



Newsletter

Value Investing Brasil

Amostra

Número 8 • Abril de 2013

NESTA EDIÇÃO:

- 01 **VALUATION DE VALOR**
Fabio Alperowitch, FAMA Investimentos
- 09 **REFLEXÕES DE VALOR**

VALUATION DE VALOR

FABIO ALPEROWITCH
FAMA INVESTIMENTOS

Segue a transcrição¹ da palestra de Fabio Alperowitch no 5º Congresso Value Investing Brasil, realizado em São Paulo, em 13 junho de 2012.



Vou começar contando uma história — fictícia, mas com um fundo de verdade — que ajuda a firmar alguns conceitos sobre value investing.

Pedro Silva acabou de obter seu MBA e foi contratado pela VIB Asset Management. Ao entrar na empresa, animado para realizar análises e utilizar tudo o que aprendera no MBA, seu chefe, um homem muito bravo, disse-lhe: “Pedro, o mercado está maluco — faltam oportunidades — mas há duas empresas para você analisar imediatamente: uma no norte do Brasil, a NorCo, e outra no sul do Brasil, a SulCo.”

Então, lá foi Pedro, com os livros embaixo do braço, tentar replicar todo o conhecimento adquirido na faculdade. Lembrou de uma das principais lições de *valuation*: “o valor de uma empresa corresponde ao valor presente de seus fluxos de caixa futuros”. A fórmula para o sucesso estava lá! Bastava projetar os fluxos de caixa futuros e descontá-los até o presente para encontrar o valor presente (e, portanto, o preço alvo) de ambas as empresas. Seu chefe ficaria feliz...

Passou dias trabalhando, até ficar exausto, e preparou as projeções da NorCo. Em 2012, a empresa teve receita de R\$ 100 milhões, com crescimento de apro-

ximadamente 5% projetado para os próximos anos. Teve R\$ 10 milhões de EBITDA (e margem EBITDA constante ao longo dos anos), R\$ 5 milhões de lucro líquido (com a mesma margem líquida, seriam R\$ 6 milhões em 2016). O fluxo de caixa de R\$ 7 milhões, em 2012, evoluiria até atingir R\$ 8 milhões, em 2016. Pedro aplicou uma taxa de desconto de 10% ao ano e estimou 3% ao ano de crescimento na perpetuidade. Concluiu que o valor da empresa era de R\$ 80 milhões.

	2012	2013	2014	2015	2016
Receita	100	105	110	115	120
EBITDA	10,0	10,5	11,0	11,5	12,0
Lucro líquido	5,00	5,25	5,50	5,75	6,00
Fluxo de caixa	7,00	7,25	7,50	7,75	8,00

Realizou o mesmo trabalho para a SulCo e, para sua surpresa, encontrou números exatamente iguais! Mesma receita, mesma margem, mesmo fluxo de caixa, mesmo crescimento. Aplicou as mesmas taxas de desconto e, portanto, concluiu que o valor era exatamente o mesmo. Então, passou a questionar se fazia sentido as duas empresas — que tinham o mesmo fluxo de caixa mas atividades completamente diferentes — terem exatamente o mesmo valor...

Uma das empresas tinha tecnologia de ponta, sua equipe era feliz e motivada, a marca de seus produtos era muito forte (*top of mind*), a empresa era uma referência em governança corporativa (completamente alinhada com os interesses dos minoritários), tinha processos de decisão muito bem estruturados etc. A outra empresa produzia armas, seu controlador já havia sido preso por evasão fiscal, seu processo sucessório era caracterizado por briga familiar (ninguém sabia quem seria o novo controlador) e a empresa não dava direito de *tag along* aos minoritários. Será que as empresas realmente tinham o mesmo valor?

O que quero passar para vocês aqui hoje está relacionado a isso. A FAMA existe há 19 anos e aprendemos, desde cedo, que muito do que é ensinado nas faculdades e nos livros tem de ser visto com um pouco de reserva. Não podemos achar que uma planilha mágica resolverá todos os nossos problemas — aliás, se fosse esse o caso, não precisaríamos de analistas, bastaria incluir os números na planilha. (continua na página seguinte)

¹ Notas de rodapé e trechos entre colchetes foram inseridos na transcrição.

Eleva	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
P/L	28,1x	4,9x	4,7x	-161x	9,9x	-3,3x	32,8x	-9,1x	334x
P/B	0,4x	0,3x	0,3x	0,4x	0,5x	1,7x	1,1x	1,1x	3,4x
EV/EBITDA	2,7x	2,4x	3,0x	5,4x	6,4x	19,7x	7,6x	25,0x	22,2x
Dívida Líquida/EBITDA	0,8x	1,0x	1,5x	4,0x	4,3x	8,0x	3,3x	10,4x	5,6x

(...) 28 vezes o lucro de uma empresa, ainda mais em 1999, era algo completamente “sem noção”, fora da realidade. No gráfico, a linha vermelha é a cotação da ação e o fundo bege é a exposição do FAMA Futu-rewatch ao papel. Apesar de investirmos com foco no longo prazo, podemos aumentar ou diminuir a exposição do fundo a cada posição, dependendo do nosso sentimento em relação à empresa e de seu preço *vis-à-vis* seu risco.

