E se a bolsa continuar caindo?

Maio de 2022

Caros investidores,

Em abril, o IBOV caiu 10,1%. Antes disso, o índice havia subido 17%, entre o início do ano até seu pico em 1º de abril. O preço de nossa cota no Ártica LT FIA também caiu 6,1% no último mês e variou bastante desde o início do ano, então dedicaremos esta carta a um tema que não poderia ser mais atual: quedas de preços de ações.

Já mencionamos em outras ocasiões que passamos por épocas de baixa de preços com humor mais positivo do que o mercado em geral. Nossas motivações para esta postura parecem quase óbvias depois de compreendidas, mas recebem tão pouca atenção que imaginamos que seria proveitoso aos nossos leitores se as apresentássemos mais detalhadamente.

O paradoxo dos múltiplos

Quando compramos ações, há apenas duas formas de recebermos algum dinheiro de volta: i) receber dividendos (ou juros sobre capital próprio) e ii) vender as ações. O volume de dividendos distribuído depende do quanto de lucro a empresa gera ao longo do tempo e o preço pelo qual é possível vender as ações depende não só do lucro gerado, mas também da expectativa que o mercado tem em relação ao crescimento e à rentabilidade futura do negócio que, de maneira simplificada, assumiremos ser representada pela proporção entre o *valuation* atribuído à empresa e o valor do seu lucro líquido, ou seja, o múltiplo de P/L (Preço / Lucro) da empresa.

Assim, para termos bons retornos, deveríamos desejar que nossas empresas gerem o máximo de lucros possível e que seu múltiplo de P/L aumente ao máximo, certo? Pense por um minuto em qual é a falha deste raciocínio...

Avaliando apenas o retorno de um investimento específico, esta lógica funciona perfeitamente. Porém, o que buscamos não é o retorno máximo em um investimento específico, mas sim o retorno máximo sobre todo o nosso patrimônio ao longo de nossas vidas. Com esse objetivo em vista, permanece o desejo de que nossas empresas investidas gerem o máximo de lucros possível, mas o segundo fator se inverte: quanto menor se tornar o múltiplo de Preço / Lucro, melhor, assumindo que o motivo da queda não esteja ligado a algum revés na empresa investida. Explicaremos o porquê.

Quanto mais barato, melhor

Em um primeiro momento, quando começarmos a comprar ações de uma determinada empresa, obviamente deveríamos querer que o preço das ações seja o menor possível em comparação à capacidade da empresa de gerar resultados financeiros futuros (simplificadamente, o menor múltiplo de P/L possível). Enquanto estivermos com capital disponível para comprar mais ações, esta lógica se mantém e devemos desejar que o preço das ações caia ao longo de nossas compras.

Este ponto gera algum desconforto psicológico em diversos investidores, pois ver a ação que está sendo comprada caindo provoca a sensação de que as primeiras compras foram feitas a um preço elevado. Porém, assumindo que a primeira decisão de compra já considerava o preço atrativo em face à expectativa de geração de caixa da empresa, a queda do preço das ações torna a oportunidade de investimento ainda mais atrativa e deveria ser vista com bons olhos pelos investidores.

Pacificado o ponto de que compradores preferem múltiplos P/L baixos, o próximo argumento é mais sutil. Mesmo depois de alocar todo o capital disponível, ficando impossibilitado de continuar comprando, um

investidor de longo prazo deveria ainda se considerar como um potencial comprador e preferir múltiplos P/L baixos, pois as empresas investidas pagarão dividendos ao longo do tempo e os dividendos recebidos precisarão ser reinvestidos comprando mais ações.

Em geral, quando os múltiplos de *valuation* das empresas listadas estão abaixo da média, o momento é oportuno para investir em ações, pois o retorno esperado em compras feitas a preços atrativos é, naturalmente, superior à média.

Aos incrédulos

Se não estiver convencido, analise o seguinte exemplo, em que um investidor compra 100 ações de duas empresas idênticas, com apenas um detalhe diferente: o *valuation* da Empresa A sobe 50% logo após a compra e o da empresa B cai 50%.

