

FCL*Capital*

Junho | 2015

Sobre o histórico de prêmio e desconto brasileiro

Todos conhecem o atual estado dos mercados brasileiros. Temos um governo que não é apenas bizarramente incompetente e ideologicamente motivado a destruir qualquer boa possibilidade de negócio no país, mas que também é cronicamente corrupto.

Por isso tudo, os investidores internacionais não dão mais ao mercado brasileiro o benefício da dúvida. Nos doces dias de 2007, por um período curto de tempo, o mercado brasileiro era negociado com prêmio em relação aos seus pares desenvolvidos. Pela primeira vez, multinacionais correram para listar suas subsidiárias no mercado local. Fazia sentido, já que teriam valuations maiores aqui do que nos seus mercados domésticos.

Acelere até o presente momento. As empresas brasileiras estão sendo negociadas com grandes descontos. Apesar de não considerarmos essa nova realidade injusta, com certeza ela cria oportunidades já que algumas poucas empresas genuinamente boas apresentam esse desconto extra, por serem brasileiras.

Portanto, nesse contexto, uma missão dupla se mostra aparente para nossa equipe: Enquanto procuramos por boas oportunidades de investimento lá fora – vivemos em tempos exponencialmente mais globalizados e para nós não existe volta nesse conceito – também procuramos por oportunidades criadas por esse grande desconto que o Brasil está recebendo agora.

Empresas Brasileiras vs Pares Internacionais, EV/EBITDA estimado 2015		
Segmento	Empresa Brasileira	Par Internacional
Produtos Cosméticos & de Beleza	Natura – 8,74	Estée Lauder – 16,72
Materiais de construção & Cerâmica	Duratex – 6,73	Sherwin Williams – 18,99
Aluguel de Veículos	Localiza – 7,55	Hertz – 17,74
Supermercados Varejistas	Pão de Açúcar – 4,93	Carrefour – 6,54

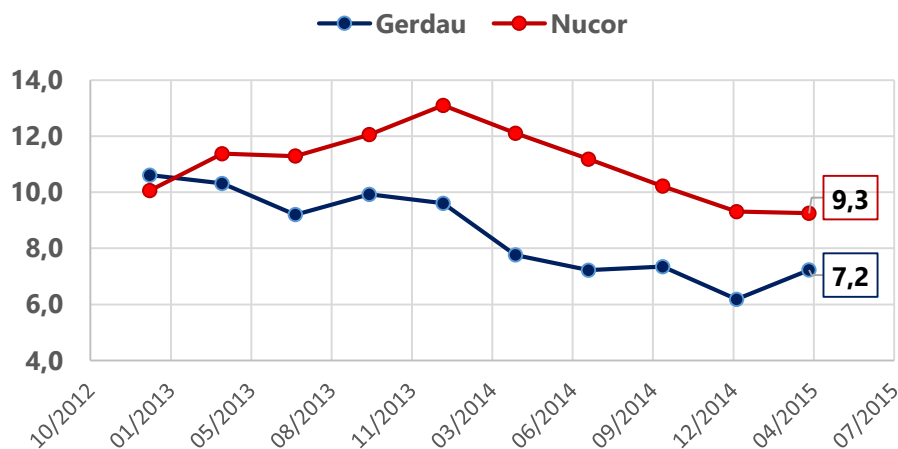
Fonte: Bloomberg

Ano passado, dedicamos uma de nossas cartas para explorar as diferenças de valuation de empresas brasileiras e seus equivalentes de países desenvolvidos. Nosso primeiro exemplo era a siderúrgica brasileira Gerdau contra a Nucor, uma fabricante de aços longos americanos que é a principal concorrente da Gerdau nesse mercado.

O setor siderúrgico está sem dúvida enfrentando muitos desafios, e isso por si só poderia ser um tema para uma outra carta. Por qualquer ótica razoável a Gerdau é uma empresa melhor que a Nucor – exceto pelo seu país de origem.