Apesar de termos ficado mais de 8 anos com a empresa, começamos com uma posição perto de 6% da carteira, que chegou a 16%, tendo quase desaparecido duas vezes. O mais interessante é que os períodos de bom desempenho da ação não ocorreram, necessariamente, logo em seguida aos períodos de múltiplos baixos. Diferentemente, houve períodos em que os múltiplos estavam ótimos e o desempenho da ação foi ruim. Em 2001, por exemplo, a empresa estava sendo negociada a 4,7 vezes o seu lucro, a 30% de seu valor patrimonial e três vezes o seu EBITDA — e o desempenho em 2002 e 2003 foi medíocre. Em 2004, quando tinha prejuízo e era negociada a 20 vezes o seu EBITDA, teve desempenho muito melhor. Então, temos de olhar os múltiplos com muito cuidado. Não se pode “operar os múltiplos” com foco no longo prazo.

Por outro lado, também não compensa para nós, value investors, dedicar tempo significativo fazendo as análises do modelo empresarial, dos administradores, do quadro competitivo, da indústria etc., para ganhar, digamos, 30%. Não vale o tempo investido. Ou entramos na empresa para multiplicar muitas vezes o capital — e aí vale todo o trabalho de análise, que é muito demorado — ou sugiro que se utilize outra abordagem...

Vamos agora entrar em uma parte mais técnica. Todos aqui que cursaram Administração ou Economia e se interessaram por *valuation* cer-

tamente conhecem o CAPM. Praticamente tudo que se faz no mercado em termos de *valuation*, qualquer planilha, qualquer relatório de pesquisa, no fundo está baseado no CAPM. Todo mundo aplica o CAPM mas, muitas vezes, suas premissas são esquecidas.

Quando lêem o balanço de uma empresa, as pessoas dizem “Está tudo correto, a empresa teve auditoria de uma das *big four*” mas se esquecem de que, na primeira página, está escrito algo como “Este trabalho foi realizado por amostragem e não nos responsabilizamos por nada se alguma informação estiver errada”. Com o CAPM é a mesma coisa. Todo mundo aplica, confia cegamente, calcula o WACC, faz isso, faz aquilo e esquece que as premissas do CAPM são questionáveis...

Primeira premissa: todos os investidores são racionais. Essa eu nem preciso comentar. Basta ler o jornal e observar o comportamento dos mercados para constatar que os investidores e suas decisões *não* são racionais. Se não me engano, a próxima palestra deste Congresso será a do Marcelo [Sá Earp], sobre Finanças Comportamentais. Provavelmente, ele também endereçará este ponto: existe uma quantidade enorme de emoção nas decisões de investimento. Então, essa primeira premissa já caiu por terra. *(continua na página seguinte)*

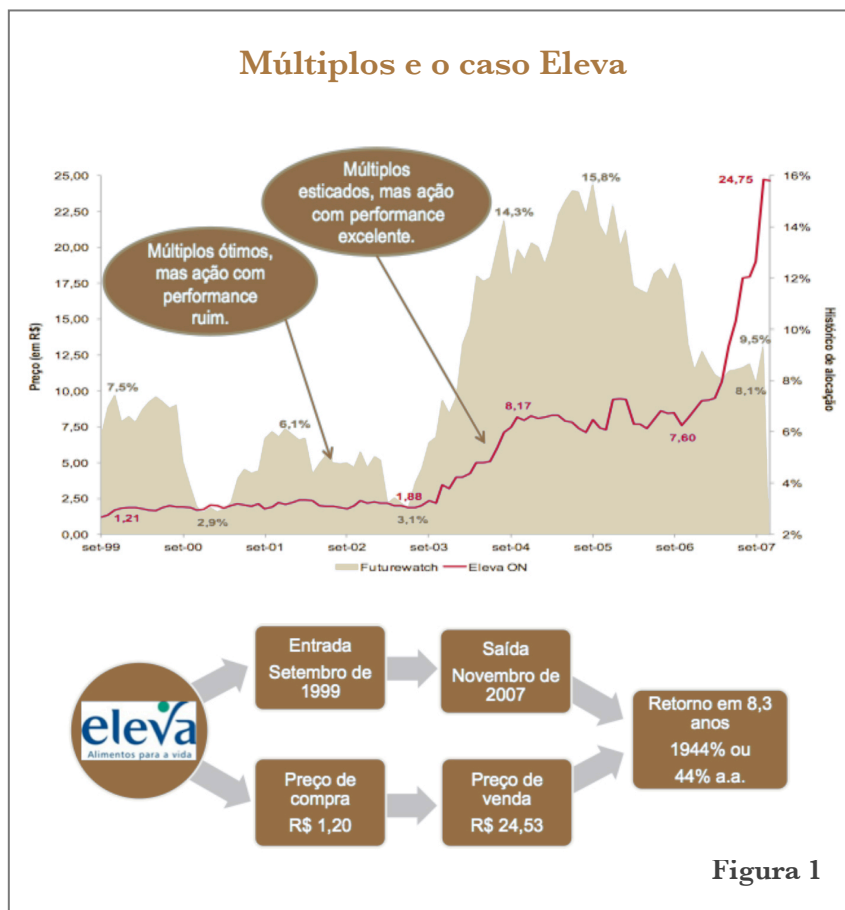


Figura 1