

Obrigado, Charlie



- In memory of Charlie Munger.

Relatório de Gestão

DEZEMBRO 2023

Índice

Introdução	3
TransDigm	7
Localiza	12
Aleatórias: Um Tributo a Charlie Munger	16

Introdução

Em 2023 vivemos uma descompressão dos mercados após o grande pessimismo que marcou 2022. Com os preços voltando a acompanhar a realidade econômica e o valor das companhias, os principais índices de ações fecharam 2023 com altos retornos: o Ibovespa se valorizou +22%, S&P500 +26%, MSCI World +22%, enquanto o CDI +13%.

"O que eu acho mais interessante sobre investir é o quão paradoxal isso é: como frequentemente as coisas que parecem mais óbvias, sobre as quais todos concordam, acabam não sendo verdade."

— **Howard Marks**

O ano de 2023 ficará marcado como uma das claras demonstrações de como os consensos dos mercados frequentemente se provam equivocados. Aos olhos de Janeiro/2024, a significativa recuperação dos mercados em 2023 parece evidente após o que vimos em 2022, mas a realidade é que o pessimismo era latente no início de 2023 – o que merece uma reflexão. Em momentos de grande apreensão, é comum personalidades experientes e influentes amplificarem tal sentimento. Vejamos, por exemplo, os comentários de Larry Summers, economista e ex-secretário do tesouro americano, acerca da economia americana – o primeiro 18 meses atrás, o outro mais recentemente após dados mais positivos sobre a inflação:

"Precisamos de cinco anos de desemprego acima de 5% para conter a inflação – em outras palavras, precisamos de dois anos de desemprego em 7,5% ou de cinco anos de desemprego em 6% ou de um ano de desemprego em 10%." – Junho/2022

"Em primeiro lugar, qualquer pessoa já deveria estar ciente de que uma parte substancial do aumento da inflação era transitória. Portanto, ninguém deveria ter pensado que a maior parte do percurso entre 7% e 2% [de inflação] precisava ser alcançado de forma correlacionada com aumentos no desemprego." – Dezembro/2023

Independentemente de como tais variáveis se comportarão no futuro, chama a atenção o grau de convicção, variabilidade e contradição de tais opiniões em um intervalo tão curto. Um investidor que levasse a sério tal opinião e, assustado, vendesse suas ações logo em seguida teria perdido uma alta de aproximadamente 30% nos mercados acionários brasileiro e americano.

O ponto a ressaltar é que, na nossa opinião, as chances de sucesso de um investidor que molda suas decisões de investimentos de acordo com as opiniões volúveis de terceiros são infelizmente muito baixas. Na realidade, se há um consenso tão forte em relação a algo, provavelmente isto já está refletido nos preços. Como Seth Klarman certa vez ponderou, "investir é a interseção entre economia e psicologia". Não à toa, comentamos no nosso relatório de janeiro de 2023:

"O ano de 2023 começa com o mercado prevendo que os juros do Fed atinjam a casa dos 5% e com ampla expectativa de uma recessão. Bem diferente da confiança e euforia ainda presentes ao final de 2021 – algo que temos aproveitado com disciplina. Se o passado pode servir como referência, ter os dois principais mercados acionários onde atuamos estressados sugere bons indícios para os retornos futuros."

Note, porém, que nunca tivemos a pretensão de antever bons retornos em prazos tão curtos como 12 meses – até porque sequer acreditamos que isto seja possível. Por outro lado, quando considerávamos a evolução das companhias em que investimos e comparávamos com a evolução de seus preços no mercado, tínhamos razões claras para sermos otimistas com os retornos futuros.

Perspectivas

Nos últimos quatro anos, a pandemia desencadeou forças e mudanças bruscas em diversas variáveis macroeconômicas – em especial nos níveis de inflação e juros.

No Brasil, a taxa de juro saiu de 2% para 13,75% em apenas 17 meses. Nos EUA, o juro saiu de 0,2% para 5,3% em 16 meses. São aumentos brutais no custo de oportunidade que impactaram fortemente os preços de todas as classes de ativos. Embora normalmente a performance operacional das companhias tenda a ser o principal *driver* na formação de preços, nos últimos anos o macro dominou os mercados acionários.

