

CONECTAMOS PESSOAS,
IDEIAS E CAPITAL

OS MAIORES RETORNOS DA BOLSA DESDE 2005

Março de 2021

Caros investidores,

Apesar dos grandes desafios de curto prazo, a bolsa brasileira encontra-se em um período magnífico de retornos. Desde o início de 2016, após ter caído até 38 mil pontos, o Ibovespa vem consistentemente entregando bons resultados (26% a.a. de 17/01/2016 até 01/03/2021, fechamento desta carta) – nem mesmo a pandemia, quando a bolsa foi dos 118 mil aos 67 mil e de volta aos 118 mil em menos de 1 ano, foi capaz de conter essa tendência que dura mais de 5 anos.

Quais fatores mais contribuíram para esse retorno? Frente a esse questionamento, resolvemos medir os maiores retornos da bolsa brasileira desde 2005, e investigar quais empresas propiciaram os melhores retornos para os investidores. Para tal análise, utilizamos o conceito de *Total Shareholder Return (TSR)*.

O TSR decompõe a valorização de um ativo em 4 componentes:

1. Distribuição de proventos;
2. Aumento do lucro líquido;
3. Expansão do múltiplo P/L (Preço / Lucro); e
4. Efeito combinado dos itens 1, 2 e 3

Em resumo:

$TSR = \text{proventos} + \text{aumento do lucro líquido} + \text{expansão P/L} + \text{efeito combinado}$

Enquanto os itens 1 e 2 estão ligados à performance da empresa, o item 3 representa uma mudança da expectativa por parte dos investidores do crescimento de lucro.

Para ilustrarmos a expectativa de crescimento implícita na expansão do múltiplo P/L, suponha que um investidor compre uma ação a um P/L de 50x. Vamos supor também que a empresa passe por um período de alto crescimento durante 10 anos, onde ela pagaria somente o mínimo obrigatório de 25% do lucro líquido em proventos e, após esse período de forte crescimento, seu lucro líquido se estabilize e ela passe a distribuir 100% do resultado. Para que o investidor tenha um retorno real (acima da inflação) de 10% ao ano no longo prazo, o lucro da empresa deveria crescer 28% ao ano, acima da inflação, durante 10 anos! Em outras palavras, aumentar mais de 1.000% no período. Caso o lucro líquido não cresça, o múltiplo justo para atingir a mesma taxa de retorno seria de 10x P/L. Ou seja, quanto maior o P/L, maior a expectativa de crescimento do lucro líquido da empresa para os próximos anos. Afinal, imaginamos que ninguém compraria um ativo esperando 50 anos para receber o investimento de volta.

A tabela abaixo apresenta as empresas que mais performaram desde 2005:

Tabela 1 – Maiores retornos anuais da bolsa brasileira desde 2005¹

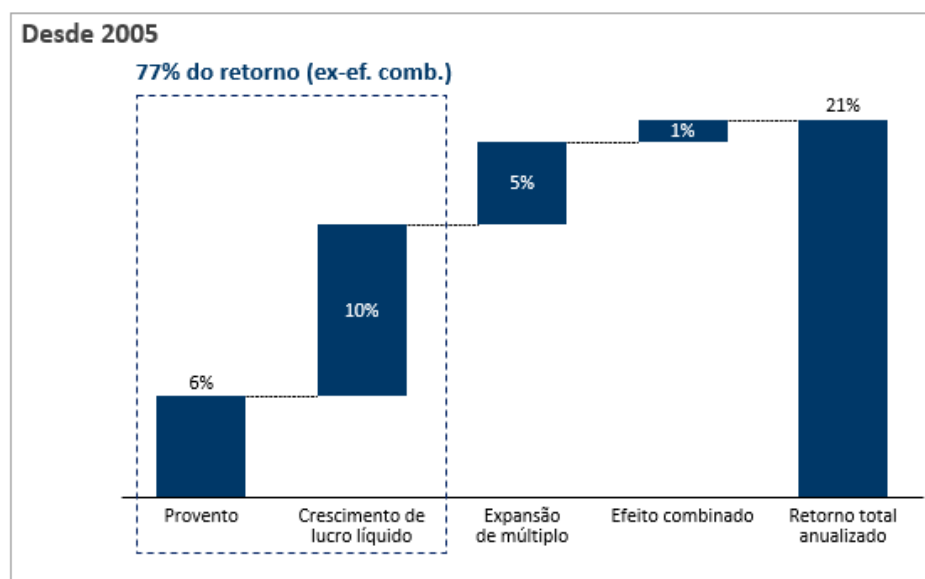
Empresa	Retorno anualizado	Proventos	Expansão lucro líquido	Expansão múltiplo	Efeito combinado
1 Whirlpool	31%	12%	16%	1%	2%
2 Localiza	25%	2%	16%	6%	1%
3 Comgás	25%	10%	8%	5%	2%
4 Alpargatas	24%	3%	(1%)	20%	1%
5 Renner	22%	2%	17%	2%	1%
6 Graziotin	22%	5%	18%	(2%)	0%
7 Ferbasa	20%	6%	(2%)	16%	0%
8 Sanepar	20%	7%	10%	2%	1%
9 Coelce	17%	8%	2%	6%	1%
10 Porto Seguro	17%	5%	11%	0%	1%
11 Sabesp	16%	3%	2%	10%	1%
12 Romi	15%	5%	6%	3%	1%
13 Engie	15%	6%	8%	1%	1%
14 CSN	15%	5%	5%	4%	1%
15 Bradespar	14%	4%	1%	8%	1%

