

Relatório de Estratégia

Janeiro de 2023

Luiz Fernando Araújo, CFA

Alexandre Brito, CFP, CGA

Felipe Moura, CGA

A Ilusão De Grandes Mercados

A principal ferramenta de trabalho de um investidor profissional é um bom modelo de *valuation*. Nossa atividade, basicamente, consiste em identificar e adquirir ativos subavaliados pelo mercado. Assim, crucial para conseguir executar este trabalho de forma eficaz é a capacidade de determinar um valor “justo” para os ativos que estão disponíveis para investimento.

Nas nossas cartas, frequentemente, fazemos referência a princípios de investimentos disseminados por Warren Buffett e Benjamin Graham, principais precursores da filosofia de valor (*value investing*) – da qual somos fiéis seguidores. Na prática diária do nosso trabalho, porém, se faz necessário incorporar os princípios da escola de valor aos modelos de *valuation* que, em última instância, vão determinar o valor intrínseco aproximado do ativo e, conseqüentemente, o patamar de margem de segurança que conseguimos em relação aos preços de mercado.

Nesta carta, pretendemos trazer nossa perspectiva sobre o tema discutindo um artigo de uma das principais referências na academia, o professor Aswath Damodaran – um dos “pais” do *valuation* e respeitadíssimo professor de finanças corporativas em *New York University Stern School of Business (New York City/USA)*. O título do artigo em questão é “The Big Market Delusion – Valuation and Investment Implications” (“A Ilusão do Grande Mercado – Implicações em Avaliação e Investimento”, em tradução livre) produzido por Bradford Cornell e Aswath Damodaran.(*)

Num típico ciclo alta nas bolsas, a abordagem de investir em empresas de crescimento (*growth stocks*) é bastante popular pois costuma gerar

(*) <https://doi.org/10.1080/0015198X.2020.1730655>

retornos espetaculares em curto espaço de tempo, transformando pessoas comuns em bilionários como um passe de mágica. Para realizar estes sonhos, o primeiro passo é a disseminação e aceitação de uma história de inovação, ou como ficou mais popular, de disrupção, em um mercado de grande relevância em termos de geração de receita.

O perigo de um grande mercado, especialmente na fase inicial, é que tanto os empreendedores, quanto os investidores que financiam a operação, geralmente, iniciam tão entusiasmados com as perspectivas de um crescimento exponencial que acabam por ignorar os fundamentos e o preço das companhias com expectativas irrealistas sobre o futuro.

Os autores do artigo argumentam que a ilusão de grandes mercados se inicia quando três ingredientes entram em campo. O primeiro é a existência de um grande mercado endereçável, ou seja, um contingente significativo de demandantes, os quais sejam potenciais ou reais, que configura uma intenção empresarial de explorar este mercado por crescimento e lucro. O segundo componente é o excesso de confiança, um viés comportamental percebido em grandes proporções especialmente em empreendedores e investidores de capital de risco (*venture capitalists*), que seduzidos pelo discurso de um grande mercado, os levam a superestimar as chances de sucesso. A última peça do quebra-cabeça é o preço, na medida que investidores de capital de risco atribuem a precificação dessas empreitadas com base no que os demais estão pagando por companhias similares, permitindo um descasamento entre o preço e seus fundamentos intrínsecos.

A maior parte das companhias que procuram grandes mercados nunca atingem o sucesso, seja por encerrar as atividades precocemente ou permanecer pequena por um bom tempo. Isto acontece pelo fato do valor a ser capturado ser dependente de várias peças que precisam se encaixar. Primeiramente, a companhia precisa conquistar um pedaço

razoável deste mercado endereçável, uma tarefa desafiadora se o mercado é fragmentado, localmente restrito ou ferozmente competitivo. Segundo, a empresa precisa ser capaz de gerar lucro e criar valor deste crescimento, também em função das vantagens competitivas e das restrições de preço de mercado. Terceiro, uma vez lucrativa, a companhia precisa ser capaz de restringir a entrada de novos competidores, o que pode ser mais fácil em alguns setores do que outros.

Por esta razão, é perigoso basear um argumento de investir em uma empresa e atribuir um alto valor no entusiasmo por uma parcela de um grande mercado que a companhia atende. No entanto, este perigo não parece deter analistas e investidores de seguir tentando.

Observamos que o potencial de um grande mercado tem o poder de transformar decisões que parecem racionais, quando avaliadas do ponto de vista individual, se tornarem completamente irracionais se avaliadas coletivamente.

Considere um empreendedor hipotético que desenvolveu um produto que ele vê como um grande potencial de revolucionar o mercado e, baseado nesta perspectiva, consegue convencer investidores de capital de risco a financiar o empreendimento. O empreendedor criou um produto que, na sua perspectiva, atende uma grande necessidade de mercado, e o investidor entrega o suporte financeiro enxergando o potencial de lucro baseado na precificação da companhia.

Vamos assumir que outros empreendedores, ao mesmo tempo, observando a oportunidade em questão, desenvolvem seus próprios produtos para atender a mesma necessidade de mercado e encontram os investidores financeiros para financiar suas operações. Se estamos tratando de um mercado racional, cada empreendedor e seus respectivos investidores, deveriam estar avaliando suas companhias

com base no potencial de mercado e seu eventual sucesso, bem como na existência de atuais e futuros competidores. No entanto, não é este olhar racional que observamos no mercado quando passam por períodos de euforia.

Embora o crescimento de receita agregado do setor possa confirmar se o mercado em questão é grande e pujante, o crescimento de receita individual e a margem operacional de cada empresa pode apresentar resultado abaixo das expectativas, pelo fato de que cada companhia individualmente superestimou suas próprias perspectivas.

Mesmo que as palavras preço e valor são usualmente atribuídas da mesma forma, cada uma representa um processo diferente, que é determinado por diferentes variáveis e, conseqüentemente, pode chegar a resultados distintos. As determinantes do valor são simples, mas não são fáceis de serem estimadas. Independente se estamos avaliando uma *startup*, uma companhia de *commodities*, ou uma empresa de setor tradicional, o valor de cada companhia depende da expectativa de fluxo de caixa que incorpora o futuro crescimento e o risco destes fluxos de caixa não se materializarem. Por outro lado, o que determina o preço é puramente a demanda e oferta – mesmo que os fundamentos possam afetar ambas as variáveis, o sentimento e o momento circunstancial do mercado, mesmo que não tenham relação com os fundamentos, acabam afetando o preço de um ativo.