A boa notícia é que daqui em diante, com a inflação em trajetória de queda nas principais economias, salvo outros choques como eventos geopolíticos e guerras, a tendência é que voltemos a um ambiente macroeconômico mais calmo. Isto permitirá que os preços acompanhem mais fielmente a evolução constante de nossas companhias investidas.

Um dos grandes privilégios que temos como gestores – e cotistas – de nossos fundos é que podemos acompanhar a evolução dos negócios excepcionais que compõem nossos fundos. Quando surge uma nova crise ou onda de pessimismo, sabemos que as companhias seguem gerando valor, mesmo que seus preços possam temporariamente cair ou não se valorizar. É isso que nos dá tranquilidade para atravessarmos tais crises – e idealmente potencializarmos os retornos dos fundos tirando proveito delas.

Na tentativa de transmitir ao leitor o entusiasmo com que vemos a evolução e potencial de geração de valor de nossas companhias, comentamos neste relatório sobre duas delas: *Transdigm* e *Localiza*.

Tributo a Charlie Munger

Adjetivos não conseguiriam explicar alguém com a vida e o tamanho de Charlie Munger, mas ainda assim tentaremos.

Um indivíduo exemplar, autêntico, honesto, honrado, direto, sincero, resiliente, rigoroso, justo, simultaneamente ranzinza e engraçado, brilhante, culto, paciente, generoso – e por tudo isso simplesmente único.

Isaac Newton em uma de suas cartas certa vez comentou: “Se enxerguei mais longe do que outros, foi por estar sobre ombros de gigantes”. É exatamente esse o sentimento de todos na IP, que sempre teve Buffett e Charlie como principais referências desde o início em 1988.

Como muitos que acompanharam sua vida, somos eternamente gratos a Munger pela sua enorme generosidade em passar adiante ensinamentos sobre os mais diferentes assuntos, acabando por marcar e moldar a personalidade de tantas pessoas.

Sendo assim, ao final do relatório, dedicaremos a tradicional seção de “Aleatórias” para alguns dos muitos ensinamentos de Munger. Afinal de contas, como ele dizia:

“A melhor coisa que um ser humano pode fazer é ajudar outro ser humano a saber mais”.

TransDigm

TransDigm é uma holding de 48 empresas que projetam, produzem e fornecem peças e componentes para o setor de aviação. Seu portfólio é majoritariamente composto por peças de baixo custo, como válvulas, bombas, atuadores, sensores, sistemas de ignição, cintos de segurança, entre outros.

A empresa inicialmente fornece essas peças para os fabricantes de aviões, como Boeing e Airbus. Depois, à medida que se desgastam e precisam ser substituídas, a TransDigm vende peças de reposição para as companhias aéreas – o famoso modelo *razor-razor blade*. É essa segunda etapa, conhecida como *aftermarket*, que impulsiona o notável histórico de geração de valor da empresa.

O responsável por esse histórico é Nicholas Howley, que fundou o negócio em 1993 e permanece na companhia até hoje, atualmente como *chairman*. Howley percebeu desde cedo que, por uma série de motivos, componentes proprietários de custo mais baixo representavam o filé mignon da cadeia de valor da indústria.

Nessa vertical, a dinâmica competitiva tende a um monopólio natural. Com preço médio inferior a \$1.000 e uma frequência de reposição baixa e errática, o portfólio de peças da TransDigm dificulta que um eventual competidor obtenha um retorno atraente replicando seus componentes. A HEICO, principal *player* do mercado de réplicas de componentes proprietários, é clara em dizer que não possui o incentivo econômico para replicar peças com preço médio inferior a \$5.000, que representam mais de 90% da receita da TransDigm.

Além disso, a TransDigm conta com um profundo *moat* regulatório. A qualificação de uma nova peça exige tanto a aprovação da FAA¹ como do fabricante do avião, um processo custoso que costuma se estender por cerca de dois anos. A HEICO, por exemplo, é limitada a um máximo de 500 a 700 novas certificações por ano. Hipoteticamente, mesmo se a empresa tivesse o incentivo econômico de tentar

1 Federal Aviation Administration, agência reguladora da aviação civil nos Estados Unidos.

competir com a TransDigm, ela demoraria mais de 500 anos para conseguir replicar o portfólio de 400 mil peças únicas da empresa.