Fonte: Economática, Capital IQ, Análise Ártica

Como podemos observar, a Whirlpool (WHRL4) é a empresa com maior rentabilidade anualizada do período, entregando um retorno de 31% a.a. desde 2005. Esse retorno foi composto por 12% a.a. em proventos, 16% a.a. em crescimento de lucro líquido, 1% a.a. em expansão de múltiplo e 2% a.a. do efeito combinado. Foi um retorno consistente e de alta qualidade. A Whirlpool é uma empresa que conhecemos bem, pois está no nosso portfólio desde 2013.

Outro ponto que merece destaque é que a maioria dos retornos foi composta principalmente por crescimento de lucro líquido e proventos - quanto maior a janela de análise, mais isso tende a ser verdade. O gráfico abaixo apresenta a composição de retorno das 15 empresas listadas na tabela acima:

¹ Para a análise, foram excluídas as empresas que tiveram lucro líquido negativo em 2005 ou 2020 LTM, uma vez que não é possível medir os componentes do TSR dessas. Além disso, foi aplicado um filtro de liquidez de >R\$25mil/dia durante todos os anos da análise. A análise compreende o período de 29/12/2005 até 26/02/2021, portanto, empresas que fizeram o IPO após esse período não entram na análise. Algumas das empresas apresentadas podem ter sofrido impactos não-recorrentes que inflam ou reduzem o lucro líquido dos anos da análise. Tais efeitos não foram considerados na tabela.

Gráfico 1 - Composição de retorno²

Fonte: Economática, Capital IQ, Análise Ártica

Se observarmos agora os retornos desde 2018, os resultados possuem uma dinâmica diferente:

Tabela 2 – Maiores retornos anuais da bolsa brasileira desde 2018³

Empresa	Retorno anualizado	Proventos	Expansão lucro líquido	Expansão múltiplo	Efeito combinado
1 Petro Rio	167%	0%	48%	81%	39%
2 Banco Inter	162%	1%	(62%)	591%	(368%)
3 Banco Pan	153%	2%	57%	58%	36%
4 Romi	110%	15%	40%	31%	24%
5 WEG	101%	1%	29%	54%	17%
6 Magazine Luiza	96%	0%	(25%)	161%	(40%)
7 Eneva	94%	0%	(11%)	119%	(13%)
8 CSN	89%	3%	(13%)	110%	(11%)
9 JHSF	81%	4%	61%	9%	8%
10 TOTVS	79%	1%	95%	(9%)	(8%)
11 Sinqia	78%	0%	(28%)	147%	(41%)
12 EMAE	74%	7%	5%	56%	7%
13 Comgás	73%	14%	(7%)	64%	3%
14 Kepler Weber	70%	1%	164%	(37%)	(59%)
15 GNDI	66%	0%	29%	28%	8%