Os autores do artigo demonstram que quanto maior incerteza houver sobre o modelo de negócio e a habilidade de convertê-los em resultado financeiro, maior será o excesso de confiança dos números, levando a preços ainda mais distorcidos (*overpricing*).

Para balizar tal entendimento, os pesquisadores recorrerem à história do *e-commerce* que é umbilicalmente atrelada a história da internet, pelo fato de as compras online se tornaram viáveis apenas quando a

internet foi aberta ao público em 1991. À medida que mais pessoas ganharam acesso à internet, o comércio eletrônico continuou a crescer e, naturalmente, o potencial de crescimento atraiu novos entrantes ao mercado.

A receita do *e-commerce* cresceu de praticamente zero no início dos anos 1990 para aproximadamente 5% de todo o comércio em 1999. Ao longo do caminho, novos negócios foram iniciados para aproveitar o crescimento deste mercado, com empreendedores usando a promessa de um grande mercado potencial para captar recursos de *venture capital*, que passaram a atribuir *valuations* estratosféricos a estas companhias. Ao final de 1999, não apenas os fundos de *venture capital* inundaram o mercado nas jovens empreitadas, mas 39% de todos os recursos desses investidores foram direcionados às companhias da internet.

Quase nenhuma receita, modelos de negócio deficitários e grandes prejuízos, nunca foram impeditivos para os negócios do movimento ponto-com da década de 90. Apenas em 1999, ocorreram 295 *IPOs* (*Initial Public Offering* – Oferta Pública Inicial) de ações de internet nos EUA, representando mais de 60% de todas as ofertas de *IPOs* daquele ano. Não obstante, empresas de análise de dados desenvolveram índices que acompanhavam o desempenho dessas companhias na bolsa. O índice Bloomberg US Internet Index foi iniciado em 31 de dezembro de 1998 com 100 jovens e promissoras companhias de internet. Este índice subiu 250% no ano seguinte, atingindo um pico de valor de mercado de US\$ 2,9 trilhões no início dos anos 2000.

A subida das ações ponto-com ocorreu em uma velocidade impressionante, mas a subsequente queda foi mais íngreme ainda. Mesmo a data específica que marca o estouro da bolha das ponto-com ser questionável, o índice NASDAQ, até então dominada por estas jovens empresas da internet, atingiu seu pico em 10 de março de 2000.

Nos meses subsequentes, as ações entraram em um *debacle*. O índice Bloomberg US Internet Index desvalorizou para US\$ 1,2 trilhão em novembro/2000, uma queda de, aproximadamente, 70% do seu valor, e continuou na tendência de queda, mesmo que a uma velocidade menor. Em 2003, o índice perdeu 93% do seu valor inicial e, conseqüentemente, a Bloomberg deixou de divulgar o índice.

De todas as dezenas de companhias de internet negociadas em bolsa que existiam em março/2000, mais de dois terços deixaram de existir à medida que ficaram sem recursos financeiros (e deixaram de ter acesso à novas rodadas de capitalização) e suas operações implodiram. Mesmo as que sobreviveram, como a Amazon, enfrentaram o banho de sangue e perderam 90% do seu valor de mercado ora alcançado e flertaram com a possibilidade de desistir. Conseqüentemente, tanto os investidores de *venture capital* quanto os aquecidos *IPOs* promovidos pelos bancos de investimento, hibernaram por alguns anos.

A semelhança com o cenário atual não é mera coincidência. Segundo Damodaran, novamente os mercados parecem estar superestimando coletivamente suas chances de conquista de *market share* futuro. Para testar essa hipótese, Damodaran faz um estudo sobre as companhias de plataforma digital e publicidade online em 2015. A análise leva em consideração o valor de mercado de cada companhia com base em agosto/2015 e calcula a expectativa de receita 10 anos a frente (ou seja, em 2025), que seria necessária para justificar o preço de mercado.

Desta forma, os pesquisadores tiveram que assumir premissas para atribuir um modelo de fluxo de caixa descontado, tais como: o custo de capital, margem operacional e capital de giro. O modelo manteve fixas tais variáveis e respondeu qual deveria ser a taxa de crescimento da receita que justificaria o valor de mercado atribuído, com base no resultado de 2025.

Exhibit 1. Imputed Revenues in 2025 from Online Advertising

Company	Market Cap	Enterprise Value	Current Revenues	Breakeven Revenues (2025)	Percentage from Online Advertising	Imputed Online Ad Revenue (2025)
Google	\$441,572.00	\$386,954.00	\$69,611.00	\$224,923.20	89.50%	\$201,306.26
Facebook	\$245,662.00	\$234,696.00	\$14,640.00	\$129,375.54	92.20%	\$119,284.25
Yahoo!	\$30,614.00	\$23,836.10	\$4,871.00	\$25,413.13	100.00%	\$25,413.13
LinkedIn	\$23,265.00	\$20,904.00	\$2,561.00	\$22,371.44	80.30%	\$17,964.26
Twitter	\$16,927.90	\$14,912.90	\$1,779.00	\$23,128.68	89.50%	\$20,700.17
Pandora	\$3,643.00	\$3,271.00	\$1,024.00	\$2,915.67	79.50%	\$2,317.96
Yelp	\$1,765.00	\$0.00	\$465.00	\$1,144.26	93.60%	\$1,071.02
Zillow	\$4,496.00	\$4,101.00	\$480.00	\$4,156.21	18.00%	\$748.12
Zynga	\$2,241.00	\$1,142.00	\$752.00	\$757.86	22.10%	\$167.49
Total US	\$770,185.90	\$689,817.00	\$96,183.00	\$434,185.98		\$388,972.66
Alibaba	\$184,362.00	\$173,871.00	\$12,598.00	\$111,414.06	60.00%	\$66,848.43
Tencent	\$154,366.00	\$151,554.00	\$13,969.00	\$63,730.36	10.50%	\$6,691.69
Baidu	\$49,991.00	\$44,864.00	\$9,172.00	\$30,999.49	98.90%	\$30,658.50
Sohu.com	\$18,240.00	\$17,411.00	\$1,857.00	\$16,973.01	53.70%	\$9,114.51
Naver	\$13,699.00	\$12,686.00	\$2,755.00	\$12,139.34	76.60%	\$9,298.74
Yandex	\$3,454.00	\$3,449.00	\$972.00	\$2,082.52	98.80%	\$2,057.52
Yahoo! Japan	\$23,188.00	\$18,988.00	\$3,591.00	\$5,707.61	69.40%	\$3,961.08
Sina	\$2,113.00	\$746.00	\$808.00	\$505.09	48.90%	\$246.99
NetEase	\$14,566.00	\$11,257.00	\$2,388.00	\$840.00	11.90%	\$3,013.71
Mail.Ru	\$3,492.00	\$3,768.00	\$636.00	\$1,676.47	35.00%	\$586.76
Mixi	\$3,095.00	\$2,661.00	\$1,229.00	\$777.02	96.00%	\$745.94
Kakaku.com	\$3,565.00	\$3,358.00	\$404.00	\$1,650.49	11.60%	\$191.46
Total non-US	\$474,131.00	\$444,613.00	\$50,379.00	\$248,495.46		\$133,415.32
Global total	\$1,244,316.90	\$1,134,430.00	\$146,562.00	\$682,681.44		\$522,387.98

