



**Seeking
For
Alpha**

INVESTIMENTOS

Carta de Gestão

2º Trimestre de 2023

*“How does it feel,
To be your own,
With no direction home,
A complete unknow.”*

Trecho da letra da música “Like a Rolling Stone” do compositor e cantor americano Bob Dylan.

O Fundo SFA EAC FIC FIA – BDR NÍVEL I encerrou o 2º trimestre de 2023 com um retorno acumulado no ano de 16,69%, superando seu *benchmark* Ibovespa, que teve um retorno de 7,61%.

Período	SFA EAC FIC FIA - BDR Nível I	IBOVESPA	CDI
2T23	24,78%	15,91%	3,15%
YTD	16,69%	7,61%	6,50%
Últimos 3 anos	27,81%	24,23%	26,22%
Últimos 5 anos	113,72%	62,29%	40,38%
Desde o início	301,29%	120,70%	139,36%

Uma tendência que tem capturado nossa atenção é o impacto crescente das narrativas, particularmente desde a pandemia. Estas narrativas têm impulsionado movimentos abruptos e, muitas vezes, extremos nos preços dos ativos. Não é novidade para os *players* do mercado financeiro a influência das narrativas, amplificadas por sentimentos de medo e euforia, no entanto, recentemente essa dinâmica acelerou, confrontando investidores com desafios como a pandemia global, inflação em níveis bem altos e um conflito militar de grande escala.

Podemos citar vários exemplos desses movimentos, seja no cenário macroeconômico ou microeconômico. Do ponto de vista macro, em 2022, havia um consenso de que a inflação estava descontrolada, remetendo à espiral inflacionária dos anos 1970 nos EUA. Contudo, agora o consenso mudou, prevendo que a inflação retornará à meta de 2,00% sem maiores complicações.

No último ano, tivemos a mais rápida e forte alta de juros nos EUA dos últimos 40 anos, e há um debate sobre se poderemos desacelerar sem sentir os efeitos de uma política monetária tão restritiva, uma perspectiva que encaramos com bastante ceticismo.

O Brasil enfrentou dilemas similares. No início do ano, o cenário para os participantes do mercado era de caos, o que levou os preços das empresas na bolsa a níveis completamente incondizentes com o que várias delas realmente geram em termos de valor. É claro que houve empresas que sofreram com motivo, mas esse é o nosso trabalho na SFA: procurar bons negócios a preços interessantes. Normalmente, isso acontece quando ninguém quer comprar essas empresas. Nesse contexto, é fundamental que saibamos distinguir problemas temporários dos permanentes.

O caso da Meta exemplifica bem a efemeridade das percepções do mercado. Apesar de ser uma das empresas mais analisadas e acompanhadas globalmente, vimos seu valor de mercado saltar 243% em relação ao ponto mais baixo do ano anterior. Há um ano, o mercado previa o declínio da empresa devido ao TikTok; hoje, considera-a uma líder em inteligência artificial (IA).

Aliás, a questão do IA tornou-se um tema central para todos os investidores do mundo, e não é diferente na SFA. Mesmo acreditando que essa tecnologia é transformacional, o baixo grau de visibilidade em relação a

quem serão os vencedores estruturais e a reduzida margem de segurança trazem desafios para investidores de longo prazo, como nós.

Os cenários global e local são nebulosos, mas é justamente nesses momentos que nossa filosofia e processo de investimentos mais demonstram sua importância. Nos últimos 10 anos, navegamos pelos mais diversos regimes de mercado, sempre agindo de acordo com nossas crenças e mantendo foco no que realmente importa em investimentos.

Continuamos com um portfólio equilibrado, com caixa para aproveitar as oportunidades que já estão começando a surgir. Além disso, continuamos com alguns *hedges*, operando-os de forma dinâmica para que não sejam apenas um centro de custo.

Na carta deste trimestre, abordamos como avaliamos empresas e fazemos uma retrospectiva do nosso investimento na Sinqia.

*“There’s a lady who’s sure, all the glitters is gold,
And she’s buying a stairway to heaven.”*

Trecho da letra da música “Stairway to Heaven” da banda britânica Led Zeppelin.

Vamos falar sobre avaliação de empresas

As maiores fortunas do mundo foram construídas com investimentos em boas empresas. Boas empresas geram muito valor. Uma empresa gera muito valor se o retorno do seu lucro operacional superar o custo do capital investido. Ao investir compramos o futuro. Os investidores buscam as empresas que não necessariamente geraram valor no passado, mas que principalmente, são capazes de gerar valor em um longo período futuro. O investimento em uma empresa com alto retorno sobre o capital investido e com seu lucro reinvestido a altas taxas de retorno, com o passar dos anos, é capaz de multiplicar em várias vezes o capital investido.

Acreditamos que podemos proporcionar excelentes resultados aos nossos cotistas ao identificarmos e investirmos em boas empresas por longos períodos. Entre acertos e erros, queremos estar investidos por bastante tempo em poucas empresas que possuam a característica que desejamos e conhecemos bem. O segredo é estar com uma posição pequena quando erramos e uma posição maior quando acertamos. Usando uma palavra que está na moda, faz parte do nosso arcabouço de análise identificar empresas com uma boa gestão, governança e fortes vantagens competitivas.

Para maximizar o nosso resultado, existe mais uma variável importante: o preço. Maximizamos o resultado e minimizamos os erros se comprarmos uma boa empresa quando o preço de mercado, por diversos motivos, não reflete o seu potencial de geração de valor, ou em linguagem popular, significa que queremos comprar boas empresas que estão baratas. Para fazermos uma distinção entre valor e preço, utilizamos técnicas de *valuation* que nos dão a margem de segurança necessária para dimensionar as nossas posições. É sobre *valuation* que queremos falar nesta carta.

Somos muito críticos em relação aos nossos processos e métodos de trabalho. Existem muitas dificuldades em se avaliar uma empresa corretamente. Consideramos a arte do *valuation* importante. A descoberta de valor é parte crucial, mas não única, da análise de uma empresa. Damos mais importância ao processo, do

que ao resultado do *valuation*. Para a SFA, as ferramentas de *valuation* servem para nos mostrar a perspectiva de geração de valor de um investimento, e não cravar um preço-alvo de uma ação. Aliás, somos

totalmente contra a noção de uma empresa ter um preço-alvo. Duvidamos até que o tal preço-alvo exista, porque para nós, investimento é um jogo infinito. Comprar ou vender uma ação pelo preço-alvo pode ser uma armadilha, já que a avaliação para encontrar um preço é sensível a várias variáveis, que às vezes não são importantes do ponto de vista de um negócio, e pode tornar o *valuation* uma verdadeira caixa preta onde o viés acaba sendo o fator preponderante de uma ação ir de compra para a venda, ou ao contrário.

O preço-alvo dá uma visão orçamentária e estanque do *valuation*; a empresa é um organismo vivo e não um projeto financeiro. Um erro comum ao avaliar uma ação pelo preço-alvo é não considerar corretamente o ciclo de investimento de um negócio, e apesar de parecer algo científico, existe muita subjetividade em um *valuation*. Afinal, muitas vezes, colocamos uma perspectiva linear em um mundo que não funciona de forma linear. Ao fazer uma avaliação por preço alvo, estamos colocando uma perspectiva do quanto podemos ganhar se comprarmos uma ação pelo preço de tela, dando uma noção finita ao investimento. E na nossa experiência, analisando relatórios passados de vários analistas de mercado, o preço-alvo está mais para um alvo móvel. Encontramos frequentemente dois tipos de erros nos relatórios de mercado: empresas que se valorizaram muito mais do que o *target price* projetado, e empresas que nunca atingiram o seu alvo. Por isso, na SFA, utilizamos abordagens diferentes do tradicional fluxo de caixa livre descontado para avaliarmos o retorno potencial de um investimento. Do nosso jeito, colocamos a nossa filosofia em primeiro lugar, nossa busca por valor, não por *upside*.

O paper de “M&M”

Do ponto de vista teórico, é correto dizer que o valor de qualquer investimento hoje é o valor do fluxo de seu caixa futuro trazido a valor presente a uma taxa de desconto que reflete o custo de oportunidade. O método do desconto de fluxo de caixa livre é o método mais utilizado pelos analistas fundamentalistas para se avaliar uma ação. Muitos analistas gostam de acreditar que é isso que separa o analista profissional do resto, o que, na nossa opinião, está longe de ser a verdade.

Os fundamentos utilizados no método de desconto do fluxo de caixa livre foram lançados em 1961 no artigo “*Dividend Policy, Growth and the Valuation of Shares*”, no *Journal of Business* pelos professores Francisco Modigliani e Merton H. Miller, os famosos “M&M”. O artigo tenta provar que o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa das operações disponível para os credores e acionistas, ou seja, o fluxo de caixa “livre” para distribuição aos fornecedores de capital da empresa. Assim, com a premissa de que a empresa é totalmente financiada pelos acionistas e que a empresa não reinveste o lucro, eles demonstram que o desconto do fluxo de caixa livre é o que determina o valor de uma empresa.

Mas, como disse a lenda do beisebol americano Yogi Berra, dono de várias citações famosas, “Em teoria, não há diferença entre teoria e prática, mas na prática há”. O problema do método do fluxo de caixa livre vem do ponto de vista prático. Teoricamente, quanto maior o fluxo de caixa livre durante o período projetado, maior o valor da empresa. Então, de modo simplista, toda entrada de caixa é considerada positiva e toda saída de caixa é negativa para o valor presente da empresa. O que pode ser errôneo do ponto de vista de valor, porque para uma empresa gerar valor no futuro é necessário realizar investimentos. Um investimento que a empresa faz é uma saída de caixa em um primeiro momento, portanto, temos que considerar corretamente no período estimado de fluxo de caixa, a maturação deste investimento. E temos que considerar também que investimentos realizados no passado acabam perdendo sua eficácia em relação ao retorno sobre o capital investido. Na prática, ao montar a projeção de fluxo de caixa, é comum observarmos em várias análises de mercado e não encontrarmos explicitamente distinção sobre investimentos maduros e a serem

maturados e se o fluxo de caixa projetado contempla corretamente o ciclo de investimento. Além disso, é necessário distinguir corretamente as atividades operacionais das atividades de investimento, até porque as definições contábeis de investimento e operação, muitas vezes, não refletem a realidade econômica de um negócio. No final, um fluxo de caixa projetado acaba virando uma mistura de entradas e saídas de caixa sem distinção entre investimentos maduros, em maturação e reinvestimentos necessários, além de concentrar em um único número na planilha, atividades operacionais e de investimentos de forma que o valor da empresa encontrado muitas vezes é resultado de uma álgebra sem correspondência alguma ao valor do negócio.

