

# FCL*Capital*

Abril | 2014

## BTG: Fazendo a soma das partes

Um terço do ano se passou e nosso portfólio continua a performar mal. O mercado parece ter atingido o consenso temporário de que o que é percebido como tendo pouca correlação com o crescimento econômico do Brasil é bom (ou seja, empresas como BB Seguridade, Itaú e Natura).

Essas empresas estão performando muito bem e nenhum *valuation* parece excessivo para elas, enquanto que para as ações que são vistas como dependentes do crescimento do Brasil (como as empresas industriais em geral), nenhum nível de preço parece ser baixo o suficiente. Obviamente, vimos muitos modismos antes, e este passará também.

Estranhamente, uma das nossas posições mais polêmicas e criticadas do ano passado (em uma carteira polêmica em geral) está entre os melhores desempenhos do ano, lá no alto com as ações acima mencionadas.

BTG Pactual não é uma tese muito entendida por muitos de nossos investidores. Isso ocorre possivelmente por culpa nossa, já que em nossa carta introdutória sobre a tese BTG há um ano, gastamos bastante tempo explicando a história geral da empresa. Nessa carta, o foco será o racional por trás do nosso investimento.

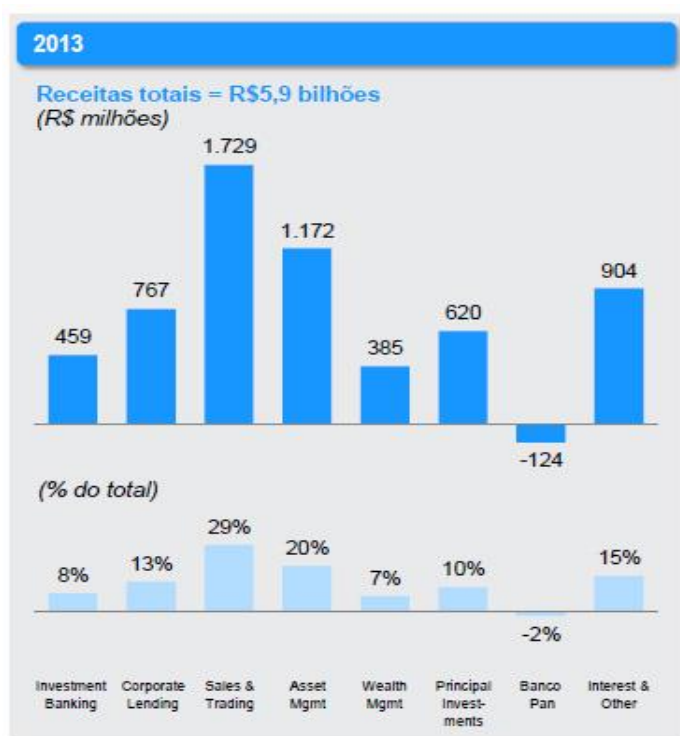
Começando pelo começo:

BTG Pactual (BBTG11) - Visão Geral (Milhões de R\$)	
Valor de Mercado (30/04/2014)	27.538
Valor Patrimonial	16.090
Lucro Líquido (Últimos 12M)	2.882
Lucro Líquido (Estimativa nos próximos 12M)	3.639

Fonte: Bloomberg.

Em primeiro lugar, o BTG Pactual é para nós um caso de *deep value* clássico<sup>1</sup>. Em nossa opinião, o mercado não está fazendo um cálculo adequado da soma das partes do banco. Assim, no ano passado a nossa equipe empenhou bastante tempo na reorganização e recálculo dos resultados futuros das divisões do BTG. Até mesmo sendo muito mais pessimistas do que o mercado, encontramos *upside* significativo.

Abrindo os resultados do banco, suas receitas em 2013 ficaram distribuídas da seguinte forma:



Como frequentemente ocorre entre nossas participações, BTG é uma ideia de longa maturação. Nós não sabíamos que essa iria tornar-se uma tese "respeitável" em 2014 e estávamos preparados para esperar mais tempo se fosse necessário. Nós não vendemos uma única ação até agora e ainda acreditamos que as ações da empresa estão significativamente desvalorizadas. Acima de tudo, o BTG é uma empresa rodeada por vários mitos:

<sup>1</sup> *Deep value* é uma subdivisão da filosofia *value investing*, onde o investidor tenta avaliar os ativos e franquias das empresas, por vezes mesmo em um cenário de liquidação, e comprar as que se encontram bem abaixo do valor de liquidação, mesmo que o mercado não goste delas.

