

Relatório de Desempenho – 2023

Encerramos o ano com um retorno positivo de 40,64%, comparado com o avanço de 10,72% do nosso benchmark (IPCA + IMAB). O Ibovespa e o IVBX 2¹, dois índices que representam o mercado acionário, avançaram 22,28 % e 17,39%, respectivamente.

No Relatório de Desempenho do 1º Semestre, falamos sobre os 4 investimentos que mais contribuíram positiva e negativamente para o desempenho daquele período. Apesar de ser uma janela muito curta, foi apenas uma forma de selecionar alguns investimentos do nosso portfólio para comentar e transmitir como pensamos e agimos. Vamos começar o Relatório de Desempenho de 2023 da mesma forma. Em seguida, vamos falar da nossa decisão de incluir a Intelbras em nosso portfólio, após dois anos de estudo e acompanhamento.

Como já mencionamos anteriormente, nos organizamos para ter a flexibilidade de comprar ativos menos líquidos quando a oportunidade e o risco justificam, mas sem nenhuma inclinação ou dogma nessa direção. No passado, as empresas de menor porte e liquidez disponíveis na bolsa eram geralmente mais cíclicas (industriais, por exemplo) e/ou menos vencedoras (bancos médios, por exemplo). Ser menor geralmente era ser pior, ser mais arriscado. Porém, após vários ciclos de IPOs, hoje a figura é outra: vemos algumas empresas com pouca liquidez, mas que são líderes em seus mercados, bem geridas e com muito crescimento. É o caso da SmartFit e da GPS. Essa alavanca foi importante para o desempenho do ano e acreditamos que continuará sendo.

¹IVBX 2 é uma carteira teórica de ativos que exclui as 10 empresas de maior valor de mercado e liquidez da bolsa. As exclusões são concentradas em *large caps* do setor bancário e de *commodities*, trazendo, portanto, uma visão do desempenho da bolsa mais equilibrada do que o Ibovespa.

Desempenhos Positivos

Das 4 maiores contribuições de resultado do ano, 3 já estavam presentes do Relatório de Desempenho do 1º semestre: **GPS**, **Oceanpact** e **Marcopolo**. A novidade nesse grupo de desempenhos positivos é a **Desktop**, da qual falaremos por último.

Sobre a **GPS**, seremos econômicos pois fizemos comentários nos dois últimos relatórios de desempenho. Continuamos com o diagnóstico de que se trata de uma das melhores engrenagens (companhia/pessoas) disponíveis na bolsa brasileira, com espaço para gerar valor via “M&As Programáticos” por muitos anos e com baixo risco.

O business está operacionalmente saudável, a companhia vem apresentando crescimento de lucro (+21% nos primeiros 9 meses do ano), e os principais pilares da tese estão avançando como previsto. Considerando a qualidade da empresa, a competência, a obstinação/alinhamento das pessoas, a quantidade de oportunidades de crescimento e a natureza do business, acreditamos que possui um destino muito previsível e próspero, capaz de compor retorno por muito tempo.

Iniciamos 2022 com a GPS sendo o nosso 2º maior investimento e, ao longo do 1º semestre, reduzimos nossa exposição por perda de atratividade relativa a outros ativos disponíveis (valorização de 49,5% no 1º semestre e de 63,8% no ano). Apesar da redução marginal, ainda é um dos nossos principais investimentos.

Outro investimento cuja evolução do business foi positiva em 2023 e gerou valorização da ação (nem sempre os dois andam juntos no curto prazo) foi a **Oceanpact**. Também falamos muito sobre ela no nosso último Relatório de Desempenho.

Recapitulando, a nossa tese central é (a) de que houve, nos últimos 10 anos, falta de investimento no setor de embarcações de apoio, (b) de que já estamos com escassez de embarcações de apoio por essa falta de investimento no setor, (c) de que há necessidade de subida das diárias de afretamento para justificar a construção de novas embarcações capazes de equilibrar o balanço de oferta e demanda do setor. Se estivermos certos, essa conjuntura levará a um aumento de diárias no setor como um todo e, conseqüentemente, a maior rentabilidade para aqueles que detêm embarcações, como é o caso da Oceanpact.

