



[www.cvib.com.br](http://www.cvib.com.br)

# *7º Congresso Value Investing Brasil*

22 de maio de 2014

---

**Value investing em private equity**

Cassiano Leme | Constância Investimentos

---

A CONSTÂNCIA INVESTIMENTOS não comercializa nem distribui cotas de fundos de investimentos ou qualquer outro ativo financeiro. As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo, não devem ser consideradas uma oferta para aquisição de cotas de fundos de investimento e não constitui prospecto previsto na instrução CVM 409 ou no Código de Auto-Regulação da ANBID.



A presente instituição aderiu ao Código ANBIMA de Regulação e Melhores Práticas para os Fundos de Investimento.

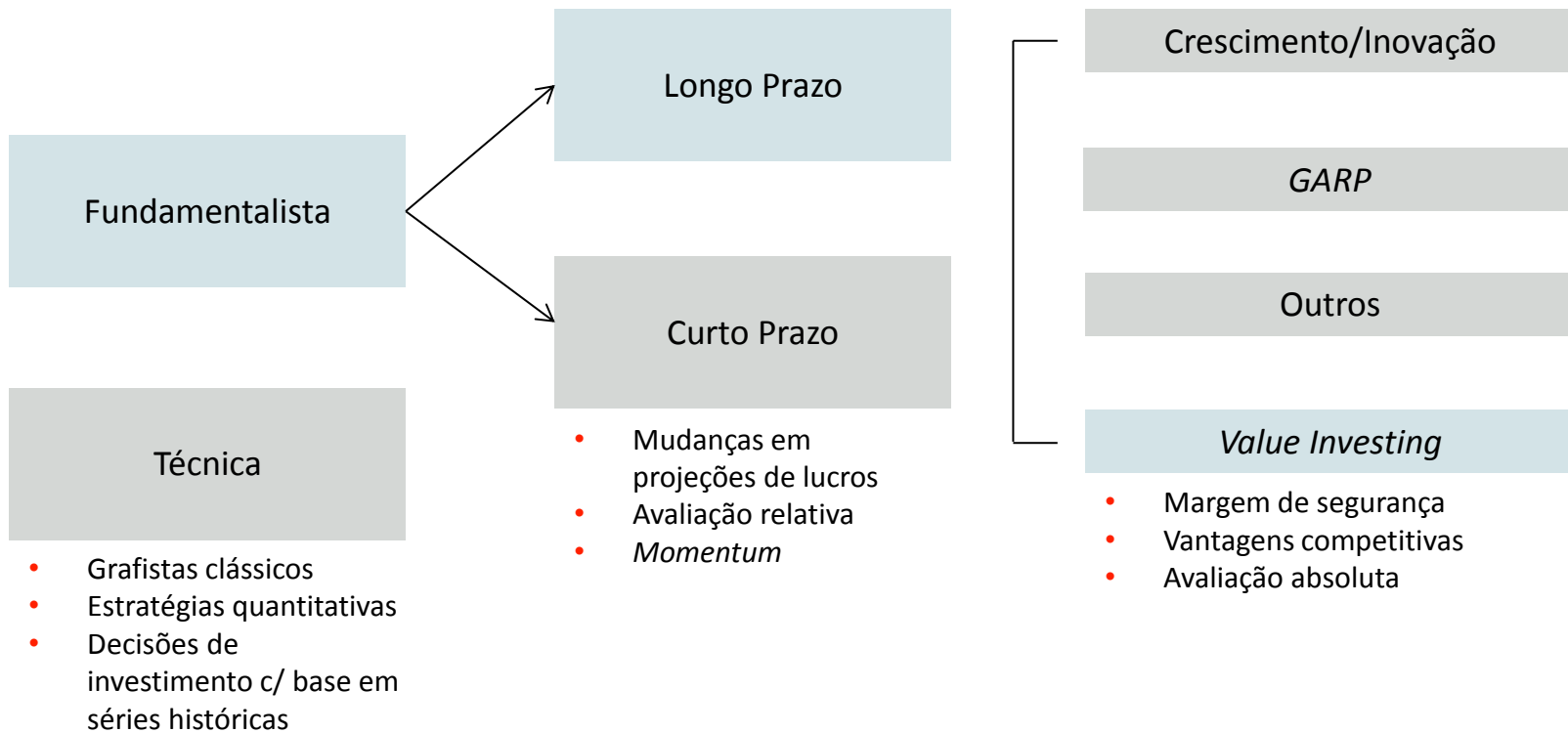
## **O que entendemos por *Value Investing***

