



CARTA MENSAL

Fevereiro 2026

Capex (and) Wars

São Paulo, 10 de março de 2026.

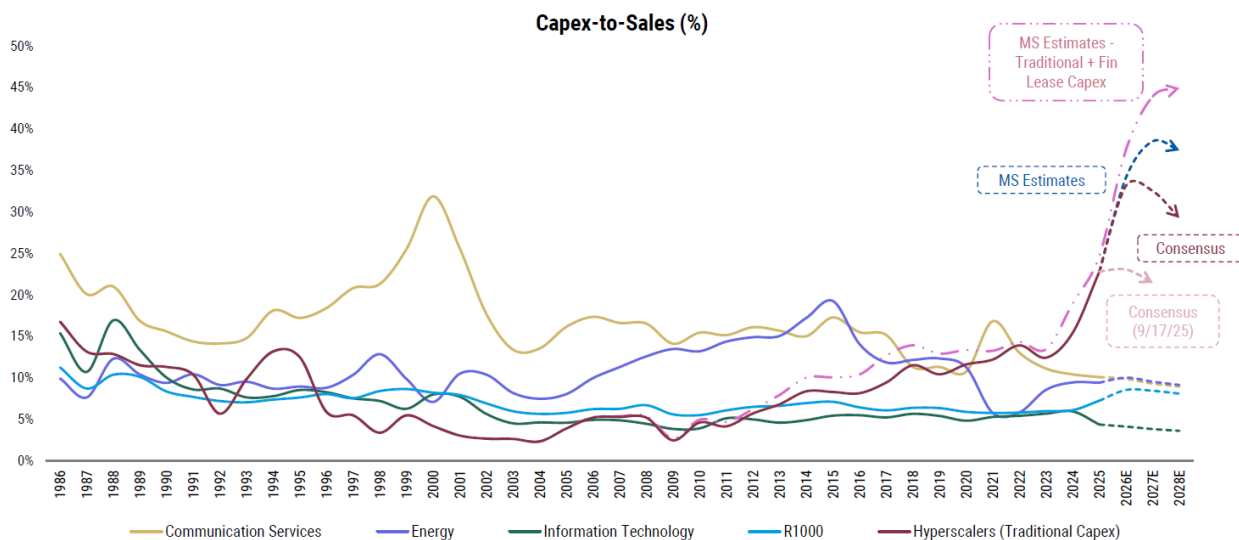
Caros(as) cotistas e parceiros(as),

Existe uma cena clássica nos filmes de faroeste em que dois pistoleiros se encaram no meio da rua. Nenhum dos dois atira primeiro. Ninguém recua. O que está em jogo não é apenas a bala, mas a sinalização: quem piscar primeiro perde.

O mercado de inteligência artificial tem algo desse duelo. As *hyperscalers* — empresas de tecnologia que oferecem serviços de infraestrutura de computação em escala extremamente grande, como Google e Amazon — estão investindo como se a vitória dependesse de quem construir mais rápido.

As *hyperscalers* devem atingir uma taxa de *capex* (investimento) sobre receita entre 34% e 39% entre 2026 e 2028, superando o pico de 32% observado durante a bolha das empresas ponto-com, no final da década de 1990. Se incluirmos também os arrendamentos financeiros (leasing), que vêm sendo utilizados em escala crescente para financiar data centers, esse número pode chegar a 44% ou 45% nos próximos dois anos.

O gráfico abaixo mostra a relação histórica entre *capex* e receita em alguns setores nos Estados Unidos.



Uma nova era de intensidade de capital

Por muito tempo, as grandes empresas de tecnologia americanas foram o sonho de qualquer analista de ações: crescimento acelerado, margens altas e pouca necessidade de capital fixo. Microsoft, Google e Meta, por exemplo, construíram impérios sem precisar de muitos ativos físicos. Os anúncios das últimas semanas indicam que essa era pode ter ficado para trás.

Para o investidor em ações, o nó da questão não é apenas o tamanho do gasto, mas o retorno sobre esse gasto — e o que ele significa para os múltiplos das empresas. Margens elevadas e forte geração de caixa eram fatores que justificavam múltiplos mais altos para o setor.

Três variáveis são determinantes para o nível do múltiplo Preço/Lucro (P/L) de uma empresa: risco, retorno marginal sobre o capital e crescimento.

Ainda é cedo para dizer qual será o impacto real desses investimentos no crescimento dos lucros e das receitas. Essa incerteza tem pesado sobre a bolsa americana, que permaneceu relativamente estável nos últimos cinco ou seis meses, com desempenho inferior a outros mercados.

