



Carta nº 5
DEX FIC FIA
Junho 2022

Carta - Métricas Adicionais de Exposição: *Market Cap*, Múltiplos e *Overlap Ibovespa*

Em nossa última carta, discutimos as propriedades do portfólio em relação ao número de ações constituintes, exposição setorial / subsetorial e concentração de posições.

Nesta carta abordaremos outras características do portfólio, mostrando ângulos adicionais de monitoramento da carteira, e ilustrando um pouco mais da nossa filosofia de gestão.

Como citado em cartas anteriores, procuramos avaliar se as posições individuais do portfólio exibem, no agregado, consistência com a nossa visão do todo.

Exposição Por *Market Cap*

O gráfico abaixo mostra o histórico da exposição do fundo a faixas de capitalização de mercado. As faixas em si são um tanto arbitrárias e nosso interesse maior está nos extremos: empresas menores e empresas muito grandes.



Fonte: DEX Capital e Bloomberg

Note que as linhas às vezes se comportam de maneira oscilante e isso ocorre porque uma ou mais posições da carteira se encontram em um *market cap* limítrofe de uma faixa à outra.

Algumas observações:

- A exposição a faixas depende do nível geral dos mercados. Em mercados de alta, é natural ver o crescimento das faixas de maior capitalização, enquanto mercados de baixa tendem a aumentar a exposição a faixas mais intermediárias e de menor capitalização;
- Historicamente as duas faixas de menor exposição foram as de menor capitalização. Isso reflete a nossa ênfase em liquidez, mas temos observações adicionais mais à frente;
- Até maio/2022, a maior exposição a uma faixa individual foi em torno de 40%;
- Até maio/2022, no agregado, o menor valor da capitalização média do DEX FIA foi em torno de R\$ 42,5 bi;
- Os tamanhos das exposições a faixas de capitalização podem variar de maneira significativa dependendo das situações individuais com que nos envolvemos.

Começamos discutindo as empresas de menor capitalização. Reconhecemos uma série de potenciais atrativos, por exemplo:

- Empresas menos acompanhadas pela comunidade de investidores, com significativo potencial de identificação de percepção variante;
- Empresas atuantes em mercados novos, ou de listagem recente, ainda pouco compreendidas;
- Potencial de serem alvos de aquisição por empresas maiores;
- Potencial de alta significativa caso investidores institucionais se envolvam com a empresa;
- Potencial de crescimento relevante em seus segmentos.

No entanto, empresas menores também apresentam algumas desvantagens, como por exemplo:

- Liquidez limitada com impactos negativos sobre a gestão de risco e afetando o *timing* para o reconhecimento da tese variante: se poucos investidores se dão ao trabalho de estudar uma empresa, é menos provável que o *gap de valuation* se feche rapidamente, o que prejudica o retorno sobre o investimento;
- As empresas podem ser menores por um motivo justo: o mercado onde atuam pode ser limitado, não comportando alocações significativas de capital; essas empresas podem ser menos eficientes que as líderes de seus setores;
- Dada a limitação de escopo – poucos produtos, nichadas, pouca diversificação geográfica – apresentam maior vulnerabilidade a eventos específicos que venham a ocorrer em suas áreas de atuação;
- Maior dificuldade de acesso a financiamento, ou acesso em condições mais adversas. Isso é particularmente problemático caso uma empresa mais diversificada e mais capitalizada decida entrar na área de atuação de uma empresa menor.

De certa forma, podemos imaginar as faixas de *market cap* como um *continuum* de exposição aos atrativos e desvantagens citados acima e, em certo sentido, essas faixas são em si fatores de risco.

Mas há oportunidades em todas as faixas de ativos, dependentes, em essência, da avaliação das situações individuais. A título de exemplo, ao final de maio/2022 tínhamos exposição a:

- Ambev (cerca de R\$ 223 bilhões de *market cap*): acreditamos que, quando a pressão de *commodities* se normalizar, e na medida que as novas iniciativas logísticas e digitais da empresa madurem, ficarão evidentes os significativos ganhos de eficiência da empresa e o estabelecimento de um ecossistema de serviços em torno do negócio de bebidas;
- Atacadão (cerca de R\$ 38 bilhões de *market cap*): robusto ecossistema de varejo (incluindo o braço bancário) que será significativamente ampliado com a incorporação do Grupo BIG.

