

São Paulo, 07 de dezembro de 2022.

Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Os três P's dos investimentos

Os brasileiros adoram um palpite. Tem aquele que adora falar sobre política. Ou aquela que não perde nenhum bolão da Copa. E todos nós queremos escalar a seleção.



No final do ano, é comum vermos nos jornais, blogs e podcasts as previsões dos mercados para o próximo ano. E a pergunta que mais ouvimos é "quanto vai ser o Ibovespa no final de 2023?". Na Dahlia, preferimos focar em entender quais são os fatores que podem fazer o mercado subir ou cair no médio e longo prazo, ao invés de tentar "cravar" em quais níveis os mercados estarão.

Uma das formas que aprendemos a analisar essas tendências é olhando para os três P's : *Profits* (lucro), *Policy* (política econômica) e *Positioning* (posicionamento dos investidores).

Nesta carta falaremos mais sobre os lucros das empresas. Afinal, os lucros são os fatores que mais determinam a performance de uma ação no longo prazo. Mas como podemos estimar os lucros do Ibovespa?

Bottom Up x Top Down

Podemos projetar o lucro do Ibovespa a partir dos lucros específicos das empresas que compõem o índice. Esse processo, conhecido como "*Bottom up*" (de baixo para cima), envolve analisar a dinâmica específica das empresas para determinar o impacto agregado.

Na tabela abaixo, consolidamos por setores as estimativas de consenso do mercado para avaliar

as projeções. Nota-se que o mercado estima uma queda de 14,2% para o lucro do Ibovespa em 2023, de 17,3 mil pontos para 14,9 mil. Essa queda é principalmente explicada por uma queda de 27% do lucro das empresas de petróleo e de 36% das outras empresas de *commodities* (mineração, siderurgia, químicos e celulose), que discutiremos mais a seguir.

Quando excluimos as empresas produtoras de *commodities*, os analistas estimam um crescimento de quase 20% no lucro. Podemos ainda fazer um outro ajuste. O setor financeiro, principalmente os bancos, representa 23% do Ibovespa e tem um crescimento de lucro estimado de 12%, em linha com padrões históricos.

Isso significa que se, além dos produtores de *commodities*, excluirmos também os bancos, as estimativas do mercado apontam para um crescimento de mais de 30% para as outras empresas eminentemente domésticas.

Será que essa estimativa de 30% de lucro está muito otimista? Lucros podem ser simplificada decompostos entre Receita x Margem Líquida. A receita das empresas listadas na bolsa historicamente tem uma alta correlação com o crescimento do PIB nominal.

As expectativas atuais dos economistas, de acordo com o boletim Focus do Banco Central, indicam um crescimento de PIB nominal de cerca de 6% em 2023. E o consenso de mercado espera que a receita das empresas cresça cerca de 8%, o que não parece otimista demais.

O crescimento de lucro vem, portanto, de um forte crescimento de margem. Aqui, esse exercício torna-se mais interessante. Com a taxa de juros média em 2023 provavelmente mais alta que a média de 2022, uma forte expansão de margem pode ser mais difícil de acontecer. Afinal, um ponto percentual a mais de juros pode reduzir em

Setor	%	Rec. '22	Rec. '23	LL '22	LL '23	Mgm '22	Mgm '23	Cr. Rec.	Cr. LL	Dív. Líq.	Div/LL
Financeiro	22.7	13,965	15,490	3,481	3,885	24.9	25.1	10.9	11.6	NA	NA
Commodities	25.2	21,101	19,517	5,919	3,802	28.1	19.5	-7.5	-35.8	4,520	1.2
Petróleo	13.3	32,970	31,226	5,624	4,129	17.1	13.2	-5.3	-26.6	9,466	2.3
Cons. Básico	9.0	25,198	26,999	797	889	3.2	3.3	7.1	11.6	4,983	5.6
Cons. Discricionário	4.4	14,964	15,416	197	331	1.3	2.2	3.0	67.9	2,128	6.4
Industriais	7.9	4,980	6,106	262	350	5.3	5.7	22.6	33.5	3,713	10.6
Tecnologia	1.2	621	684	64	87	10.4	12.7	10.2	34.7	-94	-1.1
Energia Elétrica	10.4	6,697	7,061	749	1,039	11.2	14.7	5.4	38.8	4,355	4.2
Telecom	1.4	1,067	1,152	81	104	7.6	9.0	8.0	27.7	178	1.7
Saúde	3.8	1,974	2,346	131	206	6.6	8.8	18.9	57.7	813	3.9
Construção	0.8	189	213	53	72	28.3	34.1	12.6	35.4	360	5.0
Total	100.0	123,727	126,210	17,359	14,894	14.0	11.8	2.0	-14.2	30,423	2.0
Total ex-Commodities	61.5	69,656	75,467	5,815	6,963	8.3	9.2	8.3	19.7	16,437	2.4
Total ex-Comm/Bancos	38.8	55,690	59,976	2,334	3,078	4.2	5.1	7.7	31.9	16,437	5.3



5% as estimativas de lucro desse grupo de ações, apenas por maiores despesas financeiras.

