



# Carta do Gestor

Estratégias Sistemáticas

Fevereiro de 2023



Prezados investidores,

---

**“Buy when there’s blood in the streets, even if the blood is your own.”<sup>1</sup>**

Nathan Rothschild

Quando Napoleão foi derrotado em Waterloo, em 1815, a guerra já durava 20 anos na Europa. Como a Inglaterra tinha um papel fundamental no financiamento dos gastos de guerra, esse período foi marcado por intensa volatilidade no mercado de gilts<sup>2</sup>. Notícias positivas para a Inglaterra e seus aliados causavam euforia, enquanto um simples boato a favor de Napoleão era suficiente para causar pânico.

Supostamente, Nathan Rothschild recebeu a notícia da derrota de Napoleão “apenas” 24h depois do ocorrido, numa segunda-feira. Isso permitiu que o banqueiro acumulasse uma posição enorme de títulos ingleses antes que a notícia fosse confirmada na quarta-feira seguinte. A derrota de Napoleão significava o fim dos gastos de guerra e da pressão sobre a dívida pública britânica. Com isso a taxa de juros cedeu e o banqueiro embolsou uma fortuna.

Munido de uma vantagem informacional objetiva, Rothschild aproveitou um momento de pessimismo do mercado para negociar a preços vantajosos. Se essa história é verdade ou não, nunca teremos certeza, porém é uma boa história e serve de exemplo de que ir contra a manada quando estamos um passo à frente do mercado pode ser muito lucrativo. “Comprar quando o sangue está nas ruas”, está no cerne da filosofia de Valor, ou Value Investing.

A escola de Value Investing como a que conhecemos hoje foi criada nos anos 1920 na Universidade de Columbia por Benjamin Graham e David Dodd. Seus proponentes acreditam que o mercado é maníaco-depressivo, recorrentemente oferecendo ofertas de compra e venda de acordo com seu estado mental, que oscila entre o extremo pessimismo e a euforia. Isso permite que o investidor bem informado, que é capaz de ter uma visão objetiva do valor justo dos ativos, se aproveite dessas oscilações de humor para comprar barato e vender caro.

Durante o século 20 diversos adeptos da escola ganharam fama e fortuna - dentre eles os próprios Warren Buffett e Charlie Munger - e na academia, as evidências empíricas a favor da estratégia começaram a surgir entre o fim dos anos 1970 e início dos 1980. Por exemplo, Basu (1977) mostrou que carteiras compostas por ações com P/L<sup>3</sup> baixo ganharam em média 7% a.a. a mais que portfólios de empresas com P/L alto, durante o período de 14 anos entre 1957 e 1971.

Valor também tem um papel importante no modelo que abriu as portas para o factor investing. O modelo de 3 fatores de Fama-French mostra que Valor é um dos atributos importantes para explicar os retornos das ações e após sua publicação o estudo se tornou um paradigma para muito do que se foi produzido em finanças quantitativas desde então.

Assim, não é à toa que comprar empresas com valuation descontado faz parte da caixa de ferramentas de muitos investidores, inclusive dos gestores sistemáticos. Porém, diferentemente dos gestores discricionários, que aplicam técnicas de análise fundamentalista e modelagem financeira para estimar o valor justo dos papéis e definir quais empresas estão caras ou baratas, a estratégia de Valor sob a ótica da estratégia de factor investing é mais direta e objetiva.

Nessa carta vamos mostrar que montar um portfólio pulverizado de ações descontadas, com base em métricas objetivas de valuation, por si só, tende a gerar prêmio sobre a média do mercado, independentemente das teses individuais dos papéis que compõem a carteira. Além disso, vamos discutir quais as razões por trás desse prêmio e porque podemos esperar que a estratégia continuará funcionando no futuro.

---

Como indicamos em nossa última carta, na qual falamos de momentum<sup>4</sup>, ao longo do ano vamos detalhar as principais estratégias que utilizamos em nossos fundos que operam ações e Valor definitivamente é uma delas. Com isso, esperamos dar mais transparência do que fazemos aos nossos investidores e parceiros.