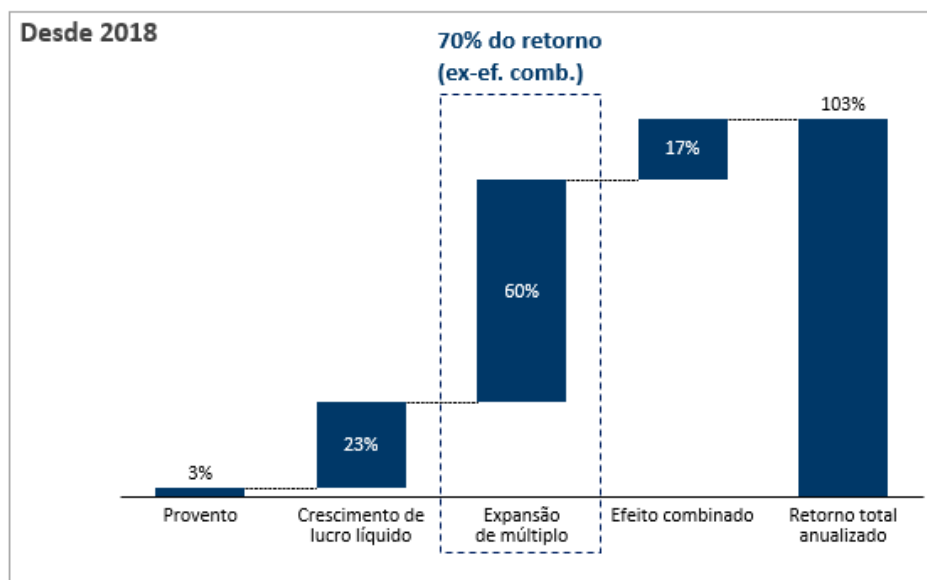
Fonte: Economática, Capital IQ, Análise Ártica

² Composição de retornos de uma carteira teórica composta pelos 15 ativos da tabela 1 acima, considerando pesos iguais para cada ativo.

³ Para a análise, foram excluídas as empresas que tiveram lucro líquido negativo em 2018 ou 2020 LTM, uma vez que não é possível medir os componentes do TSR dessas. Além disso, foi aplicado um filtro de liquidez de >R\$100mil/dia. A análise compreende o período de 28/12/2018 até 26/02/2021, portanto, empresas que fizeram o IPO após esse período não entram na análise. Algumas das empresas apresentadas podem ter sofrido impactos não-recorrentes que inflam ou reduzem o lucro líquido dos anos da análise. Tais efeitos não foram considerados na tabela.

As empresas com maior nível de retorno nos últimos anos tiveram a componente de expansão do múltiplo P/L como o fator que mais contribuiu para o retorno anualizado – com alguns casos interessantes, como o do Banco Inter, onde houve uma retração do lucro líquido, porém o efeito de expansão do múltiplo contribuiu para um retorno de 591% a.a.! O gráfico 2 abaixo ilustra a relevância do efeito de expansão de múltiplos no retorno dessas empresas.

Gráfico 2 - Composição de retorno⁴



Fonte: Economática, Capital IQ, Análise Ártica

Importante ressaltar que o efeito da expansão de múltiplo não necessariamente indica que a empresa ficou cara. Outras razões podem explicar a expansão desse fator: (i) há uma expectativa de crescimento do lucro ou (ii) a empresa estava barata e passou por um reajuste.

Apesar de 2020 não ser um ano “típico” em função da pandemia, os resultados obtidos são similares aos mencionados por grandes investidores em outros períodos da história:

“[...] in the short run, the market is like a voting machine--tallying up which firms are popular and unpopular. But in the long run, the market is like a weighing machine--assessing the substance of a company”

Ben Graham

A frase acima de Benjamin Graham, considerado o pai do *value investing* e mentor de Warren Buffett, explicita esse conceito. No curto prazo, as variações do mercado de ações podem ser causadas por fatores psicológicos e emocionais, que levam o “Senhor Mercado” a deixar ações muito caras ou muito baratas; enquanto no longo prazo, eventualmente os fundamentos da empresa prevalecem, refletindo no preço de sua ação.

⁴ Composição de retornos de uma carteira teórica composta pelos 15 ativos da tabela 2 acima, considerando pesos iguais para cada ativo.

Além dele, John Maynard Keynes no seu trabalho “*The General Theory of Employment, Interest and Money*” comparou a atividade especulativa dos investidores de curto prazo à de um concurso de beleza, onde o importante não é julgar quem é o mais belo, mas sim julgar imaginando em quem os outros votarão:

“[...] professionals trade stock, not based on their own long-term forecast of companies' assets but on the anticipation of market valuation after a few months a company.”

John Maynard Keynes

Keynes, desconsiderando o mérito das políticas monetárias pregadas, foi um gestor acima da média, tendo entregado 16% a.a. de desempenho entre 1922 e 1946 – resultado nada mal considerando que foi um período bastante conturbado para o mercado de ações, com a crise de 29 e a 2ª Guerra Mundial entre 1939 e 1945.