*Value Investing* no contexto de investimentos com influência ou controle sobre a administração

# O que entendemos por *Value Investing*

No Brasil, termo perdeu um pouco do significado de origem nos EUA

Nossa definição: um dos estilos de investimento ligados à análise fundamentalista



Alguns autores e livros sobre o tema:

- Benjamin Graham e David Dodd
  - The Intelligent Investor (1949)
  - Security Analysis (1934)
- Bruce Greenwald, Michael van Biema e colegas da Columbia University
  - Value Investing (2001)
  - Competition Demystified (2007)
- Marty Whitman
  - Value Investing: A Balanced Approach (1999)
- James Montier
  - Value Investing (2009)
- Warren Buffett
  - The Superinvestors of Graham-and-Doddsville (1984)

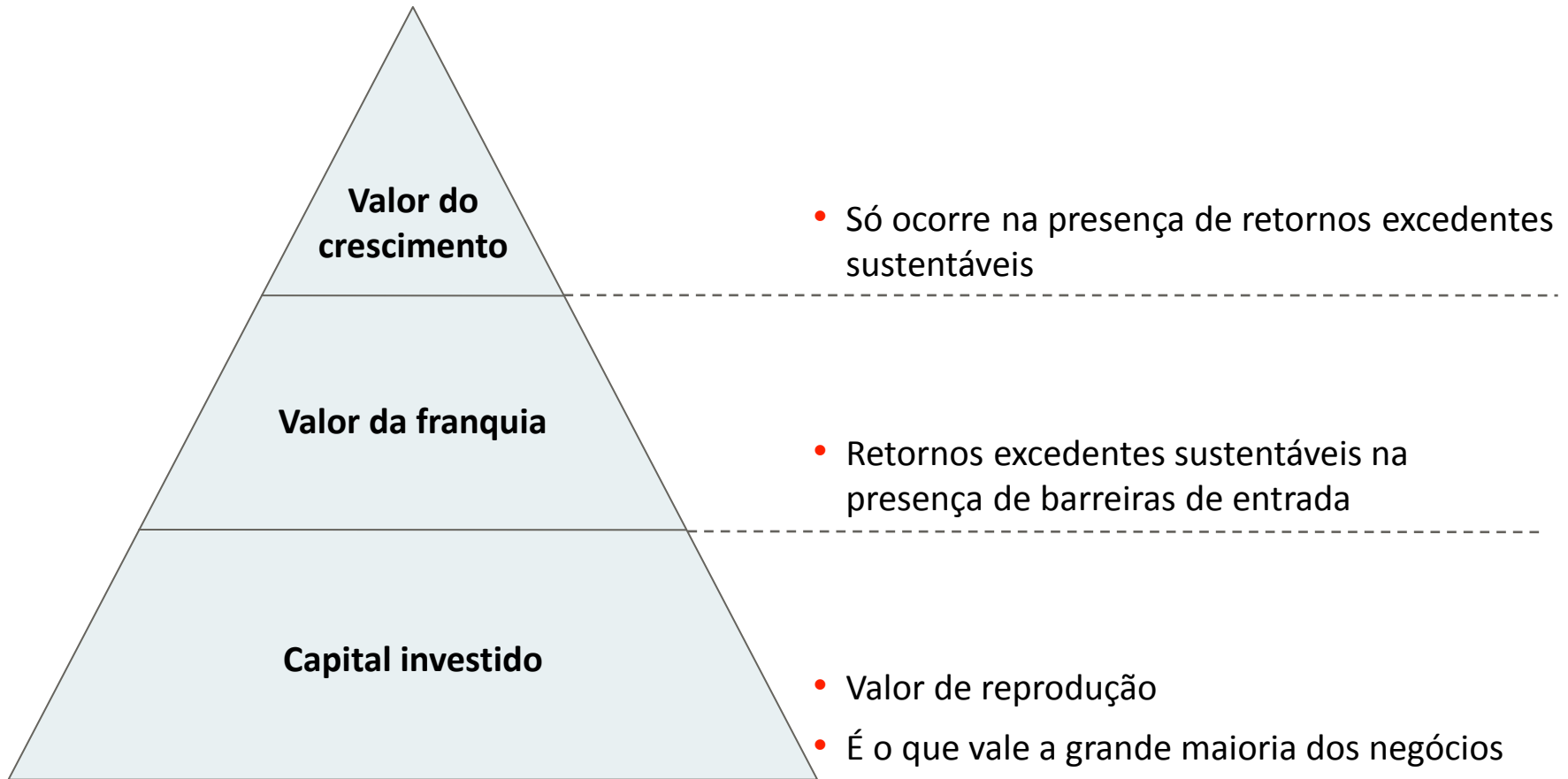
# Conceito chave: margem de segurança

$$\text{Margem de segurança} = \text{Valor intrínseco} - \text{Preço de mercado}$$

## Conflito direto com aspectos da moderna teoria das finanças:

- 1) Hipótese forte da eficiência de mercado
