



Ó|GR ÓRAMA
GESTÃO DE
RECURSOS

Carta Mensal

Junho 2022

Comentários da Gestão 2

Um ano do Órama Tático 3

Fundos de Investimento 10

Comentários da Gestão

Nosso primeiro fundo ativo de ações **Órama Tático completou um ano** no dia 30 de junho. **Gostaríamos de começar agradecendo nossos cotistas pela confiança.** Que esse ano seja o primeiro de muitos dessa parceria.

Nesse primeiro ano de estratégia, entregamos um **retorno de Ibovespa mais 7,7%**, o que nos coloca, não só no primeiro quartil, mas nos **10% melhores fundos** de renda variável cadastrados na plataforma de investimentos da Órama DTVM (total de 396 fundos) – fundos cujo benchmark seja um índice de ações brasileiro.

Os últimos doze meses foram marcados por um momento difícil para a bolsa. A inflação (IPCA) no Brasil saiu de 8,35% para 11,73% no período e a Selic foi de 4,25% para 13,25%. Os conflitos entre a Rússia e Ucrânia pressionaram ainda mais um ambiente com gargalos logísticos e excesso de liquidez. Como resultado, houve uma fuga dos investidores em ativos de risco, além de uma piora de fundamentos, fazendo com que as bolsas por todo o mundo performassem negativo. Contudo, acreditamos que a performance relativa do fundo comprova a efetividade da estratégia utilizada.

Na carta desse mês, decidimos mostrar **nossa filosofia** e explicar a **estratégia** desenvolvida para o fundo, que foi responsável por nossa performance nesse primeiro ano.

Por fim, reforçamos aqui que estamos abertos a críticas e elogios em nossos canais de atendimento. Esperamos que gostem.

Equipe Órama Gestão de Recursos

Um ano do Órama Tático

Para começar, gostaríamos que você respondesse três perguntas extraídas do livro *Factfulness*.

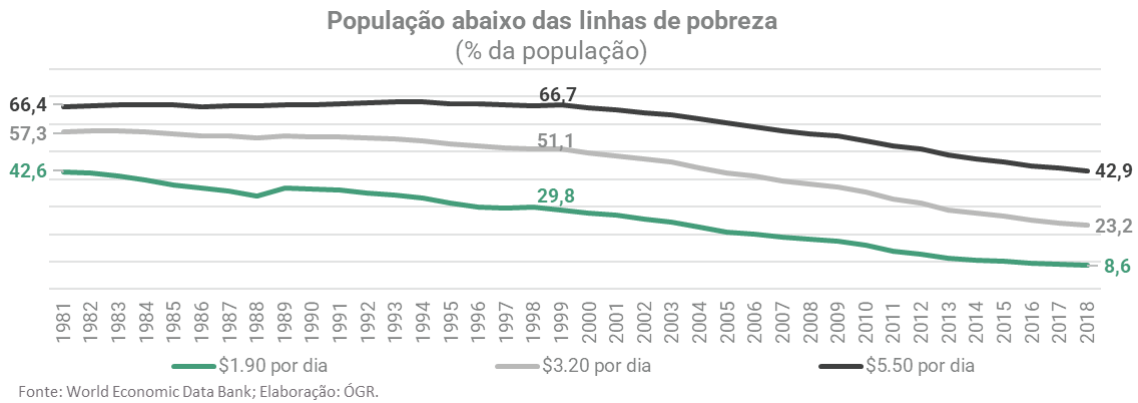
1. Nos últimos vinte anos, a proporção da população mundial vivendo em extrema pobreza...?
 - a. quase dobrou
 - b. ficou mais ou menos igual
 - c. caiu quase pela metade

2. Ao longo dos últimos cem anos, o que ocorreu com o número de mortes anuais decorrentes de desastres naturais?
 - a. Diminuiu para menos metade
 - b. Permaneceu mais ou menos igual
 - c. Mais do que dobrou

