

“O Brasil deixará de ser o paraíso dos rentistas e o inferno dos empreendedores.” Paulo Guedes, Ministro da Economia.

São Paulo, 10 de janeiro de 2019

Caros cotistas, investidores e parceiros,

Decompondo múltiplos e lucros

No mês de dezembro, o fundo Dahlia Total Return FIC FIM teve um retorno de 0,8%, comparado com 0,2% do benchmark do fundo (IPCA+IMA-B). Desde o início do fundo em maio do ano passado, o fundo teve um retorno acumulado de 14,2%, equivalente a 385% do CDI e 98% do Ibovespa (líquido de taxas), mas com um risco 50% inferior.



A volatilidade dos mercados continuou alta no mês passado, marcado pela queda de 9,2% do S&P500 (índice de ações norte-americanas). Esta foi a pior queda para um mês de dezembro, desde 1931! Acreditamos que o principal fator para a fraca performance foi a decepção dos mercados com a decisão do Fed (Banco Central americano) em elevar os juros em 25 pontos-base e mantendo o programa de redução do balanço de títulos governamentais.

As bolsas na América Latina seguiram as emergentes, com uma queda de 1,3% no mês. Apesar disso, no ano, vimos uma diferenciação mais clara com o Ibovespa subindo 15%, contra uma queda de 2,6% das bolsas emergentes.

Nossa retrospectiva

Antes de entrarmos em nossas explicações sobre os diferentes desempenhos dos ativos, achamos interessante fazermos uma breve retrospectiva de nossas cartas mensais, que tentam resumir nossa forma de pensar.

Em nossa carta inicial de junho, discutimos sobre a preponderância dos eventos externos sobre os

ativos e eventos domésticos. Explicamos como e porque estávamos montando uma gestora. Em julho, falamos sobre a composição de *portfolio* e o uso de opções para maximizar ganhos e reduzir o risco da carteira. Na carta de agosto, afirmamos nossa visão de que a bolsa é o melhor ativo líquido do Brasil, por conta do *valuation* e da alta geração de caixa, o que acreditamos até hoje. Em setembro, falamos sobre a Quarta Virada e como isso sinalizava uma mudança significativa no lado político e social do Brasil. Com a definição das eleições, na carta de outubro, escrevemos sobre o governo economicamente mais liberal do Brasil, que pode levar a juros e inflação consistentemente mais baixos e a maior crescimento. Em novembro, falamos sobre a relevância de analisarmos o comportamento dos preços dos ativos. Assim como peças num jogo de xadrez, diferentes ações podem ser usadas para propósitos específicos, dentro de uma carteira.

Por que a bolsa subiu o que subiu?

Apesar de o Ibovespa ter sido uma das melhores aplicações financeiras em 2018, vimos uma grande disparidade de retorno entre os diferentes setores da bolsa.

Setor	Var. %	Var. Pontos
Óleo e Gás	28,7%	2.737
Commodities	27,9%	3.613
Financeiro	25,2%	7.582
Energia Elétrica	21,4%	864
Industrial	3,7%	289
Cons. Discricionário	-2,1%	28
Telecomunicações	-6,2%	-105
Cons. Básico	-21,1%	-2.183
Ibovespa	15,0%	11.485

A tabela abaixo mostra, para cada ano, um ranking dos melhores para os piores setores bolsa em performance anual.

Dando um passo além, uma das análises de preços das ações decompõe o preço em dois: lucro por ação e índice de Preço/Lucro (P/L). Apesar de simplista, acreditamos ser essa uma

Ano	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Ibov (%)	45%	-33%	152%	-11%	-11%	-17%	97%	18%	28%	33%	44%	-41%	83%	1%	-18%	7%	-15%	-3%	-13%	39%	27%	15%
1	TEL	CST	ENE	CST	ENE	MAT	UTE	CDS	FIN	CDS	ENE	TEL	CDS	CST	TEL	IND	CST	CDS	CST	ENE	MAT	ENE
2	ENE	FIN	MAT	FIN	MAT	IND	IND	MAT	ENE	FIN	MAT	UTE	MAT	IND	CST	CST	IND	FIN	IND	MAT	IND	MAT
3	FIN	IND	TEL	IND	UTE	CST	MAT	FIN	CST	ENE	FIN	CST	CST	FIN	UTE	CDS	FIN	IND	ENE	FIN	CDS	FIN
4	UTE	MAT	CDS	ENE	FIN	ENE	ENE	ENE	UTE	MAT	CST	FIN	FIN	MAT	IND	MAT	TEL	CST	UTE	UTE	FIN	UTE
5	IND	TEL	FIN	MAT	CST	FIN	TEL	CST	MAT	UTE	TEL	ENE	ENE	UTE	FIN	FIN	CDS	UTE	FIN	CDS	TEL	IND
6	CST	CDS	CST	UTE	IND	UTE	FIN	TEL	IND	IND	CDS	MAT	TEL	CDS	ENE	TEL	MAT	TEL	MAT	TEL	CST	CDS
7	MAT	ENE	IND	TEL	TEL	TEL	CST	UTE	CDS	CST	UTE	CDS	IND	TEL	MAT	ENE	UTE	ENE	CDS	CST	ENE	TEL
8	CDS	UTE	UTE	CDS	CDS	CDS	CDS	IND	TEL	TEL	IND	IND	UTE	ENE	CDS	UTE	ENE	MAT	TEL	IND	UTE	CST

CDS = Consumo Discricionário, CST = Consumo Básico, ENE = Petróleo e Gás, FIN = Financeiro, IND = Industriais, MAT = Commodities, TEL = Telecomunicações, UTE = Energia elétrica.