Ao longo do ano, o desbalanceamento de oferta e demanda foi ficando mais visível e tangível:

- Leilões realizados em 2023 pela Petrobras indicam um aumento de 45% na diária média de OSRVs² (Oceanpact possui 7 embarcações) quando comparado às diárias atuais da Oceanpact, de 30% na diária média de PSVs² (4), de 51% na diária média em AHTS² (2) e de 98% em RSVs² (7).
- Companhias estrangeiras, como a americana Tidewater, subiram diárias em aproximadamente 32% no ano.
- Ainda não observamos estaleiros com ordens para aumentar a oferta de embarcações no mercado. Apesar do incremento de diárias mencionado acima, estimamos que diárias precisam aumentar mais 60% para justificar nova construção.

Hoje a Oceanpact opera com uma taxa de afretamento média de USD 30 mil. Caso recontrate toda a sua frota nas taxas diárias que observamos nos leilões da Petrobrás realizados em 2023, subiria para USD 45 mil, o que se traduziria em um aumento estimado por nós de 149% na geração de caixa operacional da empresa. Consequentemente, o EBITDA da companhia saltaria de aproximadamente R\$ 400 milhões para R\$ 970 milhões. A empresa fechou o ano negociada na bolsa por aproximadamente R\$ 1,3 bilhão e possui R\$ 930 milhões de dívida líquida.

Como também já comentamos em outros Relatórios de Desempenho, a Oceanpact ainda tem um valor significativo a receber de duas disputas judiciais (“claims”) contra a Petrobrás, cujo valor, pelas nossas contas, pode oscilar entre R\$ 545 e R\$ 1,09 bilhão. Os *claims* (“cerejas do bolo” que são maiores do que o bolo em si) também tiveram andamentos importantes ao longo do ano: a companhia ganhou dos apelos feitos pela Petrobras (que inclusive perdeu prazo para recorrer em um dos processos) e os processos estão a caminho do STJ para sua resolução. Pela nossa análise e julgamento, possuem alta probabilidade de sucesso.

O preço da ação da Oceanpact avançou 130,9% em 2023 mas, considerando as evoluções institucionais da companhia, as movimentações dos *claims* e a concretização dos aumentos de diárias do setor, não reduzimos nossa exposição. Encerramos 2023 com o nosso maior investimento histórico em Oceanpact.

Sobre a **Marcopolo**, no nosso Relatório de Desempenho do 1º Semestre comentamos: “a ação se valorizou 93% desde o início do ano a medida em que a normalização de demanda e de margens ficou mais evidente. Dadas as nossas estimativas de retorno prospectivo desse investimento em comparação com outros ativos do nosso portfólio, hoje se trata de uma alocação menor do fundo.”

² As siglas correspondem aos tipos de embarcações de apoio que a Oceanpact possui, onde OSRV corresponde a “Embarcações de Resposta a Emergência”, PSV a “Embarcações de Suporte as Plataformas”, AHTS-TO a “Embarcações Rebocadoras e de Manuseio de Âncoras” e RSV a “Embarcações de Suporte a Veículos Subaquáticos Operados Remotamente”.

Depois de reduzir nossa exposição, continuamos a estudar a companhia, estivemos no Marcopolo Day em Caxias do Sul e acabamos concluindo que, mesmo após a grande valorização, ainda se tratava de um dos melhores retornos ajustados ao risco do nosso portfólio. Essa reavaliação nos fez decidir não só recompor o nosso investimento anterior como aumentar a nossa exposição, o que executamos ao longo de setembro e outubro, principalmente. A Marcopolo se tornou um dos nossos maiores investimentos.

Considerando que está mais claro que a Marcopolo vai retornar muito capital aos acionistas via dividendos e que a ação ON (POMO3) é negociada com mais de 20% de desconto (e com mais direitos), hoje estamos mais expostos à POMO3 do que anteriormente. É uma ação menos líquida, mas cujo risco de iliquidez temos capacidade de absorver em prol de maior retorno.