- 2) Volatilidade como principal medida de risco
- 3) Fronteira eficiente, diversificação ampla e conceito de beta

## “Análise Greenwald”



## O Fluxo de Caixa Descontado é um instrumento com muitas limitações

- Capacidade de prever crescimento e margens futuras é muito limitada
- Soma informações de qualidade diferente com muito peso nas de qualidade menor (perpetuidade)
- Pequenas mudanças em premissas geram grandes variações de resultado



# Quanto vale o crescimento futuro de uma empresa em relação ao que o investidor paga por ele?

		<b><u>Banco ABC</u></b>	<b><u>Sonae Sierra Brasil</u></b>	<b><u>Lojas Renner</u></b>	<b><u>Natura</u></b>	<b><u>B2W</u></b>	<b><u>ALL Logística</u></b>
		*(Mg. Financeira Bruta. a/ Provisões)	*(Receitas Líquidas)	*(Receitas Líquidas)	*(Receitas Líquidas)	*(Receitas Líquidas)	*(Receitas Líquidas)
CAGR 2007-2013	Receita*	12%	18%	15%	15%	16%	16%
	LPA	19%	16%**	17%	10%	Prejuízo	24%
ROE médio 2007-13		16%	12%	29%	65%	Prejuízo	5,0%
P/VPA		1,0	0,6	5,5	15,2	5,6	1,2
P/L UDM		7,1	6,2	20,3	20,7	Prejuízo	28,4

