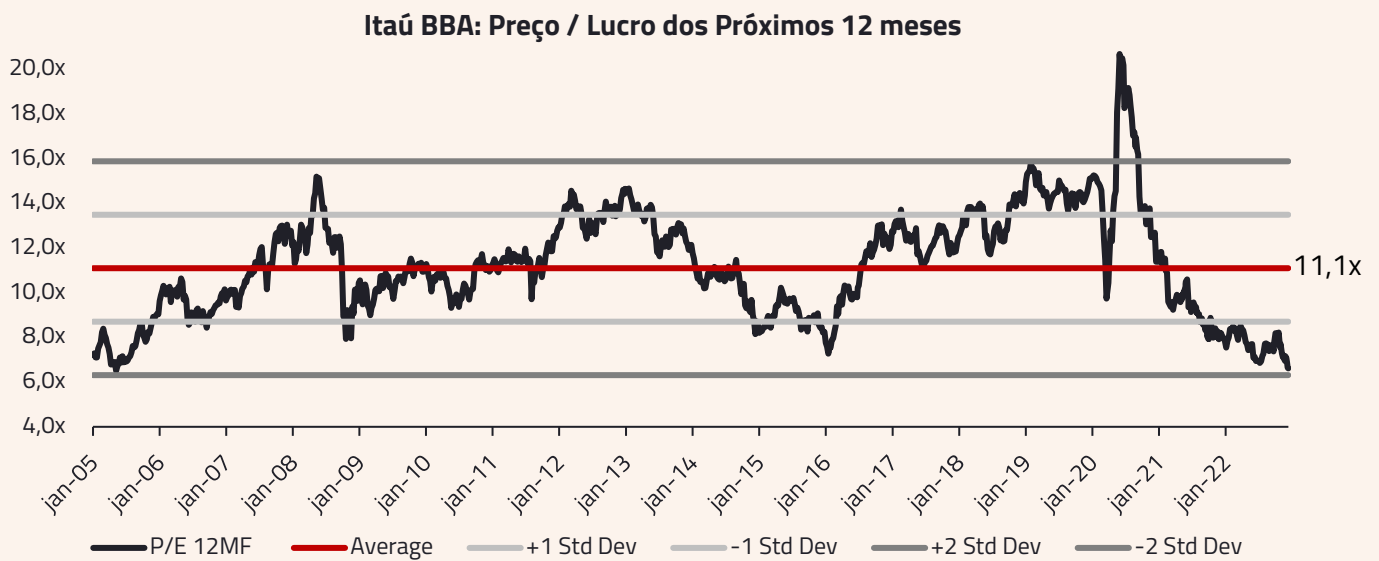
Apenas como exemplo, se uma companhia é comprada a 15 vezes o seu lucro, é capaz de crescer lucro a 18% anualmente e, ao final do 5º ano é negociada aos mesmos múltiplos de 15x lucro, o retorno total do investimento seria de 128% (18% ao ano, exatamente igual ao seu crescimento de lucro, transformando R\$100 em R\$228). Por outro lado, se o investimento é realizado a 12x lucro e, após 5 anos, a venda do investimento acontece à 15x lucro, seu retorno é de 185% (23% ao ano, transformando R\$100 em R\$283). E assim sucessivamente.

A lógica inversa também funciona, é claro: uma empresa comprada a 20x lucro, capaz de crescer lucro a taxa de 18% e vendida 5 anos depois de uma contração de lucro (16x lucro), gera um retorno total de apenas 83% (13% ao ano).

A mensagem é que a primeira defesa é identificar companhias capazes de crescer seu lucro para depender o mínimo possível dos "múltiplos de saída". A segunda, é não pagar em excesso.

O Ambiente / Os Múltiplos

Se retorno em 5 anos é igual ao aumento de lucros multiplicado pelo aumento (ou pela redução) de múltiplo, onde estamos agora do ponto de vista de múltiplo? O primeiro gráfico, produzido pelo Itaú BBA, mede o múltiplo de lucro das empresas do Ibovespa, baseado na expectativa de lucro das empresas para o ano seguinte. O segundo, produzido pelo BTG Pactual, retira da amostra a Petrobras e a Vale, por serem muito representativas no índice e por terem rentabilidade vinculada a commodities e ao dólar.



Os gráficos acima têm suas imperfeições e obviamente não utilizamos essa simplificação nas nossas tomadas de decisão. De qualquer forma, eles passam a mensagem do que vemos nas empresas que analisamos: os níveis de preço atuais são extremamente baixos e, de certa forma, até raros.

Interessante notar que os gráficos da página anterior cobrem períodos sombrios e complexos, como os anos de 2014, 2015 e 2016. Foram anos de inflação e juros altos e o período em que tivemos no Brasil a maior queda de PIB per capita que um país fora de guerra já teve. Mesmo assim, hoje as empresas estão negociadas a múltiplos significativamente mais baixos do que naquela época e do que no pior momento do COVID. Os múltiplos também remetem ao observado no pior momento da crise do *subprime* americano, em 2008/2009.