Por isso, mais de 80% da receita da TransDigm vem de peças onde a companhia é a única fornecedora. E com ciclos de produção que costumam durar de 20 a 30 anos para cada plataforma (um Boeing 777, por exemplo) e vidas úteis de 25 a 30 anos para os próprios aviões, os produtos da TransDigm possuem um ciclo de vida de mais de 50 anos.

Outro *insight* poderoso de Howley foi perceber que, nesse nicho do mercado, a capacidade de aumentar preços da TransDigm é substancialmente maior do que a média da indústria. Estimamos que a TransDigm represente um pouco mais de 2% do mercado total de manutenção do setor, que por sua vez representa menos de 10% das despesas operacionais das companhias aéreas. Ou seja, o preço de repor uma peça de TransDigm é irrisório para uma companhia aérea – mas, sem ela, o avião não pode decolar. Por isso, a empresa consegue aplicar recorrentes aumentos de preço 2-3% acima da inflação há mais de 3 décadas.

Compare essa dinâmica com a que ocorre entre os fabricantes de motores, como a CFM International², GE, Pratt & Whitney e Rolls-Royce. A eficiência de consumo do motor de uma aeronave é um componente central da equação de custo de uma companhia aérea. Conseqüentemente, as três gastam bilhões em P&D e CAPEX para tentar construir o motor mais eficiente e travar contratos de longo prazo com os fabricantes. Um nicho competitivo e intensivo em capital.

Enquanto a Rolls-Royce tipicamente gera um prejuízo na venda do motor para o fabricante (para depois reaver no *aftermarket*), a TransDigm faz 20% de margem nas vendas para Boeing/Airbus – e margens acima de 70% nas vendas de reposição. Em outras palavras, a TransDigm toma menos risco para gerar retornos superiores.

2 Joint venture entre GE e Safran.

Outra característica central do algoritmo de geração de valor da TransDigm é a estratégia de aquisições. A combinação de um mercado altamente fragmentado³ com um *track record* operacional muito superior à indústria⁴ oferecem uma oportunidade relevante de criação de valor via M&A. A TransDigm é o grande consolidador do setor, tendo realizado mais de 50 aquisições desde 1993 – todas bem-sucedidas. Ao contrário do que tipicamente vemos no mercado, onde aquisições são frequentemente justificadas com base em racionais estratégicos vagos ou sinergias operacionais incertas, a alocação de capital da TransDigm é quase programática. Não há critérios subjetivos: se o portfólio adquirido for capaz de produzir retornos superiores a 20% ao ano, a TransDigm puxa o gatilho. Caso contrário, devolve o capital excedente para o acionista. Desde 2010, a companhia pagou mais de 12 bilhões de dólares em dividendos especiais, representando quase cinco vezes o valor de mercado inicial do período.

Finalmente, um dos grandes méritos de Howley foi criar uma cultura e estrutura de incentivos única no setor. Funcionários são tratados e remunerados como sócios, numa organização altamente descentralizada e autônoma. A empresa paga salários bem abaixo do mercado, mas oferece uma elevada remuneração em *equity* baseada em desempenho⁵. Para que ocorra qualquer *vesting*, o valor intrínseco da ação⁶ precisa crescer acima de 10% ao ano, e o *vesting* completo só acontece se o negócio entregar 17,5% ao ano, medidos em janelas de 5 anos. Executivos e funcionários possuem pessoalmente mais de 10% da empresa, totalizando cerca de 6 bilhões de dólares de exposição.

Acompanhamos o negócio há vários anos, mas nunca havíamos investido. A principal razão até então era o alto grau de alavancagem financeira da companhia: durante os últimos 15 anos, a relação dívida líquida/EBITDA média da TransDigm ficou em

3 O mercado global de manutenção é de aproximadamente \$80 bilhões, estimamos que cerca de \$40 bilhões são endereçáveis pela TransDigm. Com cerca de \$2 bilhões de receita oriunda do aftermarket comercial, a TransDigm possui 5% de market share desse mercado endereçável.

4 Enquanto o setor costuma operar com margens de 20%, a TransDigm pratica margens de quase 50%.

5 98% da remuneração acumulada dos 5 principais executivos desde 2007

6 A companhia utiliza a mesma fórmula desde 1993, que serve basicamente como um proxy para o crescimento de valor intrínseco do negócio, mantendo o múltiplo constante.