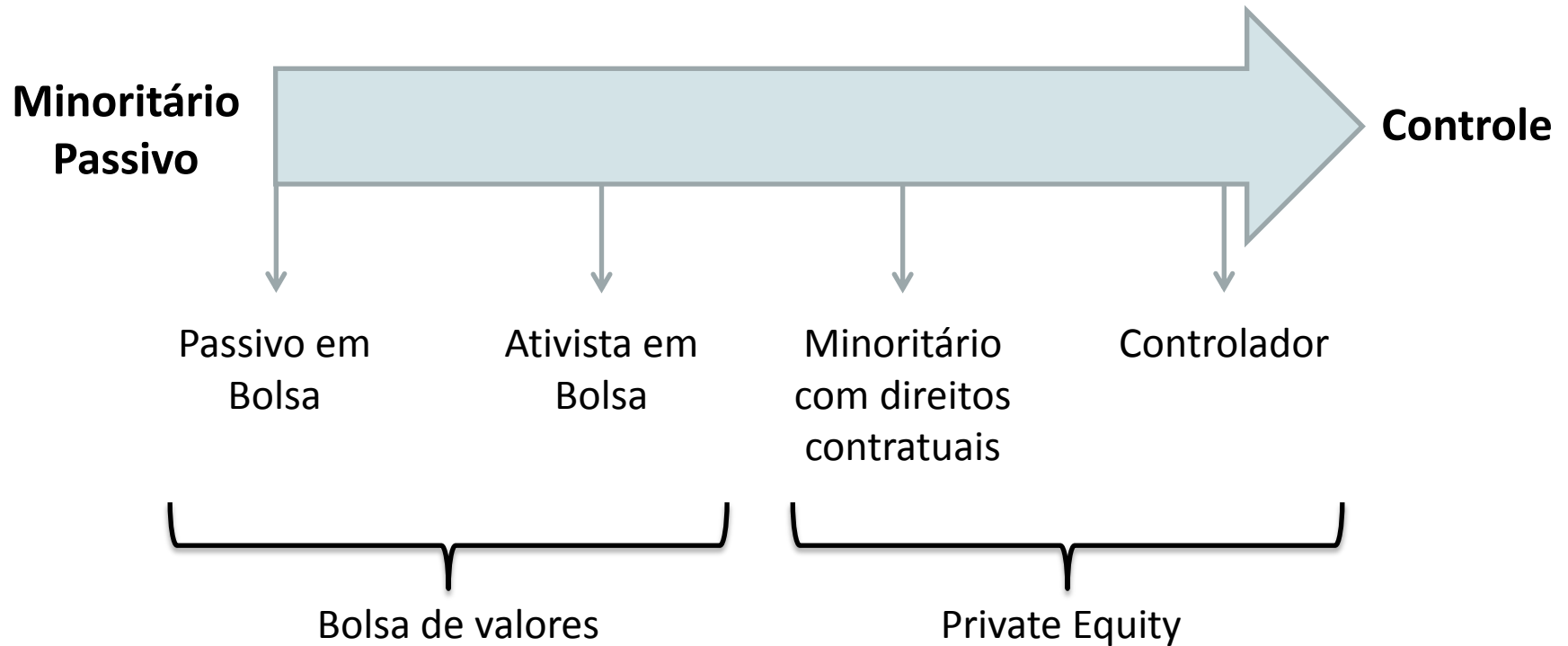
Preços em 07/04/2014, \*\* CAGR do ativo líquido