Um pedaço da queda de múltiplo pode ser atribuído ao aumento do custo de capital (aumento do CDI e do juro futuro), mas não à sua integralidade. Salvo cenários extremos, como o do Brasil passar a conviver com uma conjuntura econômica mais próxima a de países como a Argentina, daqui para frente o nosso retorno será construído (1) pela taxa de aumento de lucro das empresas do portfólio, a qual temos muita convicção, e (2) pela normalização (dos patamares atuais, seria um aumento significativo) dos múltiplos.

O Brasil

É frustrante lidar com a quantidade de oportunidades perdidas pelo país e, com a capacidade de criarmos crises desnecessárias. Países que chegaram a altos graus de desenvolvimento e inclusão não são aqueles que apresentam taxas explosivas de crescimento em alguns anos, mas sim aqueles que não têm grandes colapsos. Por aqui, por outro lado, busca-se com uma frequência inacreditável os estirões de crescimento e os “cavalos de pau”, virando-se as costas para as consequências positivas da previsibilidade e dos avanços marginais.

Tentando equilibrar a atenção, nos questionamos frequentemente sobre a existência de atributos positivos a serem explorados, no melhor sentido da palavra, no Brasil.

Nossa visão é que dois são os principais atributos positivos. Um deles é a **existência de oportunidades de crescimento com grande magnitude** e que, para se materializarem, **não dependem de crescimentos expressivos do PIB**. Se PIB é o tamanho da pizza, estamos falando aqui (a) de setores e soluções cuja fatia tende a crescer, seja por mudança de hábito ou demografia, e (b) de empresas que possuem capacidade de ganhar participação de mercado (maior mordida dentro de uma determinada fatia). Em alguns casos, temos as duas coisas juntas. Como contraste, em países mais desenvolvidos esses níveis de crescimento só são encontrados em companhias com viés “*tech*” que atuam em ambientes competitivos muito mais fluídos e com trajetórias de lucro mais incertas. No Brasil, ainda existem negócios tradicionais, rentáveis e defendidos, como redes de farmácias, que crescem (com rentabilidade) a taxas superiores a 20% ao ano.

Apesar de ser automático focarmos nas dinâmicas de demanda (o que vai vender mais no futuro etc.), o maior atributo por trás dos sucessos corporativos (e de investimentos) é a dinâmica de oferta, traduzido principalmente pelo nível de competição. E é nesse tema de competição que vemos o segundo atributo distinto

do Brasil: um **ambiente competitivo mais brando, com maior distância competitiva entre os líderes setoriais e os seus competidores menores**, seja por acesso a capital em condições menos punitivas ou por capacidade de atração de capital humano e investimento tecnológico. Há **uma tendência a grandes concentrações de mercado e à criação de oligopólios ou soberanias competitivas**, sendo esse fenômeno de concentração e distanciamento entre os maiores e os menores normalmente intensificado em momentos de turbulência e/ou capital mais escasso.

Com base nesse contexto que direcionamos nossa atenção. Os exemplos a seguir ajudarão a tangibilizar um pouco esse nosso raciocínio.

Desempenho das Companhias Investidas

A seguir, vamos fazer um breve resumo sobre duas companhias com participação relevante em nosso *portfólio*. Vamos tentar passar uma visão sobre o que fazem, em que momento estão e como o *business* tem evoluído. Dado que, como falamos anteriormente, o crescimento de lucro será importante para nosso retorno, vamos compartilhar a evolução do lucro dessas companhias no que achamos que foi um dos períodos mais duros da nossa história econômica: os anos de 2014, 2015 e 2016.

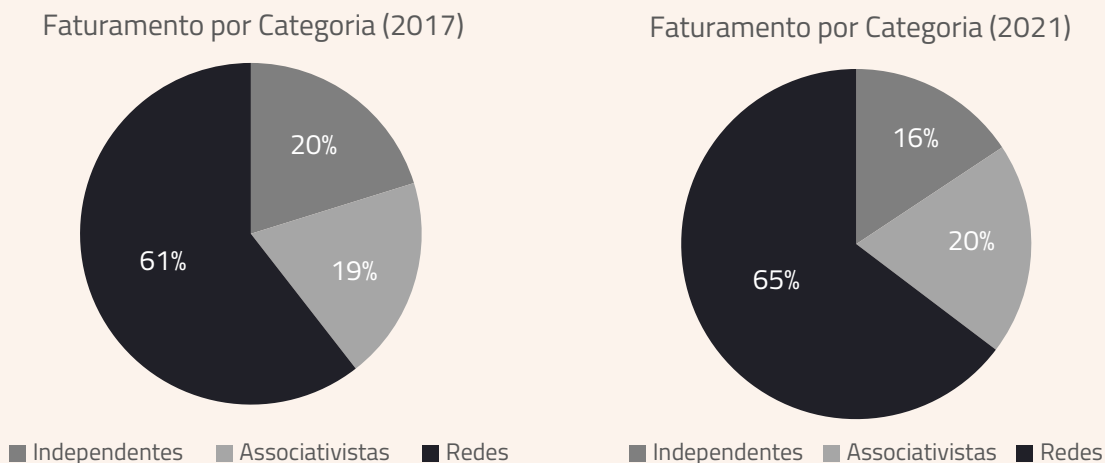
As duas, assim como grande parte do *portfólio*, possuem em comum alguns fatores: (a) estão ligados a setores da economia pouco cíclicos, cuja demanda não oscila negativamente em momentos de crise, (b) apresentam motores próprios de crescimento e (c) são empresas de dono (com competência, alinhamento e índole para tomarem decisões que gerem valor). São também empresas dominantes em seu ambiente competitivo e com modelos de negócio, de certa forma, únicos. Por fim, são empresas muito longevas, sendo uma delas a Panvel, fundada em 1973, e a outra, a GPS, fundada em 1962 (apesar de ter sido comprada pelos atuais sócios em 1992).