Ao compararmos o fluxo de caixa livre realizado vs. o projetado da maioria das análises que encontramos no mercado, observamos que os fluxos reais são muito mais voláteis e diferentes das projeções que são mais estáveis e normalmente crescentes. Do ponto de vista prático, podemos reduzir em dois os problemas que normalmente achamos que levam a erros de avaliação, o que dá ao *valuation* pelo método do fluxo de caixa livre descontado uma falsa sensação de precisão:

Ciclo de investimento e de negócios/econômicos: A natureza e os negócios funcionam em ciclos. Percebemos em muitas projeções de mercado que, frequentemente, são desconsiderados os ciclos de investimento de um negócio. Muitas empresas estão em fase de crescimento, e o retorno dos investimentos que estão sendo realizados não está refletido corretamente no crescimento do fluxo de caixa durante o período estimado. Ou o mais comum: nos deparamos com projeções de empresas que crescem exponencialmente e milagrosamente o fluxo de caixa sem a necessidade de investimentos pela empresa. Outro problema comum é ficar ancorado no ciclo atual de negócios, pois muitas vezes, se uma empresa ou setor está em um ciclo de baixa ou de alta, é comum projetar a continuidade do ciclo atual, o que nos leva a perder oportunidades de compra ou a cair em uma armadilha de valor.

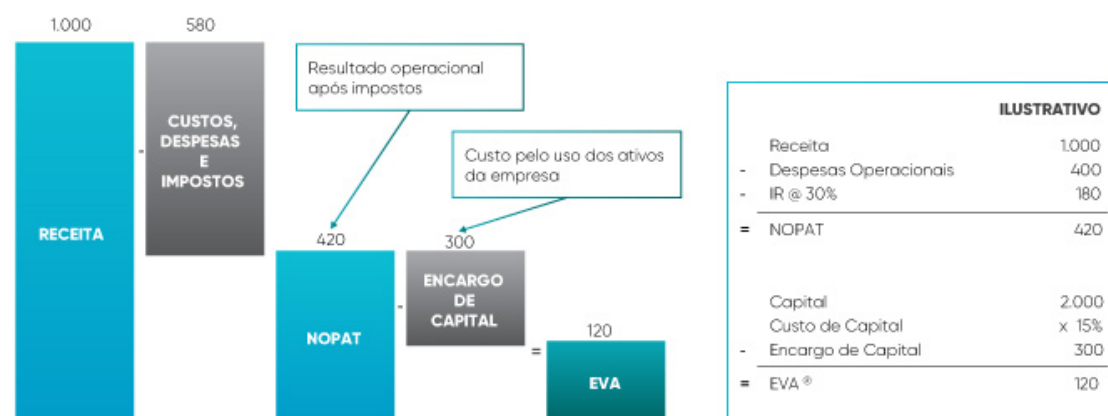
Valor terminal: O valor terminal, ou valor na perpetuidade, é uma parte essencial do *valuation* pelo método de desconto de caixa livre, correspondendo entre 50% e 80% do valor estimado. O valor terminal vai além do período de fluxo de caixa projetado, normalmente de 10 a 20 anos. É uma porção realmente do valor que é extremamente sensível a premissas de custo de capital e crescimento, que muitas vezes são utilizadas em cima do último fluxo de caixa projetado, considerando então que após a projeção de 10 anos, temos todo um ciclo de maturidade de uma empresa, e o último ano será a base de valor de um negócio maduro. O que remonta ao problema anterior: uma parte tão importante do valor em que as premissas de ciclo de negócio e de investimentos são completamente ignoradas, e as premissas de custo de capital e crescimento depois de um período de 10 anos não são realmente discutidas profundamente.

Na nossa visão, a maior utilidade do *valuation* na análise de uma empresa é mostrar a construção de valor de uma empresa e não simplesmente determinar o seu valor. Queremos sempre analisar uma ação do ponto de vista de investimento, que se resume a enxergar uma empresa como um organismo vivo que toma e executa decisões de investimento. O principal papel do *management* de uma empresa é alocar capital e obter retorno sobre este capital com a execução mais eficiente possível em busca da geração de valor. De forma prática, o valor presente do fluxo de caixa dá muita ênfase ao desempenho operacional da empresa e não permite a discussão profunda do capital necessário, do ciclo de investimento e qual o retorno esperado das decisões da empresa. Isso torna o *valuation* pelo fluxo de caixa livre descontado uma caixa-preta de valor. Por isso, consideramos outros métodos de *valuation* mais interessantes.

Medindo a geração de valor

Utilizamos o EVA como medida de geração de valor de uma empresa em determinado período. Como já abordamos em cartas anteriores, o EVA é uma medida de lucro econômico. É uma medida de geração de valor por definição. O EVA é positivo se o lucro operacional pagar o custo de capital. O EVA é uma medida mais completa que o EBITDA, amplamente utilizado por analistas de mercado. Apenas a título de curiosidade, o EBITDA foi criado pelo lendário investidor de Wall Street John Malone que o desenvolveu ao perceber que a medida mais utilizada na época EPS (*Earnings per Share*) dizia pouco sobre a valorização das empresas. No entanto, citando o lendário investidor Charlie Munger que provavelmente nunca abriu uma planilha de Excel na vida e costuma ser bastante direto em seus comentários, “EBITDA is bulls*** earnings”.

EVA = Lucro Operacional menos um Encargo pelo Uso do Capital



- ▶ O EVA contrapõe o resultado operacional com o Capital que foi utilizado para gerar o resultado
- ▶ Foco no resultado operacional e na eficiência/disciplina de Capital
- ▶ EVA nada mais é do que uma forma de medir a geração e valor, o chamado lucro econômico

EVA	EBITDA
Receita líquida	Receita líquida
(-) Custos	(-) Custos
(=) Lucro bruto	(=) Lucro bruto
(-) Despesas operacionais	(-) Despesas operacionais
(=) EBITDA	(=) EBITDA
(-) Depreciação	
(=) Lucro Op. antes de impostos (EBIT)	
(-) Imposto de renda	
(=) Lucro Operacional (NOPAT)	
(-) Encargo de capital	
(=) EVA	

$$EVA = \text{Lucro Operacional Após Impostos} - \text{Encargo de Capital}$$

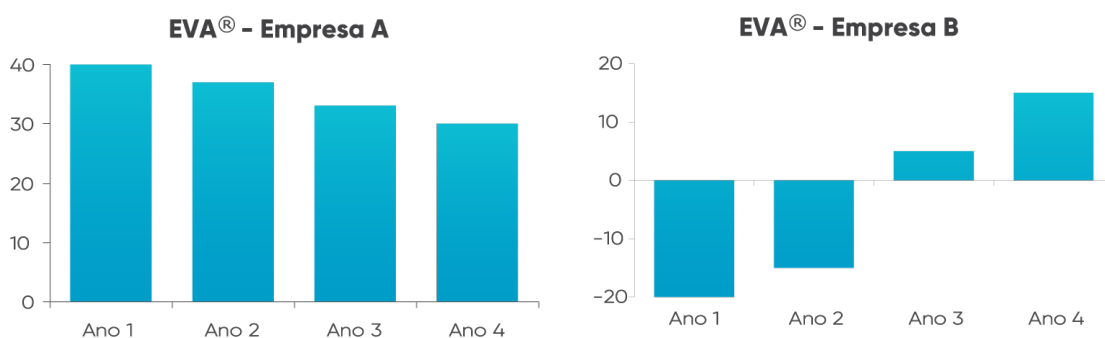
$$EVA = (ROIC - WACC) \times \text{Capital}$$