Enxergamos diversas opcionalidades, como o melhor uso dos imóveis próprios e o desenvolvimento de um e-commerce B2C e B2B;

- Porto Seguro (cerca de R\$ 13 bilhões de *market cap*): construção de um ecossistema de serviços – financeiros, saúde e outros – a partir de uma operação de seguros de autos muito eficiente;
- Fleury (cerca de R\$ 5 bilhões de *market cap*): o valor corrente da empresa reflete, ao nosso ver, excessiva descrença na ampliação do escopo de atividades e no potencial de crescimento e rentabilização *do core business* de diagnósticos.

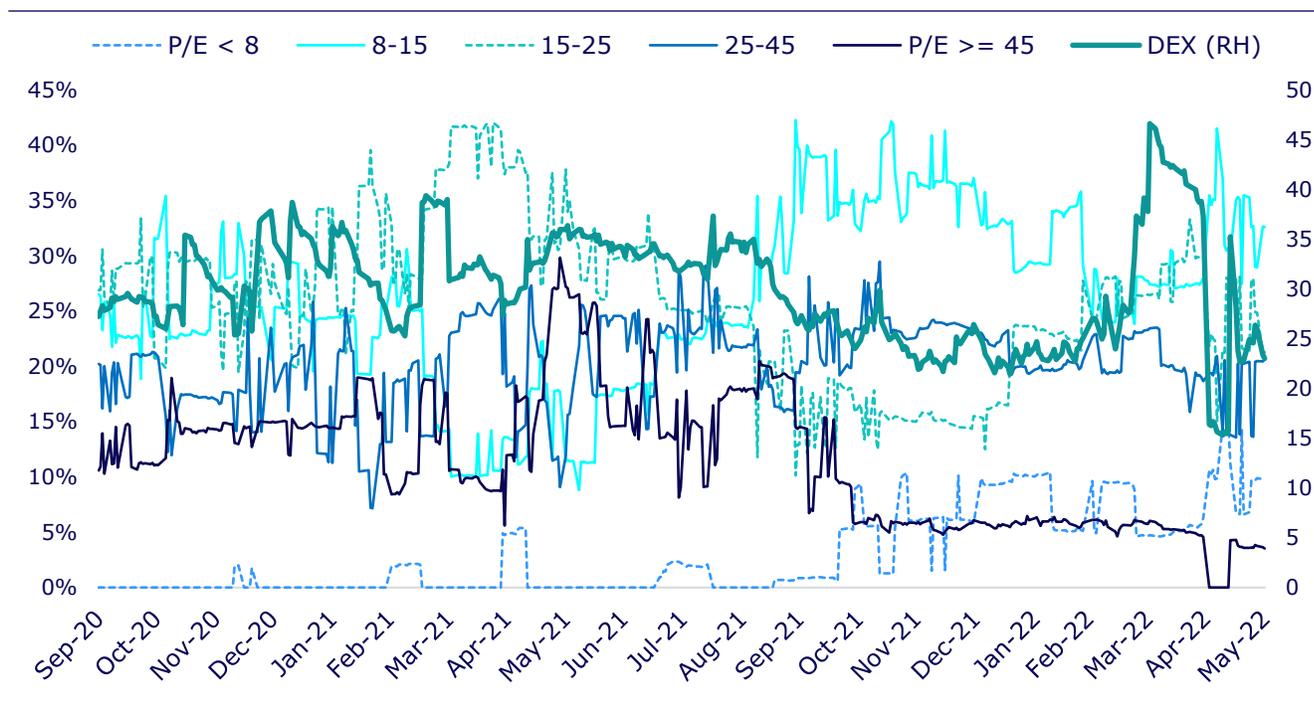
A discussão detalhada desses investimentos foge ao escopo desta carta. E é claro, todos eles trazem em si oportunidades e elementos de risco que devem ser considerados, tanto individualmente como no contexto do portfólio.

Exposição Por Múltiplos *Price/Earnings (P/E)* e *EV/EBITDA*

Nos gráficos a seguir mostramos os históricos das exposições do fundo por faixas de múltiplos P/E e EV/EBITDA. Como anteriormente, as faixas são um tanto arbitrárias. E os níveis dependem de fatores como o nível geral de juros na economia e o prêmio de risco de ações.

