

São Paulo, 04 de dezembro de 2018.

"Men occasionally stumble over the truth, but most of them pick themselves up and hurry off as if nothing had happened." Winston Churchill

Caros cotistas, investidores e parceiros,

O Dahlia Total Return completou seis meses!

No mês de novembro, o fundo Dahlia Total Return FIC FIM teve um retorno de 1,3%, comparado com 0,7% do benchmark do fundo (IPCA+IMA-B). Nos últimos seis meses, o fundo



teve um retorno acumulado de 13,3%, equivalente a 419% do CDI e 80% do Ibovespa (líquido de taxas), mas com

um risco 50% inferior.

Passamos a maior parte de novembro com uma posição um pouco acima do que consideramos neutra, pela preocupação com o cenário global. A volatilidade se manteve num patamar elevado e novembro foi muito marcado pela queda de mais de 20% dos preços do petróleo. Zeramos também nossa posição no México, após uma visita ao país no início do mês.

Por outro lado, começamos dezembro com um viés mais otimista. Seguimos animados com o cenário doméstico e a combinação de uma sinalização de um Fed mais próximo da taxa neutra de juros norte-americana e uma trégua, ainda que temporária, na disputa comercial entre EUA e China que pode acalmar os mercados.

Nossos processos e trabalho em equipe

Após seis meses de gestão do fundo, podemos refletir um pouco melhor sobre nossos erros e acertos, nossa zona de conforto e nossos diferenciais. Ainda acreditamos que o sucesso da nossa gestão estará baseado em dois preceitos fundamentais: trabalho em equipe e processos.

Falamos sobre a equipe em nossa primeira carta de gestão. Ficamos felizes por estarmos seguindo à risca o que Philip Tetlock descreveu como razões para super times darem certo: "(...) incentivar mini-culturas que encorajam pessoas a desafiar uns aos outros de maneira respeitosa, admitir ignorância e pedir ajuda."

Em nosso processo de investimento, identificamos uma outra etapa que complementa a nossa tradicional análise fundamentalista. Olhamos também para as ações e as dívidas corporativas (e não para as empresas em si) sob um aspecto quantitativo, a fim de identificar quais os seus comportamentos no mercado. Ao simplesmente incluirmos a pergunta: "Mas esse ativo se parece com o quê?" acreditamos que temos uma compreensão muito mais acurada sobre o que esperar do investimento.

A relevância do preço no processo de análise

Alfred Rappaport e Michael Mauboussin no livro *"Expectations Investing"*, um guia muito interessante sobre análise fundamentalista, escreveram que "Os preços das ações são os mais claros e mais confiáveis sinais das expectativas do mercado sobre a performance futura de uma empresa." Observar os preços dos ativos (ações e/ou dívida) nos permite compreender melhor quais aspectos fundamentalistas que mais os influenciam e nos auxilia a focar em análises ou eventos assimétricos que podem mudar o comportamento dos ativos.

No livro *"Moneyball"*, Michael Lewis descreve



como o dirigente Billy Beane do time de beisebol *Oakland Athletics* conseguiu fazer a equipe com os menores salários da liga norte-americana chegar

sucessivamente aos play-offs, a fase final do campeonato.

Uma das coisas que nos encanta no jogo de beisebol é o fato de ser um esporte com muitos eventos que podem ser estatisticamente (e precisamente) coletados. É um jogo extremamente estratégico. Na temporada regular, uma equipe joga 162 partidas em seis meses (menos de 14 dias de folga no período!). Em uma partida, são arremessadas em média 300 bolas para 70 tentativas de rebatidas diferentes.

Um jogador que recorrentemente consegue uma rebatida válida em 30% de suas tentativas, dificilmente ficaria três ou quatro partidas sem alcançar a primeira-base. O caso de Gabriel Jesus, atacante brasileiro que não marcou nenhum gol nos cinco jogos do Brasil na última



Copa do Mundo, seria quase irreplicável no beisebol. Estatística pura!

Billy Beane percebeu que vários aspectos quantitativos que realmente importavam para se maximizar o número de vitórias eram frequentemente ignorados. Junto com Paul DePodesta, começou a utilizar a estatística para auxiliar todas as decisões da equipe. Dos jogadores que seriam contratados ou dispensados até os tipos de arremessos para determinados rebatedores.

Mas essas características não eram suficientes para Billy e Paul. Eles decifraram quais eram os fatores que poderiam levar a equipe aos *play-offs*. O *Oakland A's* buscou atletas que pudessem conjuntamente replicar esses fatores. Ao ignorar o “jogo bonito” e focar em aspectos quantitativos, a dupla obteve um enorme sucesso. No período entre 2000 e 2006, a equipe chegou nos *play-offs* em cinco ocasiões.

E o que isso tem a ver com a nossa gestão?