Note: For all companies, numbers and valuations are in millions of US dollars.

Em 2014, o mercado total de publicidade era de US\$ 545 bilhões, com a publicidade online respondendo por uma fatia deste mercado de US\$ 138 bilhões (representando 25% do mercado total). Mesmo com premissas otimistas sobre o crescimento do mercado de publicidade e assumindo que a publicidade online responda por 50% de toda a receita deste setor, o total do mercado de publicidade online em 2025 é estimado em US\$ 466 bilhões.

Como podemos observar na tabela acima, com base nas expectativas de crescimento que o mercado atribui, o total de receita das companhias de publicidade online negociadas em bolsa excederia a estimativa do total deste mercado endereçável – implicando que estas companhias deviam estar excessivamente precificadas em relação ao mercado de publicidade online, de onde suas receitas são advindas. Uma figura de linguagem para facilitar o entendimento do que os pesquisadores se referem pode ser elucidado com a ideia de que o mercado espera que as empresas produziram mais rodas do que a própria produção de automóveis.

No entanto, sabemos que as bolhas são parte do mercado, mas elas não contam apenas com a parte negativa da história. A bolha das ponto-com verdadeiramente mudou a forma como vivemos, mudando não apenas a forma como consumimos, mas como viajamos, planejamos e nos comunicamos com o mundo inteiro. Além disso, algumas das melhores companhias das últimas duas décadas surgiram deste contexto. A Amazon, um recém-nascido da bolha das ponto-com, sobreviveu ao colapso e agora tem um valor de mercado de US\$ 1 trilhão.

Nossa perspectiva neste contexto é sempre de tentar atribuir um valor para cada companhia que acompanhamos, de acordo com premissas conservadoras e atreladas aos fundamentos intrínsecos de cada negócio. Comumente, em nossos modelos financeiros, atribuímos zero (ou baixos dígitos) a expectativa de crescimento futuro – dessa forma, não pagamos por algo que poderá (ou não) se materializar. Evidentemente, esta abordagem nos deixará fora de várias “festas” do mercado e torna nosso mantra de longo prazo um pouco chato (na verdade quase um palavrão em determinados momentos da história), porém essa é a forma que nos permite dormir tranquilos ao gerir o patrimônio de pessoas que confiam no nosso trabalho.

2

Cenário Econômico

Internacional

No cenário internacional, começamos a perceber sinais de desaceleração dos EUA, especialmente na ponta do consumo. Por outro lado, o mercado de trabalho americano continua pujante, inclusive com os últimos dados de *payroll* (indicador americano sobre o mercado de trabalho) significativamente superiores às expectativas de mercado.

Na leitura global, os investidores atribuem um menor risco de recessão mundial, a medida que dados econômicos da China reforçam a perspectiva de uma forte retomada, após a reabertura do gigante asiático flexibilizando as medidas de restrições sociais. Dessa forma, espera-se que a retomada chinesa e a melhora nas expectativas para Europa, retirem pressão de recessão global – especialmente em economias fora dos EUA, o que vem levando ao enfraquecimento do dólar frente as demais cestas de moedas

Nos EUA, o Federal Reserve (Fed) elevou os juros americanos em 0,25 ponto percentual para a faixa entre 4,5% e 4,75% ao ano, reduzindo o ritmo do aperto monetário, conforme era esperado pelo mercado. Desde o início do ciclo, em março de 2022, o Fed já aumentou os juros em 4,50 pontos percentuais para combater a inflação mais elevada em 40 anos nos Estados Unidos. Jerome Powell, presidente do Fed, afirmou que a inflação segue elevada, mas que, pela primeira vez, pode-se dizer que um processo desinflacionário está em andamento, principalmente no setor de bens, embora em estágio inicial.

A economia dos EUA cresceu a taxa anualizada de 2,9% no último trimestre de 2022, mas começou este ano de 2023 com menor ímpeto, reflexo do aumento das taxas de juros e a inflação ainda elevada pesando sobre a demanda.

O Departamento de Comércio dos EUA informou que o crescimento no quarto trimestre caiu ligeiramente em relação ao terceiro trimestre, o qual havia registrado uma taxa anualizada de 3,2%. No mês de dezembro, a produção industrial dos Estados Unidos baixou 0,7%, enquanto as vendas no varejo de novembro contraíram 1,1%, ambos resultados piores que o esperado.

Na Zona do Euro, o Banco Central Europeu (BCE) elevou suas taxas de juros em 0,50 ponto percentual e indicou que terá que continuar subindo os juros de forma significativa e a um ritmo constante. Com a decisão, as taxas de empréstimo, refinanciamento e depósito ficaram em 3,25%, 3,00% e 2,50% anuais, respectivamente – os maiores níveis desde 2008.

O crescimento econômico da China caiu para seu segundo nível mais baixo em pelo menos 40 anos em 2022, pressionado pelos controles da covid-zero e rupturas no mercado imobiliário, mas a atividade começou a se recuperar neste início de 2023 após a suspensão das restrições que mantiveram milhões de pessoas em suas casas e provocaram manifestações da população chinesa.

A segunda maior economia do mundo cresceu 3% em 2022, de 8,1% no ano anterior. Dessa forma, o desempenho econômico de 2022 foi a segunda taxa anual mais baixa desde pelo menos os anos 1970, só superada pela de 2020, quando o crescimento caiu para 2,4% no início da pandemia.