$$\text{Spread EVA} = ROIC - WACC$$

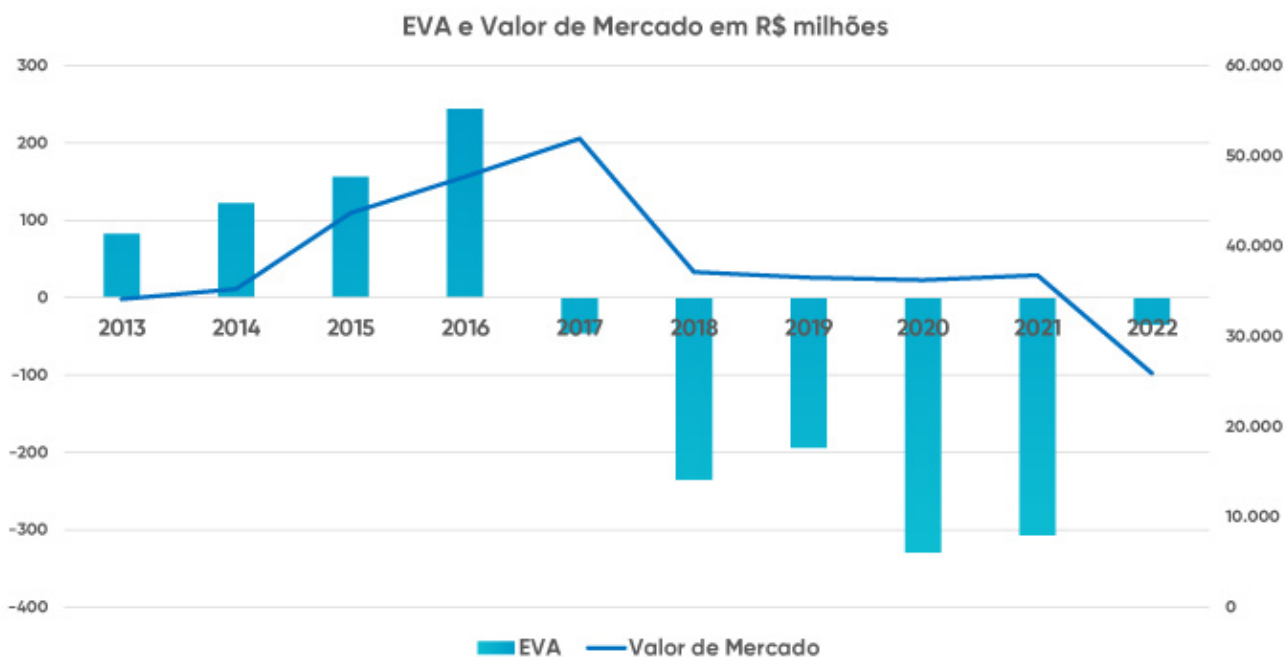
Retorno sobre o Capital

Custo Ponderado do Capital

Novamente, empresas que geram valor possuem um retorno sobre o capital investido maior que o custo deste capital. Conhecer a geração de valor passado é importante, pois pode dizer muito sobre o futuro, mas o EVA, por si só, é apenas uma medida de geração de valor passado e não indica se a empresa continuará a gerar valor. Seria muito fácil para o investidor simplesmente investir em empresas que tiveram no passado um alto retorno sobre o capital. Mas não existe almoço grátis, pois ao investir em uma empresa, adquirimos a capacidade da empresa de gerar EVA no futuro e não apenas o EVA passado. Empresas que geram valor hoje podem destruir valor no futuro, o que torna um investimento ruim. Normalmente, empresas que têm um alto retorno sobre o capital são amplamente acompanhadas e bem precificadas, tornando a descoberta de valor mais difícil, ou seja, é mais difícil comprar a um preço com uma margem de segurança adequada. Para falar sobre o futuro, além da análise qualitativa, o papel do *valuation* é importante e, por meio do EVA, podemos construir métodos de avaliação alternativos ao fluxo de caixa descontado. Na ilustração abaixo, a empresa B provavelmente teria sido um melhor investimento no ano 1.



Como exemplo real, temos um conglomerado industrial brasileiro, que até 2016 entregava um alto retorno sobre capital. Após algumas decisões ruins de alocação de capital e mudanças estruturais no setor de atuação, passou a entregar EVA negativo e o preço das suas ações acompanhou a queda de EVA. Quem investiu nesta empresa em 2016 por conta do alto retorno sobre o capital passado acabou amargando prejuízo. Temos uma lição importante de que o alto retorno passado não é garantia do EVA futuro:



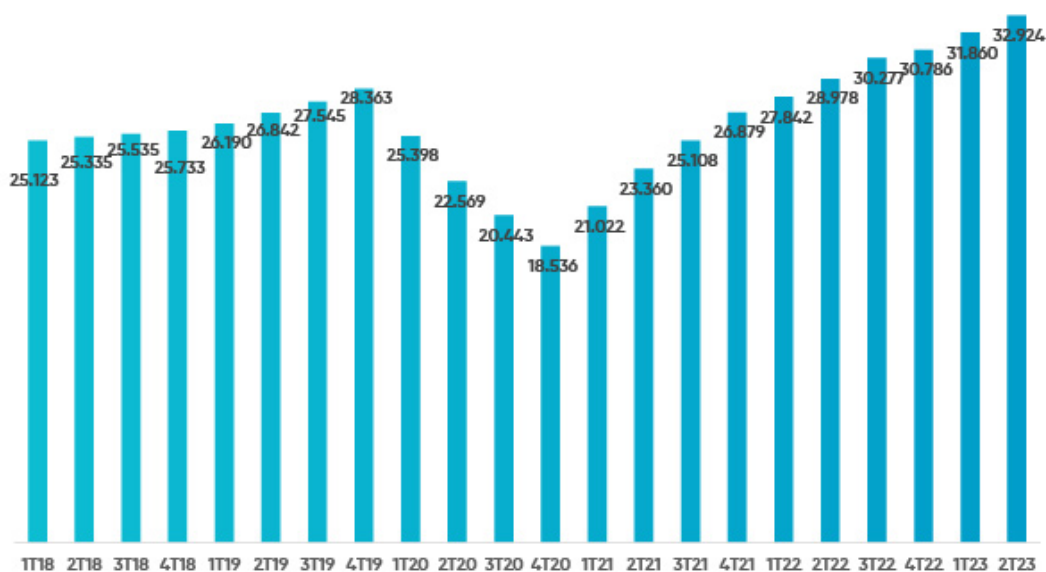
EVA vs. medidas contábeis

Muitos executivos acreditam que os preços das ações de suas empresas serão apreciados pelo mercado se a empresa entregar uma combinação misteriosa de lucro, crescimento de receita, fluxo de caixa, dividendos, liquidez das ações, satisfação dos clientes e dos funcionários e boas práticas de governança, que normalmente são métricas utilizadas em suas avaliações para pagamento de bônus. Conversamos ao longo dos nossos dez anos de existência com vários executivos e, para nosso espanto, nem todos possuem a noção exata da sua missão de gerar valor aos acionistas. Muitos executivos acreditam que ao se entregar crescimento de lucro, estão entregando o que os acionistas querem. De todas as medidas acima citadas, talvez, o lucro contábil seja a que pode mais levar a armadilhas de valor. É tentador para um executivo, na medida em que se busca maximizar o lucro, fazer com que a empresa invista de forma ineficiente o capital e apesar de se concretizar um aumento de lucro, não necessariamente foi gerado valor para o acionista, pois o retorno deste investimento por mais que fosse positivo, ainda foi inferior ao custo de capital. Ou seja, a empresa entregou crescimento de lucro, mas com EVA marginal negativo.

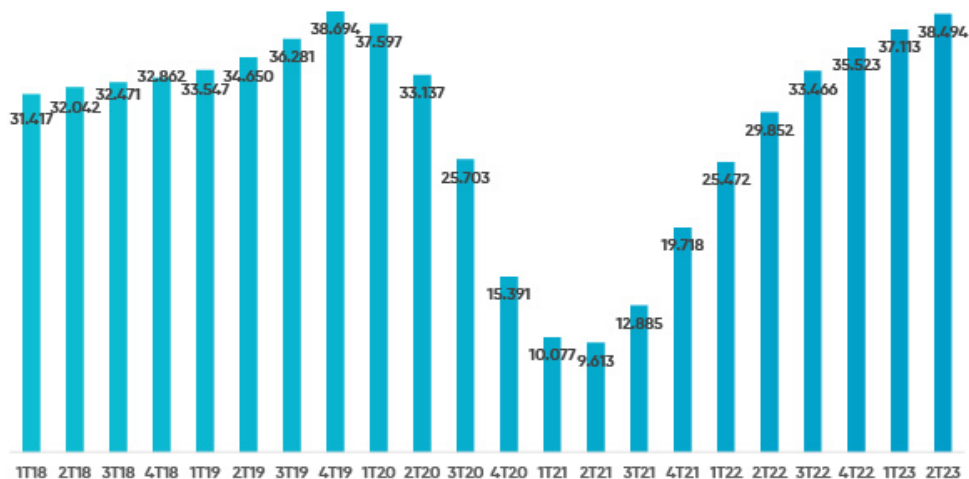
Nem sempre crescimento de lucro significa geração de valor. Para ilustrar isso, recentemente tentamos buscar explicação para um investimento da nossa carteira que, apesar do lucro recorde, suas ações parecem não chegar a um patamar recorde. Será que é somente pessimismo do mercado?

Ao analisar um grande banco brasileiro, percebemos que seu lucro em 2023 ultrapassou o lucro atingido no período pré-pandemia e, mesmo assim, as suas cotações não atingiram o pico que atingiram em 2019. Além da perspectiva dos investidores, procuramos entender se existia alguma justificativa para a *underperformance*. E encontramos a resposta no que queremos demonstrar, que crescimento de lucro não é igual a crescimento da geração de valor. Notamos que o banco, para produzir mais lucro, utilizou mais capital e não gerou mais EVA do que em 2019. E qual a nossa visão sobre isso? Isto significa que a empresa foi displicente no capital? Não necessariamente, apenas uma realidade atual de que o setor financeiro hoje está mais competitivo e é necessário investir mais para ter maiores retornos do que no passado, mas ilustra que crescer lucro não é a mesma coisa que crescer valor.

Lucro Líquido 12M (R\$ milhões)



EVA 12M R\$ milhões



Contabilidade não é finanças. Analisar uma empresa pelo crescimento de lucro é uma armadilha. O desempenho contábil não é a mesma coisa que desempenho econômico. Adicionalmente, ao longo dos anos a contabilidade mudou muito, dando espaço para muitas manipulações subjetivas, o que leva à realização de ajustes para se chegar ao verdadeiro lucro econômico. Porém, algo que achamos que nunca vai mudar nas regras contábeis é a distinção correta entre as atividades operacionais das atividades de investimentos. A contabilidade inicialmente foi criada para fornecer informações aos credores. Portanto, o resultado contábil serve para mostrar se uma empresa gera lucro necessário para pagar o serviço da dívida, e o balanço patrimonial serve para mostrar se uma empresa possui ativos livres suficientes para servir como garantia.

Como utilizamos as demonstrações contábeis como base da análise, temos que adaptar a contabilidade à realidade econômica.