Das 4 maiores contribuições do ano, apenas **Desktop** não apareceu nos principais destaques do 1º semestre.

A Desktop chegou ao nosso radar pelo nosso "*Value Screen*", processo que busca chamar a nossa atenção para ações estatisticamente baratas ou que passaram por quedas de grande magnitude. A Desktop fez seu IPO em 2021 a R\$ 23,5 e atingiu R\$ 26,00 algumas semanas depois mas, em meados de 2022, estava negociada a R\$ 9,00, uma queda de 62% e 65% respectivamente. Não que achássemos que o patamar do IPO estava correto, mas vale lembrar a matemática: para voltar ao mesmo ponto, havia a necessidade de subir 161% e 189%, respectivamente. Decidimos investigar.

A Desktop é um provedor de banda larga fixa baseado em FTTH (fibra), tecnologia mais recente de transmissão de dados. O setor de telecomunicações é normalmente caracterizado pelo excesso de competição, obsolescência tecnológica e retornos marginais decrescentes. Nossa visão a respeito do *business* de fibra, porém, é um pouco diferente. Enquadramos a Desktop como uma "utility" não regulada, ao invés de uma empresa clássica de telecom, tendo um ambiente competitivo mais racional e restrito. Como o negócio de fibra é local e intensivo em capital e custo fixo, a necessidade de uma ocupação mínima acaba sendo a principal barreira de entrada, pois um investimento só é viável a partir de uma ocupação de 20% da rede. Consequentemente, não existe espaço para mais do que 2 ou 3 players atuem na mesma localidade.

Grande parte das empresas que caem no nosso value screen acabam sendo descartadas novamente depois que estudamos mais um pouco. A Desktop acabou sendo uma exceção. Ao contrário de muitos IPOs do período, foi uma empresa que entregou bastante resultado ao longo do período, seja em crescimento, eficiência operacional (melhoria de margens) e retornos orgânicos sobre o capital em patamares atrativos.

No preço que compramos, havia desconto para o valor de reposição dos ativos e poucas coisas precisavam dar certo para que obtivéssemos um bom retorno. O preço da ação (R\$ 14,12)³ já não está abaixo do valor de reposição, mas o retorno esperado baseado na ocupação potencial da rede já instalada continua atrativo. Aliado a isso, a Desktop conta com um ativo que tem um valor estratégico muito alto (interior de São Paulo) para uma rede neutra, onde o valor pago em transações similares supera o valor de tela da Desktop com ampla margem.

A Desktop já fazia parte do nosso portfólio no início desse ano e, após valorização (74,8% no ano), decidimos reduzir a nossa exposição. Hoje³ se trata de um investimento relativamente pequeno do fundo.

Desempenhos Negativos

Encerramos o nosso Relatório de Desempenho de 2022 com a opinião de que o *“nível geral de preços (era), o menor desde o início da nossa gestora e um dos menores dos últimos 15 anos”*.

Provavelmente pelo motivo acima (patamar muito baixo de preço) e pela moderação da inflação/queda de juros, 2023 foi um ano em que houve uma reprecificação positiva generalizada no mercado. Consequentemente, tivemos poucos casos de desempenho negativo no nosso portfólio.

No 1º semestre, citamos 4 empresas que haviam gerado retorno negativo para nós: **Armac, Vittia, Eneva e PetroRecôncavo**. Duas delas não estão no nosso portfólio. **Petrorecôncavo** explicamos no Relatório anterior que foi um erro e que nossa decisão tinha sido retirá-la do portfólio. Em relação à **Eneva**, comentamos que estávamos reavaliando a oportunidade. Ainda não tomamos a decisão de voltar a investir.

Duas ainda³ fazem parte de nosso portfólio: **Armac e Vittia**. A primeira fechou o ano sendo uma importante contribuição positiva. Adicionamos participação em **Armac** a preços baixos ao longo do 2º semestre, mas reduzimos nossa exposição recentemente após valorização. Já a **Vittia**, continuou contribuindo negativamente. Sobre a Vittia, não temos muito a acrescentar quando comparado ao que já escrevemos no Relatório do 1º semestre. Está sendo um ano duro para a companhia por questões relacionadas a normalização da cadeia de insumos e atrasos no plantio da safra de soja 23/24. A princípio os pilares da tese ainda estão válidos (e a um preço que não contempla isso) e, diferente de Petrorecôncavo, não temos a conclusão de que o investimento em Vittia foi um erro, apesar da variação negativa.