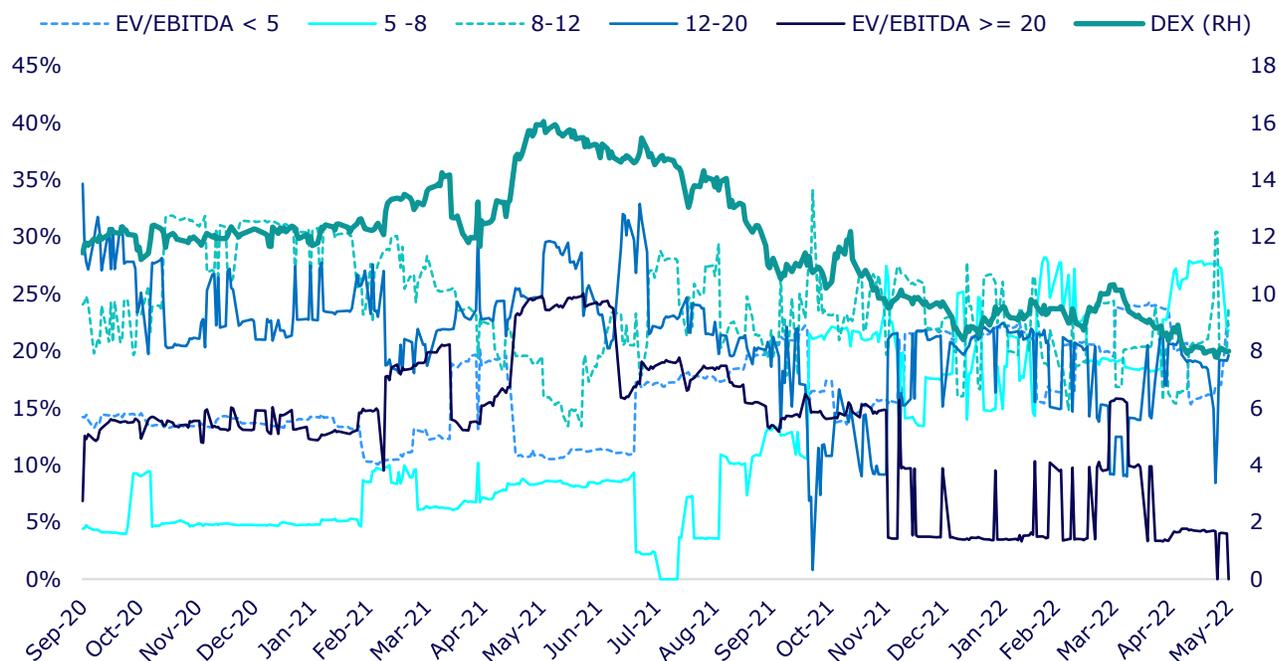
Como ilustrado, o fundo apresenta uma boa diversificação em faixas de múltiplos.

Exposição por P/E 12M



Fonte: DEX Capital e Bloomberg

Exposição por EV/EBITDA 12M



Fonte: DEX Capital e Bloomberg

Há que se ter atenção à interpretação das métricas *vis-à-vis* às limitações impostas pela escolha específica das mesmas. No caso, optamos por métricas das projeções de consenso de lucro líquido (*net earnings*) e EBITDA para os próximos 12 meses, conforme compilado pela Bloomberg. As duas principais limitações são a representatividade da amostra de analistas que estimam essas métricas, e a representatividade do período escolhido. Nós também compilamos métricas para anos individuais, mas essas também apresentam certas limitações, e assim optamos pelo período rolante dos 12 meses seguintes.

Uma distorção importante que pode ocorrer é quando a projeção do lucro líquido ou do EBITDA é muito baixa para o período e assim o múltiplo aumenta significativamente, por exemplo, um múltiplo de 400. Um múltiplo dessa magnitude significa que a projeção da métrica para o período é não-representativa da métrica recorrente da empresa.

Dessa forma, nos gráficos acima, a evolução por faixas de múltiplos é um melhor retrato das exposições do portfólio do que a média de toda a carteira, que é mais influenciada por dados extremos.

