"A margin of safety is necessary because valuation is an imprecise art, the future is unpredictable, and investors are human and do make mistakes. It is adherence to the concept of a margin of safety that best distinguishes value investors from all others, who are not as concerned about loss."

Seth Klarman

Em nossa carta anterior abordamos intencionalmente diversos temas de maneira superficial buscando apresentar um panorama geral de como pensamos e investimos. A ideia é de utilizar nossas cartas para aprofundarmos temas pertinentes a nossa filosofia de investimentos e como de fato as decisões são tomadas. Pretendemos conseguir cumprir tal tarefa no melhor espírito do "se eu fosse o cotista olhando do lado de fora, era isso o que eu gostaria de saber". Além disso, eventualmente, também devemos abordar nosso entendimento sobre o cenário econômico, haja vista que nossas empresas não operam no vácuo, mas são afetadas pelo ambiente macroeconômico (quanto menos, melhor, é verdade). Além da intenção de que este seja um canal informativo, também temos a esperança que nossos cotistas se sintam à vontade para nos enviar sugestões e críticas que possam ser de valor para a condução do fundo.

Desta vez nos ateremos com um pouco mais de profundidade ao tema margem de segurança, apenas pincelado em nossa primeira carta. Sua importância, para nós, reside menos no papel de destaque que ocupa dentro da filosofia de Valor, e mais por estar constantemente presente em nossas análises e discussões internas de investimentos.

O conceito de margem de segurança, apesar de ser tão velho quanto a própria arte de investir, só foi introduzido formalmente na década de 30 por Ben Graham e David Dodd no famigerado livro "*Security Analysis*". Resumidamente, os autores argumentam que o segredo de um investimento sólido é a própria existência da margem de segurança, definida como a existência de significativa diferença positiva entre o valor estimado de um ativo por um investidor diligente e seu preço de mercado. Desse modo, o investidor estaria protegido contra perda de capital no caso de desdobramento futuros negativos e erros de estimação do valor justo.

A prática, como costuma ser o caso, se prova bem mais complexa e intricada do que sugere a teoria. A estimativa do valor justo de uma empresa não é um exercício trivial já que depende da avaliação, muitas vezes subjetiva, de uma série de variáveis quantitativas e qualitativas. Estas, por vezes, são de difícil ou até mesmo impossível mensuração, mas nem por isso menos importantes para a apuração do valor justo. Problemas de governança, por exemplo, não são passíveis de modelagem em uma planilha, mas representam um problema real na medida em que podem se desdobrar em usurpação de valor das mãos do acionista minoritários e, por conseguinte, perda permanente de capital. Margem de segurança, portanto, está longe de ser um conceito absoluto, pelo contrário, deve ser abordado por diferentes ângulos. Na LIS, trabalhamos com margem de segurança de duas formas diferentes, a depender das características de qualidade da empresa em questão.

Via de regra, em condições normais de mercado, as boas empresas, aquelas com fortes barreiras à entrada, bem geridas e orientadas à geração de valor para o acionista, costumam estar bem precificadas pelo mercado, enquanto que empresas de convencionamos chamar de segunda linha – modelos de negócios sem evidentes vantagens competitivas, mas de baixo e controlado risco – podem estar valendo muito menos que o valor que um investidor privado estaria disposto a pagar ou, por vezes, menos que seu valor de liquidação de ativos.

Acreditamos que boas oportunidades de investimentos existam em ambos os casos, mas certamente cada um envolve riscos de naturezas distintas e, por isso, requer enfoques diferentes. Procurar por

margem de segurança de maneira indistinta pode não ter muita validade e, pior, pode dar cabo a más decisões de investimento: exigir margens igualmente altas para negócios de menor risco acabarão por concentrar seu portfólio em empresas de maior risco, por exemplo. É por isso que desenvolvemos formas diferentes de avaliar margem de segurança, o que acreditamos ser de enorme valor uma vez que as oportunidades com as quais o mercado nos apresenta variam muito em natureza e qualidade a depender dos ciclos econômicos e do humor geral do mercado.