Parte das preocupações dos analistas sobre o crescimento dessas empresas tende a diminuir com o tempo. Na semana passada, participamos de uma conferência de tecnologia na Califórnia, na qual se apresentaram executivos de algumas das maiores empresas do setor, como Nvidia, Microsoft e Anthropic.

Deixando vieses de lado, o argumento central é simples: a inteligência artificial já está tendo impactos positivos nos resultados atuais dessas empresas. Muitos analistas concentram seus esforços em imaginar novas vertentes de negócios que podem surgir com a IA — e elas podem

ser inúmeras. No entanto, o desenvolvimento de novos mercados costuma levar tempo, seja pela adoção gradual de novos produtos, seja por fricções regulatórias.

Enquanto isso, os negócios já existentes dessas empresas começam a se acelerar. A IA permite que os anúncios do Google (dono também do Youtube) e da Meta (dona de Facebook, Instagram e Whatsapp) sejam mais assertivos, o que aumenta a disposição de anunciantes em pagar mais por publicidade nessas empresas.

Na Amazon, a automação pode transformar de forma significativa a rentabilidade do negócio de varejo. A margem operacional de um negócio historicamente apertado pode subir de níveis próximos de 1–2% para algo mais próximo de 10%.

O negócio de processamento e armazenamento de dados na nuvem também está acelerando. Afinal, não apenas as *hyperscalers*, mas praticamente todas as empresas do mundo não querem ficar de fora dessa transformação. Um mercado que vinha crescendo entre 15% e 20% ao ano pode passar a crescer entre 30% e 40%.

Nada mal para um setor que já gera cerca de US\$ 350 bilhões de receita — aproximadamente 15% do PIB brasileiro. Em outras palavras, negócios maduros que cresciam a uma taxa “modesta” de cerca de 10% ao ano podem, potencialmente, voltar a crescer acima de 20% ou 30%.

Ainda assim, não sabemos se todo esse crescimento irá de fato se materializar — nem se virá acompanhado da taxa de retorno esperada pelas empresas. É natural que analistas adotem inicialmente uma postura mais cética, e acreditamos que essa cautela pode continuar pressionando os preços das ações do setor.

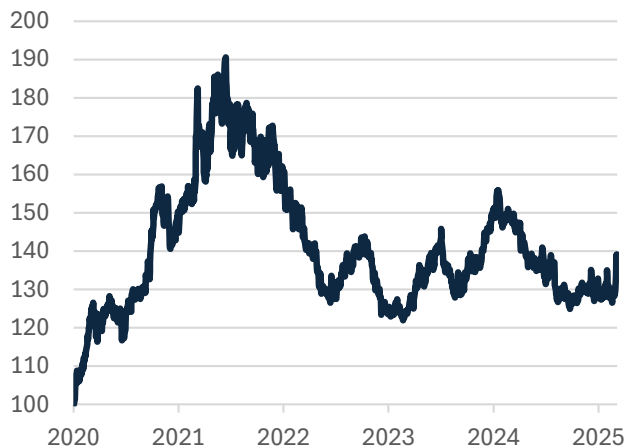
O segundo choque: petróleo, guerra e juros

Se o debate sobre o retorno do *capex* é uma fonte de incerteza de médio prazo, os últimos dias trouxeram também um choque de curto prazo que amplifica o quadro: o início de um conflito envolvendo Estados Unidos, Israel e Irã.

O mecanismo de transmissão para os mercados financeiros é conhecido. O petróleo sobe, a inflação acelera e as expectativas de juros futuros se elevam. Cada etapa desse processo pressiona os múltiplos das empresas — justamente em um momento em que o mercado

começava a mostrar sinais de euforia em relação a ativos fora dos Estados Unidos.

O gráfico ao lado mostra o comportamento recente de um índice que engloba várias *commodities* em reais.



Existe também um segundo canal, mais sutil. A combinação de petróleo elevado com incerteza geopolítica tende a aumentar a percepção de risco de forma generalizada, reduzindo o apetite por ativos que dependem de um cenário de expansão relativamente tranquilo para entregar seus retornos. O mercado passa a exigir um prêmio maior para manter exposição a empresas com fluxos de caixa mais incertos e com ciclos de investimento cada vez mais intensivos em capital.

O debate que importa

Nas últimas semanas, vimos que as três variáveis que determinam o múltiplo P/L de uma empresa — risco, retorno marginal e crescimento — estão sendo pressionadas simultaneamente.