³ Cotação do dia 28/12/2023

Quando analisamos o ano, vemos que nossos principais erros de diagnóstico recentes vieram de subestimar a probabilidade de normalização de lucros de algumas companhias após anos excepcionalmente bons. Em outras palavras, nos ancoramos em lucros temporariamente mais altos, que deram a falsa impressão de que estávamos comprando bons ativos a preços baixos. Sempre tivemos a consciência de que talvez o maior viés do mercado seja o de extrapolação do passado recente, mas em alguns casos não demos ouvidos a esse simples conceito e confiamos demais na nossa lógica, análise e narrativa. Apesar de termos evitados vários erros dessa categoria, como foi o caso da Intelbras que comentaremos a seguir, esperamos cometer menos ainda no futuro.

Também, em alguns casos, menosprezamos o impacto negativo que um management com alguma deficiência específica, principalmente o de alocação de capital, acaba tendo para o sucesso das companhias e, conseqüentemente, para o retorno das ações. Talvez o paralelo adequado seja com a lei do mínimo, muito difundida na agricultura, que entende que a produção de uma cultura é limitada pelo nutriente que está em menor disponibilidade no solo, ainda que todos os outros elementos estejam disponíveis e na quantidade adequada. Daqui para frente, esperamos lembrar que a diferença de um management nota 85 e um nota 100 é bem maior do que 15!

Novo Investimento – o Modelo de Conflito de Agência e a Intelbras

Desde o IPO, realizado em 2021, acompanhamos a Intelbras. Ela nos chamou a atenção por ter uma liderança bastante completa e “franca”, com histórico longo e provado, e por ter um modelo de negócio que, em vários lugares do mundo e em diversos setores, foi capaz de gerar retornos altos e previsíveis.

Como se tornou um novo investimento do portfólio, vamos abaixo explicar um pouco o modelo de negócios da companhia, que chamaremos de “Modelo de Conflito de Agência”.

O Modelo de Conflito de Agência

Quando o preço de um produto não é o atributo de decisão principal dos seus clientes, possivelmente estamos diante de um bom *business*. É o famoso “*pricing power*”, que está presente, por exemplo, em tradicionais marcas de luxo e em produtos com alto *switching cost*, como é o caso do pacote Office da Microsoft.

Mas existe uma outra situação, bem sutil, em que o preço deixa de ser atributo principal: quando a decisão do cliente depende de uma recomendação de um intermediário supostamente independente, mas na prática

conflitado. São os “Modelos de Conflito de Agência”. Mais uma vez, vamos fazer referência ao livro *Capital Returns*, inspirado nas cartas da gestora londrina Marathon Asset Management.

“When the customer is not involved directly in the purchasing decision, then the higher prices can be used to bribe the purchaser’s agent and can result in both higher profit margins and sales volumes. From an economist’s perspective, the customer experiences an agency problem. Agency creates the potential for supernormal profits for both agents and producers”

“Normal relations between provider, intermediary and consumer are distorted when the consumer lacks understanding and relies on a supposedly independent intermediary.”

“These companies rely on an intermediary to sell their products, whose advice is relied upon by uninformed consumers who do not perceive the common interest of the producer and agent to sell high-margin products”

Algumas poucas empresas no mundo, uma delas sendo a Intelbras, possuem como principal ativo uma rede fiel de “agentes conflitados”. Costumam ser negócios resilientes e difíceis de serem replicados. E essa é exatamente a fortaleza da Intelbras.

A nossa ideia nessa sessão não é explorar em profundidade o investimento em Intelbras, mas tentar explicar o motivo pelo qual entendemos se tratar de um modelo de negócios “premium”. Setorialmente, a Intelbras é enquadrada em conjunto com a Multilaser e a Positivo Informática, duas fabricantes de equipamentos eletrônicos e que são claramente negócios inferiores. Porém, as características que explicam os altos retornos da Intelbras são, na nossa opinião, mais similares aos que explicam o sucesso da XP e da Rede D’Or, por exemplo.