Panvel

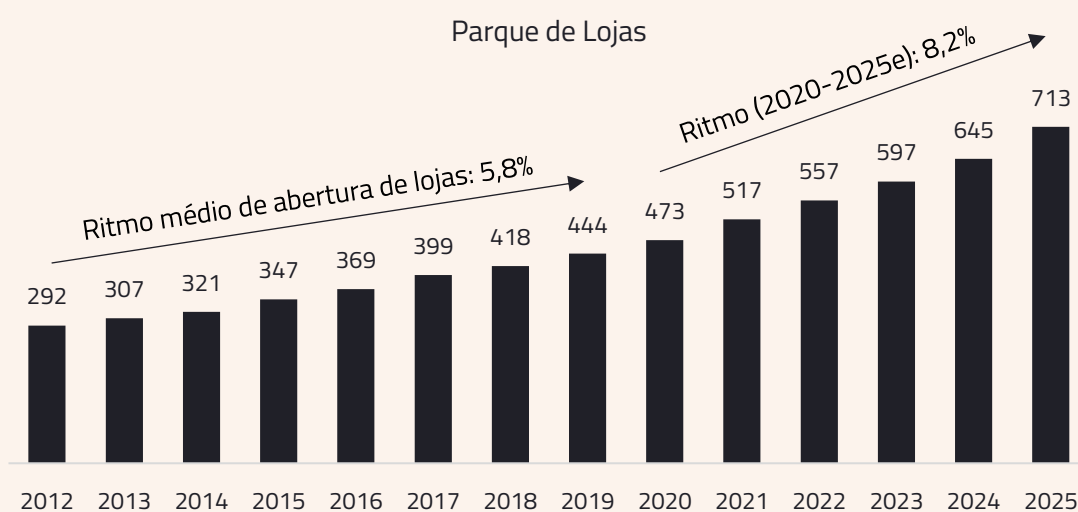
A Panvel é a líder do varejo farmacêutico na região Sul, com dominância no Rio Grande do Sul e com presença relevante em Santa Catarina e Paraná. É uma companhia de controle familiar, com participação relevante do Kinea - Private Equity ligado ao Itaú, e em processo de expansão.

No caso da Panvel, temos um exemplo que agrega praticamente todos os pontos que mencionamos na sessão sobre o Brasil. Se trata, no nosso diagnóstico, de um bom *business*, num setor com crescimento contratado pelo envelhecimento populacional que o Brasil está exposto, e com muito espaço para consolidação que independe

da evolução do PIB. Apenas como exemplo, de 2017 até 2021, o faturamento do mercado de farmácias da região Sul cresceu 40%. Já as grandes redes, grupo do qual a Panvel faz parte, cresceram ainda mais e deixaram de representar 61% do mercado, em 2017, para cerca de 65% em 2021. Nesse período, a Panvel cresceu 54%.

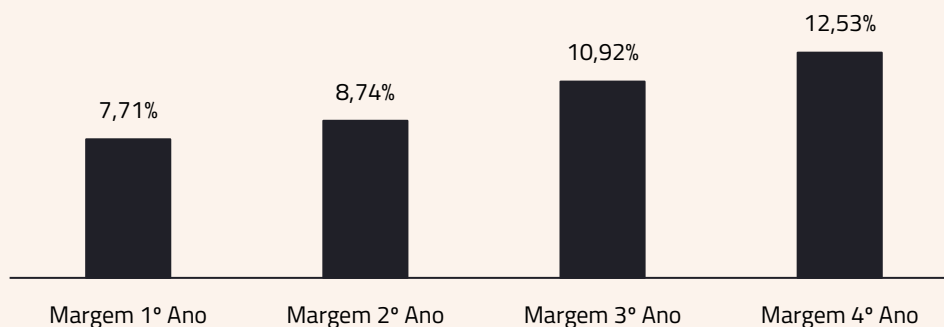


Até 2019 a Panvel crescia seu parque de lojas a 5,8% ao ano. De controle familiar, realizou um *follow on* no final de 2020 e captou recursos para acelerar o ritmo de abertura de lojas, atualmente na casa de 8,2% ao ano. Mas um processo de aceleração de expansão em qualquer tipo de varejo nos lembra muito uma gravidez, só que com duração total mais longa. No início, há a fase menos agradável, com algum enjoo. A medida em que o tempo vai passando, o enjoo estabiliza. Entre o início da gravidez e o nascimento, muitos exames são feitos para checar a evolução da gravidez. Por fim, nasce o bebê.