Abaixo, um esquema montado pelo professor de finanças da *Stern School of Business*, Aswath Damodaran, autor de diversos livros sobre *valuation*:

The Balance Sheet

Assets		Liabilities	
Long Lived Real Assets	Fixed Assets	Current Liabilities	Short-term liabilities of the firm
Short-lived Assets	Current Assets	Debt	Debt obligations of firm
Investments in securities & assets of other firms	Financial Investments	Other Liabilities	Other long-term obligations
Assets which are not physical, like patents & trademarks	Intangible Assets	Equity	Equity investment in firm

The financial balance sheet

Assets		Liabilities	
Existing Investments Generate cashflows today Includes long lived (fixed) and short-lived (working capital) assets	Assets in Place	Debt	Fixed Claim on cash flows Little or No role in management <i>Fixed Maturity</i> <i>Tax Deductible</i>
Expected Value that will be created by future investments	Growth Assets	Equity	Residual Claim on cash flows Significant Role in management <i>Perpetual Lives</i>

Fonte: Aswath Damodaran, NYU Stern

Exemplo: Algumas “manipulações” contábeis utilizados pelo *management* de uma empresa para aumentar seu lucro, mas que não são traduzidos em geração de valor (aumento de EVA). Encontramos esses “truques” até em empresas renomadas, neste ano analisamos uma grande empresa de tecnologia americana que utilizou vários artifícios para aumentar o lucro, mas quando calculamos o EVA, a geração de valor foi reduzida. Neste caso específico, a depreciação de seus ativos passou de 5 para 6 anos, o que reduziu a sua despesa com depreciação para aquele período, sem grandes justificativas, enquanto seus concorrentes usam algo mais próximo de 5 anos para o mesmo tipo de ativo.

Change in Useful Lives of Our Server and Network Equipment

In January 2023, we completed an assessment of the useful lives of our servers and network equipment and adjusted the estimated useful life of our servers from four years to six years and the estimated useful life of certain network equipment from five years to six years. This change in accounting estimate was effective beginning in fiscal year 2023 and the effect for the three months ended March 31, 2023 was a reduction in depreciation expense of \$988 million and an increase in net income of \$770 million, or \$0.06 per basic and \$0.06 per diluted share.

Ativos Intangíveis

Para dar um exemplo de que a contabilidade não reflete a realidade econômico-financeira de uma empresa, as noções de contabilidade não separam corretamente as atividades operacionais das atividades de investimento. É notável o crescimento das chamadas *big techs* americanas (empresas como Meta, Google, Amazon, Microsoft, Apple e Netflix), empresas com domínio mundial e que valorizaram muito na bolsa. As *big techs* não possuem muitos ativos tangíveis como instalações fabris, máquinas e equipamentos, mas investem muito capital, e este capital não é da forma tradicional vista pela contabilidade. O alto retorno destas companhias vem de ativos intangíveis como marca, patentes, regulação e inovação, que são mais difíceis de avaliar e não aparecem explicitamente em seu balanço patrimonial. Utilizando o EVA, podemos

ajustar as demonstrações contábeis e, em uma única métrica, podemos distinguir melhor a atividade operacional do capital, incluindo o capital intangível.

Um ajuste importante que realizamos é o ajuste que chamamos de regime caixa para econômico. Este ajuste refere-se a gastos incorridos e contabilizados em um período, mas que possuem benefícios econômicos por mais de um período. Como exemplo deste ajuste, podemos citar alguns exemplos de despesas que são de SG&A, mas que na verdade, podem ter um efeito econômico como:

- Propaganda e marketing;
- Pesquisa e desenvolvimento;
- Programas de qualidade;
- Treinamento;
- Desenvolvimento de marcas (excluindo manutenção de marcas);
- Melhoramento de processos;
- Gastos de exploração.

Do ponto de vista econômico, este ajuste visa tratar gastos que geram benefícios ao longo de vários anos como investimentos no negócio.

Deste modo, sobre eles cobra-se o custo de capital, não desencorajando desembolsos que aumentam a capacidade de criar valor no futuro, mas que diminuem o lucro contábil no período do desembolso.

Vantagens do ajuste: Enfatiza o foco no longo prazo ao encarar estas despesas não só pelo desembolso em si, mas também por seus benefícios futuros. Não encoraja cortes de gastos de curto prazo em períodos de dificuldade, pois o EVA do período corrente depende mais da amortização dos gastos de períodos anteriores.

Desvantagens do ajuste: Pode divergir das necessidades de caixa de curto prazo. Decidir sobre quais despesas devem ser capitalizadas pode ser arbitrário.

Considerações: Determinar regras para quais despesas podem ser capitalizadas, buscando encorajar a correta tomada de decisão para o sucesso do negócio. Determinar o período de capitalização e amortização. O controle que o *management* possui sobre estas decisões.

Tratamento Contábil	Ajuste
<p>DRE</p> <ul style="list-style-type: none"> Despesas são deduzidas do lucro no período em que foram incorridas. 	<p>NOPAT</p> <ul style="list-style-type: none"> O NOPAT é impactado pela amortização da despesa capitalizada.
<p>Balanco Patrimonial</p> <ul style="list-style-type: none"> Como as despesas diminuem o lucro, elas indiretamente diminuem o Patrimônio Líquido. 	<p>Capital</p> <ul style="list-style-type: none"> O saldo das despesas capitalizadas é incluído no Capital como um investimento.

Exemplo de despesas de marketing:

Tratamento Contábil		Ano 4		Ajuste		Ano 4	
Receitas			150	Receitas			150
Despesas operacionais			(90)	Despesas operacionais			(90)
Despesa de marketing			(35)	Amort. da desp. de marketing			(30)
EBIT			25	NOPBT			30
Impostos (40%)			(10)	Impostos (40%)			(12)
Lucro líquido			15	NOPAT			18
	Ano 3	Ano 4			Ano 3	Ano 4	
Ativo circulante	150	175		Ativo circulante	150	175	
Passivo circulante	(100)	(110)		Passivo circulante	(100)	(110)	
Ativo circulante líquido	50	65		Capital de giro líquido	50	65	
Ativos fixos	100	100		Ativos fixos	100	100	
				Desp. de mktg. Capitalizado	75	110	
				Amort. de marketing acum.	(47)	(77)	
Ativos líquidos	150	165		Capital operacional	178	198	

Ao invés de deduzir a despesa de marketing em um ano, esta despesa é capitalizada e amortizada em 3 anos.

A despesa de marketing da DRE é substituída pela amortização da despesa de marketing no NOPAT.

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8
Despesa de marketing (DRE)	(21)	(25)	(29)	(35)	(37)	(39)	(41)	(42)
Amort. de marketing (NOPAT)	(7)	(15)	(25)	(30)	(34)	(37)	(39)	(41)
Ano 1	(7)	(7)	(7)					
Ano 2		(8)	(8)	(8)				
Ano 3			(10)	(10)	(10)			
Ano 4				(12)	(12)	(12)		
Ano 5					(12)	(12)	(12)	
Ano 6						(13)	(13)	(13)
Ano 7							(14)	(14)
Ano 8								(14)
Marketing capital. bruto	21	46	75	110	147	186	227	269
Amort. de marketing acum.	(7)	(22)	(47)	(77)	(111)	(148)	(187)	(227)
Capital	14	24	28	33	36	38	40	42

A despesa de marketing capitalizada e a Amortização de marketing acumulada são incluídas no Capital.

Exemplo P&D:

Segundo o tratamento contábil a Despesa de P&D não é capitalizada e o Capital continua o mesmo.

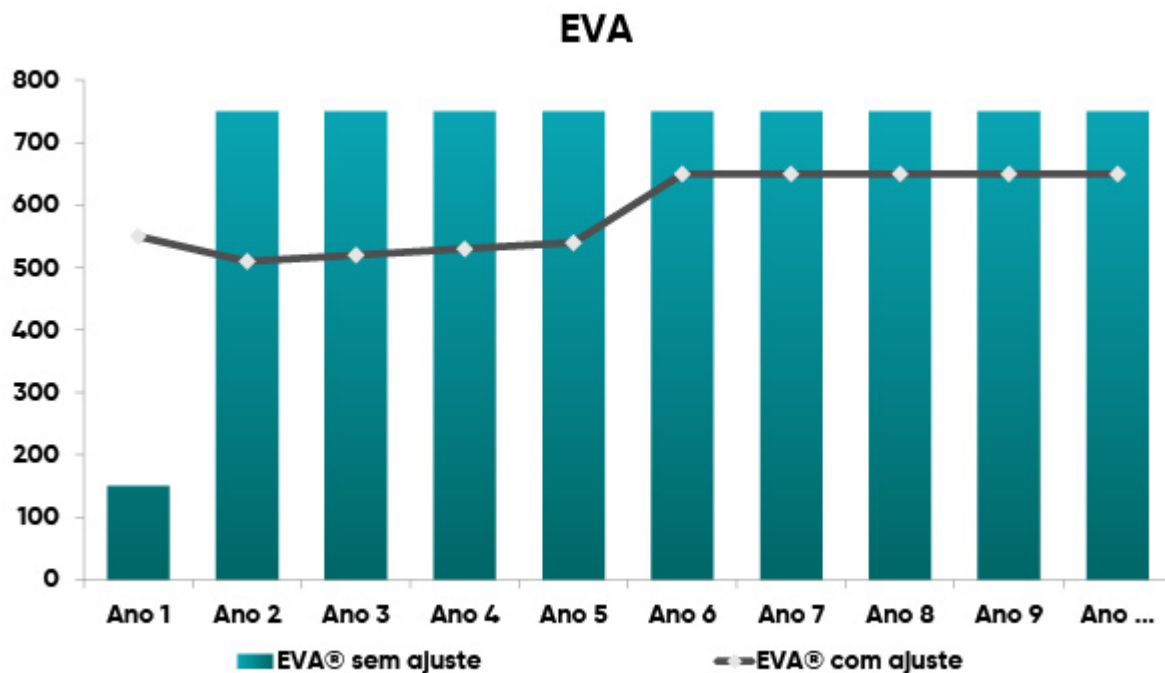
	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Após
Receita		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Custos		(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)
Despesa de P&D		(500)	0	0	0	0	0
Amortização de despesa de P&D							
NOPAT		250	750	750	750	750	750
Capital de giro líquido	300	300	300	300	300	300	300
Imobilizado líquido	700	700	700	700	700	700	700
P&D capitalizado líquido							
Capital operacional	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000	1.000
Custo de capital		10%	10%	10%	10%	10%	10%
Encargo de capital		(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	(100)
EVA® não ajustado		150	650	650	650	650	650
Fator de desconto	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	6,21
EVA® descontado		136	537	488	444	404	4.036
Valor Presente dos EVA®	6.045						

Note que o EVA varia muito do Ano 1 para o Ano 2, embora a performance operacional tenha permanecido a mesma.