# Valor do crescimento: classificando as oportunidades

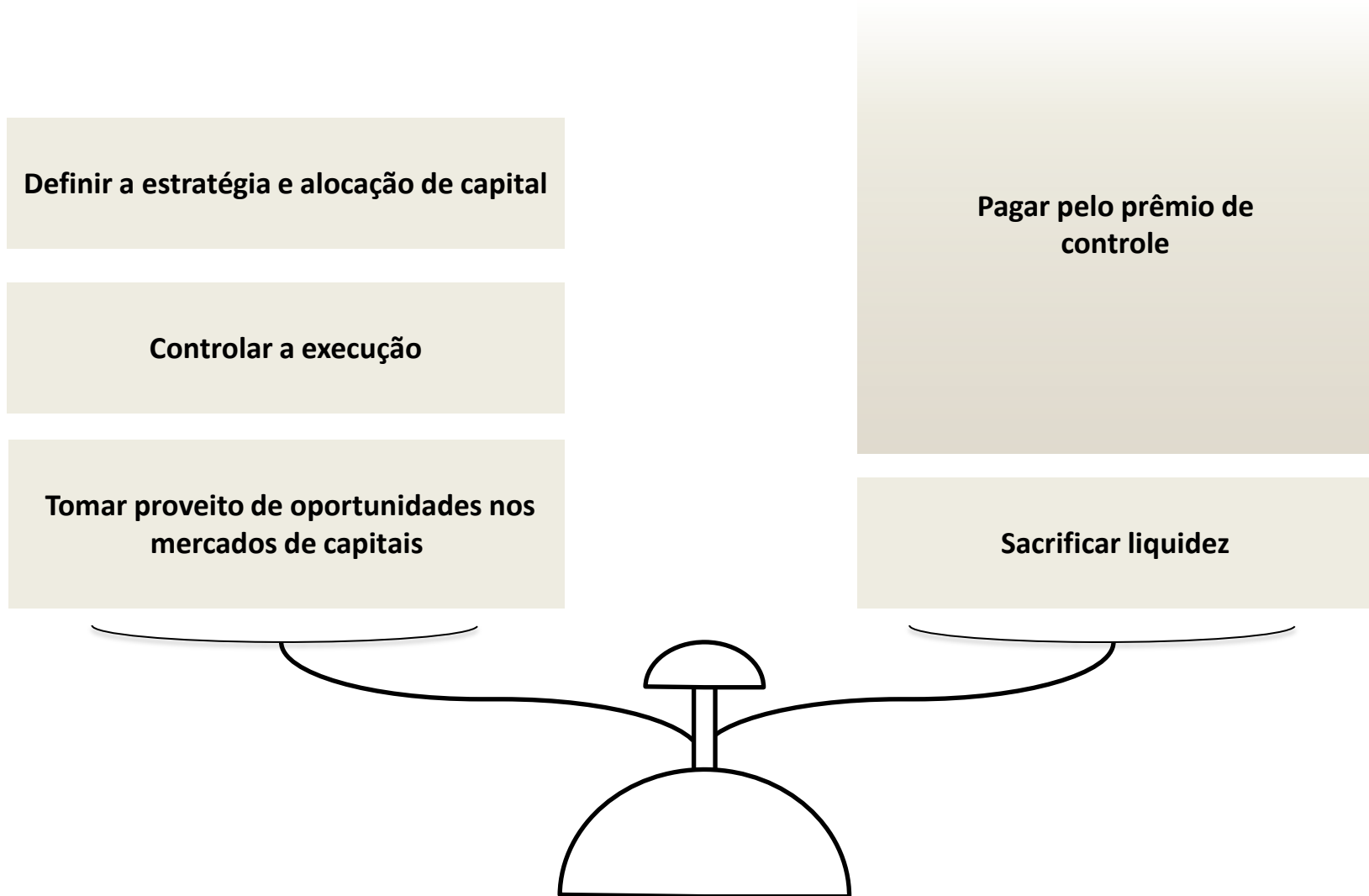
	Crescimento não adiciona valor	Crescimento adiciona valor	
Investidor não paga pelo crescimento		Banco ABC Sonae Sierra	<b>Comprar</b>
Investidor paga pelo crescimento	B2W ALL Logística	Lojas Renner Natura	
	<b>Ficar vendido?</b>	<b>Evitar</b>	

O que entendemos por *Value Investing*

***Value Investing no contexto de investimentos com influência ou controle sobre a administração***



# Alavancas de valor não disponíveis ao investidor passivo minoritário e seu custo



# Estratégia e alocação de capital

## Estratégia

Definir:

- Mercados de atuação
- Preços e margens
- Criação e manutenção de vantagens competitivas

Competência que exige conhecimento profundo do setor de atividade

Bons executivos desenvolvem estas competências ao longo de toda uma carreira

**Investidores tendem a ter menos a contribuir**

## Alocação de Capital

Definir:

- Projetos de investimento orgânicos
- Aquisições e desinvestimentos
- Política de dividendos
- Nível de endividamento

Competência distinta da estratégia com a qual se destrói ou se cria muito valor

Bons executivos não desenvolvem esta competência naturalmente ao longo da carreira

**Investidores podem contribuir mais**

# Estudo de caso: racionalização da estrutura de capital da Cremer

Mudanças foram implantadas por investidores ativistas

## Situação em 2008

- Estratégia claramente formulada
- Empresa com bons ativos, estável e lucrativa
- Enorme excesso de capital, fruto de IPO
- Base acionária pulverizada
- Poucas oportunidades de investimentos