	Empresa A	Empresa B
Lucro Líquido por ação no Ano 0	R$ 10	
Taxa de crescimento do Lucro	5% ao ano	
Política de distribuição de dividendos	70% do lucro líquido pago como dividendos	
Valor inicialmente investido	R$ 10.000 (em cada empresa)	
Ações compradas	100 (em cada empresa)	
Preço de compra	R$ 100	
Múltiplo P/L na compra	10,0 x	
Múltiplo P/L após a compra	15,0x	5,0x
Valor do investimento após a compra	R$ 15.000	R$ 5.000

Assumindo que o múltiplo de *valuation*, alterado logo após a compra, permanecerá o mesmo para sempre, e que o investidor usará os dividendos recebidos para comprar mais ações da empresa que os distribuiu, vamos observar como evolui o patrimônio do investidor em cada uma das empresas.

	Início	Ano 5	Ano 10	Ano 15	Ano 20	Ano 25
Empresa A						
Lucro Líquido no ano	10,0	12,5	15,5	19,4	24,1	30,1
Dividendos no ano	7,0	8,7	10,9	13,5	16,9	21,0
Múltiplo P/L	15x	15x	15x	15x	15x	15x
Preço da ação	150,00	186,93	232,95	290,29	361,76	450,82
Número de Ações	100	126	158	198	249	313
Valor do investimento	15.000	23.481	36.757	57.539	90.071	140.997
Empresa B						
Lucro Líquido no ano	10,0	12,5	15,5	19,4	24,1	30,1
Dividendos no ano	7,0	8,7	10,9	13,5	16,9	21,0
Múltiplo P/L	5x	5x	5x	5x	5x	5x
Preço da ação	50,00	62,31	77,65	96,76	120,59	150,27
Número de Ações	100	193	371	714	1.374	2.646

Valor do investimento	5.000	11.997	28.786	69.070	165.727	397.648
Valor B / Valor A	33%	51%	78%	120%	184%	282%

Apesar de, na Empresa B, o investidor começar com um prejuízo de 50% e um valor equivalente a 1/3 das ações na Empresa A, ele consegue comprar mais ações da Empresa B com os dividendos distribuídos por ela, devido ao *valuation* muito mais baixo. Ao longo do tempo, a Empresa B vai se tornando um investimento cada vez melhor e supera a Empresa A.

É impressionante como, mesmo com uma diferença de múltiplos tão acentuada, no longo prazo o benefício de comprar mais ações a múltiplos atrativos, usando os dividendos do próprio negócio, supera o benefício de um múltiplo de *valuation* mais alto.

O segredo é comprar barato

A conclusão das análises acima é uma obviedade: comprar barato é bom. Mas há uma continuação menos óbvia nesta afirmação: comprar barato é bom sempre, independente do movimento futuro dos preços. Se a ação ficar ainda mais barata, cairemos no exemplo da Empresa B. Além disso, não é factível prever movimentos de preço de curto prazo, o que torna pouco efetiva qualquer política de compra ou venda baseada na opinião sobre o movimento de preços do mercado em uma escala de meses. Por estas razões é que adotamos a prática de comprar ações sempre que encontrarmos bons negócios a preços atrativos, ignorando o "humor de mercado" da época.

Notem que há um ponto de atenção vital nesta abordagem. Para comprar ações baratas, é necessário saber quais preços são baratos. Estamos usando o múltiplo de P/L nos exemplos desta carta, mas esse é um ponto de referência vago sobre o *valuation* de um negócio. A avaliação de quanto vale uma empresa é sempre mais complexa do que olhar o múltiplo de P/L histórico e comparar com o múltiplo de P/L atual. Em essência, cada investidor deve estimar quais serão os resultados financeiros de cada empresa no longo prazo e descontar o fluxo de caixa gerado por cada negócio a uma taxa de retorno que julgue adequada, para só então ter uma referência de valor contra a qual o preço da ação pode ser comparado e considerado como barato ou caro.

Garantindo um bom preço de compra, o investimento só terá um retorno ruim se o futuro da empresa investida for pior que o estimado no momento da compra. O preço instantâneo de uma ação recebe atenção exagerada, pelo viés de querermos a todo momento quantificar o valor dos investimentos, mas ele só importa no momento da venda, e vender não é um ato mandatório. Podemos manter as ações em carteira por um prazo tão longo quanto nos for conveniente.

