

# FCL*Capital*

Maio | 2014

## Margens, ciclos e a ilusão dos múltiplos

Eugene Fama, o recente prêmio Nobel que personificava o conceito de “eficiência do mercado” disse uma vez que “os mercados quase certamente não são perfeitamente eficientes”. Um pequeno número de investidores espetaculares certamente reforçou tal observação.

Os mercados são sem dúvida difíceis de bater, já que não são perfeitamente eficientes, mas também não são terrivelmente ineficientes. Existem ineficiências e, portanto, oportunidades de lucro com certeza, mas elas não são tão extremas e qualquer investidor tentando tirar vantagem delas irá eventualmente enfrentar períodos de fraco desempenho.

Quando se investe ativamente, você se depara com um dilema: a única maneira provada de superar o mercado no longo prazo é fazendo apostas ousadas e concentradas, mas ao fazer isso o investidor inevitavelmente comete erros, podendo assim perder para o mercado por longos períodos de tempo. Além disso, quando se tenta fazer *timing* do mercado, pode-se perder os melhores reais. Tudo isso faz parte do jogo.

Até agora, apenas três anomalias parecem ser confirmadas por evidências acadêmicas como batedoras de mercado - com investidores reais tendo sido capazes de lucrar de forma sistemática com elas. Dependendo de onde você está no debate da eficiência do mercado, tais anomalias costumam ocorrer devido a uma compensação por risco adicional ou uma estratégia usada para permanecer à frente da manada. Poderíamos chamá-las de um guia geral para bater o mercado:

1) Ações baratas irão performar acima da média no longo prazo.

Uma grande quantidade de evidências acadêmicas e de grupos de controle sugere que no longo prazo as ações mais baratas (ou seja, aquelas com múltiplos mais baixos) tendem a ter desempenho superior ao mercado. Pelo que parece, os investidores estão realmente bons em detectar quais empresas vão ter um crescimento futuro maior, o problema é que eles ficam animados com tal fato e pagam caro demais por elas.

2) Small Caps tendem a superar o mercado no longo prazo

Tal fato pode ocorrer porque tais papéis recebem menos cobertura e têm menos liquidez - portanto maior ineficiência de preço devido a uma compensação pela falta de liquidez - ou por terem um crescimento futuro mais elevado devido à sua menor dimensão.

3) Momentum irá superar o mercado no curto prazo (6-18 meses)

É a menos racional e talvez mais estranha das 3 provadas maneiras de se vencer o mercado. No curto prazo, as ações que estão performando bem e, portanto, ficando mais caras, tendem a continuar fazendo isso. Muitos acadêmicos têm tentado explicar por que tal fato persiste. Provavelmente, porque os investidores tendem a perseguir desempenho de curto prazo e, portanto, alocam mais dinheiro em gestores que tem superado o mercado no passado recente. Esses gerentes provavelmente continuarão comprando suas ações favoritas (as responsáveis pelo desempenho superior). Momentum tende a continuar até que, de repente, o valor vem à tona e o impede de funcionar. No entanto, ninguém foi capaz de combinar de forma eficiente esses dois fenômenos.

O foco desta carta está na primeira anomalia: ações baratas. Mais precisamente em um erro que em nossa opinião muitos investidores estão cometendo atualmente na análise do mercado de ações brasileiro. Achamos que muitas empresas da Bovespa, principalmente as que chamamos de cíclicas estão significativamente mais baratas do que a maioria das pessoas imagina, por razões que explicaremos mais adiante.