Porém, para o lucro do Ibovespa como um todo, esse grupo tem um impacto reduzido. Os setores financeiro, petróleo e commodities representam quase 80% do lucro do índice.

Quando então analisamos as estimativas de lucro "Top Down" (de cima para baixo), um dos principais pontos de partida é a estimativa de crescimento nominal do PIB no Brasil. O gráfico abaixo compara o crescimento da receita das empresas listadas em bolsa com o crescimento do PIB nominal.

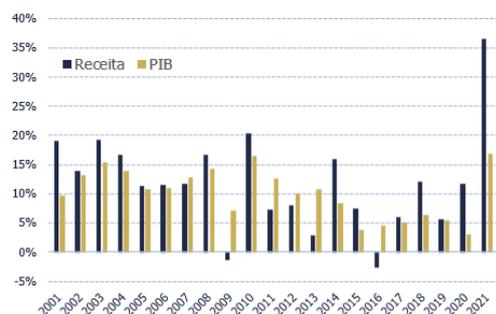


Fig.2 - Receita x PIB.

É interessante notar que na primeira década dos anos 2000, a receita das empresas cresceu em linha com o PIB. Por outro lado, durante a maior parte da segunda década, esse crescimento ficou aquém da economia, por conta de preços mais baixos de commodities e maior intervenção do governo na economia.

Outra parte importante da análise top-down é decompor as estimativas de lucro do Ibovespa em três sub-grupos: commodities (incluindo petróleo), financeiro e consumo doméstico. O gráfico abaixo mostra a evolução, em termos reais, das estimativas de lucro do Ibovespa e desses sub-grupos.



Fig.3 - Decomposição das estimativas de lucro do Ibovespa.

Desde 2016, as estimativas de lucro se multiplicaram por três, mesmo com as revisões negativas dos lucros das empresas de consumo. O gráfico também deixa clara a grande influência das empresas de commodities nos lucros do Ibovespa.

O que então podemos esperar sobre os preços das commodities em 2023? Ainda temos um viés altista para os preços no próximo ano. A reabertura da China, que ainda sofre restrições de mobilidade por conta da política de COVID zero, deveria aumentar a demanda de petróleo e metais, mais do que compensando uma queda de consumo por uma desaceleração econômica nos países desenvolvidos.

Além disso, a falta de investimentos no setor nos últimos anos faz com que a oferta seja mais restrita, com baixa capacidade adicional vindo ao mercado nos próximos anos. Um outro fator importante será a determinação da política de preços da Petrobras. Afinal, ela por si só representa cerca de 30% do lucro do Ibovespa, e as estimativas dos analistas já contemplam uma queda de 33% do lucro da empresa em 2023.

O Passado

Em novembro, os ativos de risco brasileiros sofreram com os resultados das eleições e uma maior preocupação com a sustentabilidade fiscal do país no médio e longo prazo. O Ibovespa caiu 3% no período e a taxa de juros de 10 anos no Brasil chegou a subir quase dois pontos percentuais, atingindo 13,6%.

O futuro

Os ativos brasileiros devem continuar reagindo a definições das políticas do novo governo. Essa preocupação deveria manter o nível de volatilidade alto. No cenário externo, vemos sinais positivos da China e ainda aguardamos uma confirmação mais consistente de que a inflação americana está de fato cedendo.

E o Ibovespa no final de 2023? Para os curiosos de plantão, dividimos aqui uma pesquisa feita entre mais de 200 investidores institucionais em uma recente conferência. A maior parte, acha que a bolsa ficará próxima do nível atual.

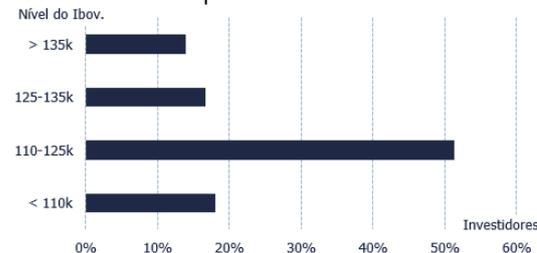


Fig.4 - Expectativa dos investidores sobre o índice Ibovespa.

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

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:

Imagem: Shutterstock

Tabela 1: *Dahlia*

Gráfico 1: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia

Gráfico 3: Dahlia