O S&P 500 apresentou valorização neste mês de 6,18%, nos últimos 12 meses o resultado acumulado é de -9,72%. Enquanto o índice Nasdaq teve desempenho de 10,68% no mês. Em 12 meses, o Nasdaq amarga uma queda acumulada de -18,65%.

O mercado chinês, medido pelo Shanghai Composite, apresentou valorização neste último mês de 5,39% e mantém desempenho negativo nos últimos 12 meses de -3,15%.

No câmbio, o Real se valorizou frente ao Dólar na ordem de 4,02% no mês, encerrando a cotação em R\$ 5,0736/US\$. Nos últimos 12 meses, a moeda brasileira apresenta apreciação de 4,36%.

Brasil

No cenário doméstico, o mercado brasileiro apresentou bom desempenho em seus ativos de risco, especialmente a bolsa que subiu 3,37%, neste início de ano. Por outro lado, o mercado de juros continua sendo pressionado. Os principais focos do mercado, neste momento, são: (i) o novo arcabouço fiscal, e (ii) o futuro da política monetária – especialmente a relação do Ministério da Fazenda com o Banco Central. Do lado dos indicadores econômicos, começamos a observar sinalizações de desaceleração econômica, em resposta aos apertos monetários.

Na última reunião do COPOM, a decisão de manter a taxa Selic inalterada no patamar de 13,75% a.a. era amplamente esperada e precificada pelo mercado. Porém, o tom mais duro no comunicado divulgado pelos membros da autoridade monetária colocou mais pressão na curva de juros, à medida que a preocupação sobre os estímulos fiscais traga desancoragem às expectativas de inflação.

A autoridade monetária afirma que avalia manter a taxa Selic inalterada por mais tempo “que no cenário de referência” para que o

movimento seja suficiente para levar a inflação à meta. Dessa forma, indica que sustentará os juros em 13,75% por período maior do que o previsto pelo mercado, que esperava corte a partir de setembro. O alerta ocorre em meio a dúvidas sobre o arcabouço fiscal e críticas de Lula ao nível das metas de inflação.

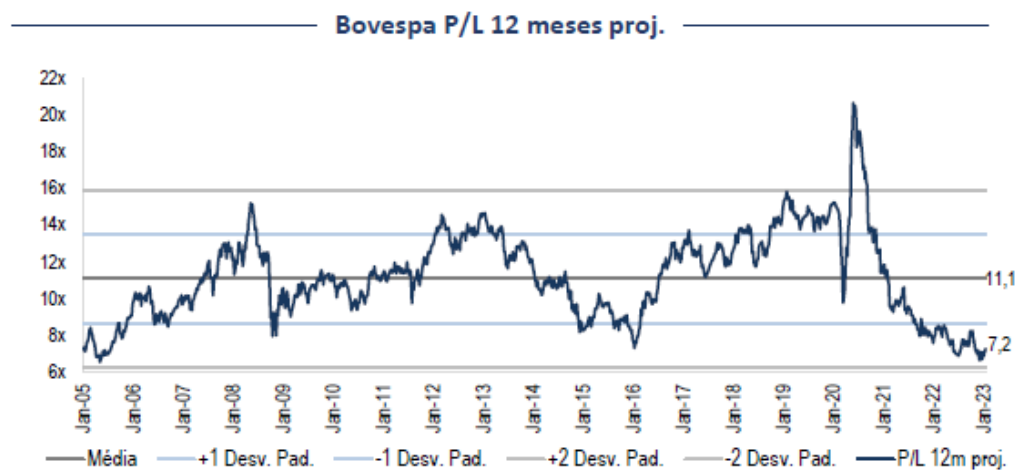
No ambiente político, Rodrigo Pacheco venceu a disputa para a presidência do Senado e permanecerá por mais dois anos na função. O presidente da Câmara dos Deputados, Arthur Lira, também foi reeleito e ficará até janeiro de 2025 na presidência da Casa.

Antes da disputa, aliados de Pacheco diziam acreditar que o atual presidente do Senado obteria pelo menos entre 50 e 55 votos. Conseguiu 49 contra 32, mais do que os 41 necessários. Este resultado de 49 senadores é o mínimo necessário de quantidade de votos para a aprovação de eventuais Proposta de Emenda Constitucional (PEC) na Casa. Ou seja, há pouca margem de segurança e, com isso, o governo tende a enfrentar a oposição que era ventilada pelos analistas políticos.

O índice IRF-M apresentou valorização de 0,84% no mês (nos últimos 12 meses, o resultado é de 9,82%). O IMA-B operou estável no mês (0,00%) e resultado de 7,15% nos últimos 12 meses. Ambos os índices (IRF-M e IMA-B) responderam a percepção de maior risco fiscal e questionamentos quanto ao ciclo de aperto monetário, refletidos no mercado de juros. A NTN-B de 2035 encerrou o mês de janeiro/2023 negociando a taxa de IPCA+6,40%.

Apesar deste cenário de incertezas e alta taxa de juros, mantemos uma visão positiva e construtiva para a estratégia de renda variável Brasil, especialmente aos investidores com visão de longo prazo, haja visto a posição favorável do país em relação aos demais mercados emergentes (especialmente em termos de *valuation* nas bolsas globais), em detrimento dos mercados desenvolvidos. Em pesquisa divulgada pelo

BTG Pactual, o Ibovespa negocia a relação de preço/lucro (P/L) de 7,2x (dessa forma, uma expectativa de retorno potencial, no longo prazo, de IPCA+13,89%).



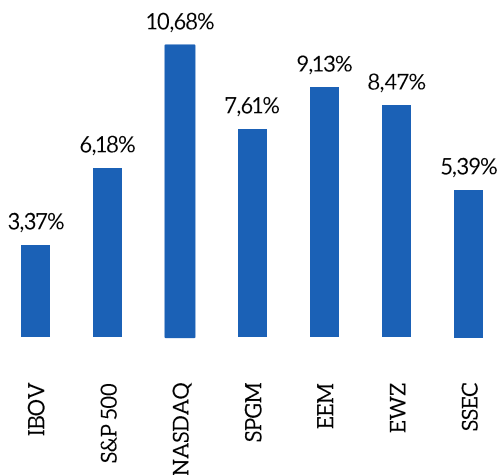
O índice Ibovespa teve um mês positivo, valorizando-se 3,37% e encerrando a cotação de 113.431 pontos. Nos últimos 12 meses, o desempenho da bolsa brasileira é de 1,15%.