No varejo farma, o filho (normalização da rentabilidade de uma loja) está pronto no 4º ano. Nos primeiros anos, porém, há pressão de margem. Apesar da rentabilidade final só ser conhecida após decorrido todo o período de

maturação da loja, até lá, é possível fazer o “pré-natal” e coletar os sinais de qualidade da gestação. E os indícios na Panvel são bastante positivos.



Em resumo, nossa análise indica que se trata de um business rentável, pouco cíclico, com espaço para ganho de *share*, com ventos favoráveis de demanda (demografia), bem gerido e em um processo de expansão que tem mostrado sinais positivos. Se trata também de uma companhia que podemos dizer que já é vencedora regionalmente.

Indo para o desempenho dos primeiros 9 meses do ano, o lucro líquido da companhia aumentou 21% quando comparado a 2021, a despeito das dores da aceleração do crescimento que mencionamos acima. Tudo indica que terão também um excelente 4º trimestre e, no ano que vem, duplo dígito de crescimento de receita e expansão de margens pela maturação do parque de lojas. O preço da ação por outro lado, caiu 20% no ano.

Apesar de, na nossa interpretação, a companhia estar em um dos momentos de maior gravidez de resultados futuros da sua história, o patamar de preço é o mais baixo da série, como demonstra o gráfico abaixo².



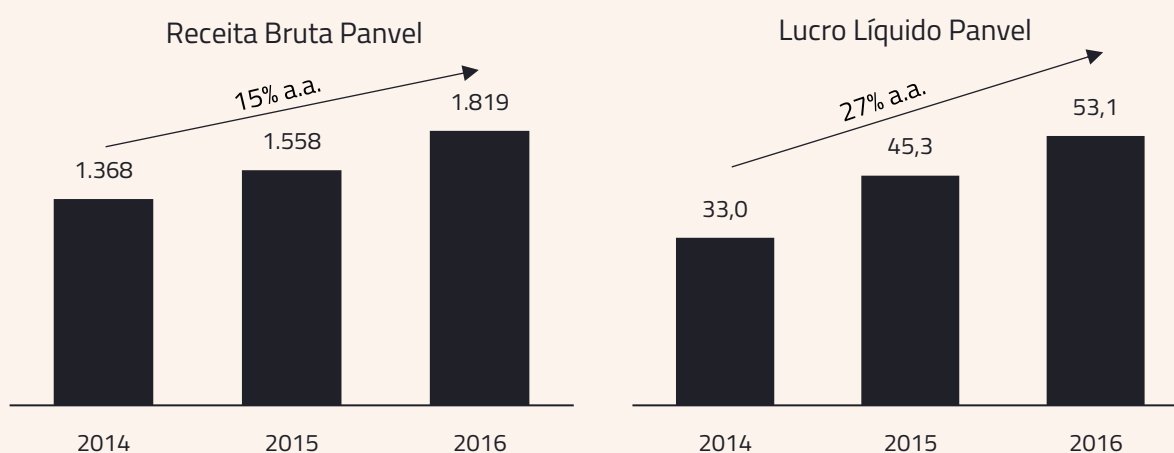
²EV: Preço da empresa no mercado, somado às suas dívidas e subtraído de seu caixa.

EBITDA: É uma tentativa (imperfeita), de estimar a geração de caixa operacional de uma empresa. É o lucro da empresa antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização.

EV/EBITDA: apesar de não ser uma métrica perfeita, por não considerar todas as variáveis importantes de geração, é um indicador que tenta confrontar o preço de uma empresa com a sua capacidade de gerar caixa. Tudo mais constante, quanto menor esse índice, mais barata está uma ação.

Nosso primeiro investimento na Panvel foi no final de 2019. A evolução positiva do *business* e do lucro desde então, ponderado pela queda do preço da ação nos últimos 12 meses, nos fez aumentar nossa exposição a esse investimento ao longo do ano e, especialmente, nas últimas semanas. Continuamos também monitorando de perto a execução desse plano de expansão e, também, os movimentos dos concorrentes regionais e da Raia Drogasil, a maior ameaça a nossa tese de investimentos. Até agora, nenhum sinal negativo prático.