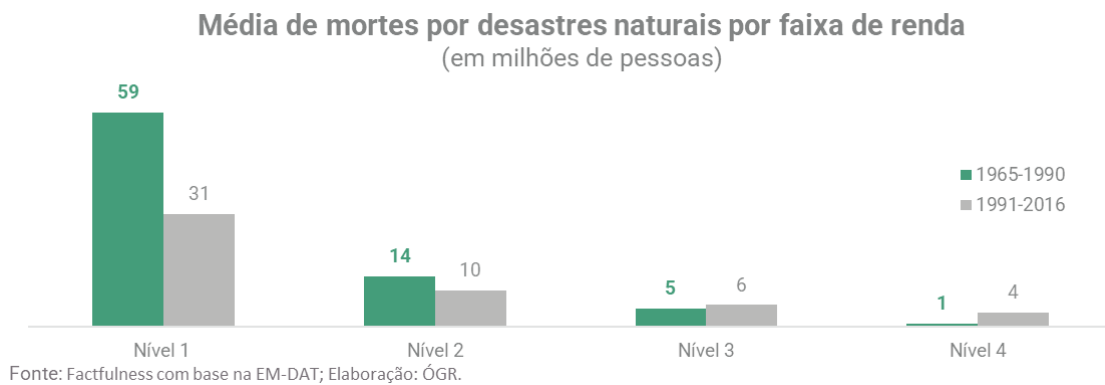
3. Qual porcentagem de crianças de 1 ano no mundo hoje já foram vacinadas contra alguma doença?
 - a. 20%
 - b. 50%
 - c. 80%

Respostas:

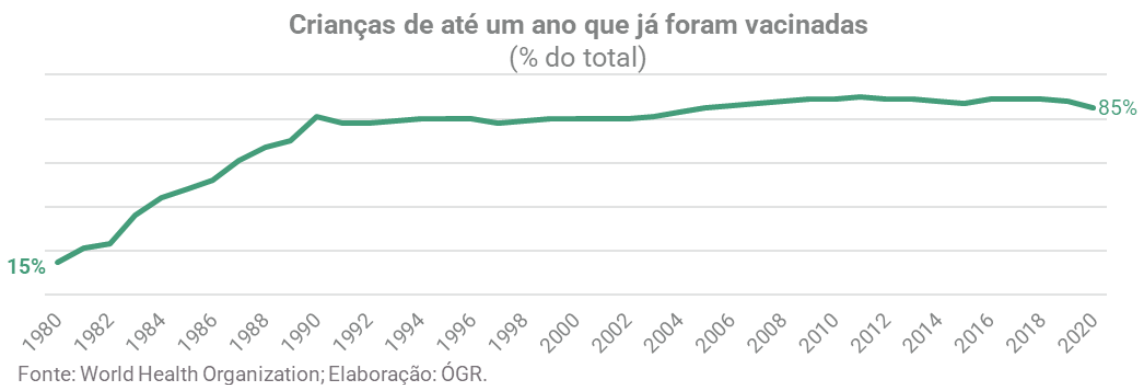
1. Letra (c), caiu quase pela metade.



2. Letra (a), diminuiu para menos da metade.



3. Letra (c), 80%.



Observando o número de pessoas que respondem errado essas questões, percebemos que algo acontece com nossa visão de mundo. No livro *Factfulness*, Hans Rosling¹ conta sua jornada para combater uma visão de mundo dramática e desatualizada. Hans tentou entender por que tantas pessoas, mesmo profissionais experientes, se saem tão mal em perguntas factuais a respeito do mundo.



O livro explica a dificuldade de mudarmos nossas visões porque estas decorrem da maneira como nosso cérebro funciona. O cérebro humano não consegue analisar todas as informações disponíveis e, por isso, desenvolvemos atalhos cognitivos para tomar decisões com base em heurísticas². Esse processo é importante para a evolução ao agilizar a tomada de decisão, economizando energia e evitando perigos. No entanto, o apetite pelo dramático e a incapacidade de estarmos sempre atualizados nos impede de ver o mundo como é e nos põe fora da rota.

¹ Hans Rosling (1948-2017) foi professor de Saúde Internacional no Instituto Karolinska, na Suécia. Hans foi listado como um dos cem principais pensadores globais pela revista *Foreign Policy*, uma das cem pessoas mais criativas nos negócios pela revista *Fast Company* e uma das cem personalidades mais influentes do mundo pela revista *Time*. Em 2005, criou a Fundação Gapminder com a missão de combater a ignorância a partir de uma visão de mundo baseada em fatos que todos possam compreender.

² Heurísticas é um procedimento mental simples que ajuda a encontrar respostas adequadas, embora várias vezes imperfeitas, para perguntas difíceis. É um processo cognitivo empregado em decisões não racionais, sendo definidas como estratégias que ignoram parte da informação com o objetivo de tornar a escolha mais fácil e rápida.