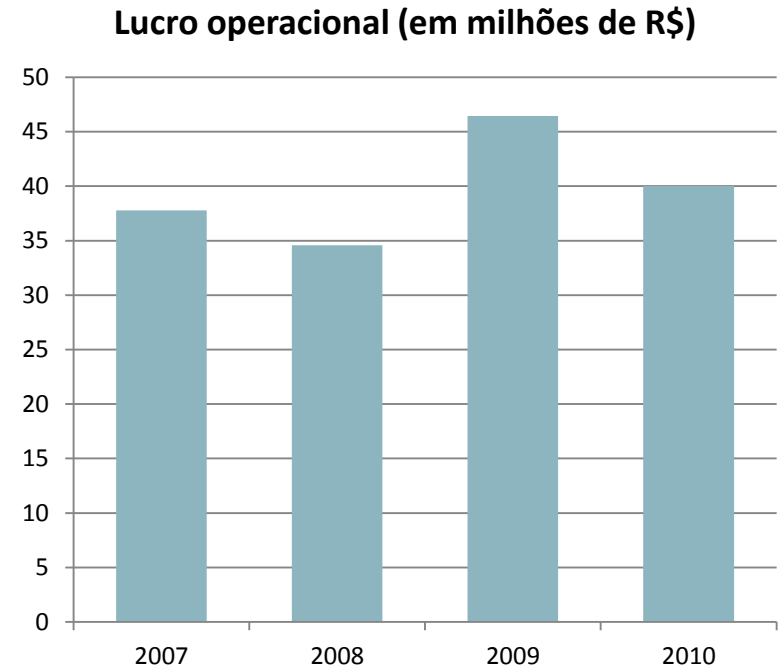
## Mudanças implantadas

- Substituição da maioria dos membros do C.A. e diretoria
- Excesso de capital pago aos acionistas
- Endividamento moderado (1x EBITDA)
- Venda de ativos não operacionais

# Estudo de caso: racionalização da estrutura de capital da Cremer

<b>Valores por ação</b>	<b>Outubro de 2008</b>	<b>Dezembro de 2010</b>
Caixa líquido	5,11	(0,78)
Preço	8,00	17,49

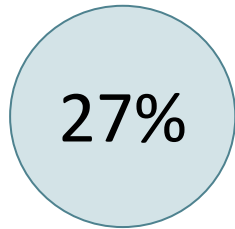
	<b>Varição no Preço da ação</b>	<b>Proventos recebidos</b>	<b>Retorno total</b>
R\$/Ação	9,49	8,35	17,84
Retorno %	119%	104%	223%



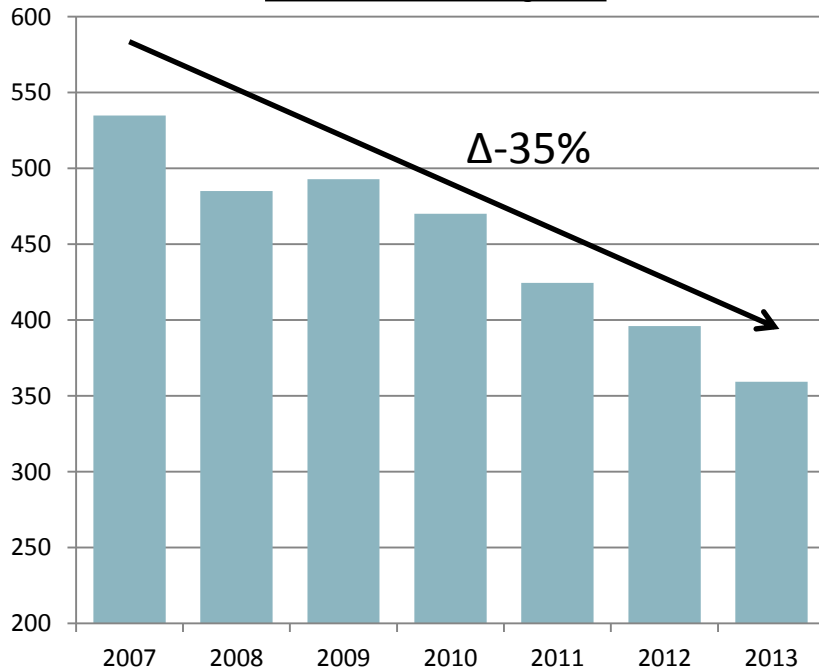
Fonte: Relatórios da companhia, cálculos feitos pela Constância