Por fim, compartilhamos nossa "terapia interna": os resultados dessa companhia em 2014, 2015 e 2016, período que, como comentamos anteriormente, houve a maior queda de PIB per capita de um país fora de guerra, com inflação e juros altos e explosão do desemprego. Mesmo nesse período extremamente difícil, a receita e o lucro da Panvel cresceram, respectivamente, 15% e 27% ao ano.




Daqui pra frente, considerando a gravidez de resultados futuros da Panvel e os indícios positivos da evolução do *business*, acreditamos ser provável que o lucro da Panvel avance a taxas de 25% ao ano entre 2022 e 2025. Acreditamos, também, dado o patamar atual, que uma normalização de múltiplo (subida significativa) é bastante provável.

Havendo uma correção positiva de múltiplo, de 7,5 vezes seu EBITDA para 10 vezes, por exemplo, vemos potencial de retorno superior a 35% ao ano em 3 anos ou de 30% ao ano em 5 anos (30% em 5 anos transforma R\$100 em R\$371). Aqui vale a lembrança de que a Panvel negociada a 10x EV/EBITDA dos últimos 12 meses ainda é (a) um patamar 1 desvio padrão abaixo da média, (b) um múltiplo baixo para o nosso diagnóstico do *business*, da oportunidade e do risco, e (c) um múltiplo muito abaixo de uma empresa comparável do mesmo setor listada na bolsa (embora a comparação não seja perfeita, a Raia Drogasil negocia a 17x EV/EBITDA dos últimos 12 meses).

GPS

Provavelmente todos os leitores já tiveram contato com alguma empresa da GPS. Seja em algum shopping, estacionamento, portaria de prédio corporativo, banheiro de aeroporto, dentre outros. Dependendo do ângulo de observação, não se trata de uma empresa "sexy" ou charmosa. Dependendo do ângulo...

Fundada em 1962 em Salvador, mas comprada pelos atuais sócios em 1992, a GPS é atualmente a maior empresa de terceirização de mão de obra do país, com aproximadamente 140 mil colaboradores. É um segmento bastante resiliente (diferente de produtos como eletrodomésticos ou apartamentos residenciais, numa crise econômica a demanda por seguranças e/ou equipes de limpeza praticamente não oscila) e um dos exemplos em que é possível crescer significativamente via maior mordida da fatia setorial sem depender do crescimento da pizza. Apesar de ser a maior e mais rentável empresa desse setor no Brasil, a GPS ainda possui *market share* de aproximadamente 4%. Abaixo, mostramos o crescimento da companhia desde 2012:

GPS	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021
PIB Brasileiro	1,9%	3,0%	0,5%	-3,5%	-3,3%	1,3%	1,8%	1,4%	-3,4%	4,6%
Inflação	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	6,3%	2,9%	3,8%	4,3%	4,5%	10,1%
Crescimento de Receita	32,9%	39,8%	46,8%	41,7%	24,3%	38,3%	35,1%	31,3%	14,6%	33,9%
Receita GPS (R\$ mi)	484									6.615

Enquanto a Panvel abre lojas, a GPS adquire pequenos concorrentes de forma sistemática para crescer. Fusões e aquisições possuem, estatisticamente, baixa probabilidade de sucesso para os compradores. Porém, dentro desse universo existe um subsegmento muito menos arriscado e cuja estatística vai na direção contrária: a categoria das aquisições programáticas. Aquisições programáticas são aquelas em que se adquire uma série de empresas menores com uma lógica de geração de valor sistemática. E é exatamente isso que a GPS faz.

A GPS está num segmento muito pulverizado, em que muitas companhias têm dificuldade de sucessão e de lidar com a complexidade operacional de ser uma grande empresa. Já a GPS desenvolveu tecnologia, gestão e conhecimento para saber identificar, precificar e integrar empresas menores, comprando não só num preço barato (grande número de empresas menores à venda e a GPS praticamente sozinha na ponta compradora), como conseguindo capturar sinergias e eficiências no processo. Fazem isso com intensidade desde pelo menos 2012 e, na nossa visão, esse conhecimento é um dos principais ativos intangíveis que levamos quando investimos nessa companhia.

Nossa primeira aquisição de participação ocorreu logo após o IPO da GPS, realizado em abril de 2021 a 12 reais. Apesar da receita e do lucro líquido anualizado do último trimestre da GPS ter crescido 60% e 61%, respectivamente, desde o IPO, hoje a ação está negociada no mesmo preço.

Dada a evolução do *business* e a “não evolução” do preço, e considerando também as oportunidades relativas, adicionamos mais participação ao nosso *portfólio*. Poderia-se argumentar que R\$ 12 reais, no IPO, era um preço exageradamente alto para a GPS, mas nossa visão é de que o exagero está é no preço atual (para baixo).

Falando um pouco dos resultados de 2022, nos primeiros 9 meses do ano a receita líquida da GPS cresceu 44% quando comparado ao mesmo período de 2021, fruto de crescimento orgânico e das aquisições realizadas com os recursos do IPO. As margens seguem saudáveis e o lucro líquido avançou 30%.