3

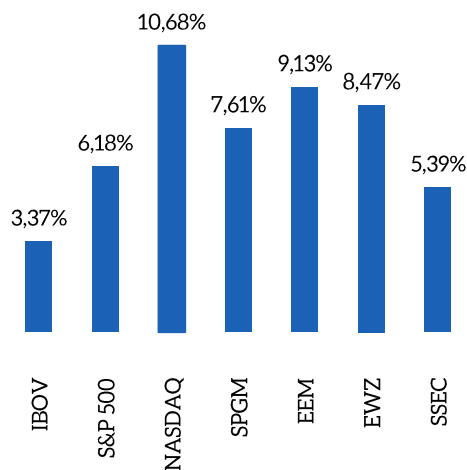
Mercados

BOLSA DE VALORES

Desempenho no mês

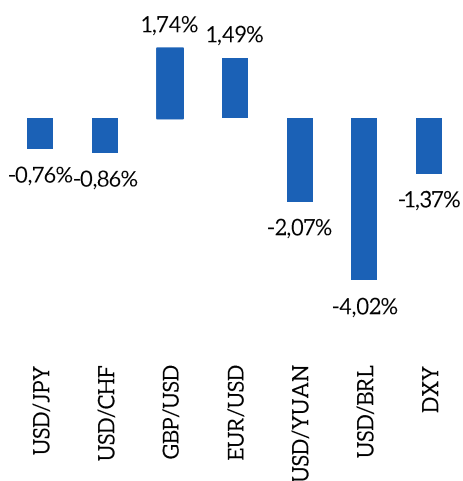


Desempenho no ano

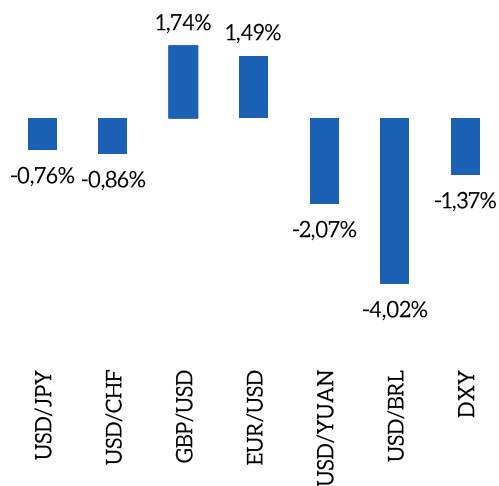


CÂMBIO

Desempenho no mês



Desempenho no ano



- SPM: SPDR Portfolio MSCI Global Stock Market

- EEM: iShares MSCI Emerging Markets ETF

- EWZ: iShares MSCI Brazil ETF

- SSEC: Shanghai Composite

- USD/JPY: Dólar/Iene

- USD/CHF: Dólar/Franco Suíço

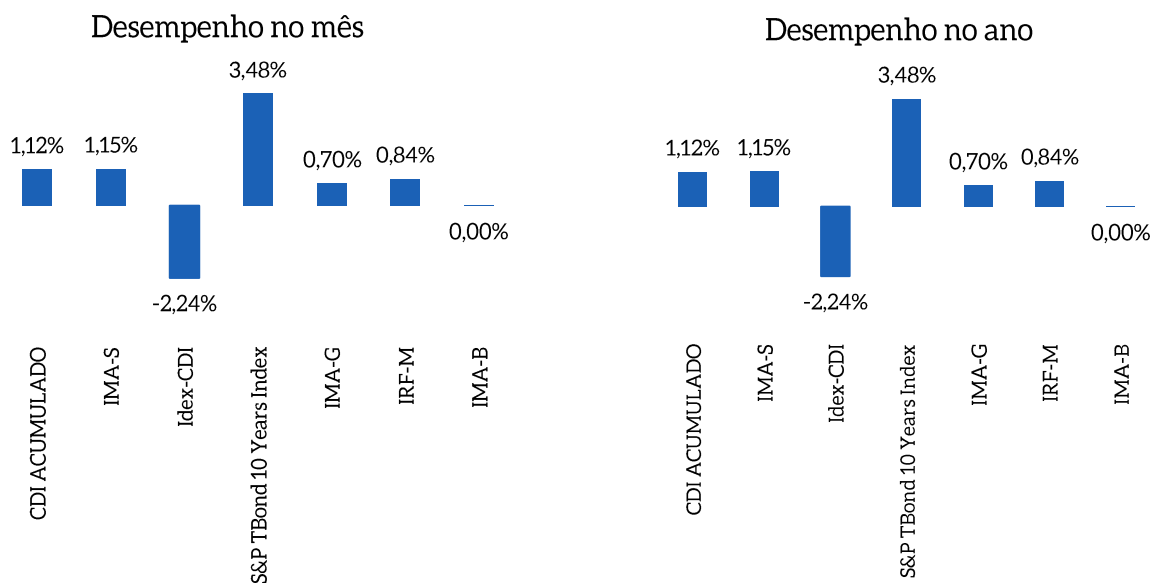
- GBP/USD: Libra Esterlina/Dólar

- EUR/USD: Euro/Dólar

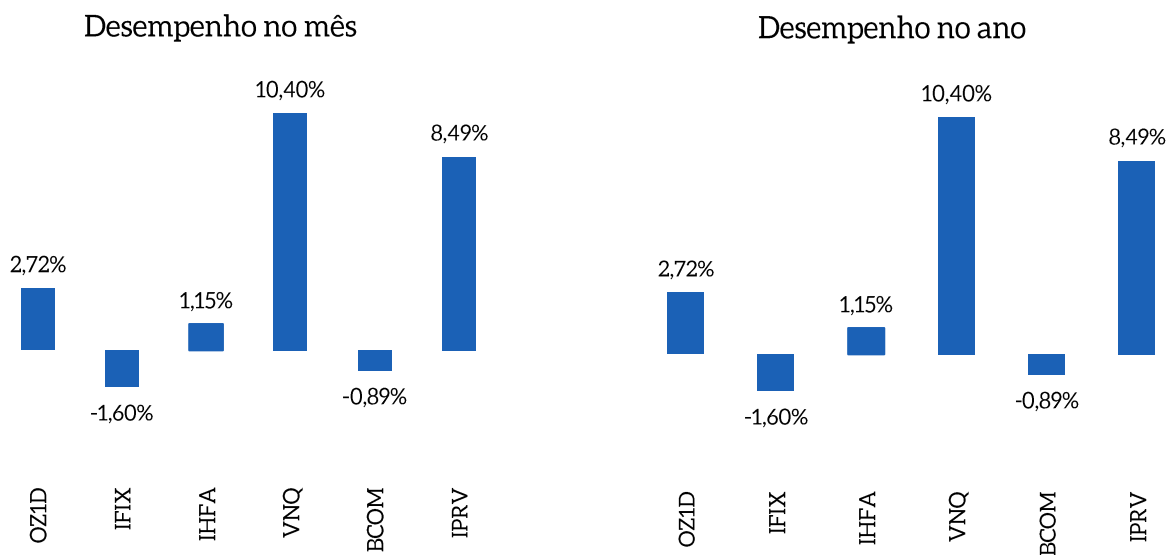