Finalmente, gostaríamos de compartilhar que o V8 Veyron Smart Beta FIC FIA, nosso fundo long-only, completou 3 anos em janeiro e ganhou 5 estrelas da Morningstar. Essa classificação significa que o nosso fundo tem performado entre os 10% melhores fundos de ações long-only da indústria. Acreditamos que essa classificação é um reconhecimento importante do nosso processo e da nossa estratégia de ações, que além da versão long-only, também possui uma versão long-short: O Speedway FIC FIM.

Continuaremos trabalhando com comprometimento e dedicação e estamos à disposição para fornecer mais informações ou esclarecer quaisquer dúvidas.

Boa leitura!

## Fator Valor

### O que é uma ação barata?

Para começar, é importante clarificar que uma ação barata não é simplesmente um papel que negocia com um preço baixo. O termo “barato” pode ser utilizado de várias formas diferentes, mas no contexto do investimento em ações o que define se um papel está caro ou barato é o preço em relação aos fundamentos da empresa.

Ilustrativamente, se focarmos nos frigoríficos que estão na composição do IbrX100, a JBS é a maior companhia do setor. A empresa possui um valor de mercado de R\$ 43,6 bilhões e está negociando a R\$ 19,66 por ação. Entretanto, em relação ao seu lucro por ação (LPA) esperado para 2023 de R\$ 4,28 a empresa negocia a um múltiplo Preço/Lucro (P/L) de 4,59x. Assim, com base nesse critério, podemos considerar que é a empresa mais barata do setor, apesar de ser a empresa com maior preço por ação e maior valor de mercado. Por outro lado, a Minerva é a empresa mais cara, mesmo possuindo um preço por ação e valor de mercado menores que os da JBS, pois negocia a 6,28x P/L.

### Frigoríficos - IBrX100

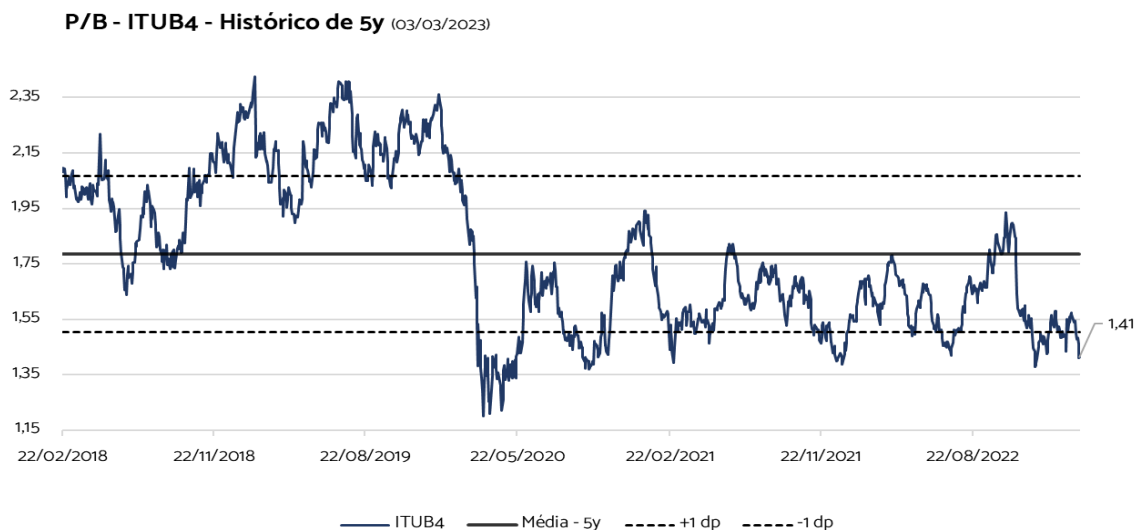
Ação	Preço	Mkt Cap em R\$ MM	LPA 23e	P/L 23e
JBSS3	R\$ 19,66	R\$ 43.608,17	R\$ 4,28	4,59x
BEEF3	R\$ 11,80	R\$ 7.165,94	R\$ 1,88	6,28x
MRFG3	R\$ 6,77	R\$ 4.468,20	R\$ 1,42	4,77x
BRFS3	R\$ 6,72	R\$ 7.274,20	-R\$ 0,02	N/A

