

A vida difícil de um analista de ações

Era uma vez um analista de ações de uma empresa de *asset management*. Nessa companhia, existiam vários gestores de portfólio, tanto de multimercados como de fundos de ações. A conversa nunca é uniforme. Para o gestor de multimercados, o que mais importa é a ação que vai subir/cair mais rapidamente. O *timing* é fator importante. Já para o gestor de renda variável, normalmente uma visão de longo prazo torna-se mais pertinente. Afinal, o típico investidor de ações pode esperar mais os resultados.

Nessa aparente dicotomia, surgem as abordagens *top down* e *bottom up*. A primeira valoriza mais a influência da macroeconomia no setor e no papel. Por exemplo, em um momento de elevação de juros no Brasil e no mundo, deve-se evitar ações de crescimento, como o segmento de tecnologia. Em um fluxo de caixa descontado, a maior parte do valor dessas empresas está na perpetuidade (parte final do fluxo), potencializando o impacto de uma taxa de desconto mais alta. Se o momento de atividade econômica prospectiva global mais alta recomenda, por exemplo, papéis de commodities, os gestores de multimercados preferem comprar pelo momento favorável. Já os fatores específicos de cada empresa assumem também sua importância na visão *bottom up*.

Mas fica uma pergunta provocativa nas diversas reuniões de comitês das gestoras: O quanto da conjuntura e dos elementos particulares de cada papel “já estão no preço” do cenário, seja ele pessimista ou otimista? Essa é a resposta que bons processos de *valuation* irão proporcionar.

Na verdade, não existe contradição entre o *top down* e o *bottom up*, dado que ambos são variáveis a serem *inputadas* nos modelos. Para uma empresa de energia elétrica, como projetar receitas sem levarmos em conta inflação, tal qual outros itens microeconômicos de composição da tarifa? Para uma companhia de petróleo, é fundamental conhecermos os rumos do crescimento mundial, até para projetarmos, também sob a ótica de oferta e demanda, o preço futuro da commodity.

Outro ponto que é uma grande lenda no mercado se refere ao uso de múltiplos comparativos em *valuation*. Muitos analistas, com o enganoso intuito de “facilitar a vida”, utilizam múltiplos no intuito de “driblar” a complexidade de um fluxo de caixa descontado. Parece muito atrativo pretensamente evitar fatores complexos como taxas de crescimento, taxas de desconto e perpetuidades. Nada mais falso. Cabe ao bom analista calcular os chamados “múltiplos justos” para as ações e defrontá-los com o múltiplo vigente de mercado. Um papel com uma relação Preço/Lucro (P/L) de 5 pode estar bem mais caro do que um outro com P/L 30. Para calcular esse “múltiplo justo”, não há como fugir dos mesmos fundamentos de um fluxo de caixa descontado. Portanto, quanto maior a taxa de desconto, menor o P/L justo; quanto maior a taxa de crescimento,

maior o Preço/Valor Patrimonial (P/VPA) justo. E assim por diante. Outras linhas do balanço como margens e *payout* são também determinantes nessas análises de múltiplos.

Outro analista afirmou em seu relatório final que o valor estimado de uma ação baseado no fluxo de caixa descontado chegava a R\$ 30 e por múltiplos a R\$ 40. Evidentemente, há um erro em uma das duas avaliações, não faz o menor sentido se chegar a dois valores tão díspares, se a aplicação das metodologias estiver tecnicamente correta. Apesar de a *valuation* ser um campo subjetivo por natureza, há regras mínimas para se evitar erros grosseiros.

O analista tem que lidar com diversas posturas em relação às suas projeções. Após conversar com as empresas e ler diversos relatórios de terceiros, fica a pergunta: Devo estimar o futuro com o funcionamento da companhia nas condições ideais que eu acredito ou dentro de uma realidade palpável? Por exemplo, se eu acho que a firma deve se alavancar para gerar valor, considero esse movimento ou sigo o nível de endividamento futuro que a direção está me indicando? A resposta é que o analista não deve sofrer de “complexo de diretor financeiro”. Apesar da tentação, siga sempre os fundamentos de “como a empresa é e será” e não “como a companhia deveria ser nos meus sonhos”.

Todo analista, sobretudo de *sell side*, tem um duplo desafio. A *valuation* depende não somente do objeto avaliado, como também das preferências de risco de quem avalia. A taxa de desconto de um investidor estrangeiro, dado que o ativo livre de risco, Betas e prêmio de risco são diferentes, não coincide com a do investidor local. Da mesma forma que, de acordo com os compradores (uma empresa do mesmo setor, por exemplo, versus uma holding com participação em vários segmentos), a projeção de fluxo de caixa no numerador pode ser completamente diversa para a mesma companhia. Portanto, a depender dos compradores, podemos chegar a valores completamente distintos para o objeto avaliado.

Um outro “drama” o qual o analista se defronta consiste na determinação na taxa de crescimento de lucros. Alguns usam o simplório método de uma média histórica; e outros utilizam a clássica frase de que, “no longo prazo, os investimentos novos são iguais à depreciação”. Poucos usam a fórmula que liga retorno sobre capital e volume de investimentos físicos e de giro para gerar crescimento. Só há três formas de crescer: Com o mesmo volume de investimentos, melhorando a produtividade; com o mesmo retorno, investindo mais; ou uma combinação dos dois. Não existe almoço grátis em *valuation*, e o custo de não projetar corretamente o crescimento é de sub ou sobreavaliar o ativo.

Além disso, a chamada perpetuidade em um fluxo de caixa descontado costuma representar entre 50% e 70% do valor de uma empresa. Paradoxalmente, os analistas dispensam apenas 10% do tempo para a fase perpétua e 90% para os anos iniciais, o que pode ser fatal na qualidade do resultado. A variação do PIB é um balizador

para o crescimento dos lucros da companhia perpetuamente. Não faz o menor sentido, por exemplo, afirmar que o incremento de lucros de uma firma será de 20% a.a “para sempre”, enquanto o crescimento nominal estimado potencial da economia brasileira é de 6% a.a.

O analista acaba o seu dia com mais perguntas que respostas. Viva a profissão. Afinal, *valuation* é arte de tornar menos subjetivo algo que é subjetivo por natureza. O mais fascinante é que existe um mercado que vai mostrar, no curto, médio ou longo prazo, onde está efetivamente o valor, que pode coincidir ou não com as planilhas dos analistas. Por isso, existem compradores e vendedores para qualquer ativo, que deslocarão o preço rumo seu valor justo.

Alexandre Póvoa
Estrategista da Meta Asset Management

CEO Valorando Consultoria

Autor dos livros: “Valuation, Como Precificar Ações” e “Mundo Financeiro, o Olhar de um Gestor”

alexandre.povoa@metaam.com.br