No curto prazo, sentimentos de mercado prevalecem; no longo prazo, o que mais pesa são os fundamentos. Nós não achamos que conseguimos prever os sentimentos de mercado (na verdade, pouquíssimos investidores conseguem de forma consistente). Julgamos que temos mais habilidade em entender os melhores modelos de negócio e os dividendos e crescimento de lucros que eles proporcionam. Por isso, focamos em investir no longo prazo.

Características do Fundo

O ARCÁDIA FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES ("Fundo"), gerido pela Arcádia Participações e Gestão de Recursos Ltda., é um fundo de investimentos em ações regulamentado pela Instrução CVM 555 / 2014.

Público-alvo

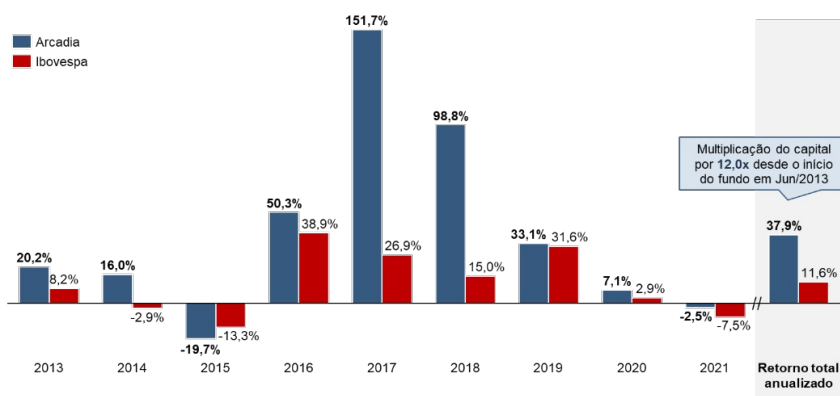
O Fundo é destinado exclusivamente a investidores qualificados (nos termos da instrução CVM 554/2015) que busquem retornos focados no longo-prazo.

Objetivo do Fundo

O Fundo tem por objetivo proporcionar aos seus cotistas, a médio e longo prazo, ganhos de capital por meio do investimento de seus recursos primordialmente no mercado acionário, sem perseguir uma alta correlação com qualquer índice de ações específico disponível.

Classificação ANBIMA	Ações Livre
Gestor	Arcádia Participações e Gestão de Recursos Ltda.
Administrador / custodiante	BTG Pactual Serviços Financeiros S.A. DTVM
Investimento mínimo	R\$ 20,0 mil
Investimento adicional	R\$ 1,0 mil
Saldo mínimo de permanência	R\$ 10,0 mil
Taxa de administração	2% a.a.
Taxa de performance	20% sobre o que exceder o Ibovespa, com marca d'água
Cotas de aplicação	D + 1 (dia útil)
Cotas de resgate	D + 89 (dias corridos)
Liquidação financeira	D + 1 (após cotização)
Tributação (IR)	15% do ganho, no resgate (sem come-cotas)

Rentabilidade anual



Patrimônio Atual	R\$ 105,7 milhões
Patrimônio médio em 12 meses	R\$ 85,2 milhões
Rentabilidade acumulada	1.071,2%
Rentabilidade 12 meses	6,2%
Rentabilidade 36 meses	82,7%
Patrimônio do fundo detido pelos sócios	56,8%