O principal objetivo desse monitoramento é avaliarmos se o portfólio, no agregado, está entrando em áreas de sobrevalorização. Gostamos de comparar as métricas correntes com o histórico. Uma maior exposição agregada a múltiplos elevados pode ser substanciada na expectativa de rentabilidades e/ou crescimentos expressivos das empresas individuais, juros mais baixos, ou significativo crescimento econômico, por exemplo. Mas também pode indicar que, no agregado, os nossos cenários positivos já estejam refletidos nos preços e que talvez devêssemos reduzir o

tamanho de posições individuais, buscar oportunidades de investimento em outras empresas de múltiplos menores, ou aumentar a posição de caixa no fundo.

Note também que um excesso de posições de baixos múltiplos pode indicar um portfólio com poucas oportunidades percebidas de crescimento pelo mercado.

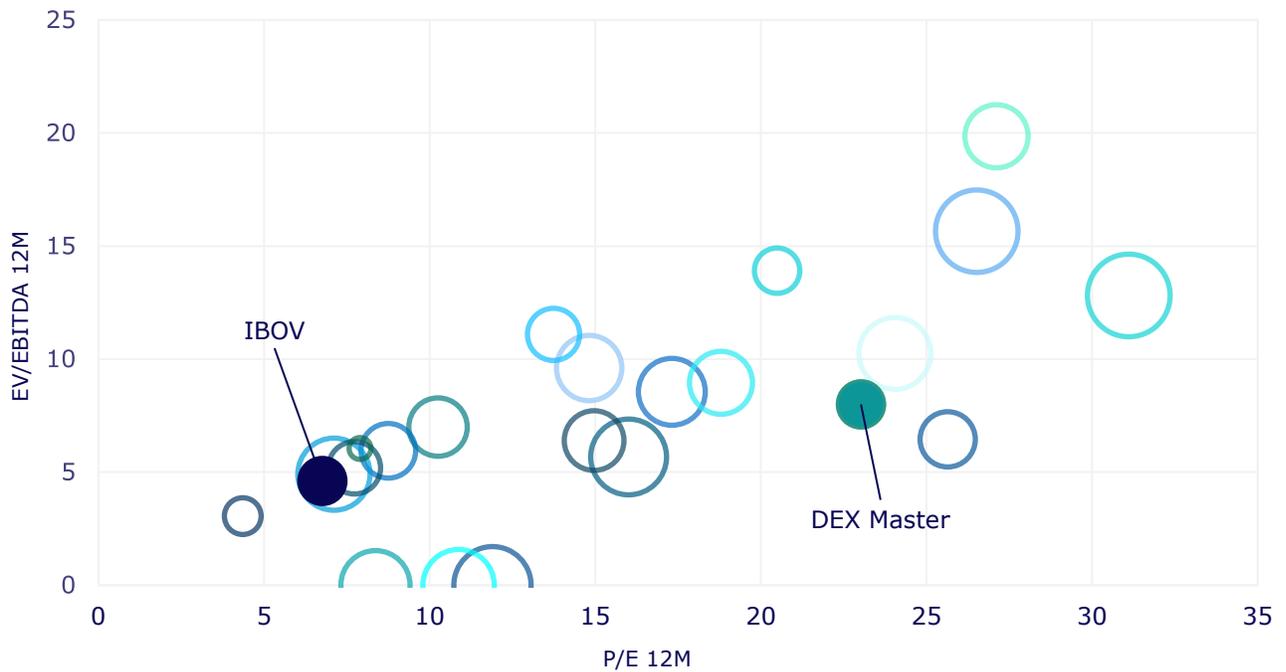
Como já comentado, o veredito é caso-a-caso, já que as situações individuais devem ter seus múltiplos avaliados em contextos específicos. Porém, achamos útil ter as métricas agregadas como indicadores.

Gostaríamos de tecer um breve comentário sobre o debate de ações de valor vs. ações de crescimento (*value x growth*). Para nós esse debate é secundário: o que importa é se a assimetria que enxergamos nas perspectivas de uma empresa está refletida ou não em seu preço e indiretamente nos seus múltiplos.

Uma situação que gostamos é a seguinte: uma empresa de múltiplo moderado refletindo o crescimento moderado de seu negócio principal, porém com uma opcionalidade relevante em um negócio adjacente. Por exemplo, uma empresa que tenha a capacidade de implementar uma plataforma ampla de negócios centralizada no seu *core business*, mas potencialmente indo muito além dele. Nessa situação esperamos que o múltiplo deverá ir se elevando na medida em que esse potencial é reconhecido.