Se as ações ficarem caras

Quando uma empresa investida alcança patamares de *valuation* elevados, passamos a considerar a possibilidade de vendê-la. No entanto, a causa da venda não deve ser o preço da ação em si, mas sim a oportunidade de realocar o capital investido em negócios com expectativas de retornos melhores. Ou seja, só faz sentido vender quando for identificada uma oportunidade de investimento com um retorno esperado adicional suficiente para cobrir custos de transação desta realocação de recursos.

Notem que esta necessidade de realocar o capital investido em uma empresa que ficou cara é um bom problema para se ter, pois a realocação é completamente opcional. Se não fizermos nada, o retorno esperado ainda deveria ser aproximadamente o que foi estimado na época em que as ações foram compradas, assumindo que o negócio investido não sofreu grandes alterações.

É por isso que damos tanta ênfase à importância de comprar boas empresas a preços atrativos. A qualidade do negócio garante que ele seja duradouro e rentável, e o preço de compra baixo garante um bom retorno independentemente de quais forem os múltiplos de *valuation* no futuro.

Características do Fundo

O ÁRTICA LONG TERM FUNDO DE INVESTIMENTO DE AÇÕES ("Fundo"), gerido pela Ártica Gestão de Recursos Ltda., é um fundo de investimentos em ações regulamentado pela Instrução CVM 555/2014. CNPJ: 18.302.338/0001-63

Público-alvo

O Fundo é destinado exclusivamente a investidores qualificados (nos termos da instrução CVM 555/2014) que busquem retornos focados no longo-prazo.

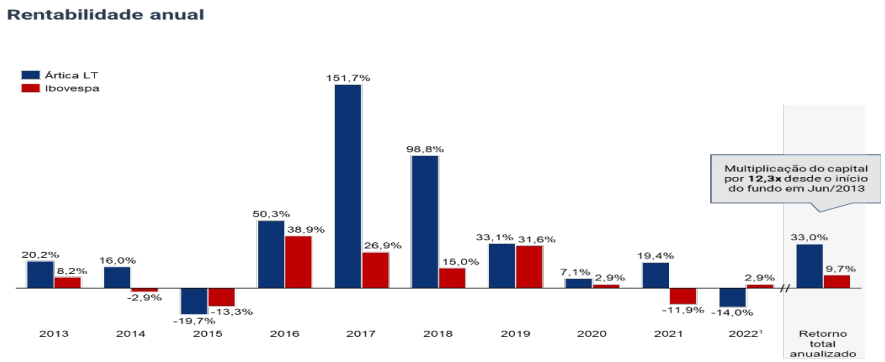
Objetivo do Fundo

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.

Patrimônio Atual	R$ 160,3 milhões
Patrimônio médio em 12 meses	R$ 153,6 milhões
Rentabilidade acumulada	1.134,0%
Rentabilidade 12 meses	-8,3%
Rentabilidade 36 meses	41,1%

Classificação ANBIMA	Ações Livre
Gestor	Ártica 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