5,5x. Costumamos ser extremamente receosos de negócios que rodam com esse nível de alavancagem, mas reconhecíamos que, no caso da empresa, a combinação de (i) excepcional previsibilidade de receita, (ii) crescimento secular durável (iii) altíssimo poder de preço (iv) competição virtualmente inexistente (v) requerimentos de capital extremamente baixos e (vi) alto alinhamento de incentivos entre acionistas e executivos mitigava os riscos da maior proporção de dívida na estrutura de capital da companhia.

É difícil pensar num teste de fogo mais propício para avaliar essa hipótese do que a pandemia provocada pelo COVID-19. A receita da companhia é uma função direta da quantidade de aviões no céu. A principal métrica de volume do setor, RPKs (ou *Revenue Passenger Kilometers*), que refletem a distância total percorrida por passageiros pagantes, cresce 5,5% a.a. consistentemente desde 1970. Até a pandemia, só havia declinado 2 vezes: em 2001, após o atentado terrorista de 11 de setembro, e em 2009, após a Crise do Subprime.

De acordo com a IATA⁷, o choque de volume provocado pela pandemia em 2020 foi 23x pior do que em 2001 e 55x pior do que em 2009:



7 International Air Transport Association, associação representante das companhias aéreas. Fonte: <https://www.iata.org/contentassets/49a331cdfb85447cac12894e01aabb5c/fact-sheet-ia-ta-9-11.pdf>

A TransDigm rapidamente reagiu, reduzindo sua estrutura de custos em 30%, diminuindo a remuneração dos principais executivos e emitindo \$1,5 bilhões em dívida para reforçar o caixa. Além disso, implementou aumentos de preço mais agressivos ao longo de todo o portfólio.

O desempenho da companhia durante a pandemia comprovou a qualidade do negócio e a robustez da estrutura de capital: enquanto diversos *players* queimavam caixa, a TransDigm manteve margens operacionais acima de 30% e gerou caixa durante todos os trimestres da pandemia. Era a evidência final que precisávamos.

Apesar da receita temporariamente deprimida, vários fatores de *outperformance* futura se acumulavam: víamos um potencial de crescimento significativamente acima do consenso de mercado, que subestimava o potencial de recuperação de tráfego e não considerava a reprecificação do portfólio já implementada mas que não aparecia nas demonstrações financeiras em virtude dos volumes deprimidos, especialmente de voos internacionais. Esses fatores, somados a uma estrutura de custo reduzida, um vento a favor adicional do envelhecimento de frota e à retomada de M&A criavam as condições para um crescimento de lucro expressivo.

Aproveitamos a queda acentuada na ação⁸ para iniciar nosso investimento. Montamos uma posição ao longo do segundo semestre de 2020, a um preço médio de aproximadamente \$550, equivalente a cerca de 18x o lucro normalizado pelo efeito da pandemia. São raras as vezes que o mercado oferece a chance de comprar um negócio dessa qualidade, com histórico de compor capital acima de 20% a.a. por mais de 30 anos, algoritmo de crescimento de longo prazo intacto e gestores altamente alinhados por esse tipo de preço.

8 O drawdown máximo da ação em 2020 chegou a 63%.

Localiza

Acompanhamos a Localiza há mais de uma década, tendo participado do crescimento da companhia em diversos momentos. Em meados de 2022, a líder de locação de veículos no país concluiu a fusão com a Unidas, um de seus maiores concorrentes, formando um gigante com quase metade do mercado. Hoje, com uma frota de carros cerca de 3 vezes maior que a do seu principal concorrente, em um negócio onde escala gera vantagens relevantes, acreditamos que a companhia esteja numa posição competitiva excepcional – cujos frutos ainda não aparecem nos resultados.