## **Ilusão dos Múltiplos**

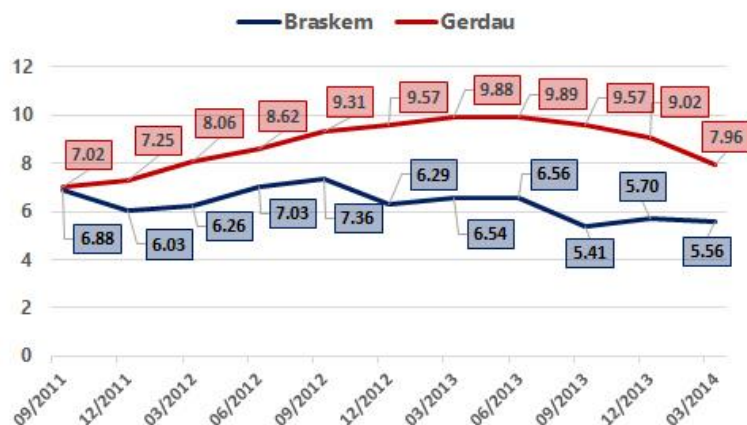
Uma tendência triste que o setor financeiro vem apresentando nos últimos anos em todo o mundo, mas particularmente no Brasil, é uma fixação exagerada em múltiplos sem pensar no que eles podem significar.

Obviamente utilizamos múltiplos com frequência em nossa análise e achamos ser uma maneira útil de se avaliar as coisas. EV/EBITDA, por exemplo, provavelmente o múltiplo mais utilizado pela indústria financeira brasileira, tem vantagens como cortar o ruído da relação preço-lucro e ir direto ao que interessa. Além disso, é agnóstico quanto à estrutura de capital, tratando dívida e capital próprio da mesma maneira.

Por outro lado, qualquer múltiplo tem suas limitações. O próprio EV/EBITDA possui falhas, como não considerar os fluxos de caixa livre reais, que podem ser impactados por outros fatores como o CAPEX da empresa ou mudanças no capital de giro. Acreditamos que muitos investidores estão realizando um trabalho pobre ao analisar empresas cíclicas usando o múltiplo EV/EBITDA e, portanto, muitas empresas cíclicas no Brasil estão significativamente mais baratas do que muitos imaginam.

Vamos olhar para múltiplos EV/EBITDA de duas empresas cíclicas que temos em nosso portfólio, Braskem e Gerdau:

**Braskem e Gerdau, EV/EBITDA histórico nos últimos 3 anos**



Julgando apenas pelo gráfico acima, poderíamos dizer que as duas empresas ficaram um pouco mais baratas que o normal nos últimos anos, o que talvez pudesse até fazer sentido uma vez que empresas cíclicas sofrem em períodos de crescimento econômico lento.

Mas como dissemos na carta do nosso mês passado:

*“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.”*

Vamos agora reavaliar o quão baratas tais empresas de fato estão, colocando o ciclo no contexto:

**Braskem e Gerdau, Margem EBITDA (%) desde 2005**



Como podemos ver ambas estão bem abaixo do que qualquer investidor razoável poderia chamar de seu “desempenho médio”. Os investidores, por outro lado, em vez de esperar múltiplos mais elevados na parte inferior do ciclo e mais baixos no topo, parecem ter feito o oposto. Isso só pode significar duas coisas:

- 1) O mundo mudou para sempre para estas duas empresas. Elas nunca vão ter o que um dia foi seu desempenho “médio” novamente. Ou;
- 2) Quando o ciclo se normalizar, já que estamos nos deparando atualmente com crescimento abaixo da média, seus múltiplos vão de “baixos” para “ridículos”, o que resultará em um grande aumento de preços na bolsa de valores.

Qual dessas possibilidades é a correta? Uma comparação entre essas (e outras empresas cíclicas) com empresas semelhantes em mercados diferentes sem dúvida nos ajudaria a chegar a esta resposta. No geral, como nosso leitor provavelmente deve esperar, os múltiplos das empresas brasileiras estão apresentando grandes descontos contra seus pares do mundo desenvolvido.