Com o Ajuste, a Despesa de P&D é capitalizada e amortizada em 5 anos.

	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Após
Receita		2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Custos		(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)	(1.250)
Despesa de P&D							
Amortização de despesa de P&D		(100)	(100)	(100)	(100)	(100)	0
NOPAT		650	650	650	650	650	750
Capital de giro líquido	300	300	300	300	300	300	300
Imobilizado líquido	700	700	700	700	700	700	700
P&D capitalizado líquido		400	300	200	100	0	0
Capital operacional	1.000	1.400	1.300	1.200	1.100	1.000	1.000
Custo de capital		10%	10%	10%	10%	10%	10%
Encargo de capital		(100)	(140)	(130)	(120)	(110)	(100)
EVA® ajustado		550	510	520	530	540	650
Fator de desconto	1,00	0,91	0,83	0,75	0,68	0,62	6,21
EVA® descontado		500	421	391	362	335	4.036
Valor Presente dos EVA®	6.045						

O mais importante é que o valor presente dos EVA é o mesmo nas duas metodologias.



Uma observação importante: transformar as despesas de P&D em capital não é perdão desta despesa. A amortização do capital de P&D passa como despesa no lucro operacional, como qualquer outro investimento, e é cobrado um encargo de capital sobre as despesas de P&D capitalizadas. O EVA mostra P&D como se fosse um investimento.

Os ativos intangíveis são mais importantes para alguns setores do que para outros, nos quais os ativos tangíveis são mais importantes. Portanto, se percebemos que uma *big tech* está reduzindo as despesas de P&D e Marketing apenas para entregar um maior lucro contábil, devemos enxergar este movimento com bastante atenção, pois a companhia pode estar sacrificando sua geração de valor futura.

Ajustando as demonstrações contábeis para se chegar ao EVA, é uma excelente análise do ponto de vista do investidor de valor. Para o credor, porém, os ativos intangíveis, na maioria das vezes não servem como garantia.

Decompondo o valor de uma empresa

Ok, o EVA é muito útil para aferir bem a geração de valor passada, mas como utilizamos o EVA para fazer o *valuation* de uma empresa?

O EVA vai totalmente ao encontro com a teoria de que uma empresa vale o seu fluxo de caixa livre futuro trazido a valor presente. O valor presente do fluxo de caixa livre descontado é igual ao valor presente do EVA estimado neste mesmo fluxo. Segue um exemplo numérico:

EVA	"Free Cash Flow" - FCF
Vendas	Vendas
- Custo de Produção	- Custo de Produção
- Depreciação	- Depreciação
- Despesas Operacionais	- Despesas Operacionais
- Impostos	- Impostos
= NOPAT	= NOPAT
Capital Líquido de Amortização x Custo de capital	Invest. no Capital de Giro + Invest. em Capital Imobilizado
= Encargo de Capital	= Investimentos
NOPAT - Encargo de Capital	NOPAT + Depreciação - Investimentos
= EVA	= FCF Fluxo de Caixa Livre

Premissas	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
NOPAT	\$0	\$84	\$324	\$324	\$324	\$324
Capital de Giro	200	300	300	300	300	0
Imobilizado Líquido	1300	1040	780	520	260	0
Capital	1500	1340	1080	820	560	0
Investimento Líquido	1500	(160)	(260)	(260)	(260)	(560)
Custo de Capital	12%	12%	12%	12%	12%	12%

Método do Fluxo de Caixa Descontado:

	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
NOPAT	\$0	\$84	\$324	\$324	\$324	\$324
- Investimento Líq.	1500	(160)	(260)	(260)	(260)	(560)
= Fluxo de Caixa	(1500)	244	584	584	584	884
x Fator de VP (@12%)	1.00	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57
= VP dos FCF	(1500)	218	466	416	371	502
Soma dos VPs FCF	\$472					

Método do EVA:

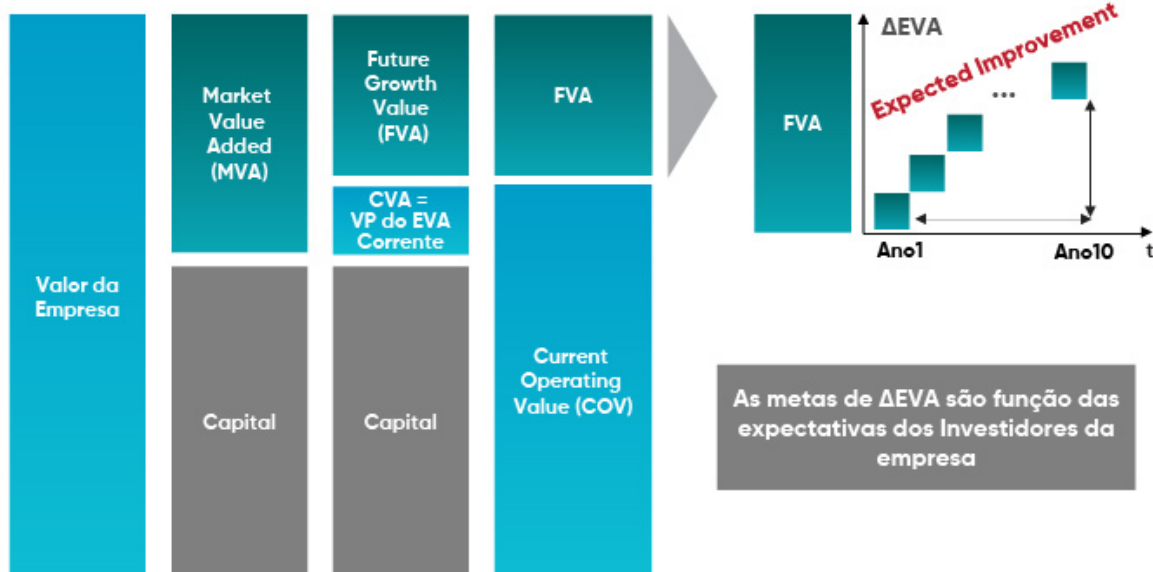
	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
NOPAT	\$84	\$324	\$324	\$324	\$324
Capital	1500	1340	1080	820	560
- Encargo de Capital	180	161	130	98	67
= EVA	(96)	163	194	226	257
x Fator de VP(@12%)	0.89	0.80	0.71	0.64	0.57
= VP dos EVAs	(86)	130	138	143	146
Soma dos VPs EVA	\$472				

Com o EVA, temos uma visão totalmente diferente do *valuation*.

Seguindo o raciocínio acima de que uma empresa vale o seu fluxo de caixa livre descontado a valor presente e que este valor é equivalente ao capital investido somado ao valor presente dos EVAs futuros, podemos decompor o valor de uma empresa.

Toda empresa possui um capital investido, e é por onde começamos a análise. Uma parte do valor da empresa é o capital investido nela. O valor atribuído acima do capital a uma empresa é o equivalente à geração de valor do capital investido e dos investimentos futuros. Além do capital investido, o valor de uma empresa é formado pela perpetuidade da geração de valor corrente recorrente e pelo valor presente do incremento da geração de valor futura.

Assim, podemos decompor o valor de uma empresa em três componentes:



Capital: Capital investido pela empresa (capital de giro, ativos imobilizados e intangíveis).

MVA (Market Value Added): O que é atribuído ao valor da empresa além do capital nela investido.

CVA (Current Value Added): Perpetuidade do EVA corrente, considerando que este EVA é recorrente e previsível.

COV (Current Operating Value): Valor das operações correntes. Equivalente ao capital + CVA. Valor do capital e o valor presente do EVA que este capital produz de forma recorrente.

FVA (Future Value Added ou Future Growth Value): Expectativa de valor. Incremento do EVA trazido a valor presente.

Decompondo o valor da empresa desta forma, temos uma visão de negócios melhor do que o do método do fluxo de caixa livre descontado porque consideramos de forma mais explícita a alocação de capital de um negócio. Ou seja, consideramos o capital investido, o capital necessário para a manutenção dos negócios e para o crescimento, e podemos estimar como e o quanto este capital precisa ser rentabilizado para justificar o valor da empresa. Uma abordagem diferente de se projetar o fluxo de caixa, embora com o mesmo resultado.

Além de entendermos melhor os componentes de valor de uma empresa, a abordagem acima nos dá uma noção melhor de margem de segurança. Ao considerarmos que o FVA é o valor do incremento de EVA futuro, o FVA pode ser traduzido como a expectativa de geração de valor de uma empresa. Ou seja, o quanto de 'promessa' está embutido no *valuation*, sendo o restante, o valor mais 'concreto' de ser avaliado que é o Capital e CVA que representa a perpetuidade do EVA corrente e recorrente.