Análise fundamentalista e quantitativa

Gestoras fundamentalistas usam análises microeconômicas para escolher ações, buscando obter diferencial em poucas teses com um horizonte de investimento longo. Para isso, analistas focam em vantagens competitivas, retorno sobre o capital, participação de mercado, valuation, modelos financeiros, visitas e conversas com a liderança das empresas.

Um dos grandes desafios do processo de investimentos é diminuir vieses cognitivos, que são os erros causados por atalhos no processo de tomada de decisão. Um erro causado por ignorância costuma não se repetir após o aprendizado, enquanto o atalho cognitivo é uma ferramenta que usamos mesmo após reconhecermos nossos equívocos.

Os sistemas quantitativos processam um horizonte extenso de informações, sendo ferramentas poderosas para reduzir vieses na seleção de ativos. O ser humano, com sua menor capacidade de processamento, precisa filtrar informações e muitas vezes valorizamos dados que confirmam nossas teses.

Os fundos puramente quantitativos buscam extrair sistematicamente montantes menores de alpha em mais nomes. Utilizando uma abordagem estatística e de probabilidade, filtram mais teses tendo geralmente um número maior de posições com um horizonte mais curto de investimento. Esses produtos de investimento surgiram nos EUA, na década de 80 e 90 e começaram a se multiplicar com estratégias diversas, a mais conhecida baseada em fatores, modelo difundidos pelas teorias econômicas de Eugene Fama e Keneth French.

As estratégias de investimento no mundo vêm se sofisticando e surgiram estratégias que, combinando a análise fundamentalista à precisão tecnológica, uma validando a outra, tentam usar o melhor dos dois mundos.

Órama Tático

A gestão do fundo Órama Tático é uma abordagem orientada por dados integrada por todo o processo de investimentos de forma a alavancar os modelos e evitar vieses na tomada de decisão.

Nossa filosofia é baseada em quatro pilares:

1. Boas teses são baseadas em dados.

Acreditamos somente em teses baseadas em dados, entendendo que o humilde exercício de questionar nossos instintos deve ser constantemente praticado na gestão de investimentos.

“A humildade necessária para bons julgamentos não é a dúvida – aquela sensação de não ter talento, inteligência ou valor. É a humildade intelectual. É reconhecer que a realidade é profundamente complexa, que ver as coisas com clareza é um constante desafio, quando possível, e que o julgamento humano deve, portanto, ser cheio de erros” Charlie Munger

2. Não é possível prever o futuro.

Mapeando indicadores antecedentes, desenvolvemos modelos de análises de dados de forma a desenhar cenários possíveis para o horizonte de nossas teses. Trabalhamos sempre com mais de um plano de ação para nossa alocação com base no desenho de cenários alternativos. Aceitamos que não é possível fugir das incertezas ao construir teses de investimentos.

“Desconfie de gente com bola de cristal. Qualquer previsão sobre o futuro é incerta. Suspeite de previsões que não reconhecem isso. Insista em ter uma gama completa de cenários, nunca apenas o pior ou o melhor cenário” Factfulness – Hans Rosling

3. Juízo de valor não faz parte de nosso processo decisório.

Ao se deparar com um céu nublado, serão três as possibilidades: (i) já estar com um guarda-chuva; (ii) comprar um guarda-chuva; ou (iii) se molhar. Gostar ou não de dias chuvosos, não altera o que vai acontecer.

“Não confie na sua própria opinião e sempre segure seu julgamento até a ação do mercado confirmar sua teoria. Mercados nunca estão errados – opiniões estão com frequência.” Jesse Livermore

4. Estamos em constante desenvolvimento.

Buscamos aprender com nossos erros de forma que nossos modelos e sistemas estão sempre sendo atualizados. Os fundamentos mudam à medida que os padrões se alteram. Os modelos precisam ser revistos e novos dados precisam ser minerados.

“Se todos descobrirem o que você descobriu, não só é inútil, como se torna descontado e produz perdas. Não existe garantia de que estratégias que funcionaram no passado vão funcionar novamente.”