Citando nossa carta mensal de fevereiro 2014 :

*“Acreditamos que os investidores estão colocando um desconto injustificado e, portanto, estamos mais otimistas com o mercado acionário brasileiro do que em qualquer outro momento em muitos anos. Um fato curioso: as histórias sempre mudam e se adequam para justificar a atual fase de euforia ou medo.*

*Em 2007, nós merecíamos múltiplos elevados porque O Brasil iria crescer mais do que os mercados desenvolvidos (uma tese que se mostrou correta). Agora, nós merecemos múltiplos mais baixos, porque nós temos uma política econômica ruim (uma observação que já era obviamente verdadeira na época). Investidores sempre criaram um quadro de racionalização para justificar as suas emoções<sup>2</sup>.*

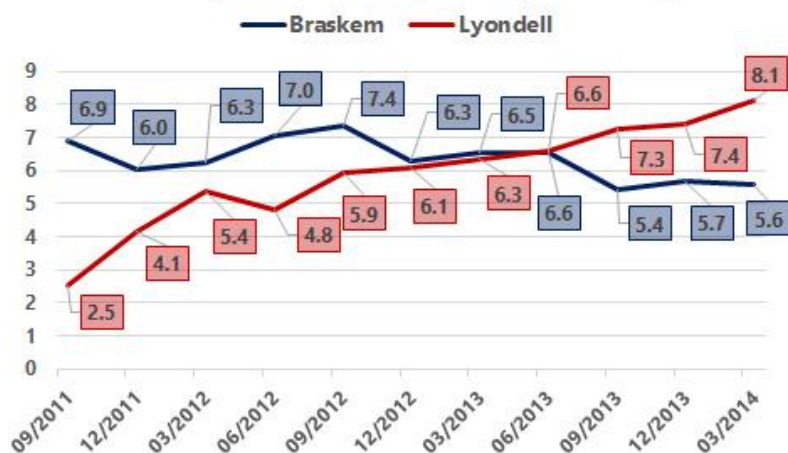
*Nós não estamos dizendo que a economia do Brasil vai crescer rapidamente nos próximos anos. O que estamos afirmando é que esta não é uma condição necessária, uma vez que não há relação entre crescimento e retornos acionários. Ou melhor, não da forma que todos pensam haver, na verdade, segundo as pesquisas acadêmicas<sup>3</sup> mais recentes, parece sim haver, embora ela seja ligeiramente negativa, provavelmente porque os investidores dão um múltiplo mais elevado para países onde se espera um crescimento econômico mais elevado no futuro. Assim, voltamos mais uma vez para o conceito Freudiano de pontos de partida.”*

## **Braskem e Lyondell**

Com este quadro em mente, vamos comparar a Braskem com a Lyondell Basell, também uma fabricante de produtos químicos básicos. Muitos aspectos óbvios

levariam o investidor médio a concluir que a Braskem deve merecer vantagem significativa em múltiplos para o seu concorrente: opera em um mercado de crescimento mais elevado, as margens médias estão perto do momento mais baixo de seus últimos 10 anos e existe um projeto importante no México que começará a operar no próximo ano e que está sendo quase totalmente ignorado pelos investidores.

## Braskem e Lyondell Basell, Evolução do EV/EBITDA



## Braskem e Lyondell Basell, Evolução da Margem EBITDA (%)



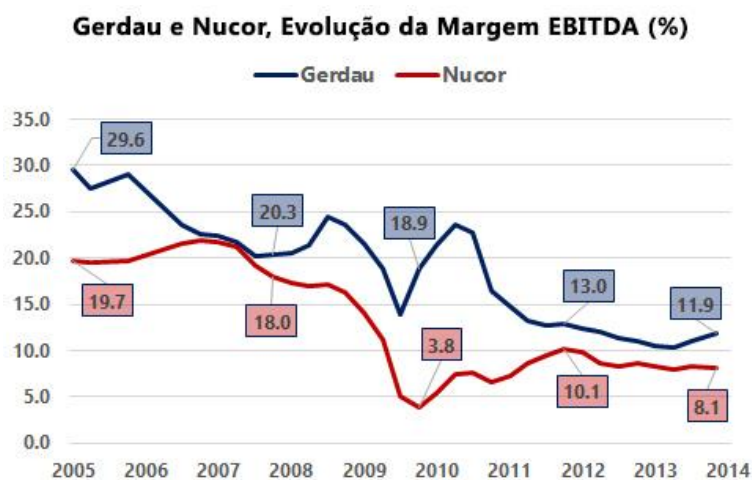
Braskem, porém, contra intuitivamente, sofre um desconto relevante se comparada à Lyondell. Realmente não conseguimos pensar em qualquer razão racional para que isso ocorra. Vamos ser conservadores e assumir que a Lyondell vai manter seu atual patamar para o múltiplo EV/EBITDA e a Braskem continuará com um desconto de cerca de 20%, tendo um múltiplo normalizado 6,5. Além disso, vamos usar o consenso da Bloomberg para 2015, o que acreditamos não levar em conta o projeto de México:

Braskem – BRKM5	
Enterprise Value(*) Atual	29,8 R\$ bilhões
Dívida Líquida Atual	2,5x EBITDA
EV(*) Estimado, Dezembro/2015	6,5x EBITDA
Potencial de Valorização	+144%

(\*)- Valor de Mercado + Dívida Líquida. Fonte: Bloomberg.

## Gerdau e Nucor

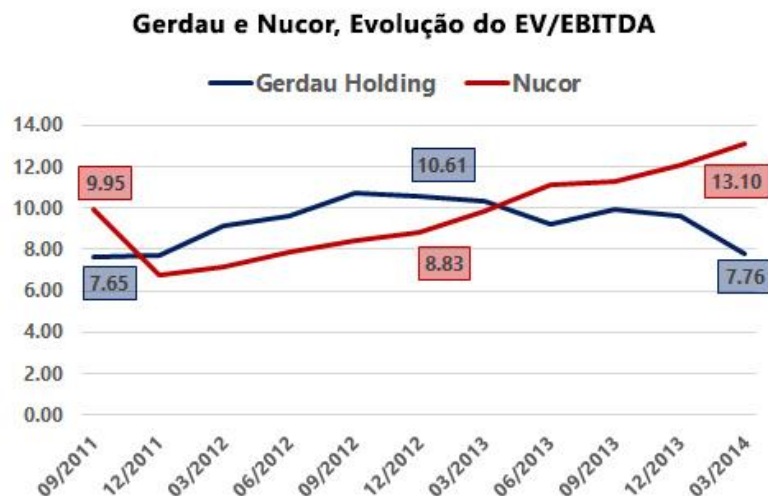
Outra cíclica em nosso portfólio, Gerdau mostra um desconto ainda mais intrigante. Vamos começar comparando Gerdau e Nucor, uma empresa de aços longos dos EUA:



Não só a Gerdau apresenta margens muito maiores, como é uma empresa melhor sob quase qualquer ótica. Suas margens são mais elevadas, principalmente, porque ela também opera no Brasil, que é a sua principal fonte de geração de caixa apesar de ser uma operação de tamanho similar à da divisão americana. Além disso, possui também uma divisão de aços especiais e mais recentemente uma operação de minério de ferro.

Os níveis de concorrência e previsibilidade para as operações de aços longos e de minério de ferro no Brasil são completamente diferentes do que para aços longos nos EUA. Além disso, as margens da Gerdau estão, provavelmente, no fundo do ciclo, enquanto as da Nucor estão mais perto de sua média.

A prova final deve vir no fato de que, se decomposmos as margens da Gerdau, veremos que nos EUA ela ainda possui margens significativamente mais baixas do que a Nucor, o que na maioria das vezes não tem sido o caso. Portanto, Gerdau, deve ter múltiplos mais elevados, certo?



Acontece que o mercado em geral não pensa assim. Vamos agora supor que a Gerdau manterá um desconto de 20% para a Nucor - apesar de ser uma empresa melhor, com maior crescimento, margens em geral mais elevadas, operações de minério de ferro que ainda estão em sua infância e levando em conta que as operações dos EUA possuem margens que não retornaram ainda aos níveis normais:

Metalúrgica Gerdau – GOAU4	
EV/EBITDA Esperado	7
EV/EBITDA Alvo, Dez/2015	7
Dívida Líquida Alvo, Dez/2015	2,5x EBITDA
Margem EBITDA(*) Alvo, Dez/2015	15.0%
Potencial de Valorização	+46%

(\*)- Incluindo operações EUA e minério de ferro. Fonte: Bloomberg.