Preços com base no fechamento de 03/03/2023

Estimativas de LPA para 2023 são o consenso de mercado retirados do Bloomberg em 03/03/2023

Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

Outra forma possível de avaliar se uma empresa está barata é olhar para seu valuation relativamente ao seu próprio histórico. O Banco Itaú, por exemplo, negocia hoje a R\$ 24,21 por ação e tem um valor patrimonial de R\$ 17,14 por ação. Assim, seu múltiplo de Preço/Valor Patrimonial (P/B) é de 1,41x. Nos últimos 5 anos, somente em 5% dos dias ITUB4 teve um valuation mais barato. A ação do banco teria que valorizar 26% para que o papel voltasse para o patamar histórico de 1,79x P/B.



Fonte: Bloomberg | Elaboração: V8 Capital

## Fator Valor

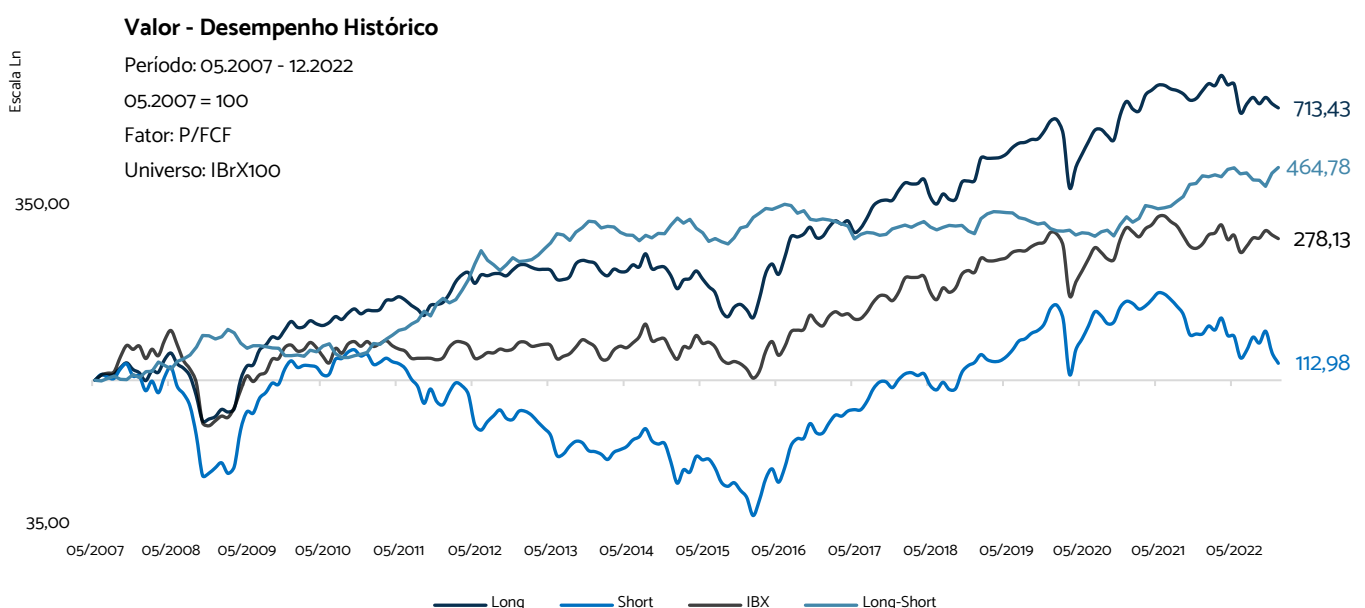
Por fim, cabe alertar que um papel pode parecer barato com base em algumas métricas e caro em relação a outras. Como existem vários múltiplos de valuation, o ideal é ter uma visão geral do valuation da empresa levando em consideração várias métricas diferentes de forma conjunta e não depender apenas de um múltiplo isolado para definir se uma empresa está descontada.