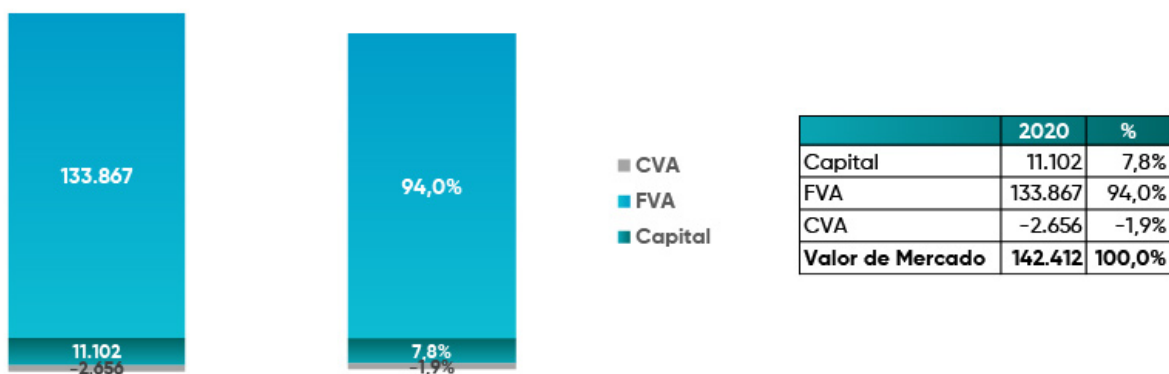
Exemplos:

- Às vezes, no mundo dos investimentos, saber no que não investir é tão importante quanto saber em que investir. Um ótimo exemplo disso é uma grande varejista brasileira cujo seu valor de mercado em junho 2021 era de R\$142,4 bilhões e em junho de 2023 está sendo avaliada pelo mercado em R\$33,7 bilhões, o que representa uma queda de -76,3% do preço suas ações. Apesar dos vários

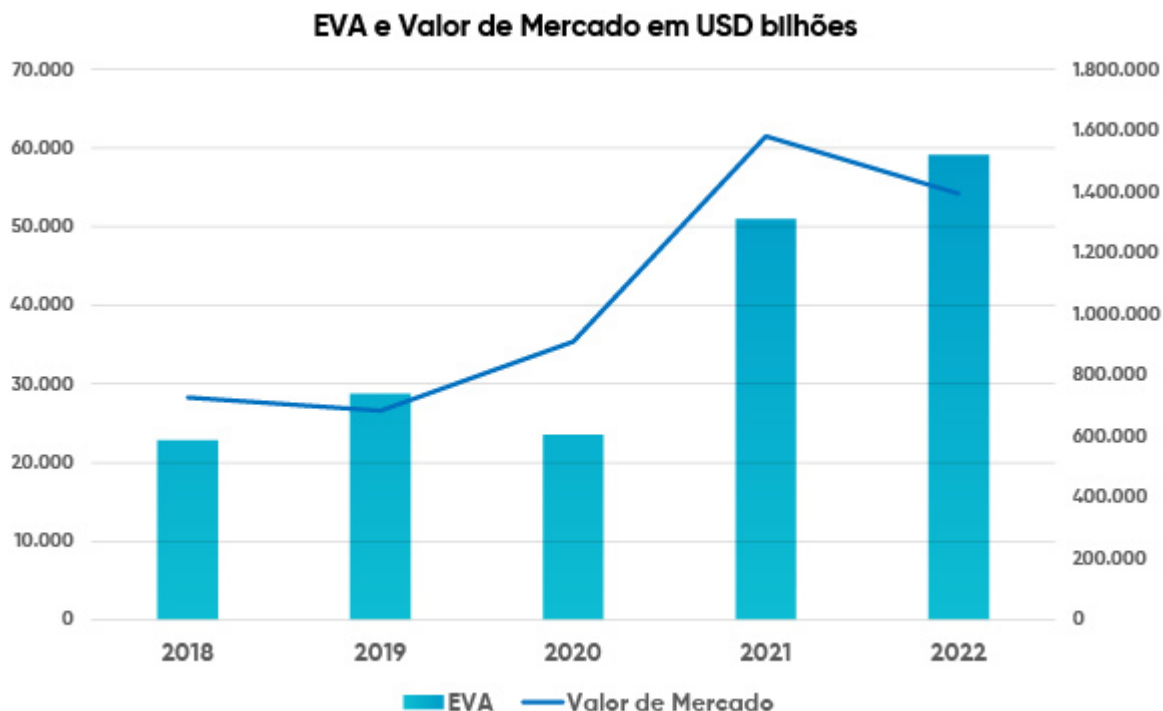
aspectos qualitativos desta empresa exaltados pelos analistas na época, sempre nos perguntávamos se a empresa estava sendo avaliada corretamente pelo mercado. Apesar do FOMO (*Fear Of Missing Out*, em português, o medo de perder uma oportunidade de investimento) optamos pelo lado racional.

Em 2021, o capital investido desta empresa era de R\$ 11,1 bilhões, o que representava 7,8% do seu valor de mercado. Além disso, o EVA corrente era negativo em -R\$ 260 milhões. O FVA (*Future Value Added*) que calculamos para esta empresa na época era de R\$ 133,8 bilhões, ou seja, 94,0% do seu valor de mercado na época era expectativa de crescimento de EVA futuro. Melhor ainda, 94,0% do seu valor de mercado era ‘promessa’. Para nós, seria necessário um aumento significativo de EVA nos próximos anos para que esta promessa se concretizasse. Era um investimento caro, principalmente em uma empresa que necessita de muito capital de giro para crescer. De fato, dois anos depois, a promessa não só não se concretizou como seu EVA ficou mais negativo.

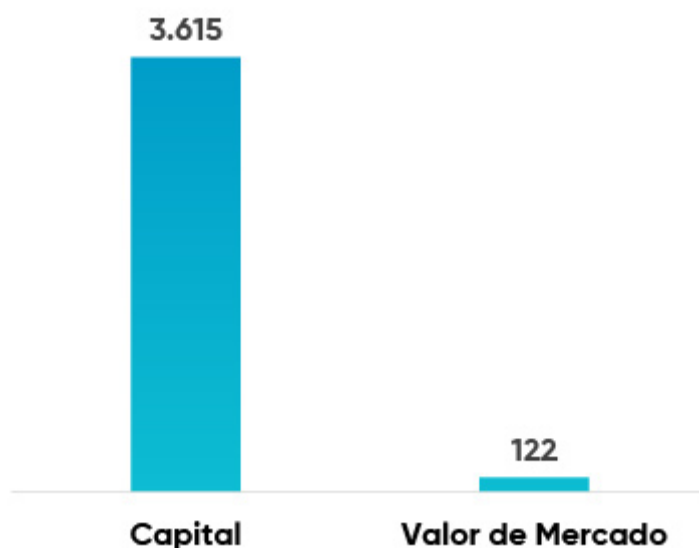
Para quem viveu aquela época, é conhecido o fato de que muitos analistas conseguiam justificar o valor de mercado desta empresa, e não somente isso, conseguiam justificar um aumento de preço usando o método do fluxo de caixa descontado. Isso nos leva a conclusão de que o fluxo de caixa descontado pode justificar qualquer preço, enquanto o *valuation* por EVA nos dá um senso mais racional.



- Também existem casos em que a ‘promessa’ mais do que se concretiza. As *big techs* americanas foram as principais protagonistas do *rally* do S&P nos últimos 10 anos. Muitos podem até afirmar que é uma bolha, mas na verdade, as *big techs* americanas são as companhias que mais geraram valor no mundo, de forma exponencial. Pegando o exemplo de uma *big tech*, em junho 2018, seu valor de mercado era de USD 727,6 bilhões e em junho de 2023, USD 1.487,6 bilhões, suas ações praticamente dobraram em 5 anos. O FVA desta empresa em junho de 2021 era de USD 314,2 bilhões, o equivalente a 51,3% do seu valor de mercado. Ou seja, 51,3% do seu valor de mercado era ‘promessa’ e a realidade surpreendeu. O seu EVA cresceu a uma taxa de 27% ao ano, e o EVA corrente equivale a aproximadamente 20% do FVA de junho de 2018. Mais fácil era ser cético na época, mas de fato, a companhia entregou muito mais do que o esperado.



- Então, podemos chegar à conclusão de que temos uma margem de segurança se comprarmos qualquer empresa em que seu preço é menor que o valor do seu capital investido. Essa afirmação não é verdadeira, pois uma empresa pode estar destruindo valor, ou seja, possui EVA negativo e o EVA pode continuar negativo a ponto de a destruição de valor corroer todo o capital investido. Ou pior, um EVA negativo no futuro significa que seu lucro operacional não paga o custo de capital, incluindo o custo de sua dívida. Em uma empresa alavancada isto pode significar um problema. Em 2016, muitas empresas do setor de incorporação valiam menos do que o valor dos seus ativos no balanço, o que era uma armadilha de valor. Posteriormente, muitas destas empresas entraram em recuperação judicial. Segue abaixo o exemplo de uma empresa do setor imobiliário que entrou em recuperação judicial em 2016, na qual seu capital era bem superior ao seu valor de mercado. Mesmo assim, não era um bom investimento.



Múltiplos

O mundo das finanças adora múltiplos. Os múltiplos são fáceis de serem usados e são úteis porque permitem comparar empresas diferentes, independentemente do seu tamanho, setor de atuação e geografia. Na nossa crítica, os múltiplos fazem a precificação, não medem valor, apenas fornecem uma visão relativa de preço. Achamos que na maioria das vezes os múltiplos são utilizados de forma indiscriminada, pois, além de usar diretamente medidas contábeis (já basta de críticas a isso), poucos questionam qual crescimento e retorno sobre o capital estão embutidos nos múltiplos. Os múltiplos podem ser decompostos em parâmetros de valor e achamos mais interessante analisar os múltiplos de mercado desta forma:

$$\text{EV / sales} \quad \frac{\text{ROIC} - g}{\text{ROIC} \times (\text{WACC} - g)} \times (1 - T) \times M$$

$$\text{EV / EBITDA} \quad \frac{\text{ROIC} - g}{\text{ROIC} \times (\text{WACC} - g)} \times (1 - T) \times (1 - D)$$

$$\text{Price to earnings} \quad \frac{\text{ROE} - g}{\text{ROE} \times (\text{COE} - g)}$$

$$\text{Price to book value} \quad \left(\frac{\text{ROE} - g}{\text{ROE} \times (\text{COE} - g)} \times \text{ROE} \right) \text{ or } \frac{\text{ROE} - g}{\text{COE} - g}$$