Rentabilidade mensal

		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2013	Arcádia	-	-	-	-	-	2,2%	6,7%	(5,2%)	8,8%	8,3%	(1,0%)	(0,3%)	20,2%	20,2%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	(11,3%)	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	(3,3%)	(1,9%)	8,2%	8,2%
2014	Arcádia	(4,5%)	2,9%	2,2%	(0,9%)	4,2%	7,7%	1,2%	0,9%	(1,2%)	(1,2%)	6,2%	(1,7%)	16,0%	39,4%
	Ibovespa	(7,5%)	(1,1%)	7,1%	2,4%	(0,8%)	3,8%	5,0%	9,8%	(11,7%)	1,0%	0,2%	(8,6%)	-2,9%	5,0%
2015	Arcádia	(4,4%)	(3,6%)	3,4%	5,1%	1,3%	(4,2%)	(10,6%)	(2,9%)	0,2%	(8,7%)	0,5%	3,5%	-19,7%	12,0%
	Ibovespa	(6,2%)	10,0%	(0,8%)	9,9%	(6,2%)	0,6%	(4,2%)	(8,3%)	(3,4%)	1,8%	(1,6%)	(3,9%)	-13,3%	-8,9%
2016	Arcádia	(9,7%)	2,8%	20,9%	4,7%	1,8%	(0,7%)	16,1%	7,8%	(0,3%)	(1,0%)	1,6%	0,6%	50,3%	68,3%
	Ibovespa	(6,8%)	5,9%	17,0%	7,7%	(10,1%)	6,3%	11,2%	1,0%	0,8%	11,2%	(4,7%)	(2,7%)	38,9%	26,5%
2017	Arcádia	2,0%	3,7%	1,4%	2,6%	20,4%	1,7%	27,9%	9,4%	8,7%	8,9%	14,1%	(1,2%)	151,7%	323,7%
	Ibovespa	7,4%	3,1%	(2,5%)	0,7%	(4,1%)	0,3%	4,8%	7,5%	4,9%	0,0%	(3,2%)	6,2%	26,9%	60,5%
2018	Arcádia	22,1%	23,9%	0,8%	2,4%	29,7%	(8,4%)	7,9%	5,1%	(7,8%)	6,5%	(4,7%)	0,9%	98,8%	742,3%
	Ibovespa	11,1%	0,5%	0,0%	0,9%	(10,9%)	(5,2%)	8,9%	(3,2%)	3,5%	10,2%	2,4%	(1,8%)	15,0%	84,6%
2019	Arcádia	10,7%	(1,7%)	(3,4%)	(1,2%)	(5,7%)	(1,5%)	3,6%	1,0%	(7,8%)	14,0%	0,5%	25,0%	33,1%	1021,5%
	Ibovespa	10,8%	(1,9%)	(0,2%)	1,0%	0,7%	4,1%	0,8%	(0,7%)	3,6%	2,4%	1,0%	6,9%	31,6%	142,9%
2020	Arcádia	2,7%	(4,2%)	(24,8%)	8,0%	0,2%	6,7%	9,9%	(2,9%)	(0,2%)	0,1%	12,2%	4,6%	7,1%	1.101,6%
	Ibovespa	(1,6%)	(8,4%)	(29,9%)	10,3%	8,6%	8,8%	8,3%	(3,4%)	(4,8%)	(0,7%)	15,9%	9,3%	2,9%	150,0%
2021	Arcádia	(1,1%)	(1,5%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-2,5%	1.071,2%
	Ibovespa	(3,3%)	(4,4%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-7,5%	131,1%

* Arcádia teve início em 27/06/2013 2013 como "clube de investimentos" e, em 27/09/2019 foi transformado em "fundo de investimento em ações. Rentabilidade apresentada desde o início em 27/06/2013 até 28/02/2021

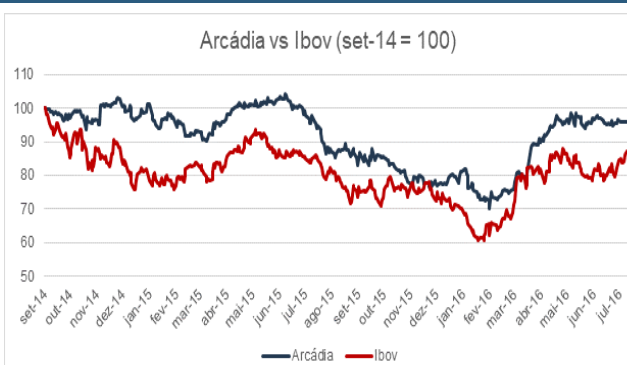


Este material tem como único propósito fornecer informações dar transparência à gestão executada pelo Ártica Gestão de Recursos, e não constitui ou deve ser interpretada como uma oferta ou solicitação de compra ou venda de qualquer instrumento financeiro ou de participação em qualquer estratégia de negócio específica. Todas as opiniões aqui contidas foram elaboradas dentro do contexto e conjuntura do momento em que a apresentação foi editada, podendo mudar sem aviso prévio, bem como não levam em consideração os objetivos de investimento, a situação financeira ou as necessidades específicas de determinado investidor.

Análise complementar



Max drawdown Arcádia: 34%
Max drawdown Ibovespa: 47%



Max drawdown Arcádia: 30%
Max drawdown Ibovespa: 39%

	Arcádia	Ibovespa
Volatilidade – desde o início	24,4%	26,3%
Sharpe – desde o início	1,25	0,23
Correlação (Arcádia vs Ibov) – desde o início	0,36	-
Volatilidade – 12 meses	29,0%	44,3%
Sharpe – 12 meses	0,28	0,32
Correlação (Arcádia vs Ibov) – 12 meses	0,78	-

Retorno em médias móveis de 3 anos

