

Em nosso último Relatório Trimestral, tratamos da “Ilusão de Ótica” no mundo dos investimentos, mostrando como investidores podem ter opiniões completamente distintas sobre a qualidade de uma determinada empresa.

Como qualidade é um aspecto subjetivo, não é difícil entender que existam avaliações divergentes. Mas será que o mesmo efeito pode ocorrer com aspectos objetivos? Será que números exatos podem ensejar opiniões antagônicas em dois leitores distintos?

Percebemos que muitos investidores, ao avaliarem balanços de empresas, por exemplo, creditam excessiva importância a alguns aspectos e pouca (ou nenhuma) relevância a outras questões.

Neste Relatório Trimestral procuraremos mostrar como análises, ainda que puramente quantitativas, podem ser feitas com foco incorreto, prejudicando a interpretação de seus resultados.

Veremos, por exemplo, que aspectos importantíssimos de uma companhia deixam de ser examinados em detalhes pelos analistas ou muitas vezes são simplesmente negligenciados.

Imaginemos duas empresas (A e B), indústrias do mesmo ramo, cujos principais dados financeiros estão colocados abaixo.

Empresa A	2011	2012	2013
Receita	100,0	105,0	110,0
<b>margem bruta</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>	<b>25%</b>
Lucro Bruto	25,0	26,3	27,5
(-) Desp.Operacionais	-15,0	-15,0	-15,0
EBIT	10,0	11,3	12,5
(+) Depreciação	11,0	12,0	13,0
EBITDA	21,0	23,3	25,5
<b>margem EBITDA</b>	<b>21%</b>	<b>22%</b>	<b>23%</b>

Empresa B	2011	2012	2013
Receita	100,0	107,0	114,0
<b>margem bruta</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>	<b>30%</b>
Lucro Bruto	30,0	32,1	34,2
(-) Desp.Operacionais	-15,0	-15,0	-15,0
EBIT	15,0	17,1	19,2
(+) Depreciação	12,0	14,0	16,0
EBITDA	27,0	31,1	35,2
<b>margem EBITDA</b>	<b>27%</b>	<b>29%</b>	<b>31%</b>

Como podemos notar, a empresa B cresce mais (em dois anos sua receita subiu 14% versus 10% da empresa A) e tem margens mais elevadas (cinco pontos a mais de margem bruta e uma margem EBITDA muito superior).

Ou seja, a partir de um faturamento muito superior e margens mais elevadas, a empresa B apurará um EBITDA de \$35,2 ante apenas \$25,5 da empresa A no ano de 2013. A empresa B viu seu EBITDA crescer mais de \$8 em dois anos, quase o dobro do crescimento da empresa A.

Qual dessas empresas é mais rentável?

Podemos afirmar, com grande margem de segurança, que a esmagadora maioria das pessoas, incluindo os profissionais de mercado, sequer hesitaria em indicar a empresa B como a mais rentável. Mas isso nem sempre é verdade.

Infelizmente (ou talvez para nós, felizmente...) esse é um dos erros mais comuns no mercado financeiro. As pessoas tendem a confundir crescimento e margem com rentabilidade e focam excessivamente na demonstração de resultados (DRE) de uma empresa para analisá-la, esquecendo-se que o que mais importa é o fluxo de caixa.

A demonstração de resultados de uma companhia, onde podemos ler os dados de faturamento, custos, margens e lucro, é apenas um dos elementos que deve ser analisado.

Poucas são as pessoas que olham para a Empresa B e questionam quanto custará esse crescimento mais acelerado, ou se as margens mais altas decorrem de investimentos que não necessariamente geram valor ao acionista.

Vamos agora adicionar mais um elemento à nossa análise.

Supondo que tanto a empresa A quanto a empresa B iniciaram o ano de 2011 exatamente com a mesma base de ativos (máquinas, equipamentos, etc.) no valor de \$100, mas que a empresa A invista 10% de sua receita anual para financiar o crescimento de sua atividade, enquanto a empresa B investe o dobro – até por isso apresenta um crescimento maior.

Então, olhando para o fluxo de caixa, teríamos uma figura completamente distinta.