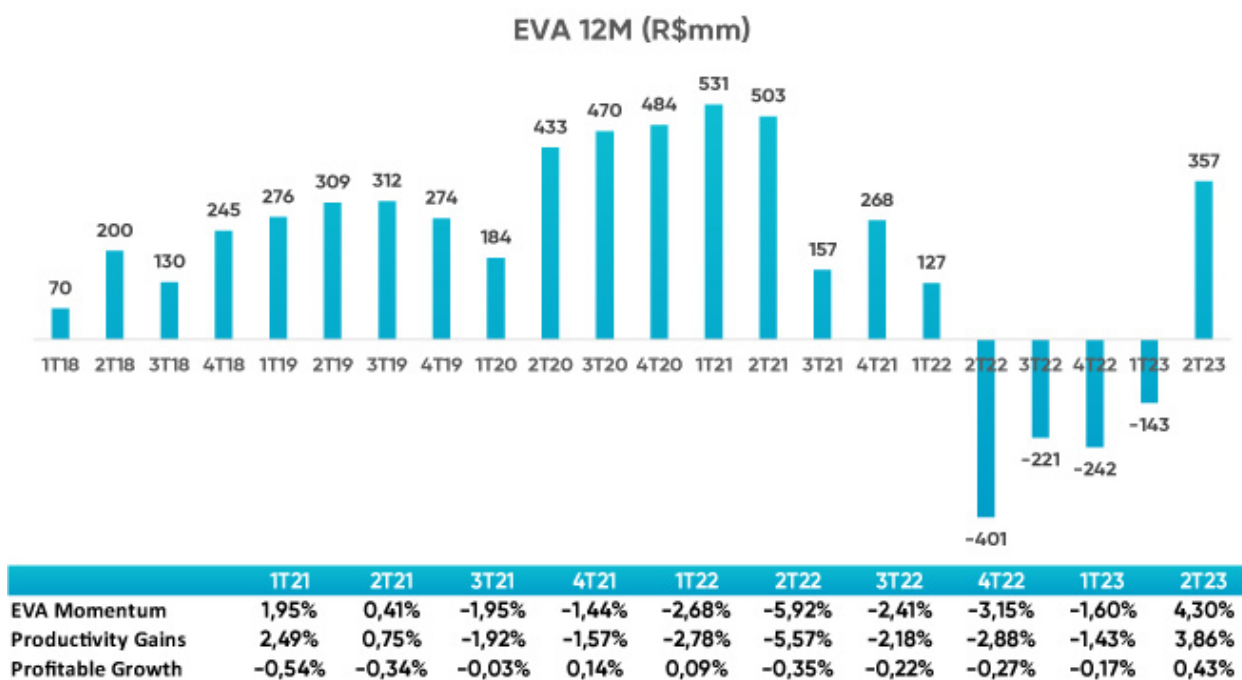
Por exemplo, o P/E (*Price-to-Earnings*), amplamente utilizado como uma medida de precificação, é mais útil quando discutido da forma acima, qual o ROE (Retorno sobre o Patrimônio Líquido) e crescimento embutido no preço do mercado se pagarmos pela empresa tantas vezes o lucro. É compatível com o passado? É compatível com outras empresas do setor? É possível entregar o mesmo ROE e o mesmo g (crescimento) passado na conjuntura do mundo atual? Em nossa visão de investidor, estas perguntas são menos vazias do que usar o P/E para afirmar que a empresa está barata porque o seu múltiplo é menor do que o de seu concorrente mais próximo.

Mas o nosso ponto aqui não é criticar os múltiplos mais utilizados pelo mercado. Queremos mostrar que podemos montar *ratios* e múltiplos de EVA que trazem a mesma praticidade de colocar em uma mesma régua adimensional empresas diferentes.

Múltiplo de EVA:

Múltiplo de EVA	Definição	Medidas tradicionais	Benefícios do múltiplo de EVA
EVA Momentum	Δ EVA/Receita do período anterior	Crescimento da Receita, lucro, EBITDA e EPS	Crescimento do EVA é a mais importante sobre a geração de valor
EVA Margin	EVA/Receita	Margem Bruta, Margem EBITDA, ROE	A margem de EVA consolida eficiência operacional e alocação de capital
Market-Implied Momentum (MIM)	Crescimento de EVA implícito no preço da ação	Consenso EPS, P/E, EV/EBITDA	MIM é uma medida mais confiável da expectativa do mercado

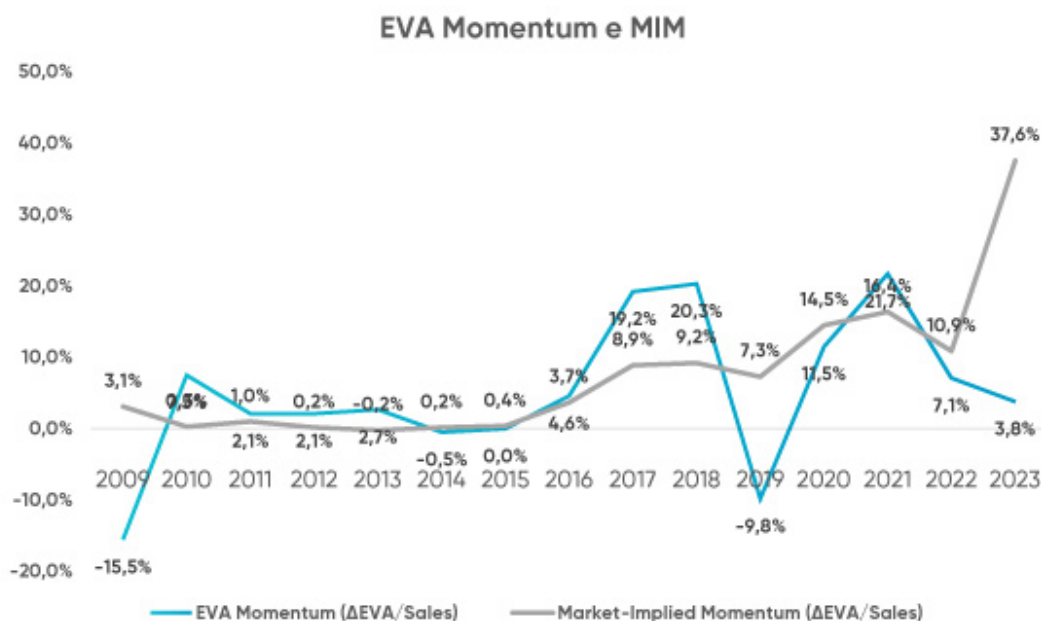
Como exemplo do uso das métricas acima, vamos aplicá-las a uma empresa líder de mercado no ramo de seguros:



Neste exemplo, a empresa foi um ótimo investimento que, por questões conjunturais, começou a entregar EVA negativo devido ao aumento de sinistralidade, e suas ações caíram. Na nossa opinião, foi uma oportunidade de compra na época, pois estruturalmente esta empresa possui vantagens competitivas para voltar a entregar EVA positivo com a redução de sinistralidade a níveis normais. Usando os múltiplos de EVA, podemos concluir, pela análise acima, que a empresa gerou valor recentemente pela redução da sinistralidade a seus patamares históricos. Ou seja, seu EVA Momentum foi positivo (recuperou EVA) com ganhos de produtividade, mais explicitamente no 2T23, e suas ações reagiram positivamente.

Em um outro exemplo, mais recente, uma fabricante de placas GPU utilizadas por *gamers*, mineradores e processamento da Inteligência Artificial está com suas ações extremamente valorizadas na bolsa devido ao

hype de Inteligência Artificial. O MIM (*market implied momentum*) desta empresa é de 29,2%, o que significa que nos próximos 10 anos esta empresa precisa entregar o equivalente a 29,2% de sua receita em melhora de EVA a cada ano, e no passado o EVA Momentum foi bem inferior a isso, e estatisticamente, as empresas do S&P entregam em torno de 1%. Será que a promessa se concretizará?



*And then one day you find,
Ten years have got behind you,
No one told you when to run,
You missed the starting point."*

Trecho da letra da música "Time" da banda britânica Pink Floyd.

Caso Sinqia

E claro, depois de falar tanto de *valuation*, achamos que faz sentido contar um pouco sobre o que enxergávamos em Sinqia, uma posição relevante em nosso portfólio que passou por um *M&A* recentemente.

A SFA investiu na Sinqia no IPO em 2013 e manteve essa posição por 10 anos. As ações da Sinqia se valorizaram à medida que o desempenho da empresa melhorava. Ao longo desse período, as ações se multiplicaram 11 vezes, o que equivale a um retorno anual de 28%, superando tanto o IBOVSPA quanto o CDI.

Durante seus 10 anos como companhia listada, a Sinqia liderou o segmento de *software* financeiro no Brasil e cresceu substancialmente. Em 2012, sua receita era de R\$ 46 milhões, saltando para R\$ 616 milhões em 2022. Além disso, o EBITDA da empresa também cresceu significativamente, com a margem expandindo cerca de 10 pontos percentuais.

Quando investimos na Sinqia em 2013, focamos em três aspectos:

1. Tese de investimento clara - A Sinqia tinha um modelo de negócio sólido e recorrente, já liderando o setor de *software* para instituições financeiras.

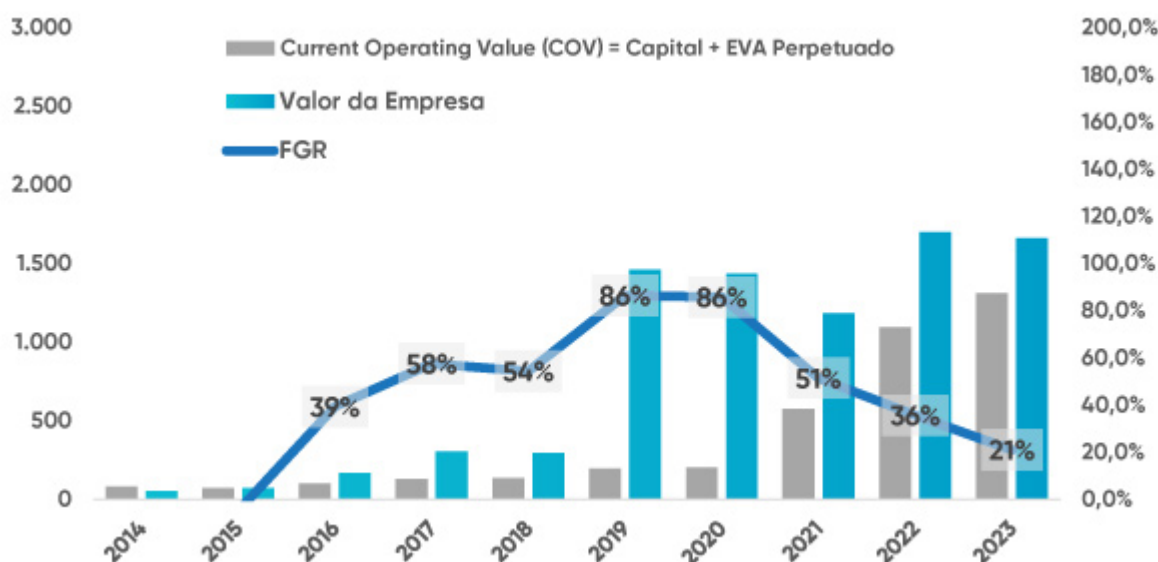
2. Vantagem competitiva - A empresa desfrutava de uma vantagem competitiva devido ao alto custo de migração para produtos concorrentes e à estratégia de aquisições bem-sucedidas, refletindo uma alocação eficiente de capital.