A pandemia introduziu volatilidade ao setor, com impactos que perduram até hoje. Os preços de carros, que geralmente variavam pouco de ano para ano, dobraram de forma repentina com as interrupções nas cadeias de suprimento globais. A Localiza, que tinha como prioridade praticar tarifas decrescentes para tornar seu produto cada vez mais acessível, se viu obrigada a aumentar tarifas fortemente para compensar o novo patamar de preços dos veículos. Se à primeira vista isso parecia comprometer o crescimento, o resultado foi uma surpresa – comparando 2023 ao pré-pandemia de 2019, o volume de diárias cresceu cerca de 50%⁹ mesmo com as tarifas aproximadamente 60% mais altas. Este sucesso foi atribuído sobretudo à melhora relativa entre a opção de alugar carros comparada à de comprar. Estimase que os clientes da Localiza, que são majoritariamente empresas, aproveitaram a oportunidade para levantar caixa num ambiente mais austero, vendendo suas frotas próprias (a preços elevados) e alugando uma frota substituta. Isso turbinou o crescimento da divisão de gestão e terceirização de frotas da Localiza, que quase dobrou no período.

Para além do ganho de volume, os carros mais caros aumentaram consideravelmente o valor do capital investido da companhia, que com estes dois efeitos cresceu cerca de 2,5 vezes neste mesmo período. Em outras palavras, economicamente o negócio cresceu muito além do aumento do número de carros e de clientes. Resta saber se conseguirá rentabilizar esta base maior de capital da mesma forma que antes.

9 Pro-forma, considerando a companhia combinada durante todo o período.

A rentabilidade histórica da Localiza foi razoavelmente estável na última década, girando em torno de 20 a 25% de retorno sobre o patrimônio líquido (ROE). A pandemia também trouxe solavancos importantes para essa métrica, em uma dinâmica distinta daquela de volumes e tarifas. De início, a valorização da frota antiga levou a uma menor depreciação contábil e a um lucro excepcional de venda de carros a valores acima do balanço, resultando em um ROE acima de 30% em 2021. Em seguida, o efeito se inverteu, com o lucro excepcional desaparecendo junto de um aumento forte da depreciação, refletindo carros comprados em condições piores durante o choque de oferta na pandemia. Para a Localiza, isto ainda ocorre no momento em que estão integrando a operação da Unidas. O resultado dessa conjuntura caminha para um ROE abaixo de 15% em 2023, a pior rentabilidade da empresa em pelo menos duas décadas.

Recentemente, a companhia vem comunicando uma expectativa de recuperação da rentabilidade nos próximos anos, mas os investidores ainda questionam qual o novo patamar de normalidade. Dentre as questões levantadas, a que mais nos chama atenção é o risco de saturação da demanda por seminovos. Para renovar sua frota, a Localiza deve vender quase 300 mil carros em 2024, o que estima-se que corresponda a cerca de 15% de toda a venda de usados de 0 a 3 anos no país. Esse percentual é ainda mais alto para carros de 1 a 2 anos, faixa onde a Localiza concentra dois terços das vendas. Considerando que a empresa cresce sua frota acima de 10% ao ano e que o mercado total é estável, em 5 anos essa representatividade pode quase dobrar. A demanda por usados pode se tornar um gargalo em algum momento, forçando a companhia a dar descontos na venda ou a operar os carros por mais tempo caso queira continuar crescendo. A própria sinalização recente da empresa de que a depreciação estrutural da frota deve ser maior no futuro do que foi no passado pode ser um sintoma deste problema.

Reconhecemos os desafios, mas acreditamos que a empresa tenha plena capacidade de recompor sua rentabilidade e de encontrar caminhos para crescer. Destacamos abaixo os principais motivos.

Primeiro, porque as vantagens competitivas da Localiza permitem que ela obtenha retornos bem saudáveis praticando preços que fazem a concorrência lutar para justificar sua existência. Dentre economias de escala, descontos maiores na compra de carros, maior eficiência operacional, menor custo de capital e outras vantagens, calculamos que a Localiza tenha uma vantagem que se converte em cerca de 5-10 p.p. incrementais de ROE frente aos competidores. Considerando que estas vantagens se mantenham e que os acionistas dos concorrentes devam exigir retornos compatíveis com o risco ao longo do tempo¹⁰, a normalização da conjuntura deve naturalmente levar a Localiza a retornos sobre o capital próximos do histórico. Isso não deveria depender do patamar em que a depreciação estrutural vai estabilizar: assumindo que ela se aplica igualmente a todos, a concorrência precisará recompor seus retornos via preço para sobreviver e, a Localiza, ao acompanhar em preços, deve continuar a se beneficiar de retornos superiores.