### Qual o desempenho da estratégia?

Após resolvidas potenciais confusões semânticas sobre o que significa estar caro ou barato, vamos deixar os exemplos específicos de lado e focar na estratégia. A evidência empírica a favor do fator é bastante robusta no mundo. Com base em dados do site do professor Ken French<sup>5</sup>, a estratégia de Valor<sup>6</sup> obteve um retorno médio de 4,44% a.a. entre 1927 e 2022 nos EUA. Apesar de não termos bases tão longas, no mercado local a estratégia também funcionou bem nos últimos anos.

Utilizando o fator Preço/Fluxo de Caixa Livre (P/FCF)<sup>7</sup> para definir Valor, uma estratégia que mensalmente comprou o quartil mais barato e vendeu o quartil mais caro dos papéis do IBrX100 obteve, no período entre maio de 2007 e dezembro de 2022, um retorno de 10,36% a.a. Se assumirmos que não podemos operar short, se tivéssemos comprado apenas o quartil mais barato o retorno teria sido de 13,44% a.a. Ambos os resultados são superiores ao IBrX100, que obteve apenas 6,78% a.a. no mesmo período.

Em termos de retorno ajustado ao risco a estratégia também é superior. Para cada unidade de risco a estratégia long-short teve 0,77 unidades de retorno, enquanto que o primeiro quartil sozinho teve 0,57. Os dois também são maiores que o IBrX100, que teve 0,31 unidades de retorno para cada unidade de risco<sup>8</sup>. Além disso, o drawdown máximo<sup>9</sup> das estratégias foi de 22% e 39%, respectivamente, contra 50% do benchmark.



Como o IBrX100 carrega em média 100 ações em sua composição, o resultado desse exercício significa basicamente que se tivéssemos consistentemente carregado os 25 papéis mais baratos do IBrX100 durante os 187 meses do backtest teríamos superado o benchmark em 6,65% a.a. Além disso, caso também pudéssemos operar short, poderíamos ter ficado vendidos simultaneamente nos 25 papéis mais caros e obtido um prêmio de 10,36% a.a., com risco direcional muito limitado e sem utilizar caixa<sup>10</sup>.

## Fator Valor

Conseguimos obter resultados semelhantes se utilizarmos outros múltiplos de valuation. Nessa carta já falamos sobre P/L, P/B e P/FCF, mas existem outros múltiplos que também são importantes como EV/EBITDA e EV/Receita. O fator é robusto para cada uma dessas métricas e, conforme comentamos na sessão anterior, também funciona bem para scores compostos por uma combinação desses múltiplos. A mensagem importante é que para diversas formas diferentes de mensurar Valor existe uma tendência de que os papéis baratos tenham prêmio sobre os papéis caros.

### Por que a estratégia funciona?

Antes de discutirmos porque existe esse prêmio é importante entender quais os potenciais motivos que explicam um valuation descontado. De antemão peço desculpas pela matemática, pois prometi focar na intuição das estratégias em nossas cartas, porém o Modelo de Gordon é muito simples e sua intuição é bastante direta:

#### Modelo de Gordon

$$P = \frac{D}{r - g}$$

Em linhas gerais, o modelo diz que o valor de uma ação (P) depende do seu dividendo esperado (D), do risco associado ao ativo (r) e do crescimento de longo prazo dos dividendos (g). Assim, tudo o mais constante, ativos que tem mais risco e/ou tem um crescimento de longo prazo mais baixo devem valer menos.

#### Modelo de Gordon - Simulação

Gordon	Cia 1	Cia 2	Cia 3	Cia 4
P	1.000,00	666,67	666,67	500,00
D	100,00	100,00	100,00	100,00
r	20%	25%	20%	25%
g	10%	10%	5%	5%

Para um mesmo dividendo esperado, variações em r e g justificam valuations mais baixos.