A Intelbras

Essa é uma empresa cuja marca e produtos provavelmente são conhecidos de todos os leitores. É difícil não reparar na quantidade de fechaduras eletrônicas e câmeras de segurança da Intelbras espalhadas pelo país.

Por ser uma compra não recorrente e relativamente técnica, o caminho natural quando se quer comprar uma fechadura eletrônica, por exemplo, é solicitar em algum grupo de Whatsapp a indicação de um técnico/instalador do equipamento que entenda do assunto. Dado que a maioria dos instaladores/revendedores é vinculado à Intelbras, é muito provável que esse técnico recomende um produto da Intelbras. Ele terá muitas justificativas e você não terá capacidade alguma de debater. Como você conhece a marca e já viu essa fechadura na casa de vários amigos, não tem motivos para ficar preocupado. Negócio fechado.

Por trás da indicação do instalador, porém, há uma série de conflitos. Um deles é que o instalador ganha uma comissão nessa venda, progressiva a medida em que vende mais Intelbras. Além disso, a Intelbras foi toda construída pensando em agradar esse elo da cadeia, tendo suporte e serviço diferenciado para o instalador. Assim, a vida do instalador é melhor quando vende a Intelbras, mesmo que o cliente final tenha que pagar um pouquinho a mais por isso. Alguns concorrentes com quem falamos corroboram essa visão e demonstram uma enorme admiração em relação a companhia (um deles inclusive tentou introduzir produtos similares aos da Intelbras e 30% mais baratos, mas não teve sucesso).

Hoje a Intelbras possui aproximadamente 80 mil revendedores espalhados por todo o Brasil, sendo esse o seu maior ativo. Através deles, principalmente, possuem market share de aproximadamente 50% no mercado de segurança, de 25% no de controle de acesso (fechaduras, etc), de 30% no de Comunicação e de 20% no de Redes. Atuam também no segmento de Energia (inclusive solar).

Fundada em 1976 e de controle familiar, a Intelbras fez seu IPO em fevereiro de 2021. Desde então, apresentava ótimos resultados. Porém, um pedaço da melhoria do resultado vinha do segmento de energia solar, cujo modelo de negócio, na nossa visão, não é tão *premium* quanto o que a Intelbras possui em seus outros segmentos. No segmento de energia solar, a Intelbras não tem soberania no canal e, por ser uma compra de valor muito alto, o cliente tem mais incentivo a pesquisa de preço e busca por alternativas. Não é um “agency model” clássico. Porém, muitos investidores extrapolaram o sucesso conjuntural do business de solar, fazendo o preço da ação subir e impedindo que nos tornássemos acionistas.

Mais recentemente, porém, essa divisão de solar se mostrou efetivamente pior, frustrando expectativas e levando a uma queda significativa do preço das ações (queda de mais de 50% entre a maior cotação – outubro de 2022 – e a menor cotação recente – outubro de 2023). No novo patamar de preço, porém, acreditamos que estamos pagando pouco por um excelente modelo de negócio e levando o business de energia solar, do qual não temos muito apreço, praticamente de graça.

Comentários Finais

Parafraseando Peter Lynch, “*making whatever I'd done sensible to the shareholders who read the progress report*” é um grande desafio. O desafio não vem por complexidade da nossa atividade, mas principalmente pelo fato de que o portfólio é construído a partir de casos de investimento individuais, tendo eles em comum um julgamento de que estamos pagando menos do que eles valem.

O que torna essa comunicação ainda mais desafiadora é a existência de diversas aparentes contradições. Alguns investimentos, por exemplo, vêm de uma lista muito organizada de empresas de alta qualidade das quais queremos ser sócios no preço correto, como foi o caso do nosso investimento recente na Intelbras. Já outros, como foi o caso do nosso investimento em Desktop, surgem de uma análise não preconceituosa de ativos que aparentam estar muito baratos.