Quando acreditamos estar diante de uma empresa com fortes atributos qualitativos, que para nós se traduzem principalmente em atrativos retornos sobre capital investido e resiliência de resultado em momentos desfavoráveis, estamos mais propensos a pagar algo próximo do valor justo se avaliarmos que são altas as chances de que a companhia continue compondo valor ao longo dos anos. Nesses casos, nossa análise concentra-se muito em entender quais são os fatores qualitativos por trás de suas vantagens competitivas e principalmente como estes fatores devem se comportar no futuro a fim de avaliarmos as probabilidades de que a companhia manterá sua trajetória de geração de valor. Em outras palavras, quão sustentáveis são essas vantagens competitivas. E não há outra forma que não a de conhecer tanto quanto possível da empresa e manter contínuo e incansável monitoramento da sustentação dos alicerces da tese de investimento. Esse é o tipo de companhia com a qual estamos felizes em nos tornarmos sócios por muitos e muitos anos.

Por outro lado, acreditamos que existem boas oportunidades de investimento, sinônimo de larga margem de segurança, também em empresas de segunda linha, desde que o valor de mercado se encontre substancialmente abaixo do que julgamos um intervalo de valor justo. Nestes casos, nossa análise enfoca muito mais na aferição de valor sob o ponto de vista de balanço, bem como na chance e magnitude de potencial de destruição de valor fruto de prejuízos da atividade operacional e financeira.

Possuir capacidade e a flexibilidade para transitar entre estes dois arquétipos de investimento é, em nosso juízo, muito valioso por diferentes motivos. Ao ampliar o universo de possibilidades para alocação de capital, aumentamos as chances de encontrar bons investimentos com baixa probabilidade de perda de capital, o que por si só já julgamos valiosíssimo no sentido de melhorar os retornos de longo prazo. Além disso, a flexibilidade para balancear o portfólio entre investimentos de naturezas distintas nos permite aproveitar melhor os ciclos econômicos e do mercado, que são especialmente frequentes e vigorosos no Brasil.

Desempenho do Fundo

Apesar do curto período desde que o fundo foi criado, muito tem ocorrido do ponto de vista microeconômico, isto é, das empresas que investimos e as outras tantas que acompanhamos, quanto no macroeconômico, com a reviravolta do impeachment, que trouxe esperança de dias melhores para a nossa tão castigada e cambaleante economia. O mercado de ações, medido pelo desempenho do Ibovespa, que por natureza trabalha com base na antecipação, ganhou fôlego ao passar a trabalhar com premissas de resultado menos sombrias ao longo de 2016, depois de quedas consecutivas desde 2011.

Foi neste contexto e curto ínterim desde a abertura do fundo que iniciamos e finalizamos nosso investimento em Grazziotin tendo colhido bons resultados. A companhia se encaixa bem e serve como exemplo de empresa que, apesar de não ter fortes vantagens competitivas, tem uma série de fatores positivos mitigadores de risco e encontra(va)-se extremamente descontada no mercado. Estão aí dispostos os elementos integrantes da margem de segurança.

Já conhecíamos e acompanhávamos o consistente e bem-sucedido histórico desta varejista do Sul do país que há anos vem apresentando sólidos resultados e balanço totalmente livre de dívidas. Graças ao ambiente depressivo dos mercados no 1º trimestre do ano, aproveitamos que suas ações negociavam com níveis de desconto muito atrativos para investir. Dada a forte valorização da ação desde então, nos desfizemos do investimento tendo seu valor atingido nossa estimativa de valor justo.

Ainda da nossa parte, vale ressaltar que seguimos aperfeiçoando nossos processos e nos mantemos cada vez mais convictos da importância da disciplina e consistência do nosso trabalho enquanto alocadores de capital para a geração de retornos absolutos de longo prazo satisfatórios. Mas deixemos esse assunto para explorarmos em nossa próxima carta.

Desde já agradecemos por ter nos acompanhado até aqui e pela confiança. Nos colocamos à disposição para esclarecer qualquer dúvida ou discutir mais sobre os temas abordados.

contato@liscapital.com.br