Ray Dalio

As quatro principais etapas da nossa metodologia

Nossos pilares se transcrevem em um processo de investimento com quatro principais etapas. Exemplificamos a seguir como essas etapas nos auxiliaram nos investimentos que fizemos (ou não) no primeiro ano do fundo.

1. Filtros

Começamos nossa análise com sistemas que classificam as empresas com base em qualidade, valor e crescimento.

Para encontrar o universo de empresas a serem analisadas, definimos parâmetros mínimos baseados em: (i) resultados realizados; e (ii) projeções de mercado para as companhias.

No último ano, esses filtros foram responsáveis por retirar do nosso universo de cobertura as empresas de e-commerce.

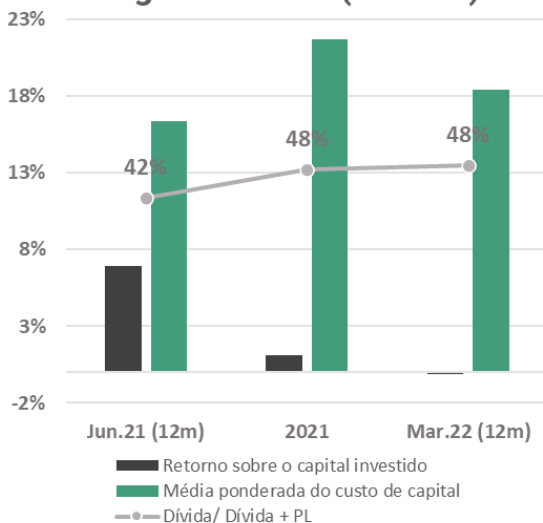
Retorno acumulado das ações no período



Fonte: BBG; Elaboração: ÓGR

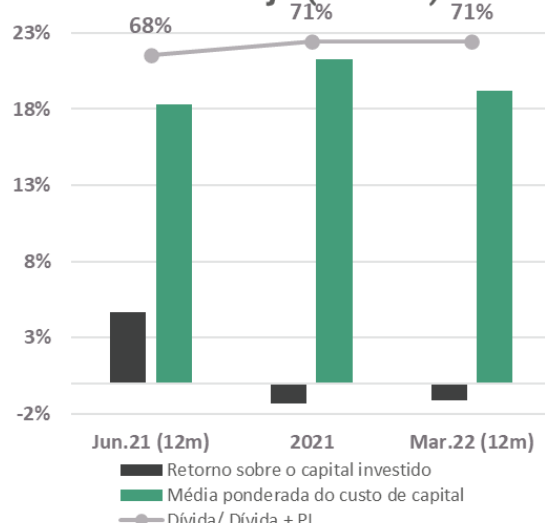
Em momento de alta de juros, os principais parâmetros responsáveis para a exclusão de empresas foram: (i) comparação entre o retorno sobre o capital investido e o custo de capital; (ii) revisões negativas nas projeções de lucro por ação; e (iii) alavancagem das companhias.

Magazine Luiza (MGLU3)



Fonte: Companhia, BBG; Elaboração: ÓGR

Via Varejo (VVAR3)



Fonte: Companhia, BBG; Elaboração: ÓGR

2. Matrizes de preço

Após passarem pelos filtros iniciais, desenvolvemos modelos de valuation com base em análise fundamentalista da companhia. Não acreditamos em trabalhar com um preço alvo e, por isso, nossos modelos produzem matrizes de preços que nos permitem, em conjunto com os cenários desenhados, avaliar as empresas.

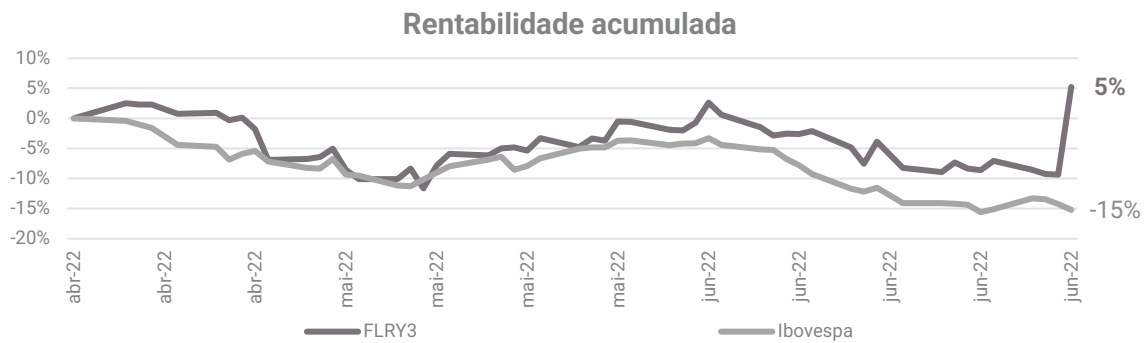
Na carta de março, comentamos sobre a nossa tese de investimento em Fleury (FLRY3). Em nossa visão, com a consolidação do setor de saúde, fazia cada vez menos sentido para as companhias de diagnósticos operarem sozinhas. E foi justamente isso que se concretizou dia 30 de junho, quando a Fleury anunciou a combinação de negócios com a Hermes Pardini, outra companhia de serviços diagnósticos.