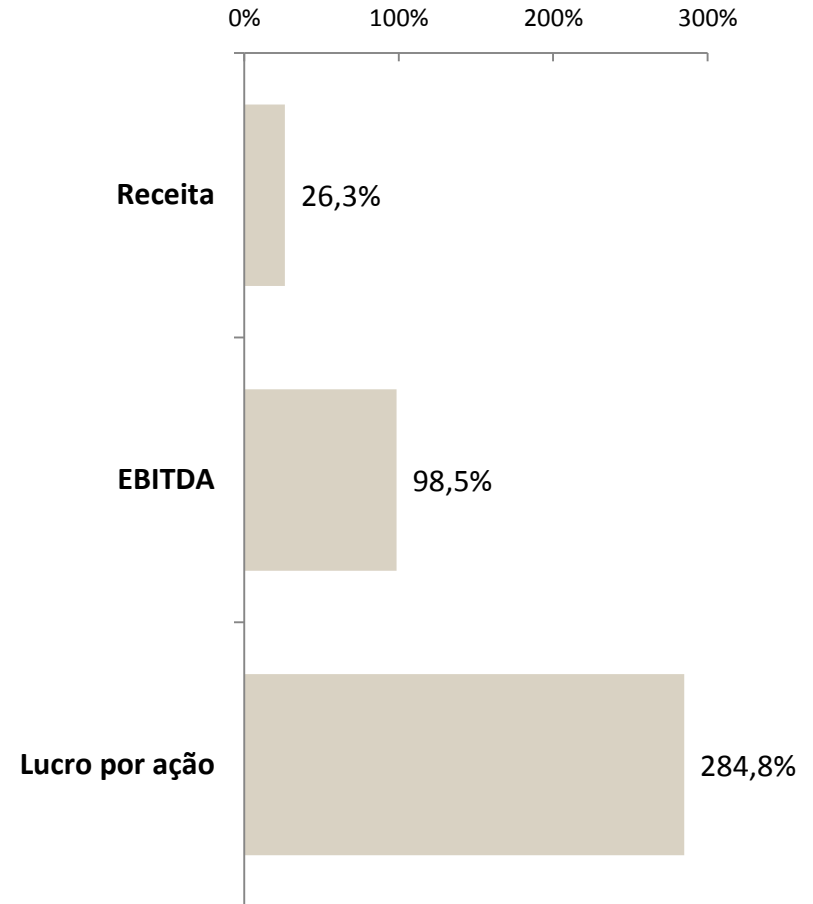
## ROE médio 2007-13



## Número de ações



## Varição entre 2007-13



# Influência ou controle sobre a execução

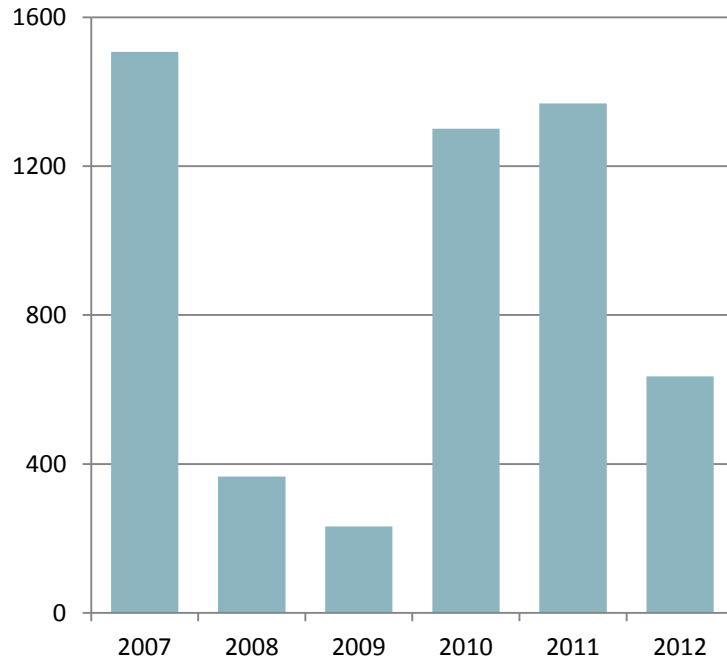
- Minimizar o conflito de agência entre acionistas e executivos
- Interceder em casos de incompetência, inércia ou fraude
- Evitar decisões anti-econômicas de caráter emotivo
  - “Nunca fecharei nossa fábrica na Itália!”