Por fim, seguindo a lógica de tentar entender o que acontece com essa companhia em momentos econômicos complexos, voltamos novamente para 2014, 2015 e 2016. Foi uma crise bastante aguda e, mesmo assim, a GPS apresentou crescimento anual de receita de 37% (ou 158% de crescimento em 3 anos). Do ponto de vista de lucro, atingiram R\$77 mi em 2014, R\$105 mi em 2015 e R\$124 mi em 2016. Mesmo em 2020, ano de pandemia, conseguiram fechar o ano com 283 milhões de lucro, 33% superior ao lucro de 2019. Apenas como referência, só nos primeiros 9 meses de 2022 chegaram a R\$374 milhões.

Apesar de não ser imune a riscos, acreditamos que, no patamar de preço atual e considerando a qualidade e as oportunidades do *business*, estamos sendo muito bem remunerados. Temos muita admiração pela cultura da GPS e ao engajamento/obsessão e alinhamento dos controladores e principais executivos.

Os Erros

Consideramos erro, principalmente, o enquadramento/diagnóstico incorreto de um determinado *business* (e, conseqüentemente, o diagnóstico incorreto sobre as potenciais trajetórias de lucro e os riscos envolvidos), assim como a decisão errada baseada nesse determinado enquadramento/diagnóstico. Para tentar exemplificar, entendemos que é um erro diagnosticar corretamente um *business* e uma oportunidade, mas não decidir corretamente (e efetuar a compra).

Por outro lado, não interpretamos automaticamente como erro casos em que entendemos que fizemos o diagnóstico correto, com decisão correta, mas sem resultados (momentaneamente) positivos. Nossa visão é que, nesses casos, esse resultado negativo de curto prazo é o efeito colateral necessário (e temporário) de quem busca retornos maiores de longo prazo.

Nas próximas páginas, compartilhamos algumas lições dos nossos investimentos em Natura, Hapvida e em Lojas Quero-Quero. Como apresentar erro zero não é realista, nosso foco está em (a) acertar mais do que errar,

(b) buscar que os resultados de cada acerto sejam superiores à perda de cada erro, (c) ter um processo que ajude a ajustar a rota caso evidências contrárias aos principais pilares dos investimentos se apresentem.

Natura

O investimento em Natura foi baseado, principalmente, (a) no lastro das operações brasileiras e da América Latina da Natura, que são excelentes *businesses*, e (b) nas oportunidades de melhorias operacionais da recém adquirida Avon. Interpretávamos o diferencial de qualidade operacional entre a Avon e a Natura no Brasil como evidência do grande potencial de melhoria na operação da Avon. Além disso, a divulgação de *guidances* que quantificavam as sinergias e os bons resultados em 2020 nos passaram a falsa percepção de que o *business plan* estava minimamente funcionando como previsto.

Mas estávamos errados. Mais tarde, conseguimos concluir que o bom desempenho em 2020 foi causado por questões exógenas que favoreceram a companhia de forma temporária e acabaram camuflando os problemas do *turnaround* da Avon.

Nossa conclusão é que superestimamos a probabilidade de sucesso dessa aquisição transformacional da Avon pela Natura. Ao estudar mais recentemente a história da Avon (principalmente o livro *Beauty Queen*, que conta a trajetória de uma CEO da Avon até 2012), percebemos que as soluções que são aventadas hoje são as mesmas que já foram tentadas diversas vezes por outras administrações. Nosso *insight* é que talvez as causas dos problemas sejam outras, desconhecidas por nós e, talvez, até pela própria companhia (ou se conhecidas pela companhia, talvez não sejam passíveis de solução). Concluímos também que a multiplicidade de geografias, moedas e empresas criou uma complexidade extrema de diagnóstico e monitoramento.

Os aprendizados: (a) fusões e aquisições transformacionais possuem maior probabilidade de não funcionarem, principalmente quando envolvem turnarounds; (b) cases muito complexos (moeda, países, unidades de negócio), principalmente envolvendo turnaround e quando não temos confiança extrema na cultura organizacional, podem ser evitados.