Além da probabilidade de um aumento de gastos com serviços de diagnósticos, a assimetria de preços indicava que mesmo em cenários de queda de margem e menor taxa de crescimento (medido pelo CAGR – Compound Annual Growth Rate), o retorno para as ações da companhia era interessante, reforçando nossa visão de que a tese estava esquecida pelo mercado.

		Margem Ebitda - 2026																	
		18,6%		19,9%		22,6%		25,2%		26,6%		27,9%		30,5%		33,2%		37,2%	
Juros de LP	7,5	R\$	25,7	R\$	28,0	R\$	32,6	R\$	37,0	R\$	39,1	R\$	41,2	R\$	45,3	R\$	49,3	R\$	55,0
	9,0	R\$	20,0	R\$	21,8	R\$	25,5	R\$	28,9	R\$	30,7	R\$	32,3	R\$	35,6	R\$	38,8	R\$	43,4
	10,5	R\$	16,3	R\$	17,8	R\$	20,8	R\$	23,7	R\$	25,1	R\$	26,5	R\$	29,2	R\$	31,8	R\$	35,7
	12,0	R\$	13,7	R\$	14,9	R\$	17,5	R\$	19,9	R\$	21,1	R\$	22,3	R\$	24,6	R\$	26,9	R\$	30,2
	13,5	R\$	11,7	R\$	12,8	R\$	15,0	R\$	17,1	R\$	18,2	R\$	19,2	R\$	21,2	R\$	23,2	R\$	26,0
	15,0	R\$	10,2	R\$	11,2	R\$	13,1	R\$	15,0	R\$	15,9	R\$	16,8	R\$	18,5	R\$	20,3	R\$	22,8
	16,5	R\$	9,0	R\$	9,9	R\$	11,6	R\$	13,2	R\$	14,1	R\$	14,9	R\$	16,4	R\$	18,0	R\$	20,2

		Taxa de crescimento anual composta 22-26																	
		-3,5%		-1,2%		1,3%		4,0%		6,9%		10,2%		13,7%		17,6%		21,8%	
Juros de LP	7,5	R\$	18,3	R\$	22,2	R\$	26,9	R\$	32,5	R\$	39,1	R\$	46,9	R\$	56,2	R\$	67,0	R\$	79,7
	9,0	R\$	14,4	R\$	17,5	R\$	21,2	R\$	25,5	R\$	30,7	R\$	36,7	R\$	43,8	R\$	52,2	R\$	62,1
	10,5	R\$	11,9	R\$	14,4	R\$	17,4	R\$	20,9	R\$	25,1	R\$	30,0	R\$	35,7	R\$	42,5	R\$	50,4
	12,0	R\$	10,1	R\$	12,2	R\$	14,7	R\$	17,7	R\$	21,1	R\$	25,2	R\$	30,0	R\$	35,5	R\$	42,1
	13,5	R\$	8,7	R\$	10,6	R\$	12,7	R\$	15,2	R\$	18,2	R\$	21,6	R\$	25,7	R\$	30,4	R\$	35,9
	15,0	R\$	7,7	R\$	9,3	R\$	11,1	R\$	13,3	R\$	15,9	R\$	18,9	R\$	22,3	R\$	26,4	R\$	31,1
	16,5	R\$	6,8	R\$	8,3	R\$	9,9	R\$	11,8	R\$	14,1	R\$	16,7	R\$	19,7	R\$	23,2	R\$	27,3

Desde o início de nosso investimento, a ação valorizou 5,2% enquanto o Ibovespa caiu -15,2%.