A nossa última pergunta tem de ser: por que as empresas cíclicas brasileiras estão enfrentando um desconto tão pesado? Isso depende do ponto de vista do espectador e sua avaliação do cenário atual, mas, provavelmente, a razão vem de uma combinação das seguintes teorias:

- 1) Projeções econômicas ruins combinadas com má matemática: os analistas não estão normalizando o ciclo e, portanto, atingindo múltiplos “justos” em um momento em que as empresas cíclicas brasileiras estão operando com margens abaixo da média (nossa tese);
- 2) Impulso psicológico: os analistas fazem projeções otimistas quando os tempos são bons e particularmente pessimistas quando as coisas já estão ruins (a tese conselho atrasado);

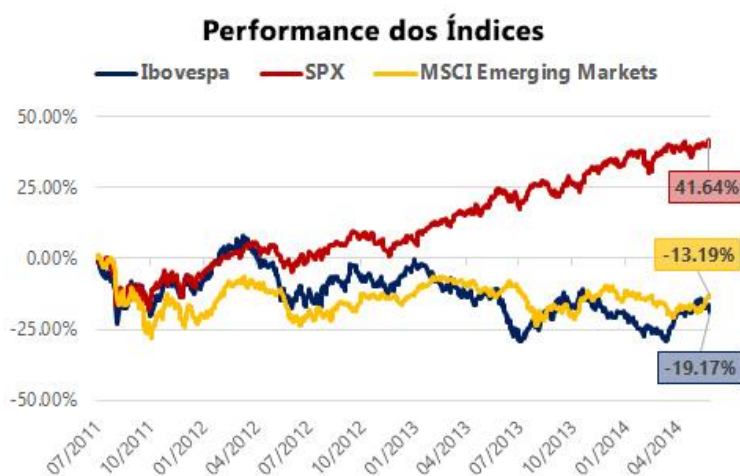


- 3) Cenário Nebuloso: baixo crescimento econômico combinado com baixa previsibilidade política devido às eleições está deixando os investidores ansiosos e, portanto, eles estão descontando ações brasileiras que não podem ser tratadas como um “bond” (i.e. dividendos baixos e ganhos cíclicos).

Embora muitos investidores pareçam estar com uma “síndrome de Brasil” particularmente grave devido à recente crise financeira e que o país esteja sem dúvida fora de moda, acreditamos que o mercado está exagerando. A bolha de qualidade - o que significa um prêmio alto para todo papel que oferece dividendos e baixa volatilidade dos lucros - foi particularmente grave no Brasil.

Com isto em mente, o desempenho muito superior do S&P500 frente ao Ibovespa nos últimos anos é compreensível. As empresas americanas estão gastando mais capital do que nunca para comprar de volta suas ações. De fato, em 44 dos últimos 46 trimestres, o mercado dos EUA passou por uma “de-equitização”<sup>1</sup> (mais recompras do que emissões de novas ações), empurrando seu lucro por ação para cima. Além disso, as empresas têm gastado mais em recompras do que com CAPEX, sem considerar o fato de que, provavelmente, uma boa parte do CAPEX das empresas que fazem parte do S&P500 é investida em mercados emergentes.

Empresas de mercados emergentes, por outro lado, investem logicamente muito mais em CAPEX do que comprando de volta ações ou com pagamento de dividendos (uma vez que estão localizadas em mercados com oportunidades de crescimento mais elevadas). No longo prazo, elas provavelmente serão recompensadas por isso, mas, no curto prazo, não é de admirar o S&P500 as supere já que as empresas que fazem parte dele estão dando aos investidores exatamente o que eles querem.



<sup>1</sup> <http://www.ft.com/intl/cms/s/0/4fe85458-e35c-11e3-b1c4-00144feabdc0.html#axzz32xKq9Gpj>

## 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))