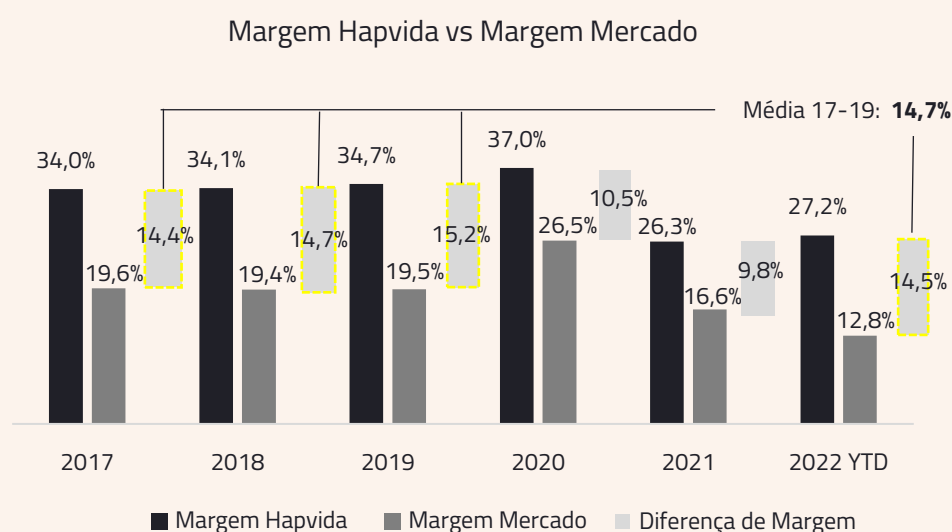
Hapvida

A Hapvida é a maior operadora de planos de saúde verticalizados do país, com mais de 9 milhões de beneficiários e capaz de prestar serviços médicos pelo menor custo por conta de escala, maior alinhamento de incentivos dos elos da cadeia e processos. É um *business* com demografia favorável (envelhecimento populacional) e com baixa ciclicidade de demanda, tendo a Hapvida uma soberania competitiva relevante.

Continuamos com o diagnóstico de que se trata de um *business* extraordinário e com capacidade de crescimento de beneficiários via ganho de *share*. Nossa visão é que sua vantagem competitiva está intacta, apesar dos desafios de integração que possuem com a Intermédica, concorrente adquirido em 2021. Porém, como explicaremos abaixo, a fase do COVID (2020 até hoje) fez com que esse *business* se comportasse de forma mais cíclica do que o normal.

Todas as empresas do setor tiveram lucros extraordinários em 2020, uma vez que os pacientes postergaram os tratamentos menos urgentes e só usaram o plano de saúde em casos de COVID. Esse comportamento resultou em menor custo e maiores margens para as operadoras. Em 2021, após um período de lucros extraordinários, as operadoras reajustaram seus preços para baixo. Acontece que os contratos são de 1 a 2 anos e, ao longo de 2021, os clientes não só utilizaram muito os serviços médicos por conta da Ômicron, como também voltaram a fazer as cirurgias eletivas que estavam represadas. Além dessa maior frequência de utilização, houve também aumento de custos por questões de *supply chain* e inflação. Tempestade perfeita. Em resumo: a receita da indústria ficou travada em patamar baixo e o custo cresceu por maior utilização e inflação de custos.

Quando observamos o que aconteceu com os concorrentes, temos indícios de que se tratou de um problema setorial e que a vantagem competitiva da Hapvida aparentemente permanece intacta (vide gráfico abaixo, em que mostramos o comportamento das margens da Hapvida e dos concorrentes). A indústria está com prejuízos bilionários (a Hapvida com lucro, mas menor do que o histórico) e entendemos que a solução passará pela continuidade dos aumentos de preço dos planos nos próximos meses. Nos parece que só se trata de um problema permanente caso o novo normal da indústria seja operar eternamente no prejuízo.



Mesmo com o enquadramento correto de Hapvida e com o diagnóstico de que a companhia tem capacidade de continuar a gerar frutos por muitos anos, poderíamos ter dado mais peso à dura (apesar de provavelmente temporária) conjuntura que a companhia atravessaria e ajustado para baixo o tamanho do nosso investimento.

A origem do erro foi provavelmente o foco excessivo no atributo positivo da soberania competitiva e no apreço que temos pela natureza da vantagem competitiva da Hapvida.

Diferente de Natura, acreditamos que o insumo analítico de Hapvida está sendo aproveitado para gerar retorno adicional. Apesar de tardiamente, reduzimos a nossa participação em novembro deste ano, num preço aproximadamente 40% acima do atual. Desde então, ganhamos mais confiança em relação as nossas hipóteses do investimento e adicionamos participação a preços que nos trazem mais margem de segurança e retorno potencial.

Como diz Buffett: *"The best thing that happens to us is when a great company gets into **temporary trouble**. ... We want to buy them when they're on the operating table"*. A chave nesse investimento é o trecho em negrito.

Por fim, comentamos em Natura que um dos aprendizados foi passar a tomar cuidado dobrado para não superestimar a chance de sucesso de uma aquisição transformacional, como é o caso da compra da Intermédica pela Hapvida. Mas vemos muitas diferenças entre os dois casos e alguns componentes na fusão da Hapvida com a Intermédica que, de acordo com pesquisas e reflexões internas, aumentam a chance de sucesso nesse caso.

Lojas Quero-Quero

A Quero-Quero é uma varejista de materiais de construção líder em pequenas cidades de interior no Rio Grande do Sul, Paraná e Santa Catarina. Além de terem uma certa soberania competitiva na oferta de produtos e de crédito em cidades de interior, possuem presença em 413 cidades e potencial mapeado para atingir 900. Acreditamos bastante também na capacidade do time de gestão.