Mito 1: Não é uma ideia de investimento de valor.

Comparação dos Múltiplos dos Bancos, 2013			
	P/L	ROE	Price to Book
BTG	5,64	18,35	1,53
Barclays	7,35	4,13	0,82
Goldman	11,06	18,13	1,16
Nomura	12,43	10,07	1,20

Fato: BTG está mais barato do que qualquer outro banco de investimento em uma base P/L ou valor contábil, enquanto seus lucros estão crescendo mais rápido e em mercados mais promissores.

Mito 2: Seus lucros são muito voláteis.

BTG Pactual – Performance nos Últimos 4 Anos				
	2010	2011	2012	2013
Lucro Líquido	1.127	1.922	3.255	2.775
ROAE anualizado	27,5%	24,2%	28,7%	18,4%
Patrimônio Líquido	7.346	8.540	14.145	16.091

Fato: os lucros do BTG Pactual são mais altos e mais estáveis do que os lucros dos seus concorrentes, devido a uma posição competitiva mais forte nos mercados da América Latina. Esses mercados sofrem de competição menos intensa do que os desenvolvidos na área de banco de investimento, e com significativas barreiras de entrada.

Mito 3: Os resultados do BTG são muito dependentes da área de *principal investment*.

Para lidar com esse mito, existem dois caminhos possíveis que poderíamos seguir:

- 1) Uma abordagem pelo valor patrimonial - Aqui, consideramos as participações de longo prazo da mesa de investimento proprietário, com base em seu valor contábil, e assumimos que

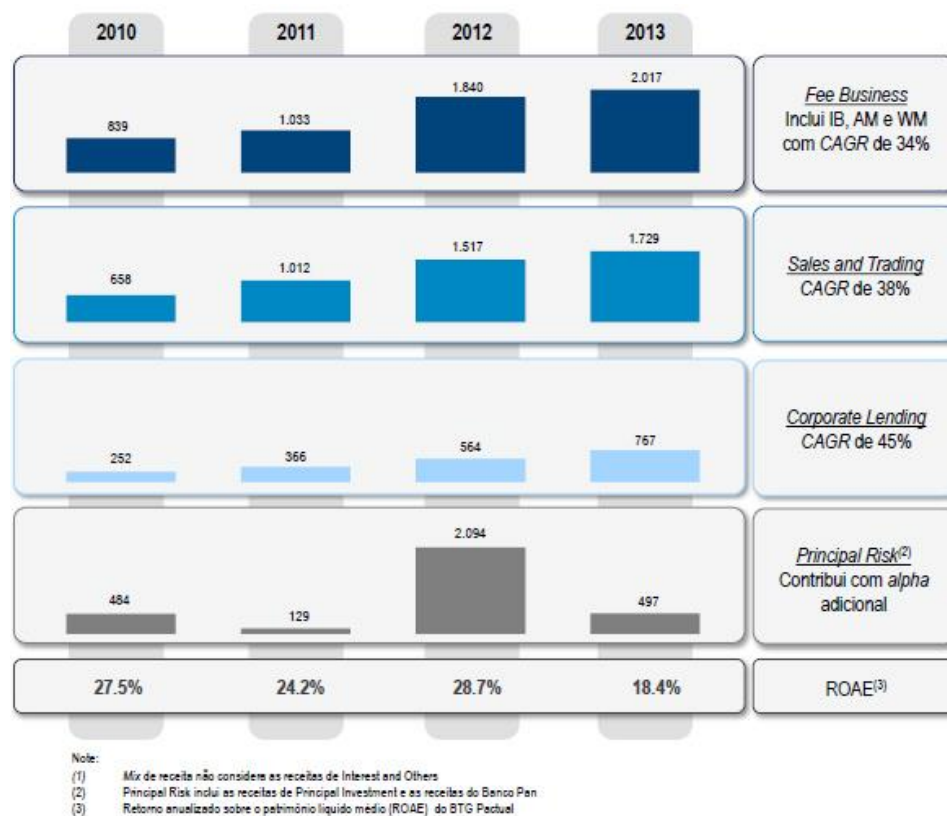
as mesas de negociação mais líquidas e voláteis não produzirão nenhum resultado no futuro.