Segundo, porque a normalização da rentabilidade deve vir majoritariamente por queda de juros (que alivia o custo de dívida), melhora da depreciação (pela renovação da frota comprada na pandemia) e entrada plena das sinergias da fusão. Ao acumular estes efeitos, as tarifas atuais já comportariam retornos em linha com o histórico mesmo considerando uma depreciação quase duas vezes maior que no passado para a divisão que concentra a maior venda de usados (em linha com o discurso atual da empresa). Mesmo que a depreciação estrutural torne-se ainda maior, seriam necessários aumentos módicos de tarifa para compensar o impacto, o que nos tranquiliza em relação ao risco de enfraquecer a demanda.

Terceiro, porque acreditamos que a tendência de terceirização de frotas deve continuar a pleno vapor e sustentar um ritmo de crescimento saudável da companhia para os próximos anos. Para os clientes, é simplesmente mais eficiente permitir que a Localiza intermedie com escala e eficiência a compra, manutenção e venda de carros. A penetração do aluguel sobre a frota corporativa nacional ainda é de cerca de 10%; sobre a frota particular, é irrelevante. Ambas oportunidades têm a capacidade de multiplicar o tamanho atual do mercado de aluguel de veículos. A Localiza, por

¹⁰ Diferentemente de setores como os de alto crescimento ou cíclicos, acreditamos que o negócio de aluguel de veículos, por sua estabilidade, é muito menos suscetível a investidores dispostos a queimar capital no longo prazo em busca de um sonho.

sua vez, está especialmente bem posicionada, pela força da marca e pela maior capilaridade, para conquistar as empresas menores (clientes mais rentáveis e menos penetrados) e as pessoas físicas (carro por assinatura). Isto sem mencionar as oportunidades adjacentes em desenvolvimento, como veículos pesados e o mercado do México.

Quarto, e último, porque acreditamos que a Localiza praticou os retornos históricos enquanto buscava estimular o crescimento do mercado e impedir que a concorrência conquistasse espaço. Quando o mercado estiver mais maduro e os clientes fidelizados, temos boas razões para acreditar que a empresa poderá praticar retornos maiores, como já fez no passado quando as ameaças competitivas eram menos presentes. Considerando a alavancagem operacional de cada real a mais de receita, um encarecimento de 3% nas tarifas aumentaria os lucros da empresa em torno de 10%. Nos parece provável que aumentos sutis como este gradualmente venham a favorecer o negócio no longo prazo.

Considerando a normalização da rentabilidade apenas para os patamares históricos, a ação da Localiza próxima dos R\$60 implica em cerca de 15 vezes o lucro normalizado de 2024. O lucro efetivo pode oscilar bastante, sobretudo com a proporção que a depreciação tomou no resultado considerando a valorização dos carros. O medo do mercado quanto aos resultados de curto prazo tem gerado volatilidade na ação, criando boas oportunidades para investirmos em um negócio seguro e rentável com avenidas claras de crescimento.

Aleatórias: Um Tributo a Charlie Munger

"The best thing a human being can do is to help another human being know more."

"If I can be optimistic when I'm nearly dead, surely the rest of you can handle a little inflation."

"All I want to know is where I'm going to die so I'll never go there."

"If something is too hard, we move on to something else. What could be simpler than that?"

"A lot of people with high IQs are terrible investors because they've got terrible temperaments. And that is why we say that having a certain kind of temperament is more important than brains. You need to keep raw irrational emotion under control. You need patience and discipline and an ability to take losses and adversity without going crazy. You need an ability to not be driven crazy by extreme success."

"If you think your IQ is 160 but it's 150, you're a disaster. It's much better to have a 130 IQ and think it's 120."

"I have a friend who's a fisherman. He says, 'I have a simple rule for success in fishing. Fish where the fish are.' You want to fish where the bargains are. That simple. If the fishing is really lousy where you are you should probably look for another place to fish."

"Understanding both the power of compound interest and the difficulty of getting it is the heart and soul of understanding a lot of things."

"The world is full of foolish gamblers, and they will not do as well as the patient investor."