3. Ciência de dados

Para navegar cenários, desenvolvemos sistemas de análise de dados que nos permitem estar atualizados em um número extenso de informações.

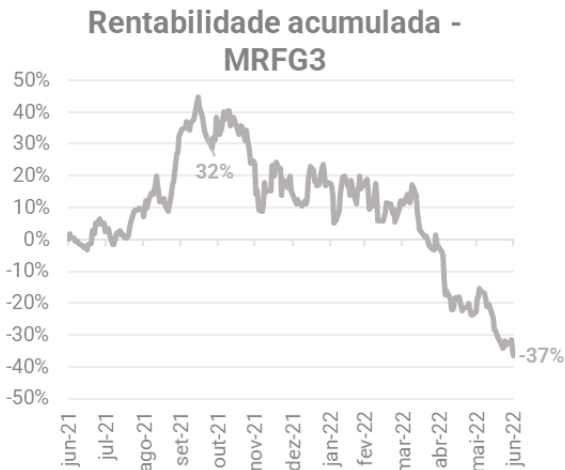
Esta etapa é especialmente importante em companhias cíclicas, como commodities, e guiou nossa alocação no setor de proteína no último ano.

Com sistemas que agregam dados antecedentes dos ciclos dos animais e da demanda por carnes, enxergamos assimetrias interessantes no setor em nosso primeiro ano de gestão desse produto.

Na carta de julho de 2021, explicamos a tese que nos levou a manter posições em JBSS3 e MRFG3. O momento favorável do ciclo de abates, combinado a outros fatores conjunturais, estava favorecendo as margens dos frigoríficos.

Vendemos as posições que estavam no fundo desde o início da estratégia após a divulgação dos resultados do terceiro trimestre de 2021 ao enxergamos que o momento de reversão de alguns fundamentos importantes para a manutenção de margens altas nos frigoríficos americanos estava próximo.

Neste período, o Ibovespa sofreu 16,7% de queda, ao passo que MRFG3 e JBSS3 tiveram desempenhos positivos em 32% e 33%.

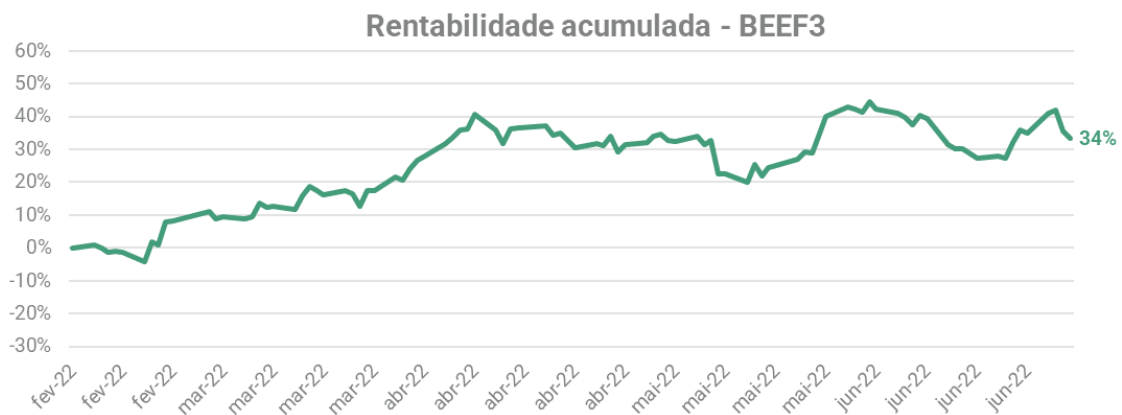


Fonte: Bloomberg; Elaboração: ÓGR.



Fonte: Bloomberg; Elaboração: ÓGR.

Compramos BEEF3 em fevereiro de 2022 por captarmos sinais de uma redução do preço do boi no Brasil. A ação rendeu 34% no período.

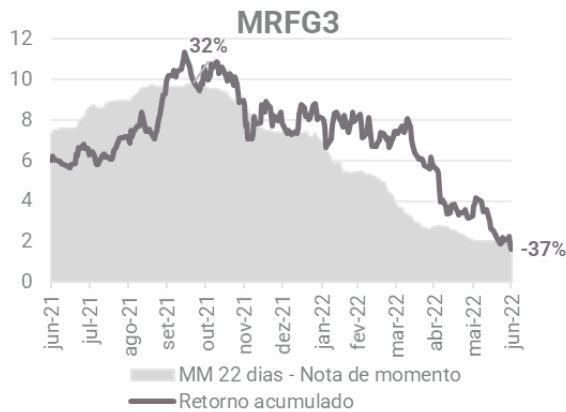


Fonte: Bloomberg; Elaboração: ÓGR.