É muito difícil fazer um cálculo adequado, uma vez que o banco não divulga o valor de cada posição da sua mesa proprietária, mas suspeitamos que somando as participações majoritárias do BTG, como em Brasil Pharma e BR Properties, podemos concluir que a mesa proprietária sofre um relevante desconto de *holding*, ou seja, é precificada pelo mercado por muito menos do que a soma das suas partes.

- 2) Uma abordagem de valor igual a zero - Já que não podemos calcular corretamente o valor exato das posição da carteira própria do BTG, seria conservador estimar que este braço da empresa produzirá valor zero no futuro. Neste caso, os resultados financeiros do BTG ficariam dessa forma:

BTG Pactual, 2013	
Valor de Mercado (30/04/2014)	27.538
Lucro Líquido estimado sem <i>Principal Investments</i>	$2.882 - 620 + 314 =$ 2.576 (*)
Preço / Lucro estimado sem <i>Principal Investments</i>	10,95

*(\*) Como a divisão de Principal Investments foi responsável por 10% das receitas do banco, estimamos que também foi responsável por 10% das suas despesas. 'Lucro excluindo principal investments' foi uma métrica que usamos para comparação e análise, com o único propósito de ter uma ideia de como os lucros do BTG seriam sem essa divisão. O banco não disponibiliza tal informação. Trata-se de uma estimativa e, portanto, pode não estar totalmente correta.*



Fato: Mesmo atribuindo valor zero para a divisão de investimentos proprietários, que supostamente é mais volátil, o BTG é mais barato e oferece melhores retornos do que os seus concorrentes globais.

**Mito 4: BTG merece um múltiplo baixo porque a atividade do mercado de capitais no Brasil, que ainda é o seu principal mercado, está muito lenta.**

Este mito é o mais surreal de todos em nossa opinião. As ações, como todos sabem, se comportam de forma diferente de qualquer outro ativo que alguém possa ter: se o preço do, digamos, café ou milho sobe, a demanda por tais produtos cai.

E deveríamos fazer o mesmo com as ações, mas as pessoas se empolgam e decidem vender depois que o preço cai e comprar depois que o preço sobe. Não nos admira que os investidores médios, que não podem tolerar os ciclos do mercado de ações, performam tão mal. Nem mesmo os analistas profissionais estão imunes.

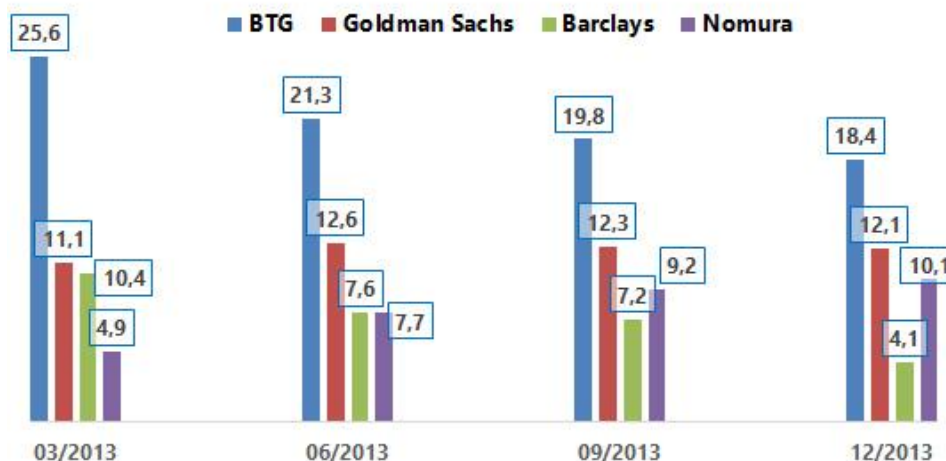
Para a teoria financeira fazer qualquer sentido, uma empresa um tanto cíclica como o BTG deve negociar a múltiplos mais baixos no

auge de atividade do mercado de ações - ajuste para o fato de que os bons tempos não vão durar para sempre e, portanto, os resultados excepcionais não devem ser vistos como eternos. Por outro lado, durante os períodos de atividade lenta, o preço sobre valor patrimonial da empresa e sua relação P/L devem ser maiores (para refletir o fato de que os lucros estão abaixo do seu potencial). Ainda assim, o contrário parece estar acontecendo:

## BBTG11 - Evolução do Preço / Patrimônio Líquido



## ROE normalizado em 2013



Os últimos anos foram marcados por uma desaceleração do crescimento econômico do Brasil e, especialmente, da atividade do mercado de capitais brasileiro. Vemos os efeitos deste fato

exatamente da maneira oposta que o mercado. Para nós, é a validação que estávamos esperando para esta tese.