Investimos, ao longo de 2020 e 2021, a um preço médio de 13,77 reais e vendemos a um preço médio de 19,45 no final de 2021 e ao longo de 2022. Hoje a ação está negociada a R\$4,20. Mesmo tendo sido um investimento com retorno positivo, hoje vemos que nosso diagnóstico sobre a companhia não estava integralmente correto, pois não considerávamos corretamente o nível de ciclicidade de demanda do *business*. A normalização da atividade econômica pós-covid, somado ao aumento da taxa de juros, fez com que sofressem pressão significativa em vendas e perda de rentabilidade. O investimento em Quero-Quero gerou retorno positivo, mas pelos motivos errados, e por esse motivo tratamos o caso como um erro que gerou reflexões e aprendizados.

Palavras Finais

Não é agradável chegar ao final de um período de 4 anos e estar abaixo do CDI e do Ibovespa. Todo esse esforço e trabalho! Pode-se argumentar que a relação de preço e valor foi reduzida substancialmente, significando potencialmente retornos altos a frente. Foi um pouco do que tentamos demonstrar um pouco ao longo dessa carta.

Dada a sequência de eventos de baixa probabilidade e alta severidade presenciada nos últimos 3 anos, como a pandemia e a guerra da Ucrânia, é até surpreendente ver o estágio final da economia e, principalmente, das boas companhias. No Brasil, desemprego baixo, crescimento razoável do PIB (estimativa no início do ano era de um crescimento de 0,5% ou até uma queda e o ano está encerrando com crescimento próximo a 3%) e um nível de endividamento hoje muito menor do que se imaginou em diversos momentos dos últimos 3 anos.

Por outro lado, os instrumentos utilizados no Brasil e no mundo para evitar um colapso causaram seus efeitos colaterais, sendo o principal deles a inflação. Para corrigir: aumento de juros no Brasil e no mundo, sendo esse o principal fator por trás das quedas das ações. Mas, no Brasil, até esse componente já estava começando a entrar nos trilhos, no final desse ano. A dinâmica estava caminhando para um início de queda de juros em 2023. Com o resto do mundo ainda em processo de aperto monetário, os níveis de preço dos ativos brasileiros extremamente atrativos e nossa balança comercial totalmente equilibrada, era até possível que o Brasil começasse a ser visto como um porto seguro nessa complexa conjuntura internacional.

Mas não é o que está acontecendo. Após ser eleito, o governo eleito começou a tomar decisões que parecem apontar para um governo que mistura a fracassada ideologia econômica de Dilma com a capacidade de articulação política e de implementação de Lula. Sempre que vemos novas evidências, tentamos diagnosticar se são pontos fora da curva ou pontos de uma nova curva. O avanço de uma PEC irresponsável, as nomeações (e as não nomeações de pessoas sabidamente competentes, mas não aceitas pelo partido), a falta de preocupação com as repercussões negativas em mexer na Lei da Estatais e as fotos de punho cerrado, dentre outras, parecem indicar uma nova e preocupante curva. Como consequência, nas últimas semanas de 2022 o juro real demandado pelos investidores para financiar o governo brasileiro (cupom das NTN-Bs) chegou a patamares só vistos no governo Dilma. São patamares tão altos que, esses sim, tem capacidade de sufocar a atividade econômica (a despeito do desempenho positivo das empresas que citamos ao longo da carta) e desancorar o nível de câmbio. Historicamente, essas situações extremas têm levado a ajustes de rota. Apesar de não fazer sentido seguir essa rota logo no início de um mandato, até agora esse foi o caminho escolhido.

Com a ressalva de que *"Portfolio Management is not a work of art that gets better with endless sculpting"*, não ficamos apenas torcendo pela melhoria do ambiente, mas buscando melhorar o *portfólio* dada as novas informações e oportunidades disponíveis. A ideia sempre é maximizar aquela função que comentamos ao longo

da carta: buscar a mais íngreme, duradoura e menos arriscada trajetória de lucros, o menor múltiplo de entrada (ajustado a qualidade e características do business, claro) e a maior probabilidade de se beneficiar de expansões significativas de múltiplo.

Estamos atualmente com um *portfólio* de companhias rentáveis, negociadas a patamares de preço/múltiplos extremamente baixos (em muitos casos, os menores em 15/20 anos) e que possuem, como mostramos em 2 exemplos, alta probabilidade de aumento significativo de lucro nos próximos anos de forma quase independente do ambiente macroeconômico. Acreditamos que, desde o nosso início, é a maior discrepância entre preço e valor do fundo. De qualquer forma, o flerte do governo atual com ideias extremas nos fez privilegiar numa dose maior o atributo cambial de algumas boas companhias do nosso portfólio, melhorando o retorno esperado do fundo sem perda substancial de *upside* caso a extrema irresponsabilidade de política econômica e fiscal não siga integralmente adiante.

Agradecemos a confiança,

Ori Capital