- USD/YUAN: Dólar/Yuan Chinês

- DXY: Índice Dólar

RENDA FIXA



ALTERNATIVO



- IMA-S: Índice composto por LFTs

- IMA-G: Índice composto por títulos públicos, excluindo indexados ao IGP-M

- IRF-M: Índice de uma carteira com títulos prefixados

- IMA-B: Índice composto por NTN-B

- OZ1D: Ouro, 250g

- IFIX: Índice de Fundos Imobiliários

- IHFA: Índice de Hedge Funds ANBIMA

- VNQ: Vanguard Real Estate Index Fund ETF Shares

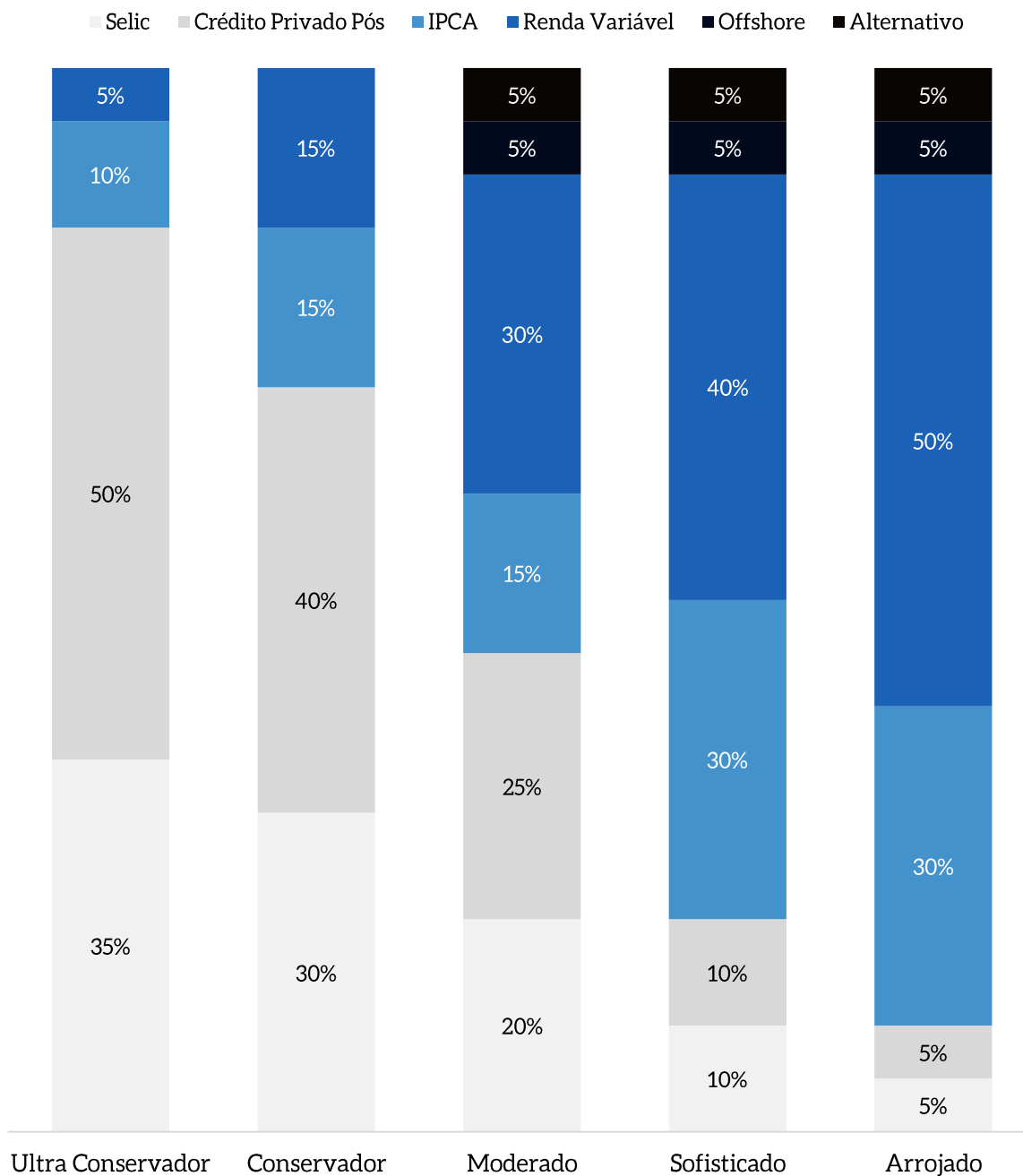
- BCOM: Bloomberg Commodity

- IPRV: iShares Listed Private Equity UCITS

4

Estratégia

ALOCAÇÃO ESTRATÉGICA