Então, com esse framework em mente, uma primeira justificativa para o prêmio é que as empresas de Valor são de fato mais arriscadas. Tipicamente, empresas baratas são negócios com uma base de ativos mais alta e que sofrem com ciclos econômicos negativos, empresas com maior risco de distress e/ou empresas com uma tendência negativa de crescimento de lucros. Falando em termos do modelo de Gordon, são empresas com r mais alto e g mais baixo e exatamente por terem mais risco que no equilíbrio de mercado os papéis dessas companhias deveriam ter um retorno maior.

Alternativamente, existe um argumento baseado em finanças comportamentais que explica o prêmio na hipótese de que o mercado teria uma tendência de extrapolar para o futuro cenários muito ruins ou muito bons de forma exagerada. Novamente, voltando para o modelo de Gordon, os investidores assumiriam um g excessivamente baixo para as empresas de Valor e um g excessivamente alto para as empresas de Crescimento. Conforme a realidade não se mostra tão drástica ou fantástica haveria uma convergência dos valuations para um patamar justo, explicando o prêmio positivo das carteiras de Valor contra as carteiras de Crescimento.

Hoje não existe consenso sobre qual explicação é a correta. É inclusive bastante provável que ambas estejam certas e as carteiras de Valor incluam papéis que refletem ambos os casos, isto é, tanto empresas que de fato tem mais risco quanto papéis que estão negociando com muito desconto por conta de um sentimento excessivamente negativo.

## Conclusão

---

As estratégias sistemáticas de Valor são uma excelente forma dos investidores se exporem a estratégias que utilizam alguns dos princípios do value investing e da análise financeira, porém de uma forma mais objetiva e empiricamente testada. Ao buscar os ativos descontados dentro de um universo amplo de investimentos as estratégias sistemáticas de Valor montam portfólios mais pulverizados do que tipicamente se observa na carteira de um value investor discricionário.

Isso é importante quando consideramos que muitas empresas descontadas tem mais risco. Assim, ao reduzir as posições em empresas individuais, a estratégia tende a obter retornos mais estáveis e se expõe menos a potenciais armadilhas de valor.

É importante também reconhecer que existem diversas métricas de valor diferentes. Pois um negócio pode estar barato/caro relativamente ao seu setor, ao seu próprio histórico, com relação as expectativas futuras e no “vácuo” (em relação ao universo como um todo). Por isso é importante ter ciência de que um bom score de valor leva em consideração esses detalhes. O exemplo simplificado que utilizamos nessa carta serve para ilustrar o potencial da estratégia, porém é possível encontrar resultados mais robustos com uma composição mais completa dos fatores de Valor.

Adicionalmente, podemos adiantar que a estratégia é uma boa adição a portfólios montados com base em outros fatores de risco. Na nossa próxima carta vamos discutir como podemos explorar os benefícios de diversificação entre as duas estratégias de fatores que discutimos até aqui (Valor e Momentum), melhorando tanto o retorno esperado quanto a consistência da estratégia. Isso é importante porque as estratégias individuais de fatores podem passar por longos períodos de underperformance. De 2008 a 2020, por exemplo, a estratégia de Valor performou muito mal nos EUA. O fator HML<sup>11</sup> teve retorno médio de -6% a.a. no período. Entretanto, em 2021 e 2022 o fator foi destaque, subindo uma média de 26% a.a.

Com isso finalizamos nossa discussão sobre o fator Valor. Esperamos que a lógica da estratégia, assim como os riscos de comprar empresas descontadas, tenham ficado mais claros. Conseguimos mostrar empiricamente que sim, “comprar quando o sangue está nas ruas” tem se mostrado uma boa ideia ao longo do tempo. Até a próxima carta.

Obrigado pela confiança!

---

<sup>1</sup> Compre quando há sangue nas ruas, mesmo que o sangue seja seu.

<sup>2</sup> Bonds emitidos pelo governo inglês.