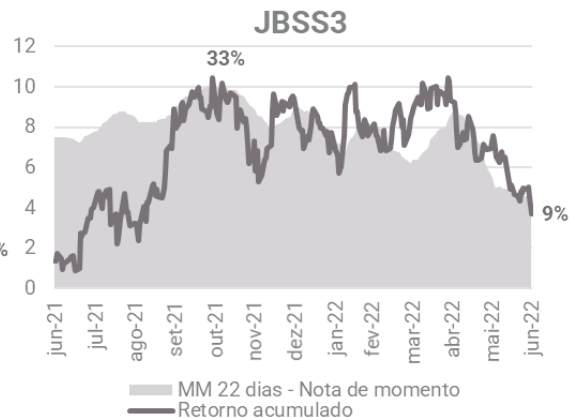
4. Momentum

Agregamos à nossas decisões de investimentos a nota encontrada em nosso sistema de momentum, que se baseia em análise técnica para classificar a tendência das ações. Esse sistema potencializa nossas estratégias de alocação bem como auxiliam nos pontos de entradas e saídas das teses.

Adicionamos a média móvel de 22 dias das notas de momentum aos gráficos das empresas de proteína. Podemos observar como as notas nos auxiliam na alocação.



Fonte: Bloomberg; Elaboração: ÓGR.



Fonte: Bloomberg; Elaboração: ÓGR.

Fundos de Investimento

Fundos	Início	Rentabilidades				
		jun/22	Ano	12M	24M	Início
Órama Tático FIM	30/nov/11	-7,78%	-0,62%	-14,56%	10,75%	109,75%
Ibovespa		-11,50%	-5,99%	-22,29%	3,67%	73,26%
Órama Debêntures Incentivadas FI Infraestrutura RF	03/out/16	0,40%	5,83%	8,82%	18,91%	66,93%
IMA-Geral		0,43%	4,49%	5,34%	9,08%	59,38%
Órama Multi Cred FIC FIM CP	30/abr/20	1,19%	6,48%	11,07%	16,06%	16,87%
CDI		1,01%	5,40%	8,66%	11,12%	11,63%
Órama Corporate FIM CP	28/fev/19	1,18%	7,00%	11,04%	16,10%	20,35%
CDI		1,01%	5,40%	8,66%	11,12%	18,60%
Órama Liquidez FIRF	12/ago/21	1,17%	6,74%	-	-	10,06%
CDI		1,01%	5,40%	8,66%	11,12%	18,60%
Órama DI FIRF Simples LP	22/dez/10	1,04%	5,53%	9,03%	11,26%	152,36%
CDI		1,01%	5,40%	8,66%	11,12%	162,91%
Órama Inflação IPCA FIRF LP	30/nov/11	0,30%	5,79%	8,96%	13,89%	187,04%
Órama Ouro FIM	31/out/12	7,95%	-8,51%	4,72%	-8,78%	105,15%

DISCLAIMER

Órama Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (“Órama”), é uma instituição autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários a prestar o serviço de administração de carteira de valores mobiliários, de acordo com o Ato Declaratório no 11.666, de 10 de maio de 2011. As informações aqui contidas são de caráter informativo, bem como não se trata de qualquer tipo de análise ou aconselhamento para a realização de investimento, não devendo ser utilizadas com esses propósitos, nem entendidas como tais. A Órama não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações aqui divulgadas. Os investimentos em fundos estão sujeitos a riscos específicos de mercado. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR, DO GESTOR, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. LEIA O REGULAMENTO, O FORMULÁRIO DE INFORMAÇÕES COMPLEMENTARES E A LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS DOS FUNDOS ANTES DE INVESTIR.



Praia de Botafogo, 228 – 18º andar - Botafogo, Rio de Janeiro – RJ

CEP: 22451-041 | orama.com.br

Atendimento: 0800 728 0880 | +55 (21) 3797 8000

Ouvidoria: 0800 724 0193