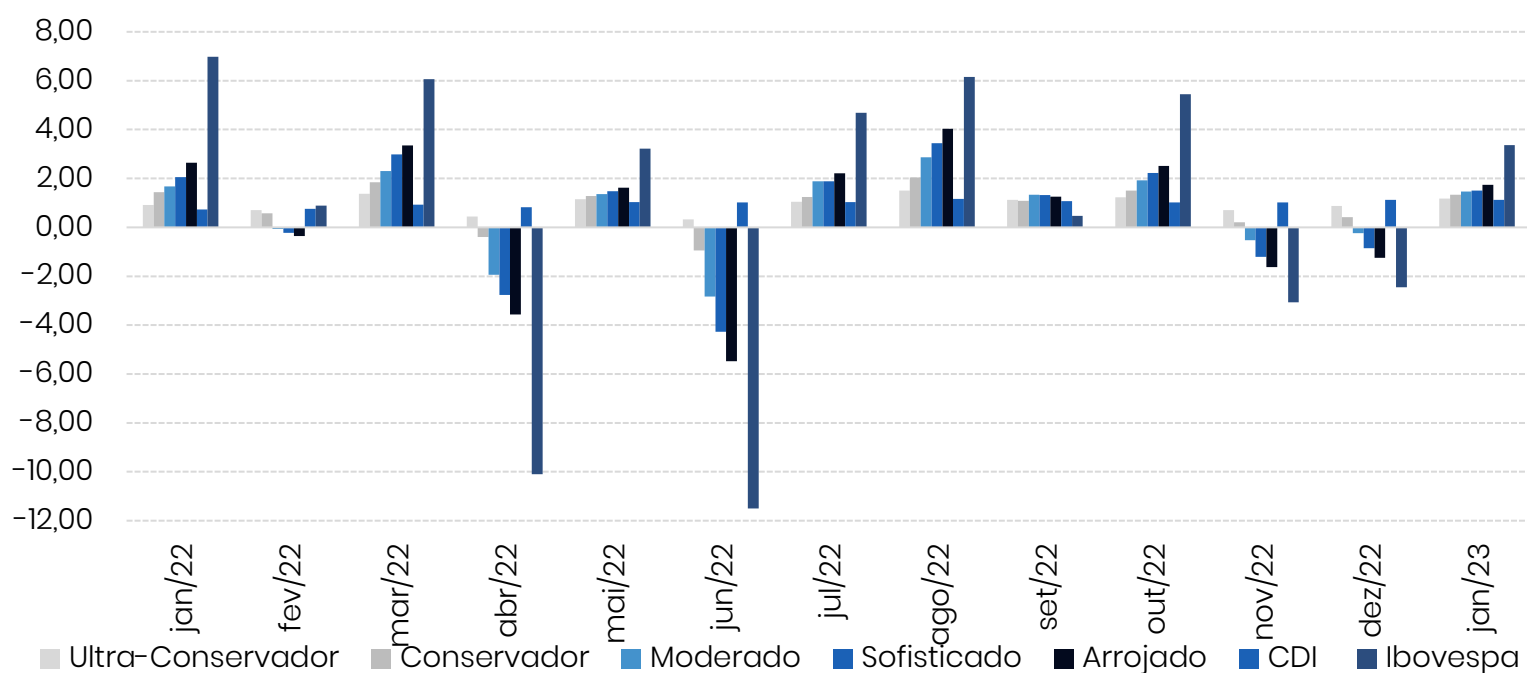


ESTATÍSTICA

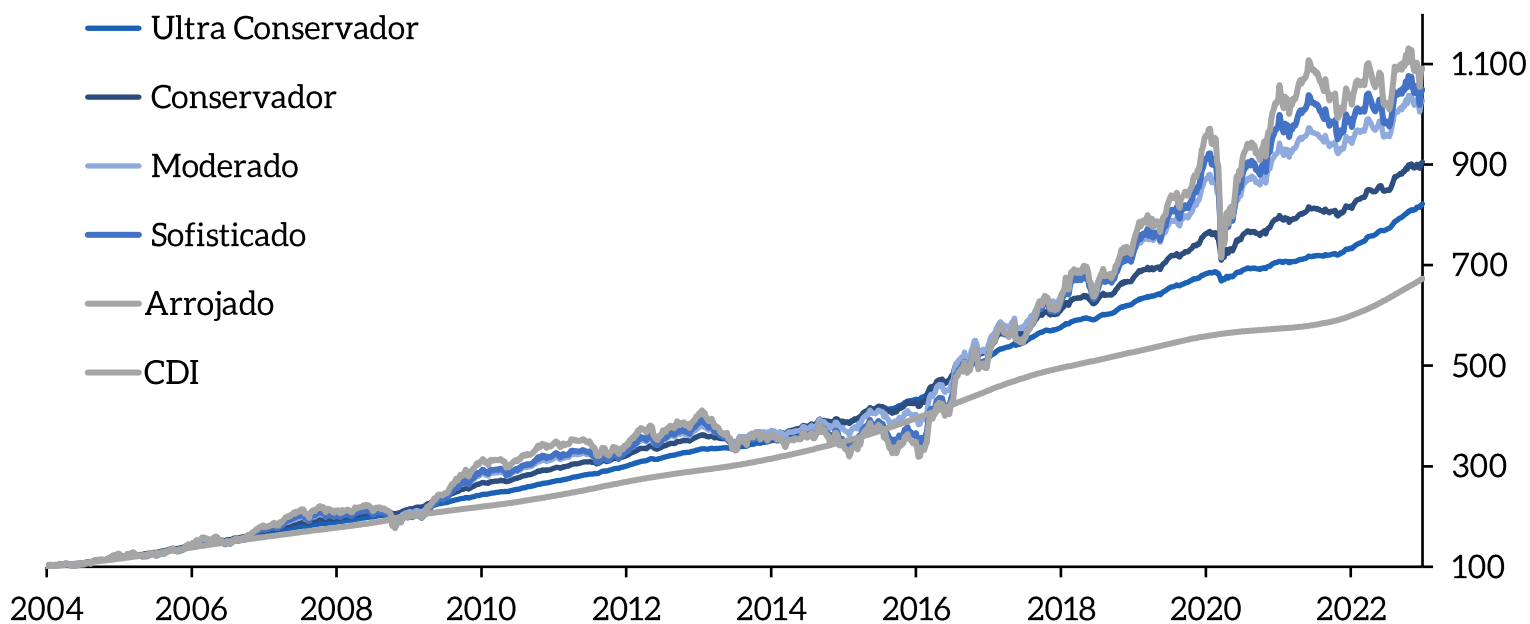
	Retorno Médio Anual*	Retorno No Mês	Retorno No Ano	Retorno 12 meses	Retorno 24 meses	Retorno 36 meses	Retorno 60 meses
Ultra Conservador	9,68%	1,18%	1,18%	12,31%	17,83%	21,56%	42,42%
Conservador	11,44%	1,34%	1,34%	10,63%	16,21%	20,57%	46,69%
Moderado	14,40%	1,47%	1,47%	7,64%	13,48%	20,56%	56,80%
Sofisticado	16,34%	1,51%	1,51%	5,35%	10,50%	18,32%	61,76%
Arrojado	17,82%	1,74%	1,74%	4,06%	9,62%	17,88%	65,21%
CDI	8,02%	1,12%	1,12%	12,83%	18,50%	21,50%	36,72%
IBOVESPA	14,80%	3,37%	3,37%	1,15%	-1,42%	-0,29%	33,58%