ótima ferramenta para compreender eventos passados. Quando depuramos os motivos por trás da valorização da bolsa, percebemos que dois fatores principais explicaram a alta em 2018: 1) confirmação do crescimento de lucro do setor financeiro de 20% e 2) melhora significativa do lucro das empresas de commodities.

A tabela abaixo mostra a variação dos múltiplos e das estimativas de lucro ao longo de 2018:

Setor	P/L '17	P/L '18	Δ %	Δ % Lucro
Financeiro	10,7	11,2	4,3%	20,0%
Commodities	10,7	7,9	-25,9%	72,8%
Óleo e Gás	11,9	7,3	-38,5%	109,4%
Energia Elétrica	8,9	10,7	20,6%	0,7%
Industrial	22,7	20,5	-9,6%	14,7%
Cons. Discricionário	18,8	23,0	22,0%	-19,8%
Telecomunicações	16,0	13,0	-18,8%	15,5%
Cons. Básico	22,1	18,7	-15,5%	-6,7%
Ibovespa	12,8	10,8	-15,5%	33,2%

Duas curiosidades: 1) a última coluna da primeira tabela mostra a contribuição em pontos da variação do setor no Ibovespa. Financeiro, commodities e petróleo contribuíram com mais de 100% da variação! 2) apesar de se valorizar em 15% em 2018, o Ibovespa, medido por seu P/L, ficou mais barato. No final de 2017, ele negociava a 12,8x P/L contra 10,8x no final de 2018, por conta da forte expansão de lucro.

Mas o que essa análise quer dizer?

Ao compreendermos melhor os motivos da performance, podemos tirar algumas reflexões:

- Toda a alta do Ibovespa foi explicada por fatores esperados (crescimento de lucro dos bancos) e fatores externos (lucro das empresas de commodities). A eleição ajudou, mas não foi o principal fator que explicou a alta do Ibovespa.
- A redução de percepção de risco país foi mais evidente nos setores elétrico e consumo discricionário, os únicos que tiveram expansão de múltiplos acima de 10%.
- Excluindo bancos, os setores domésticos tiveram uma queda de 4,4% de lucro. Isso pode ser explicado por uma maior competição (bebida, educação, distribuição de combustíveis, meios de pagamento, por exemplo) e uma ainda frágil recuperação da economia.

E o que esperamos de 2019?

Para nós, analistas de mercado, é uma grande tentação querer fazer previsões sobre o que esperamos para 2019. Porém, nossa experiência nos diz que este é um exercício pouco eficaz, uma

vez que temos que rapidamente adaptar nossas visões na medida em que recebemos novas informações ao longo do tempo.



Dito isso, achamos válido dividirmos alguns conceitos que podem ser úteis ao longo do ano:

- **Cenário externo deve continuar dominante** – principalmente pela contração dos balanços dos principais bancos centrais mundiais.

- **A alavancagem em países desenvolvidos e na China continua alta.** Não acreditamos que cheguemos ao estresse máximo da dívida corporativa americana. Lucros são sujeitos a revisões negativas, dívidas permanecem no balanço.

- **Estamos em um dos piores níveis de revisão de lucros globais** desde a crise de 2008/09, indicando que baixo P/L das bolsas pode não ser tão barato assim.

- **Seguimos confiantes no ajuste liberal do governo Bolsonaro.** Ainda não sabemos ao certo quais os impactos reais de todas as medidas, mas acreditamos em juros mais baixos, câmbio relativamente depreciado e mais crescimento.

- **O Ibovespa dependerá de fatores além de maiores lucros para performar bem em 2019.** Empresas mais voltadas ao mercado doméstico devem ser mais beneficiadas. Mantemos nossa posição em SMAL11 (índice de small caps).

- **Locais não têm bolsa, estrangeiros não têm dívida.** Desde as eleições, vimos apenas R\$9,4 bilhões de entrada em fundos de ações. A participação de estrangeiros na dívida pública brasileira continua baixa em 11,7% (20% em 2015).

- **Eventos políticos na América Latina,** principalmente na Argentina, México, Peru e Venezuela, serão essenciais para ditar os rumos nesses mercados. Seguimos atentos a oportunidades.

Obrigado pela confiança,

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



AVISO LEGAL:

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 e tabelas: Bloomberg e Dahlia Capital