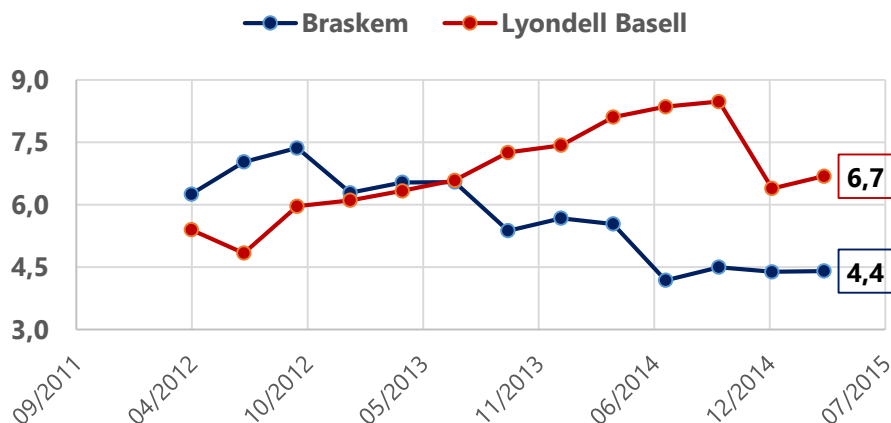
Ela tem melhores margens, maior prospecto de crescimento, melhor mix de produtos e mais diversificação. Ainda assim, o prêmio histórico da Gerdau em relação a Nucor se tornou um grande desconto nos últimos anos.

Gerdau vs Nucor - Evolução do EV / EBITDA



Em seguida, discutimos Braskem e Lyondell Basell, uma empresa holandesa de produtos químicos.

Braskem vs Lyondell - Evolução do EV/EBITDA



Apesar de podermos adicionar muitos outros exemplos, gostaríamos de dedicar esta carta para um exercício de soma das partes do BTG Pactual, outra de nossas posições.

Sempre fomos fascinados por Deep Value, um canto obscuro do investimento de valor, que se propõe encontrar o valor real de uma empresa quase que ignorando como ela será negociada no futuro.

É um grande cálculo que tenta somar as diferentes partes de um negócio, para no final se aproximar do quanto a empresa realmente deveria valer.

Pegando emprestado este gráfico do relatório anual de 2014 do BTG:

Receitas Combinadas e Ajustadas (não auditado) <i>(em R\$mm, a menos que indicado)</i>	Acumulado no ano		Variação % para 2014
	2013	2014	2013
<i>Investment Banking</i>	459	456	-1%
<i>Corporate Lending</i>	767	692	-10%
<i>Sales and Trading</i>	1.729	2.833	64%
<i>Asset Management</i>	1.172	1.378	18%
<i>Wealth Management</i>	385	393	2%
<i>Principal Investments</i>	620	(485)	n.a.
<i>Banco Pan</i>	(124)	(80)	n.a.
<i>Interest and Other</i>	904	1.550	71%
Receita total	5.914	6.737	14%

Agora, vamos tentar o Deep Value e fazer uma matemática, calculando quanto o BTG realmente vale. Primeiro, precisamos encontrar uma comparação adequada para cada divisão dentro da empresa.

Para as divisões de banco de investimentos, empréstimos corporativos e Sales & Trade, que juntas constituem o coração de um banco de investimento, elegemos o Goldman Sachs como uma comparação adequada.

Em seguida, multiplicamos a receita das três divisões do BTG pelo mesmo múltiplo que a ação do Goldman está sendo negociada comparado ao lucro da própria empresa. Sem dúvida estamos simplificando as coisas e o Goldman tem operações fora dessas três áreas, mas tentaremos manter as coisas simples. É melhor estar aproximadamente correto do que precisamente errado, afinal de contas.

Em seguida, comparamos a divisão de gestão de recursos do BTG com a Blackstone. Consideramos essa a comparação ideal porque a divisão de gestão de recursos do BTG tem importantes braços de private equity e imóveis, similar em composição ao da Blackstone.

Depois, gestão de patrimônio. O BTG parece estar captando a fortuna de muitos clientes latinos como o Credit Suisse e o UBS

fizeram em uma escala global; portanto escolhemos o Credit Suisse como nossa comparação.

Juros – certamente 2014 foi um ano chave para essa divisão, já que as taxas de juros estão notavelmente altas no Brasil neste momento. Para ajustar o ciclo, pegamos as receitas dos últimos dois anos e dividimos por dois.

Mais uma vez, simples, porém efetivo. Ao contrário de outras áreas, o Brasil tem muitas particularidades próprias quando se trata de margem financeira de juros. As operações bancárias no país estão notoriamente altas nos rankings globais de lucratividade então decidimos que a melhor comparação possível para essa área era o Itaú.