**Desafio #1:** Não super-estimar o valor da melhoria na execução

**Desafio #2:** Não confundir problemas na execução com dinâmicas de mercado fora do controle da administração da empresa

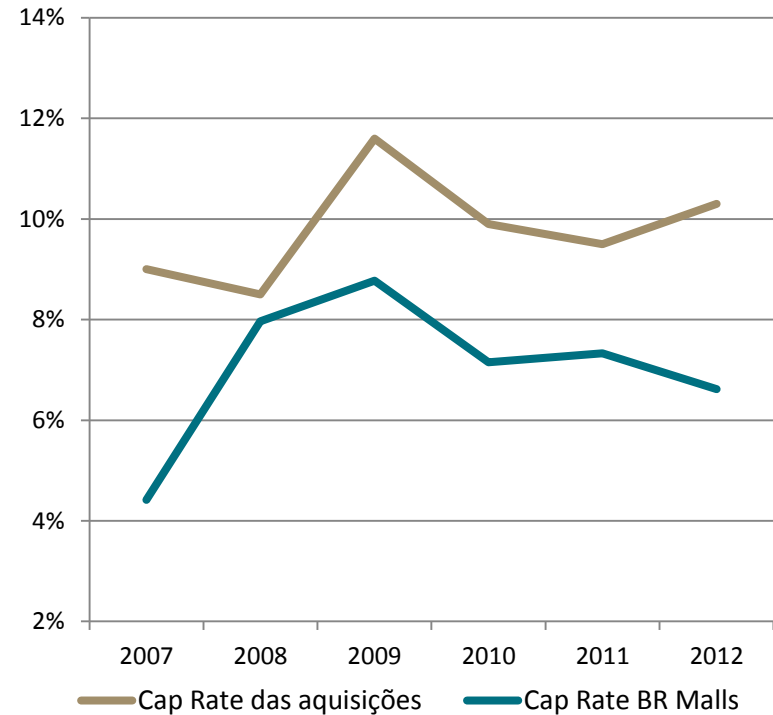
- Ajudar a preparar e patrocinar o acesso ao mercado de capitais
- Uso de uma ação cara para financiar crescimento e aquisições
- Recompras e fechamento de capital em caso de extrema subavaliação

### Capex em aquisições (milhões de R\$)



Total = R\$ 5,4 bi

### Cap Rate: BR Malls vs. aquisições



Aumentos de capital: R\$ 2,4 bi

- 1) Modelo de negócio pró-cíclico
  - Ambiente de captação vs. Preços dos ativos
  - Período limitado de tempo para investir e desinvestir
  
- 2) Assimetria de informação entre investidor e vendedor
  - Qualidade das informações em companhias fechadas
  
- 3) Custos do processo de investimentos são altos
  
- 4) Não é trivial extrair valor que supere o prêmio pago pelo controle

- 1) Não existe um modelo “superior” de investimento – minoritário ou controle
- 2) Os princípios de *Value Investing* são aplicáveis a ambos os modelos de investimento
- 3) As alavancas de valor diferem e portanto os resultados entre os dois modelos podem ser descorrelacionados

# Alguns praticantes muito capazes fora do Brasil (lista parcial e incompleta)

## Investimentos minoritários

- Baupost Capital (Seth Klarman)
- Greenlight Capital (David Einhorn)
- Third Avenue (Marty Whitman)
- Southeastern (Mason Hawkins)

## Investimentos de controle ou ambos

- Berkshire Hathaway (Warren Buffett)
- Brookfield Asset Management (Bruce Flatt)
- Loews Corporation (Jim Tisch)
- Fairfax Financial Holdings (Prem Watsa)

Cassiano Leme

Managing partner

T. +55 11 3060-9000

[cleme@constanciainvest.com.br](mailto:cleme@constanciainvest.com.br)

Constância Investimentos

Al. Ministro Rocha Azevedo, 456 cj. 1002

01410-000 São Paulo – SP

Brasil