O risco aumenta (geopolítica e execução de projetos), o retorno marginal passa a ser questionado (*capex* elevado sem revisão equivalente de receitas) e o crescimento projetado carrega incertezas históricas.

A pergunta central passa a ser: estamos diante de uma compressão temporária de múltiplos, que se reverterá com o tempo, ou de uma reavaliação mais duradoura?

Não temos uma resposta definitiva, apesar de nosso viés construtivo. Às vezes, o mercado precisa de mais clareza antes de estar disposto a pagar mais pelo futuro. Mas tudo tem seu preço. E, segundo Jensen Huang, CEO da Nvidia, “ainda estamos apenas no começo dessa jornada”. Pelo que parece, nesse duelo, nenhum pistoleiro pretende recuar.

Nosso Posicionamento

Dahlia Total Return: Ao longo de fevereiro, reduzimos nossa alocação de risco para próxima ao neutro, por conta das maiores incertezas e múltiplos mais altos. Porém, mantemos uma visão de médio prazo positiva para os ativos brasileiros.

Dahlia Macro Global: Seguimos comprados em ações dos Estados Unidos e de países emergentes. Nossa posição em ações está mais limitada pelo nível de *valuation* das empresas.

Dahlia Ações: Seguimos 95% comprados em ações no Brasil, em linha com o mandato do fundo. Seguimos posicionados principalmente em bancos, energia elétrica, commodities e cíclicos domésticos (construção civil, por exemplo).

Agradecemos a leitura, a escuta e a confiança,

Equipe Dahlia

contato@dahliacapital.com.br

+55 11 4118-3147

AVISO LEGAL

A Dahlia Capital Gestão de Recursos Ltda. ("Dahlia Capital") é uma sociedade devidamente autorizada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM para o exercício da atividade de administração de carteiras de valores mobiliários, na categoria "gestora de recursos". As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados não caracterizam e não devem ser entendidos como recomendação de investimento, análise de valor mobiliário, material promocional, participação em qualquer estratégia de negócio, solicitação/oferta/esforço de venda ou distribuição de cotas dos fundos de investimento aqui indicados. A Dahlia Capital não realiza a distribuição de cotas dos fundos de investimento sob sua gestão e o investidor interessado deve iniciar relacionamento e/ou direcionar sua intenção de investimento junto aos distribuidores/plataformas indicados na aba "como investir". As informações e materiais aqui dispostos não constituem assessoria ou consultoria jurídica, contábil, regulatória, fiscal ou de qualquer outra natureza em relação às alternativas de investimento e/ou assuntos diversos contidos nos documentos. A Dahlia Capital não se responsabiliza pela exatidão ou completude das informações, nem por decisões de investimento tomadas com base nas informações aqui contempladas. Algumas das informações aqui contidas podem ter sido obtidas de fontes de mercado. Mesmo com todo o cuidado em sua coleta e manuseio, a Dahlia Capital não se responsabiliza pela publicação acidental de dados incorretos, ou por quaisquer outros erros, omissões ou pelo uso de tais informações. As informações, materiais ou documentos aqui disponibilizados têm caráter meramente informativo e não consideram objetivos de investimento, situação financeira ou necessidades individuais e particulares de cada investidor, além de não conterem todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir em um fundo de investimento. Antes de investir, é recomendada ao investidor a leitura a lâmina de informações essenciais, se houver, o regulamento e os demais documentos regulatórios aplicáveis do fundo de investimento, notadamente o capítulo que trata sobre os fatores de risco a que o fundo poderá estar exposto (encontrados no site da CVM). O investidor deve sempre se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados para opinar e decidir sobre os investimentos que melhor se enquadram em seu perfil, levando em consideração sobretudo os riscos e custos/taxas aplicáveis. Fundos de investimento mencionados neste documento podem utilizar 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. Fundos de investimento não contam com garantia do administrador do fundo, do gestor da carteira, do custodiante ou de qualquer mecanismo de seguro ou ainda do Fundo Garantidor de Créditos – FGC. Não há qualquer promessa ou garantia de performance, sendo que eventual referência de rentabilidade passada ou histórica não representa garantia de rentabilidade futura. A Dahlia Capital não se responsabiliza por decisões, atos ou omissões do investidor ou de profissionais por ele consultados e/ou contratados.



CRÉDITOS FINAIS:

Imagem: Chat GPT

Gráfico 1: Morgan Stanley

Gráfico 2: Bloomberg e Dahlia