Rentabilidade mensal

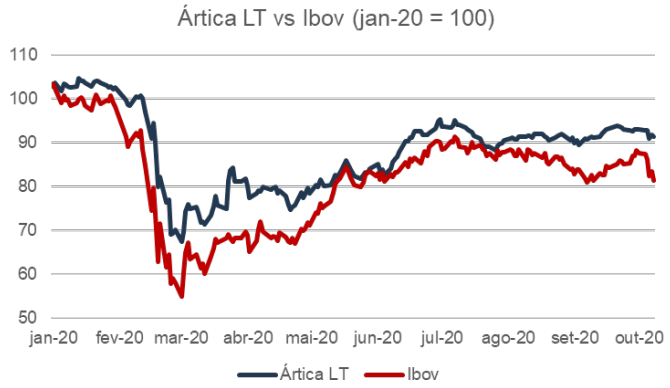
		Jan	Fev	Mar	Abr	Mai	Jun	Jul	Ago	Set	Out	Nov	Dez	Ano	Acumulado
2013	Ártica LT	-	-	-	-	-	2,2%	6,7%	(5,2%)	8,8%	8,3%	(1,0%)	(0,3%)	20,2%	20,2%
	Ibovespa	-	-	-	-	-	(11,3%)	1,6%	3,7%	4,7%	3,7%	(3,3%)	(1,9%)	8,2%	8,2%
2014	Ártica LT	(4,5%)	2,9%	2,2%	(0,9%)	4,2%	7,7%	1,2%	0,9%	(1,2%)	(1,2%)	6,2%	(1,7%)	16,0%	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	Ártica LT	(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	Ártica LT	(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	Ártica LT	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	Ártica LT	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	Ártica LT	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	Ártica LT	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	Ártica LT	(1,1%)	(1,5%)	8,1%	6,3%	7,8%	4,8%	(2,1%)	(1,3%)	(2,2%)	(1,6%)	(2,7%)	4,1%	19,4%	1.335,2%
	Ibovespa	(3,3%)	(4,4%)	6,0%	1,9%	6,2%	0,5%	(3,9%)	(2,5%)	(6,8%)	(6.7%)	(1,6%)	3,0%	-11,9%	120,2%
2022	Ártica LT	0,5%	(9,2%)	0,4%	(6,1%)	-	-	-	-	-	-	-	-	-14,0%	1.134%
	Ibovespa	7,0%	0,9%	6,1%	(10,1%)	-	-	-	-	-	-	-	-	2,9%	126,6%

* Ártica LT teve início em 27/06/2013 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 30/04/2022

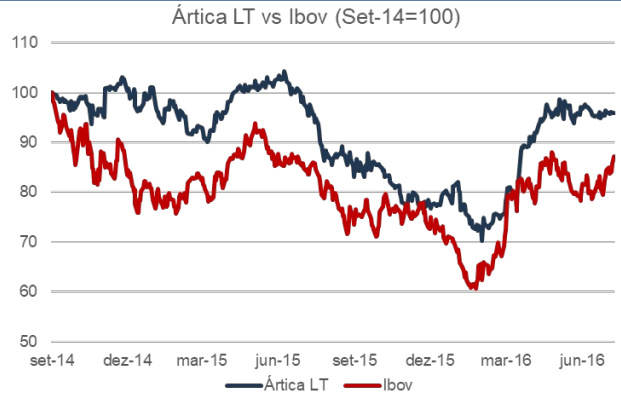
Autorregulação ANBIMA Gestão de Recursos

Este material tem como único propósito fornecer informações e 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.

Desempenho em situações de crise



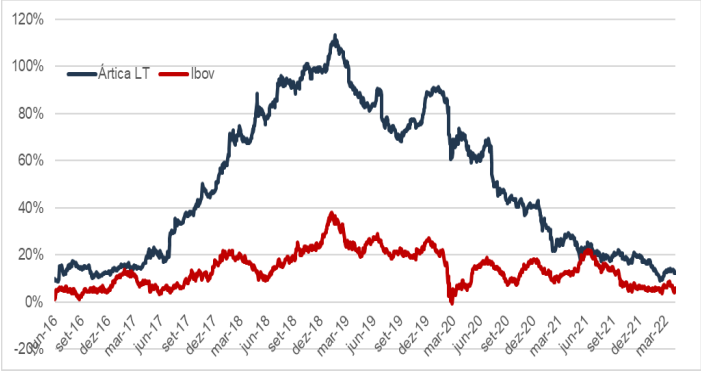
Max drawdown Ártica LT: 34%
Max drawdown Ibovespa: 47%



Max drawdown Ártica LT: 30%
Max drawdown Ibovespa: 39%

	Ártica LT	Ibovespa
Volatilidade – desde o início	23,4%	25,6%
Sharpe – desde o início	1,11	0,21
Correlação (Ártica LT vs Ibov) – desde o início	0,38	-
Volatilidade – 12 meses	16,0%	19,1%
Sharpe – 12 meses	(0,84)	(0,05)
Correlação (Ártica LT vs Ibov) – 12 meses	0,71	-

Retorno em médias móveis de 3 anos



Autorregulação ANBIMA
Gestão de Recursos

Este material tem como único propósito fornecer informações e 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.