Mesmo enfrentando mercados terrivelmente lentos, o BTG tem mantido o seu retorno sobre patrimônio líquido perto do incrível patamar de 20%, algo que os seus pares dos mercados desenvolvidos apenas sonhariam em ter. Lógica simples nos diria que quando a atividade do mercado de capitais brasileiro aquecer, seu retorno sobre patrimônio líquido deve aumentar e não diminuir.

Devemos normalizar o ciclo de lucros do banco e, portanto, atribuir múltiplos mais elevados em anos de atividade do mercado lenta como 2013.

### Mito 5: Itaú é um investimento melhor que BTG neste momento

Obviamente, o BTG Pactual e o Itaú só compartilham o fato de ambas serem empresas do setor financeiro brasileiro, fora isso elas são muito diferentes. Dito isso, há claramente um prêmio para o Itaú, tanto em preço sobre lucro como preço sobre o valor contábil.





## BTG vs Itau, Preço / Valor Patrimonial



Trata-se de uma comparação complicada, mas para nós é muito difícil dizer que o crescimento futuro do lucro do Itaú será maior do que o do BTG, uma vez que:

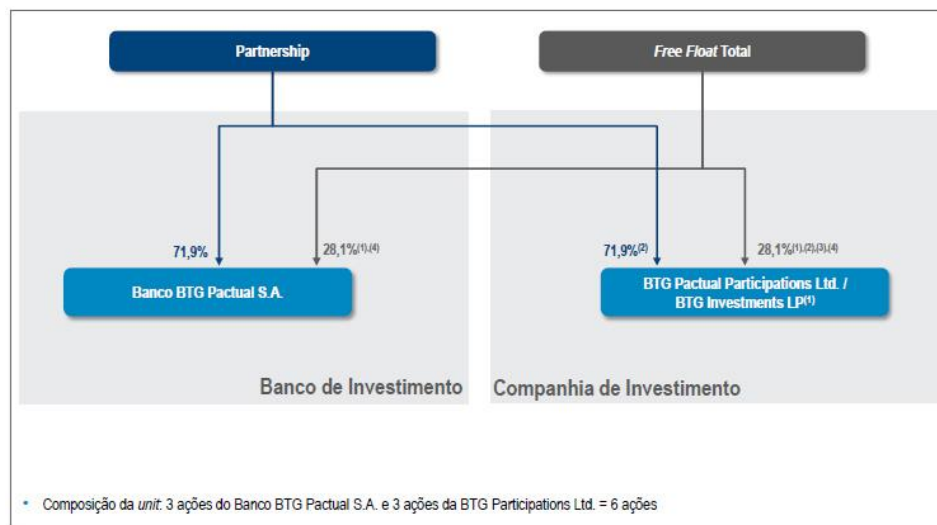
- a) O Itaú, que é o maior banco privado do Brasil, muito maior que o BTG, está desfrutando de um retorno sobre patrimônio líquido de mais de 20%, realizando quase todo o seu potencial. Enquanto isso, o BTG está tendo quase o mesmo nível de rentabilidade diante de um mercado de capitais anêmico. É quase absurdo pensar que em um ciclo normalizado para o longo prazo, o Itaú, sendo uma empresa tão gigantesca, consiga manter níveis de rentabilidade mais elevados do que o BTG;
- b) BTG é proporcionalmente uma empresa mais internacionalizada (em percentagem das suas vendas) do que Itaú e está localizado em mercados como Chile e Peru, que provavelmente oferecerão crescimento de lucros superiores ao Brasil;
- c) Nível médio brasileiro de *spreads* continua com tendência de baixa para o longo prazo;
- d) Os mercados de capitais da América Latina ainda são muito pouco desenvolvidos, mas em rápido crescimento, quando julgados em uma perspectiva de longo prazo;

- e) BTG tem uma opção livre: pode um dia ser um banco de investimentos verdadeiramente internacional, competindo ombro a ombro com o Goldman Sachs. Itaú nunca poderia sonhar com um cenário similar.

Todas as razões acima mencionadas nos levam a crer que o BTG, com um maior crescimento de lucros futuros, deve negociar com prêmios quando se trata de seus múltiplos, não descontos, se comparado com o Itaú.