Finalmente, a divisão de investimentos. É importante notar que, como qualquer divisão de investimentos, o BTG pode e terá anos negativos. Não existe uma comparação melhor do que nossa querida Berkshire Hathaway. Apesar de não ser possível se igualar ao Buffet, ele sem dúvida avisou seus investidores que de tempos em tempos haveriam momentos difíceis. Ajustando para isso, pegamos a receita de 2013 para a empresa. É sem dúvida uma estimativa conservadora, já que o recente negócio com a rede D'Or poderá gerar bilhões em receita para a empresa.

Análise dos Pares do BTG, por área de atuação em 2014				
Divisão	Par	Receita BTG (R\$ MM)	Múltiplo do Par	Valor da Área BTG (R\$ MM)
Investment Banking	Goldman Sachs	456	11,32	5.156
Corporate Lending	Goldman Sachs	692	11,32	7.833
Sales And Trading	Goldman Sachs	2.833	11,32	32.069
Asset Management	Blackstone	1.378	9,31	12.829
Wealth Management	Credit Suisse	393	12,02	4.723
Principal Investments	Berkshire Hathaway	620	20,0	12.400
Interest	Itaú	1.227	8,47	10.392

A seguir, fazemos uma medição dos lucros antes de impostos e despesas:

$$(456 \times 11,32) (692 \times 11,32) + (2.833 \times 11,32) + 1.378 \times 9,31) + 393 \times 12,02 + 620 \times 20) + (1.227 \times 8,47) = 5.156 + 7.833 + 32.069 + 12.829 + 4.723 + 12.400 + 10.392 = \text{R\$ } \mathbf{85.402}$$

Então, teríamos que subtrair as despesas administrativas e pessoais. Teríamos que assumir algumas coisas para fazer esse cálculo. Como estamos permitindo um lucro na área de investimentos e subtraindo o lucro na área de juros, é razoável assumir maiores gastos administrativos e de pessoal, e menores custos de impostos, já que a área de investimentos é operada por subsidiárias da empresa em jurisdições de baixos impostos.

Despesas Operacionais Combinadas e Ajustadas (não auditado) (em R\$mm, a menos que indicado)	Acumulado no ano		Varição % para 2014
	2013	2014	2013
Bônus	(947)	(845)	-11%
Salários e benefícios	(494)	(695)	41%
Administrativas e outras	(648)	(904)	39%
Amortização de ágio	(192)	(161)	-16%
Despesas tributárias, exceto imposto de renda	(267)	(155)	-42%
Despesas operacionais totais	(2.548)	(2.759)	8%
Índice de eficiência	43%	41%	-5%
Índice de remuneração	24%	23%	-6%
Número total de colaboradores	2.715	3.277	21%
Partners e Associate Partners	181	203	12%
Funcionários	2.403	2.899	21%
Outros	131	175	34%

Ainda assim, apenas para ser conservador, vamos supor que os gastos pessoais e administrativos fossem 10% maiores que em 2014 e que os impostos efetivos sejam os mesmos.

Teríamos: R\$ 85.402 - (1,1 x 2.759) - (1 - 0,142¹) = R\$ **70.671**

Isso significaria um valor de mercado quase três vezes maior que a atual capitalização da empresa na bolsa de valores, ou um preço-alvo de R\$78,09 por ação contra os atuais R\$29 que a empresa vem sendo negociada.

É claro, poderíamos ser ainda mais conservadores e colocar um desconto. A empresa é brasileira afinal de contas. Ainda assim, não acreditamos que esse enorme desconto é justificado, sobretudo quando consideramos que uma parte cada vez maior das receitas da empresa vêm do exterior.

Apesar de claramente ser um exercício simples que não compreende toda nossa tese em BTG, ele mostra que apesar do quão mal as coisas vão para o Brasil nesse momento e o quão mal gerida é a economia do país, ainda existem muitas joias escondidas por aí.

Muitas boas empresas estão pagando caro no momento simplesmente porque são brasileiras e os investidores estão com medo, mas uma vez que a poeira baixar, elas provavelmente vão entregar retornos substanciais para os investidores que foram capazes de se manter calmos diante do pânico.

¹ Em 2014, os impostos efetivos foram 14,2%.

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.

Relacionamento com Investidores

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

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)