<sup>3</sup> Razão Preço por Ação / Lucro por Ação. Empresas com P/L baixo são empresas que tem valor de mercado baixo comparativamente aos seus lucros, ou seja, são empresas “baratas” ou empresas de valor (value stocks). Já as empresas com P/L alto são empresas “caras” ou ações de crescimento (growth stocks).

<sup>4</sup> [https://351df23a-25cd-4def-8464-4a3a4789e006.usrfiles.com/uqd/351df2\\_b0a2eb0f72bd4ffaae9939edfbb19d66.pdf](https://351df23a-25cd-4def-8464-4a3a4789e006.usrfiles.com/uqd/351df2_b0a2eb0f72bd4ffaae9939edfbb19d66.pdf)

<sup>5</sup> [http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data\\_library.html](http://mba.tuck.dartmouth.edu/pages/faculty/ken.french/data_library.html)

<sup>6</sup> Fator HML (High Minus Low). É equivalente ao recíproco do fator P/B (Preço/Valor Patrimonial) e é o fator “clássico” dos papers semanais de Fama-French. A estratégia consiste em comprar o quartil mais barato e vender o quartil mais caro.

<sup>7</sup> Mais especificamente utilizamos o FCF (fluxo de caixa) esperado para o próximo ano. Adicionalmente, para ordenar o universo utilizamos o recíproco do fator P/FCF, que também é conhecido como Free Cash Flow Yield. Assim, as empresas mais baratas são os negócios que geram mais caixa relativamente ao seu valor de mercado.

<sup>8</sup> Retorno a.a. / Volatilidade a.a. Equivalente ao Sharpe Ratio assumindo taxa livre de risco igual a zero, por simplicidade.

<sup>9</sup> O drawdown máximo é o prejuízo máximo observado entre um topo e um fundo de um ativo. Em outras palavras, é o retorno que um investidor teria se tivesse comprado um ativo no pior momento possível.

<sup>10</sup> Esse backtest não considera custos de transação, custos de aluguel e custos tributários a que eventualmente alguns investidores estariam sujeitos.

<sup>11</sup> Equivalente ao recíproco do P/B. Ver nota 6 acima.



## Desempenho das Estratégias – ICVM 555

### V8 Veyron Smart Beta FIC FIA

Em fevereiro, observamos uma reversão do cenário benigno do começo do ano no mercado externo. Leituras mais fortes de dados de inflação e emprego resultaram na reprecificação de mais altas na curva de juros americana, que agora antecipa uma taxa terminal em torno de 5,5% nos EUA. Com isso, o rally das bolsas foi interrompido, assim como os juros e dólar voltaram a subir.

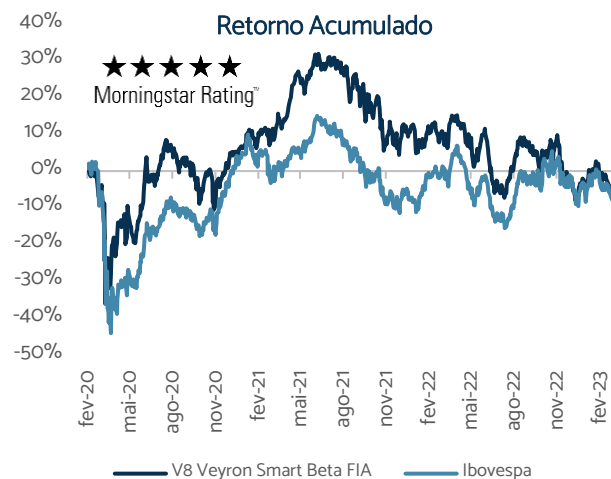
Potencializado pelo ambiente externo negativo, o cenário local em fevereiro foi pavoroso. Já não bastassem os indicativos que o atual governo do PT está mais alinhado com o período 2011-2015 do PT, o governo gerou diversos ruídos em torno da independência do BC e deixou explícita a vontade de aumentar a meta de inflação. Com isso, as taxas de DIvsPré longas continuaram abrindo e o Ibovespa fechou o mês com queda de 7,49%.