No gráfico a seguir apresentamos a exposição do fundo simultânea para os múltiplos de P/E e EV/EBITDA em 31/05/2022. As áreas dos círculos são proporcionais às exposições na carteira. O maior círculo representa uma exposição de cerca de 6,8% na data. Uma empresa com cerca de 3,5% de exposição não está mostrada no gráfico por suas métricas não serem representativas. Adicionalmente, para três empresas a métrica EV/EBITDA não é relevante, e assim optamos por incluí-las no gráfico com EV/EBITDA igual a zero.

31/05/2022 - P/E x EV/EBITDA

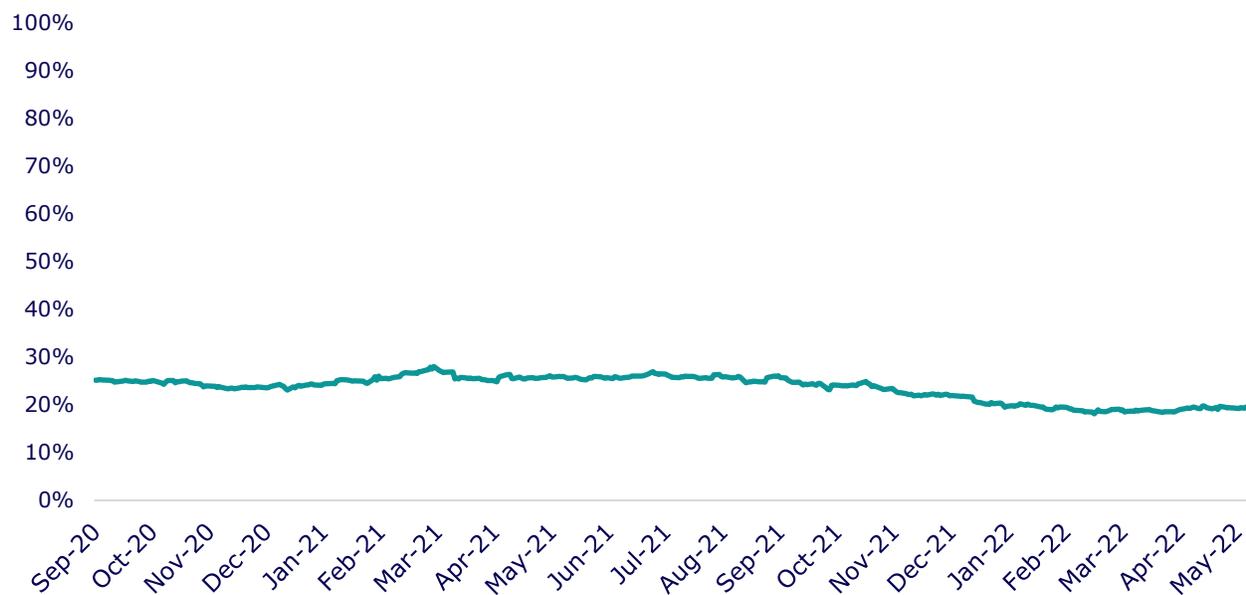


Fonte: DEX Capital e Bloomberg

Overlap com o Ibovespa

No gráfico abaixo ilustramos o histórico da nossa sobreposição com o Ibovespa, que tem variado entre 20 e 30%. Monitoramos essa métrica para ter um melhor entendimento das variações do nosso portfólio em relação ao índice e para termos uma ideia da exposição a fluxo de capitais para a bolsa como um todo, embora tal fluxo possa se dar de várias formas, não necessariamente impactando as ações específicas do Ibovespa.

Overlap Ibovespa



Fonte: DEX Capital e Bloomberg

O ponto principal a se observar nessa métrica é que, desde o início do fundo, houve uma interseção limitada entre as situações em que identificamos boas assimetrias e a composição do Ibovespa.

Como comentado na última carta, no contexto da reduzida exposição aos setores de *Commodities* e Utilidades Públicas, temos uma preferência por situações em que considerações estratégicas setoriais e o papel do *management* tem um impacto decisivo no futuro da empresa. E evitamos situações em que o *management* tem uma habilidade mais limitada de influenciar os resultados de longo prazo da companhia.