## Mito 6: BTG pode ter problemas de governança, devido à sua estrutura de acionistas complexa

Na FCL, damos grande ênfase aos aspectos qualitativos do nosso trabalho. Está em nosso sangue ler o estatuto social da empresa com cuidado e pesquisar sobre seus sócios, suas motivações e sua cadeia de valor. Assim, não achamos que as preocupações devido à estrutura tributária BTG se justificam.



De fato, a estrutura não só faz sentido, mas é usada por muitas empresas similares. Eles utilizam uma jurisdição fiscal mais livre, onde uma "empresa de investimento" controladora está localizada e mantém a empresa mãe na jurisdição onde os negócios se realizam. Estamos confortáveis com isso. O que não seria confortável é perceber que nossos interesses podem divergir dos interesses da empresa ou de seus controladores.

BB Seguridade, por exemplo, uma empresa que é amplamente vista como segura, tem um problema que poderia ser um pouco desconfortável: relações comerciais muito significativas com o seu principal acionista, o Banco do Brasil. E como o caso Multiplus/TAM nos mostrou, quando temos grandes acionistas que não estão indo tão bem e uma subsidiária aberta que está prosperando, a tentação é muito forte para mudar os termos do acordo entre as partes para que o controlador possa obter melhores termos com o relacionamento.

Nós não estamos dizendo que isso certamente vai acontecer. Provavelmente não acontecerá nos próximos anos, já que a empresa só se tornou pública no ano passado, mas este é certamente um fato que justifica um desconto.

### **Mito 7: BTG enfrenta um futuro incerto**

Como nossa carta do ano passado sobre BTG mostrou, em um banco de investimentos, os talentos, o conjunto de conhecimentos, as relações comerciais e a estrutura de capital são muito difíceis de se replicar. Muitos bancos de investimento tentaram entrar na América Latina e chegar a uma escala significativa, mas não conseguiram. Certamente outros vão continuar tentando, porém, essa é uma região única e complexa, cheia de idiosincrasias e fatores locais.

O BTG tem posições de liderança em vários mercados latinos, uma marca forte e em nossa opinião, um futuro brilhante pela frente. Sentimos que em 10 ou 20 anos, o futuro do BTG é de muitas maneiras mais seguro e certo do que o de muitos dos principais bancos gigantes brasileiros, que terão de enfrentar testes importantes como mudanças nos regulamentos, *spreads* recuando e aumento da concorrência. BTG é a nossa única aposta no setor financeiro da América Latina e até agora este ano, a nossa posição de melhor desempenho.

## Sobre a FCL Capital

A FCL Capital é uma gestora de recursos sediada no Rio de Janeiro, cujo objetivo é maximizar o retorno de seus investidores. A FCL tem como nicho principal, mas não exclusivo, investimentos em empresas abertas, listadas em bolsa de valores (posições compradas e vendidas nos mercados acionários). Para saber mais sobre nosso trabalho, entre em contato conosco ou acesse nosso website: [www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com).

## Relacionamento com Investidores

Felipe Marcondes

[felipe.marcondes@fclcapital.com](mailto:felipe.marcondes@fclcapital.com)

[info@fclcapital.com](mailto:info@fclcapital.com)

Avenida das Américas, 500 - Bloco 3

Sala 125

Rio de Janeiro / RJ - Brasil

CEP: 22640-100

Telefone: (55) (21) 3268-7918

[www.fclcapital.com](http://www.fclcapital.com)

## Auditoria



## Custódia



## Regulamentação



## Administração



Advertência jurídica: Esta carta é publicada somente com o propósito de divulgação de informações almejando dar transparência aos nossos investidores e não deve ser entendida como uma oferta de venda do clube de investimentos FCL Capital ou de qualquer valor mobiliário nela citada. As opiniões e estimativas citadas nesta carta são considerações feitas até o momento da publicação e podem mudar sem nenhum anúncio ou aviso prévio. Performance passada não é garantia de performance futura. Fundos de investimentos não possuem garantia de seu administrador, do gestor, ou qualquer mecanismo de seguro de fundos. As performances exibidas são sempre líquidas de taxas de administração e performance, mas não do imposto de renda devido pelos cotistas. Para maiores informações favor acessar o Portal Educação Financeira da ANBIMA "Como Investir" ([www.comoinvestir.com.br](http://www.comoinvestir.com.br))