	Qtd Retornos >0 (anual)	Qtd Retornos <0 (anual)	Maior Retorno Anual	Menor Retorno Anual	Maior Retorno Mensal	Menor Retorno Mensal	Volatilidade 12 meses
Ultra Conservador	19	0	19,32%	1,16%	2,83%	-3,05%	1,27%
Conservador	19	0	25,07%	0,89%	5,43%	-7,91%	3,20%
Moderado	18	1	37,20%	-1,88%	9,18%	-16,83%	6,07%
Sofisticado	16	3	45,91%	-7,56%	12,24%	-22,99%	8,42%
Arrojado	14	5	54,50%	-10,46%	14,71%	-27,31%	10,25%

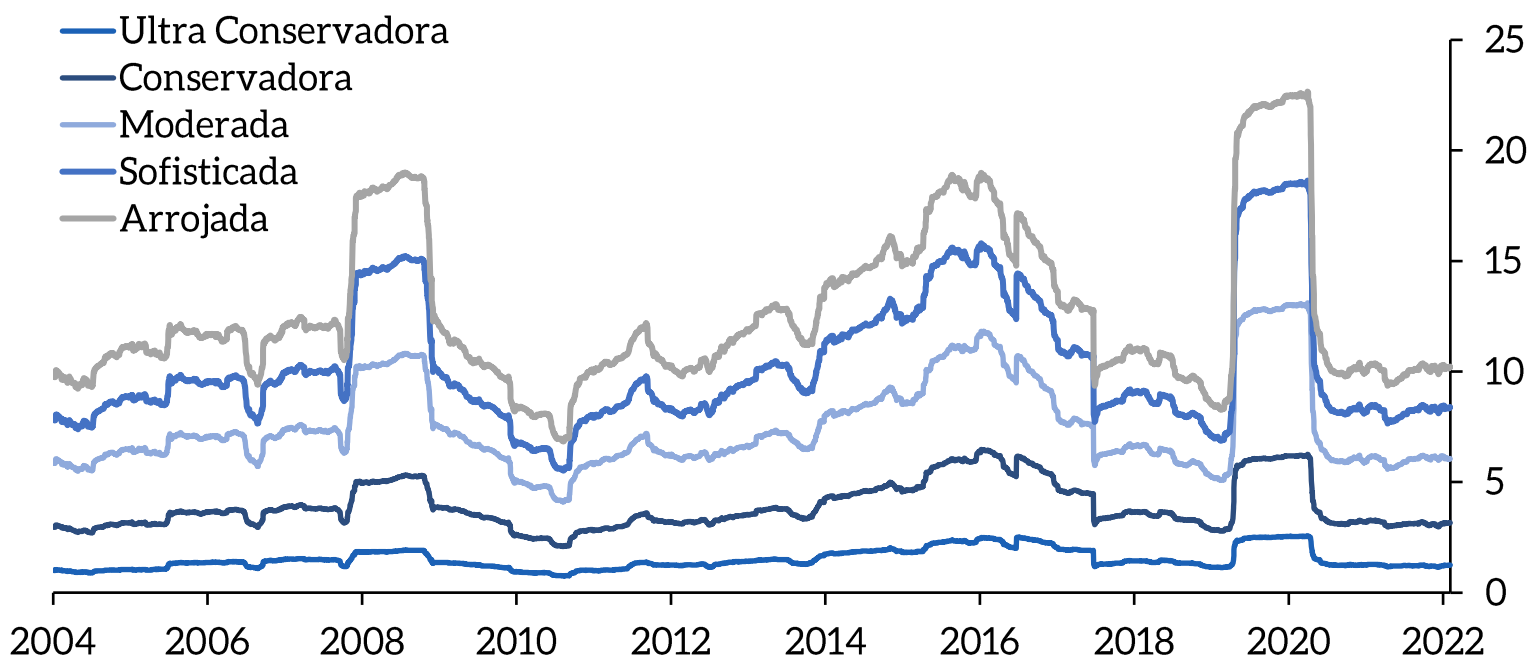
RETORNO MENSAL



DESEMPENHO ACUMULADO



VOLATILIDADE ANUAL



Disclaimer: As informações acima se referem a uma SIMULAÇÃO DE CARTEIRA DE INVESTIMENTOS e não traduzem ou refletem a posição do investidor com a Finacap Investimentos LTDA. (CNPJ 01.294.929/0001-33). Este relatório tem propósito informativo, o material não deve ser entendido como análise, material promocional, solicitação de compra ou venda, oferta ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento, sugestão de alocação ou adoção de estratégias por parte dos destinatários. Este material não deve ser considerado uma oferta para compra de cotas dos fundos. As informações referem-se às datas mencionadas. Os investidores devem buscar aconselhamento profissional com relação aos aspectos tributários, regulatório se outros que sejam relevantes à sua condição específica, sendo que o presente material não foi elaborado com esta finalidade. A Finacap Investimentos LTDA. não se responsabiliza por decisões de investimentos que venham a ser tomadas com base nas informações divulgadas. Leia o prospecto e o regulamento antes de investir. Fundos de investimento, renda variável e alguns produtos de renda fixa 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 divulgada não é líquida de impostos (se aplicável) e taxa de saída (se aplicável). Muito importante a adequada compreensão da natureza, forma de rentabilidade e riscos dos produtos antes da sua aquisição. Os investidores devem obter orientação financeira independente, com base em suas características pessoais, antes de tomar uma decisão de investimento. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. A Finacap Investimentos se exime de qualquer responsabilidade por quaisquer prejuízos, diretos ou indiretos, que venham a decorrer da utilização das informações veiculadas ou de seu conteúdo. É terminantemente proibida a utilização, acesso, cópia ou divulgação não autorizada das informações aqui veiculadas. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade de instrumentos financeiros e produtos pode apresentar variações e seu preço ou valor pode aumentar ou diminuir. *Retorno médio anual considera data de início como 01/01/2016.