Mais um exemplo: comentamos nesse Relatório a nossa frustração por ter subestimado a consequência negativa de alguns managements “não completos”, mas já tivemos investimentos muito bem-sucedidos em companhias em que o management não era perfeito. Nesses casos de sucesso, conseguimos fazer um julgamento correto sobre as potenciais consequências negativas daquela deficiência.

As aparentes contradições não param por aí, mas vale seguirmos adiante para os comentários finais.

Nas nossas últimas comunicações, comentamos que o “canto do mercado” em que víamos maior potencial de retorno ajustado ao risco eram em excelentes companhias já líderes em seus segmentos, com modelos de negócio rentáveis, com espaço para crescimento, mas que possuíam menor liquidez. Dois exemplos que sempre trazemos são a GPS e a Smartfit, empresas com baixo risco empresarial e destino previsível, mas que eram/são rejeitadas por alguns fundos por serem menos líquidas. Ainda vemos muita oportunidade nesse “canto” do mercado.

Vemos também um padrão de oportunidades que são consequência de uma espécie de “ciclo de decisões erradas” tomadas por executivos durante a pandemia. Acreditamos que, em diversos momentos entre 2020 e 2023, executivos interpretaram o sucesso dos seus negócios (e a alta de suas ações) como sinal de que suas decisões e estratégia estavam corretas quando, na verdade, eram fruto de algum benefício colateral e temporário da pandemia. Nesse período de falso sucesso, porém, empresas ampliaram os investimentos nessas iniciativas, o que acabou gerando consequências muito negativas quando a realidade se apresentou.

Como um dos principais vieses do mercado e do ser humano é o de extrapolar o passado recente, diversas oportunidades surgiram nessas empresas que estão sofrendo as consequências negativas desse ciclo de decisões erradas, mas cujos ativos permanecem praticamente intactos. Essas oportunidades implicam em uma aposta de que as decisões erradas tomadas nesse período tenham sido um ponto fora da curva daquela organização e de que as decisões erradas não tenham prejudicado permanentemente o ativo principal daquela companhia. Um exemplo dessa “categoria de oportunidade” é a Alpargatas, companhia da qual nos tornamos sócios ao longo do 2º semestre de 2023 e que acreditamos que, após um ciclo intenso de decisões erradas, deverá voltar a fazer algo que ela fez poucas vezes em sua história: o básico bem feito.

Vemos também oportunidades em empresas que estão gerando resultados aquém do potencial por conta da conjuntura de juros altos. Nos interessamos por aquelas que possuem modelos de negócio sólidos e que estão com os alicerces competitivos prontos para se beneficiar de um ambiente menos hostil de política monetária.

Apesar das contradições e dos tons de cinza que tentamos mostrar acima, esperamos ter conseguido transmitir como pensamos e agimos. Assim como o ano de 2023 não foi linear (tivemos períodos negativos, inclusive), não esperamos que 2024 será. Seguimos estruturados para ter a habilidade de investir em companhias de menor liquidez e com a mesma organização de portfólio: (a) "estratégia core", composta principalmente por ações de bons negócios, com crescimento endógeno, já líderes e capazes de alocar capital de forma rentável por muitos anos; (b) complementada com companhias que tem menos crescimento, eventualmente mais cíclicas e cuja previsibilidade do retorno não vem de vantagens competitivas duradouras, mas sim, por exemplo, de dinâmicas de oferta previsivelmente favoráveis.

Obrigado pela confiança,

Ori Capital

Desempenho 2023

	Ano	Desde 2019 ⁴	Desde o Início ⁵
Ori Capital I FIC FIA	40,64%	44,41%	133,09%
Benchmark⁶	10,72%	62,95%	164,94%
IVBX2	17,39%	30,53%	79,52%
Ibovespa	22,28%	52,68%	122,03%

⁴ Os processos decisórios e de investimento atuais foram implementados em 2019, inclusive.

⁵ Início do Fundo em 28 de agosto de 2014.

⁶ Benchmark: IPCA + Yield IMA-B (IMA-B é um índice calculado pela Anbima que representa a média dos cupons de uma carteira de títulos públicos federais indexados ao IPCA).