"If you're going to invest in stocks for the long term or real estate, of course there are going to be periods when there's a lot of agony and other periods when there's a boom. And I think you just have to learn to live through them. As Kipling said, treat those two imposters just the same. You have to deal with daylight and night. Does that bother you very much? No. Sometimes it's night and sometimes it's daylight. Sometimes it's a boom. Sometimes it's a bust. I believe in doing as well as you can and keep going as long as they let you."

"The big money is not in the buying and the selling, but in the waiting."

"People calculate too much and think too little."

"There are two kinds of businesses: The first earns twelve percent, and you can take the profits out at the end of the year. The second earns twelve percent, but all the excess cash must be reinvested – there's never any cash. It reminds me of the guy who sells construction equipment – he looks at his used machines, taken in as customers bought new ones, and says "There's all of my profit, rusting in the yard." We hate that kind of business."

"It is remarkable how much long-term advantage people like us have gotten by trying to be consistently not stupid, instead of trying to be very intelligent."

*"I think that, every time you see the word EBITDA, you should substitute it with 'bullsh*t earnings'."*

"I believe in the discipline of mastering the best that other people have ever figured out. I don't believe in just sitting down and trying to dream it all up yourself. Nobody's that smart."

"Spend each day trying to be a little wiser than you were when you woke up."

"The world is not driven by greed. It's driven by envy."

"The idea of caring that someone is making money faster [than you are] is one of the deadly sins. Envy is a really stupid sin because it's the only one you could never possibly have any fun at. There's a lot of pain and no fun. Why would you want to get on that trolley?"

"I constantly see people rise in life who are not the smartest, sometimes not even the most diligent, but they are learning machines. They go to bed every night a little wiser than they were when they got up and boy does that help, particularly when you have a long run ahead of you."

"We all are learning, modifying, or destroying ideas all the time. Rapid destruction of your ideas when the time is right is one of the most valuable qualities you can acquire. You must force yourself to consider arguments on the other side."

"The best way to get what you want in life is to deserve what you want. How could it be otherwise?"

"There is no better teacher than history in determining the future... There are answers worth billions of dollars in a \$30\$ history book."

"Indeed, I have often made myself unpopular on elite college campuses pushing this reliability theme. What I say is that McDonald's is one of our most admirable institutions. Then, as signs of shock come to surrounding faces, I explain that McDonald's, providing first jobs to millions of teenagers, many troubled, over the years, has successfully taught most of them the one lesson they most need: to show up reliably for responsible work. Then I usually go on to say that if the elite campuses were as successful as McDonald's in teaching sensibly, we would have a better world."

"What do you want to avoid? Such an easy answer: sloth and unreliability. If you're unreliable, it doesn't matter what your virtues are. You're going to crater immediately. Doing what you have faithfully engaged to do should be an automatic part of your conduct. You want to avoid sloth and unreliability."

"Another thing, of course, is life will have terrible blows, horrible blows, unfair blows. Doesn't matter. And some people recover and others don't. And there I think the attitude of Epictetus is the best. He thought that every mischance in life was an opportunity to behave well. Every mischance in life was an opportunity to learn something and your duty was not to be submerged in self-pity, but to utilize the terrible blow in a constructive fashion. That is a very good idea."

"If you're not a little confused about what's going on, you don't understand it."

"The best armor of old age is a well spent life preceding it."

"Warren, think more about it. You're smart and I'm right."

"I have nothing to add."

ip-capitalpartners.com

Rua Dias Ferreira 190 - 702. Leblon

Rio de Janeiro, RJ - Brasil

CEP 22431.050



Disclaimer

Este material tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela IP Capital Partners. Não constitui e nem deve ser interpretado como sendo solicitação de compra ou venda, oferta, análise ou recomendação de qualquer ativo financeiro, investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias. Não deve ser considerado como oferta de venda de qualquer título ou valor mobiliário. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. Os indicadores econômicos apresentados nos gráficos de performance são mera referência econômica e não meta ou parâmetro de performance. O investimento em fundos não são garantidos pelo administrador ou por qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, pelo Fundo Garantidor de Crédito. Leia o formulário de informações complementares, a lâmina de informações essenciais e, se houver, o regulamento antes de investir. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos financeiros de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os fundos geridos pela IP Capital Partners estão autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior, conforme descrito em seus respectivos regulamentos.