A situação no mercado de crédito local continuou se agravando. Continuamos observando abertura de spreads no mercado secundário e o primário secou. A redução no crédito, que já vem desacelerando ao longo dos últimos meses, juntamente com a alta nos níveis de inadimplência também deve contribuir para a desaceleração da economia nos próximos meses. Esse fator poderia contribuir para acelerar o final do ciclo de aperto monetário, entretanto o risco de isso causar mais pressão sobre o BC por parte do governo não é desprezível.

No final do mês de fevereiro o governo anunciou a reoneração parcial do PIS/COFINS, mas surpreendeu negativamente com uma nova taxa sobre exportações de petróleo. Para os próximos meses, vamos ter as discussões em torno do novo marco fiscal e da reforma tributária. A incerteza ainda é muito grande em torno desses temas, porém dificilmente teremos um arcabouço que não justifique expectativas de aumento do endividamento público. Além disso, dado a forma que o governo vem se comunicando desde que venceu a eleição em outubro do ano passado, esse processo deverá gerar bastante ruído para os mercados.

Considerando a alta probabilidade de uma continuidade dos ruídos políticos internos somado ao cenário externo ainda desafiador, é difícil ficar construtivo para ativos de risco brasileiros no curto-prazo, apesar dos valuations interessantes e níveis elevados de juros reais no Brasil.

O **V8 Veyron Smart Beta FIC FIA** fechou fevereiro em queda de 7,93%, acumulando uma queda de 3,78% no ano contra uma queda de 4,38% do Ibovespa. O setor de Materiais Básicos foi o destaque negativo no mês. Conforme citamos em nossa última carta, devido ao overweight que tínhamos no setor estávamos carregando uma proteção em VALE3. A proteção ajudou a amortecer parte dessa queda. Atualmente o fundo mantém posições em 42 empresas e 18 segmentos diferentes. Setorialmente estamos overweight no setor Industrial, com cerca de 21% do fundo alocado no setor.



Fonte: Quantum | Elaboração: V8 Capital



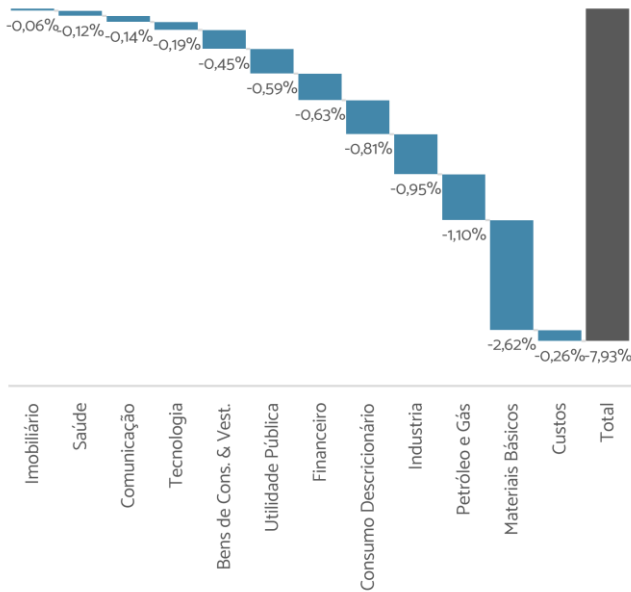
## Desempenho das Estratégias – ICVM 555

Ainda não podemos divulgar os resultados da nossa estratégia long-short (Speedway FIC FIM), porém estamos conseguindo capturar prêmios acima do CDI apesar do cenário ruim para a bolsa. Apesar de operar ações a estratégia não depende do cenário direcional da bolsa.