Assim, embora o *overlap* com Ibovespa tenha sido relativamente baixo, isso pode se alterar no futuro, caso, por exemplo, fiquemos mais confortáveis com certos riscos, aprofundemos o entendimento de novas situações, ou caso a composição do Ibovespa se altere.

Como usual, não temos limites pré-estabelecidos ou meta para a sobreposição com o Ibovespa.

Considerações Finais

Esta nossa quinta carta conclui a breve apresentação sobre a nossa filosofia de gestão e construção de portfólio iniciada com a carta inaugural.

Como mostrado, procuramos monitorar várias exposições e características do portfólio, e assim buscar consistência e replicabilidade no processo de investimento.

Estamos à disposição para esclarecimentos adicionais.

Até a próxima!



PARA AVALIAÇÃO DA PERFORMANCE DE UM FUNDO DE INVESTIMENTO, É RECOMENDÁVEL A ANÁLISE DE, NO MÍNIMO, 12 (DOZE) MESES. A DEX CAPITAL NÃO COMERCIALIZA NEM DISTRIBUI COTAS DE FUNDOS DE INVESTIMENTO OU QUALQUER OUTRO ATIVO FINANCEIRO. AS INFORMAÇÕES CONTIDAS NESTE MATERIAL SÃO DE CARÁTER EXCLUSIVAMENTE INFORMATIVO E NÃO SE CARACTERIZAM E NEM DEVEM SER ENTENDIDAS COMO UMA PROMESSA OU UM COMPROMISSO DA DEX CAPITAL. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR DECISÕES DO INVESTIDOR, NEM POR ATO OU FATO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONSULTADOS. O INVESTIDOR DEVE SE BASEAR, EXCLUSIVAMENTE, EM SUA OPINIÃO E NA OPINIÃO DE PROFISSIONAIS ESPECIALIZADOS POR ELE CONTRATADOS, PARA OPINAR E DECIDIR.

DISTRIBUIDORES POR CONTA E ORDEM PODEM ADOTAR HORÁRIOS DIFERENTES PARA APLICAÇÃO E RESGATE DAS COTAS DE FUNDOS POR ELES INTERMEDIADOS. POR ISSO, RECOMENDAMOS AOS COTISTAS QUE CONFIRMEM O HORÁRIO LIMITE PRATICADO PELO DISTRIBUIDOR DE COTAS POR MEIO DO QUAL O INVESTIMENTO FOI REALIZADO. ESTE FUNDO UTILIZA 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. ESTE FUNDO ESTÁ AUTORIZADO A REALIZAR APLICAÇÕES EM ATIVOS NEGOCIADOS NO EXTERIOR. FUNDOS DE INVESTIMENTO NÃO CONTAM COM GARANTIA DO ADMINISTRADOR DO FUNDO, DO GESTOR DA CARTEIRA, DE QUALQUER MECANISMO DE SEGURO OU, AINDA, DO FUNDO GARANTIDOR DE CRÉDITOS – FGC. A RENTABILIDADE OBTIDA NO PASSADO NÃO REPRESENTA GARANTIA DE RENTABILIDADE FUTURA. A RENTABILIDADE DIVULGADA NÃO É LÍQUIDA DE IMPOSTOS. É RECOMENDADA A LEITURA CUIDADOSA DO REGULAMENTO DO FUNDO DE INVESTIMENTO PELO INVESTIDOR AO APLICAR SEUS RECURSOS. DEMAIS INFORMAÇÕES SOBRE O FUNDO PODEM SER OBTIDAS ATRAVÉS DA LÂMINA DE INFORMAÇÕES ESSENCIAIS E NO REGULAMENTO DO FUNDO, DISPONÍVEIS NO SITE DA CVM. A DEX CAPITAL NÃO SE RESPONSABILIZA POR EVENTUAIS ERROS, OMISSÕES OU IMPRECIÇÕES NAS INFORMAÇÕES DIVULGADAS. OS DADOS CONSTANTES NESSE SITE SÃO CALCULADOS COM BASE EM CERTAS VARIÁVEIS E PODEM SER ALTERADOS A QUALQUER MOMENTO, SEM PRÉVIA COMUNICAÇÃO.