3. Gestão competente - Comandada por Bernardo Gomes e Luciano Camargo, a empresa tinha (e continua tendo até hoje) uma gestão eficaz e uma equipe jovem e comprometida.

Nos últimos anos, porém, o papel “andava de lado”, e quando olhávamos os números, o *valuation* realmente nos parecia muito descontado, dado o nível de conhecimento do setor e conforto na empresa.

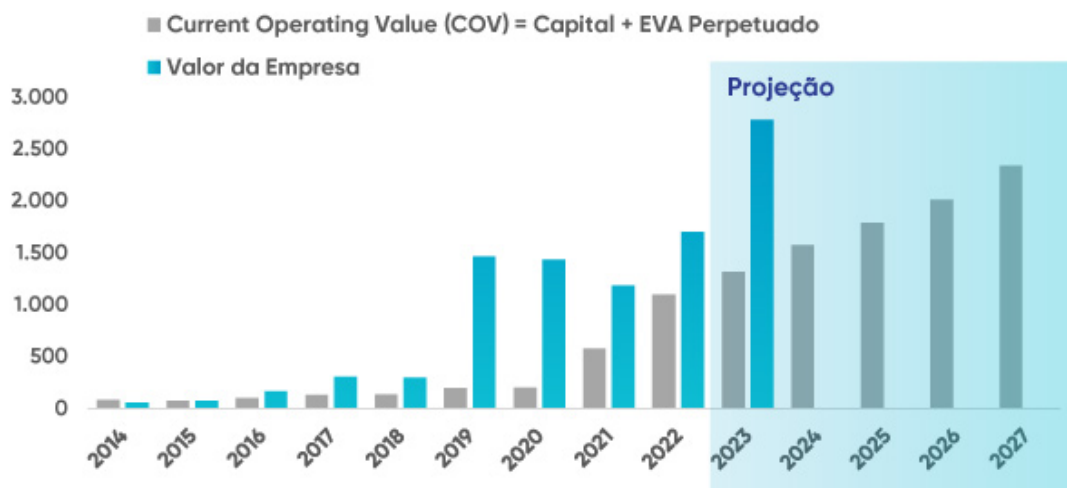
Abaixo, como estavam os números com Sinqia @R\$ 14,50 no início do ano:

- Chamava muita atenção, o fato de o “Valor da Empresa” estar quase igual ao COV (capital investido + EVA perpetuado).
- Isso implicava um FGR (*Future Growth Rate*) muito baixo, pois o preço de tela já estava próximo do valor operacional da empresa. O FGR é calculado como $FVA (Future Value Added) / Valor da Empresa$.



Sinqia @R\$ 14,50 (Jan 2023) - Valor futuro muito baixo, valor da empresa era quase igual ao COV (valor operacional).

Olhando esses números, também observamos que a companhia tinha um excelente potencial (com premissas bem razoáveis) para gerar muito valor, quase dobrando seu COV (valor operacional) em poucos anos. Isso indicava fortemente que o Valor da Empresa deveria “reagir”, e ações deveriam se reprecificar para refletir o desempenho operacional da empresa, servindo como um “*floor de valuation*”.

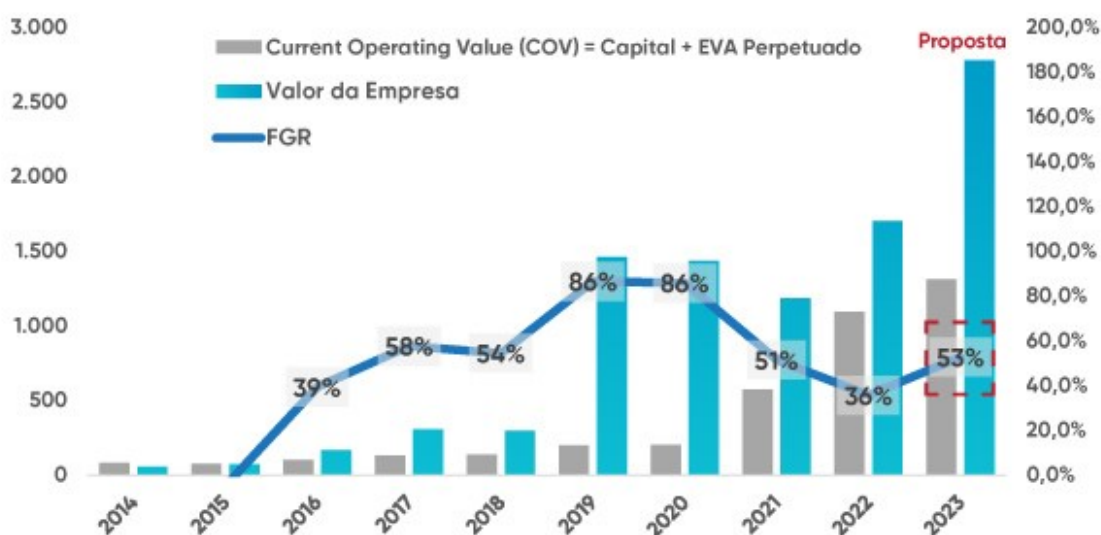


A Sinqia passou por uma transação e foi incorporada pela Evertec em um negócio avaliado em cerca de R\$ 2,5 bilhões. Toda história tem seu fim, incluindo histórias de investimentos. Temos convicção de que o tempo é uma variável que ajusta o *gap* entre valor e preço. Isso é o que chamamos na SFA de “arbitragem temporal”.

Temos que ressaltar que somos investidores de negócios. Investimos em empresas que acreditamos serem capazes de gerar lucros acima do custo de capital por muitos anos, resultando em uma verdadeira geração de riqueza e fazemos uma reflexão e julgamento diário entre valor e preço de tela das ações.

Portanto, mesmo que a incorporação ao preço de R\$ 27,19 por ação represente uma alta de 81,5% no ano de 2023, acreditamos que a Sinqia ainda está muito aquém do preço que consideramos justo. Acreditamos que a monetização de um negócio deveria acontecer após esgotado todo o potencial de crescimento ou quando a empresa estiver precificada muito acima do seu valor intrínseco. No caso da Sinqia, achamos que não aconteceu nenhum dos casos.

Abaixo, ilustramos como se fechou o *gap* após a proposta, quando olhamos o FGR da empresa.



Concluindo

Utilizamos métodos alternativos justamente devido às evidências empíricas dos nossos sócios, que possuem anos de experiência conjunta analisando *equities*. Acreditamos que os métodos de *valuation* utilizados pela

SFA podem minimizar os erros e maximizar os acertos. Temos confiança, conforme demonstrado acima, de que estamos totalmente alinhados com a teoria de valor e com a primazia do rigor técnico.

Além dos métodos mencionados acima, normalmente utilizamos três ou quatro métodos diferentes de *valuation* para termos uma análise mais criteriosa de formação de valor de uma empresa e o quanto pagamos por isso. Nossa missão de busca por valor passa pela nossa extensa análise investigativa e qualitativa, bem como pela análise quantitativa e de *valuation*, para justificarmos os nossos investimentos.

Agradecemos a confiança,

Equipe SFA Investimentos

Gestão SFA INVESTIMENTOS LTDA Rua Gomes de Carvalho, 768 – 8º andar Vila Olímpia – CEP: 04547-003 São Paulo - Brasil Tel: +55 11 2780-0690 ri@sfainvestimentos.com.br	Administração BNY MELLON SERVIÇOS FINANCEIROS DISTRIBUIDORA DE TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS S.A. Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar Centro – CEP: 20030-905 Rio de Janeiro - Brasil Tel: +55 21 3219 2500	Custódia BNY MELLON BANCO S.A. Av. Presidente Wilson, nº 231 – 11º andar Centro – CEP: 20030-905 Rio de Janeiro - Brasil Tel: +55 21 3219 2500 www.bnymellon.com.br
---	--	---

Este material foi preparado pela SFA Investimentos Ltda., e tem caráter meramente informativo e não deve ser considerado como recomendação de investimento ou oferta para a aquisição de cotas de fundos ou outros investimentos, nem deve servir como única base para tomada de decisões de investimento. Leia o regulamento do fundo antes de investir. O fundo gerido utiliza estratégia 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. O fundo está autorizado a realizar aplicações em ativos financeiros no exterior. O investimento em Fundo não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito –FGC. Rentabilidade passada não representa garantia de resultados futuros. A rentabilidade divulgada não é líquida de impostos. A rentabilidade ajustada considera o reinvestimento dos dividendos, juros sobre capital próprio ou outros rendimentos advindos de ativos financeiros que integrem a carteira do fundo repassados diretamente ao cotista. Para avaliação da performance do fundo de investimento, é recomendável uma análise de, no mínimo, 12 (doze) meses. Este fundo está sujeito a risco de perda substancial de seu patrimônio líquido em caso de eventos que acarretem o não pagamento dos ativos integrantes de sua carteira, inclusive por força de intervenção, liquidação, regime de administração temporária, falência recuperação judicial ou extrajudicial dos emissores responsáveis pelos ativos do fundo.