### V8 Veyron Smart Beta FIC FIA

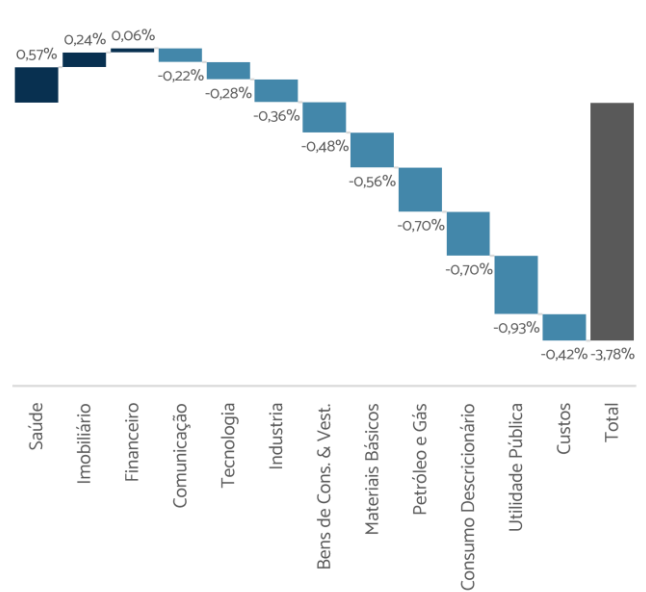
ANO	Rentabilidade Mensal												Período			
	JAN	FEV	MAR	ABR	MAI	JUN	JUL	AGO	SET	OUT	NOV	DEZ	FUNDO ANO	IBOV ANO	FUNDO ACUM.	IBOV ACUM.
2020	-	-4,63%	-16,57%	11,08%	1,38%	8,92%	8,21%	-4,06%	-8,35%	-3,72%	12,77%	5,34%	-	-	6,22%	4,62%
2021	0,02%	0,69%	6,76%	10,47%	1,99%	0,76%	-2,29%	-1,16%	-7,22%	-9,14%	0,32%	6,39%	6,05%	-11,93%	12,65%	-7,86%
2022	-1,23%	-2,31%	4,44%	-5,11%	2,01%	-13,78%	6,73%	5,48%	-5,26%	6,46%	-8,26%	-1,07%	-13,33%	4,69%	-2,36%	-3,54%
2023	4,50%	-7,93%	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-3,78%	-4,38%	-6,05%	-7,76%
<b>Patrimônio Atual: R\$ 21.169.606,27</b>												<b>Patrimônio Médio 12 Meses: R\$ 23.866.552,24</b>				

Atribuição de Performance por Setor – Fevereiro de 2023



Fonte e Elaboração: V8 Capital

Atribuição de Performance por Setor – Em 2023



Fonte e Elaboração: V8 Capital

## Nossos Distribuidores

---



## Relações com Investidores

---

**Endereço:** Rua Castilho, 392, conjunto 51, Brooklin, São Paulo, SP

**Cep:** 04568-010

**Tel:** +55 11 5502 0200

**E-mail:** [ri@v8capital.com.br](mailto:ri@v8capital.com.br)



[/v8capital](#)



[/v8capital](#)



[@v8\\_capital](#)



[www.v8capital.com.br](http://www.v8capital.com.br)

## Disclaimer

---

Este documento tem o único propósito de divulgar informações e dar transparência à gestão executada pela V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda., não deve ser considerado como oferta de venda de cotas de fundos de investimento ou de qualquer título ou valor mobiliário e não constitui o prospecto previsto na regulamentação vigente ou no Código de Auto-Regulação da ANBIMA. A V8 Capital Gestão de Investimentos Ltda., não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimento ou qualquer outro valor mobiliário. Ao investidor é recomendada a leitura cuidadosa do regulamento do fundo de investimento antes de aplicar os seus recursos. Os investidores não devem se basear nas informações aqui contidas sem buscar o aconselhamento de um profissional. A rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos e taxas de saída. Fundos de Investimento não contam com a garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, de qualquer mecanismo de seguro ou, ainda, do Fundo Garantidor de Créditos - FGC. Os fundos Multimercados utilizam 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. Os fundos podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com os riscos daí decorrentes. Os Indicadores econômicos são meras referências econômicas, e não metas ou parâmetros de performance. Para avaliação da performance de um fundo de investimento, é recomendável a análise, no mínimo, de 12(doze) meses.