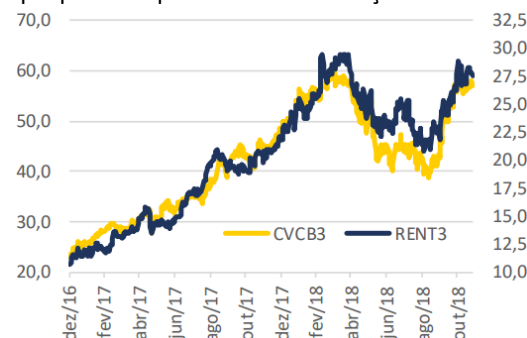
Assim como o beisebol, o mercado financeiro é um ambiente com muitos eventos (preços), facilmente tabulados. Entramos em campo, na média, 245 vezes ao ano, acompanhando um universo de cerca de 150 empresas que consideramos “investíveis”. Tentamos também buscar ativos (ou conjuntos de ativos) que melhor possam expressar nossas teses, a preços e riscos mais baixos para nossos cotistas.

Acreditamos que ao focarmos apenas em aspectos qualitativos ou quantitativos referentes aos resultados das empresas e bancos, ignoramos sinais claros do mercado sobre o que, por exemplo, uma ação de fato representa (e não apenas uma fração do capital da empresa).

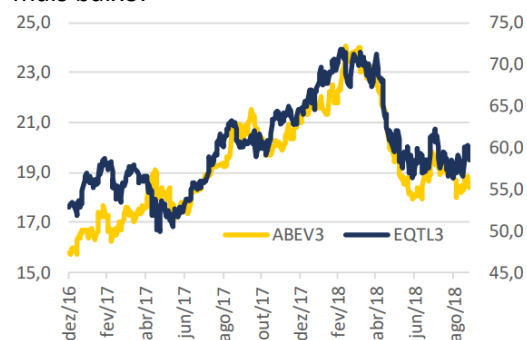
Em outras palavras, tentamos não ser meros olheiros, focando nas estratégias de longo prazo e resultados de curto prazo das empresas nas quais investimos. Vemos na análise do preço do ativo qual função ele representa para o *portfolio* e o que podemos esperar dele.

Somos então puramente quantitativos? Claro que não! Ao perceber os comportamentos de preço das ações, nosso papel como analistas muda e passa a ser de buscar distorções que sejam realmente assimétricas. A altíssima correlação entre as ações de Localiza e CVC nos indica a predominância do movimento

macroeconômico. Passamos a analisar fatores que possam quebrar essa correlação histórica.



O que energia elétrica e cerveja tem a ver? As ações de Equatorial e Ambev, durante um longo período de tempo, eram altamente correlacionadas. Porém, pudemos nos beneficiar de eventos específicos que quebraram essa correlação, com um risco mais baixo.



E o futuro?

Seguimos com uma visão otimista para os ativos brasileiros. A inflação pode continuar surpreendendo para baixo, os resultados das empresas seguem fortes, mesmo com a economia fraca. O governo de transição tem confirmado a guinada liberal na condução econômica do país. O cenário externo mostra sinais de melhora, apesar do viés ainda de alta dos juros norte-americanos (preferimos ficar neutros em dívida corporativa). Acreditamos que possamos estar perto de uma virada de mão na condução da política monetária pelo *Fed*, uma vez que os sinais de um aperto de condições financeiras estão mais claros.

Obrigado pela confiança,

Dahlia Capital
contato@dahliacapital.com.br
 +55 11 4118-3148



DISCLAIMER:

A Dahlia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Dahlia Capital") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados não caracterizam e não devem ser entendidos como recomendação de investimento, análise de valor mobiliário, material promocional, participação em qualquer estratégia de negócio, solicitação/oferta/esforço de venda ou distribuição de cotas dos fundos de investimento aqui indicados. A Dahlia Capital não realiza a distribuição de cotas dos fundos de investimento sob sua gestão e o investidor interessado deve iniciar relacionamento e/ou direcionar sua intenção de investimento junto aos distribuidores/plataformas indicados na aba "como investir". As informações e materiais aqui dispostos não constituem assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos contidos nos documentos. A Dahlia Capital não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações, nem por decisões de investimento tomadas com base nas informações aqui contempladas. Algumas das informações aqui contidas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Dahlia Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos, ou por quaisquer outros erros, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados têm caráter meramente informativo e não consideram objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares de cada investidor, além de não conterem todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir em um fundo de investimento. Antes de investir, é recomendada ao investidor a leitura a lâmina de informações essenciais, se houver, o regulamento e os demais documentos regulatórios aplicáveis do fundo de investimento, notadamente o capítulo que trata sobre os fatores de risco a que o fundo poderá estar exposto (encontrados no site da CVM). O investidor deve sempre se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados para opinar e decidir sobre os investimentos que melhor se enquadram em seu perfil, levando em consideração sobretudo os riscos e custos/taxas aplicáveis. Fundos de investimento mencionados neste documento podem utilizar estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em significativas perdas patrimoniais para seus cotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do Fundo. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura. A Dahlia Capital não se responsabiliza por decisões, atos ou omissões do investidor ou de profissionais por ele consultados e/ou contratados.

Créditos finais:

Fotos: iStock photo

Gráficos: Bloomberg e Dahlia Capital