<b>Empresa A</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>	<b>Empresa B</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>	<b>2013</b>
<b>EBITDA</b>	21,0	23,3	25,5	<b>EBITDA</b>	27,0	31,1	35,2
<b>(-) depreciação</b>	-11,0	-12,0	-13,0	<b>(-) depreciação</b>	-12,0	-14,0	-16,0
<b>(-) desp juros</b>	-3,9	-3,2	-2,3	<b>(-) desp juros</b>	-4,3	-4,1	-3,7
<b>(-) IR (34%)</b>	-2,1	-2,7	-3,5	<b>(-) IR (34%)</b>	-3,6	-4,4	-5,3
<b>= Lucro Líquido</b>	<b>4,0</b>	<b>5,3</b>	<b>6,7</b>	<b>= Lucro Líquido</b>	<b>7,1</b>	<b>8,6</b>	<b>10,2</b>
<b>(+) depreciação</b>	11,0	12,0	13,0	<b>(+) depreciação</b>	12,0	14,0	16,0
<b>(-) investimentos</b>	-10,0	-10,5	-11,0	<b>(-) investimentos</b>	-20,0	-21,4	-22,9
<b>(-) cap giro (8%)</b>	0,0	-0,4	-0,4	<b>(-) cap giro (8%)</b>	0,0	-0,6	-0,6
<b>= Fluxo de Caixa</b>	<b>5,0</b>	<b>6,4</b>	<b>8,3</b>	<b>= Fluxo de Caixa</b>	<b>-0,9</b>	<b>0,6</b>	<b>2,8</b>

É interessante notar que a empresa B, além de crescer mais e ter margens superiores à da empresa A, também atinge um lucro líquido muito mais elevado. Note que, em 2013, por exemplo, o lucro da empresa B é de \$10,2 – mais de 50% superior ao da empresa A.

No entanto, para atingir tamanha lucratividade, a empresa B necessita realizar investimentos muito superiores e, com isso, gera muito menos caixa. No acumulado destes três anos, enquanto a “lucrativa” empresa B gerou \$2,5 de caixa, a empresa A gerou quase \$20 – oito vezes a mais!

Significa, então, que ao contrário do previamente imaginado, a empresa A é mais rentável que a empresa B?

Pode ser que, por investir menos, a empresa A rapidamente atinja a sua capacidade máxima de operação, ao passo que a empresa B seguirá crescendo, diluindo custos fixos e gerando caixa no futuro.

Por outro lado, também é possível que a empresa B seja muito eficiente no lado operacional, mas completamente ineficiente na realização de investimentos, adquirindo equipamentos caros, mas que não conferem nenhuma vantagem adicional em relação aos equipamentos mais rudimentares adquiridos pela empresa A.

Ou seja, olhar números friamente sem entendê-los com profundidade torna impossível uma análise correta das companhias. Porém, pior do que isso é apenas olhar uma parte dos números (resultados) sem entender como eles foram obtidos (balanço).

Por mais óbvio que isso possa parecer, a prática de mercado é muito distante do óbvio.

Os analistas, ao entrevistarem executivos das companhias, focam quase que integralmente suas atenções na capacidade de crescimento da empresa e nas margens futuras. Os mais críticos e diligentes analistas buscam fontes alternativas de informações (concorrentes, fornecedores, clientes, ex-funcionários, etc.) para conferir os dados que obtiveram e assim realizarem suas projeções.

Contudo, pouca pesquisa é feita sobre os planos de investimento das empresas. Os analistas tendem a aceitar as projeções de investimento das companhias como verdadeiras, bem como a utilidade dos mesmos. Por exemplo, quando uma companhia divulga um plano de investimento de \$300 para os próximos três anos a fim de aumentar a capacidade produtiva em 25%, não se costuma averiguar se esse montante faz sentido (ou pode ser extrapolado) e se de fato será possível um aumento de capacidade dessa envergadura.

Caso a companhia em questão apresente um EBITDA \$10 superior à projeção do analista (+10%), o mesmo tende a elogiar seu resultado, ainda que a empresa tenha estourado seu orçamento de investimentos em \$50, ou tenha apresentado descontrole de estoques.

É importante ressaltar que essa prática não é apenas uma “miopia” dos analistas e investidores: as próprias companhias muitas vezes se autoavaliam dessa forma. A esmagadora maioria dos *press-releases* de resultado das empresas apresenta dados detalhados dos negócios da companhia no que tange a vendas, custos e despesas; mas raramente apresentam dados sobre a gestão de capital de giro ou investimentos.

Em decorrência disso, há várias empresas que geram muito caixa tendo margens baixas, e outras que não geram caixa mesmo tendo margens altas. Se levarmos em consideração que grande parte do mercado avalia as companhias como um múltiplo de seu lucro líquido, fica fácil inferir quantas distorções podemos encontrar no mercado.

Há um ditado que diz “contra dados não há argumento”, com o qual concordamos plenamente, mas com uma ressalva: é imperativo que a interpretação dos dados seja correta. Apesar de a contabilidade ser uma ciência exata, olhar os dados parcialmente, ou não os ler da forma correta, pode invalidar a velha máxima de que “os números não mentem”. Trata-se da chamada **matemática**.

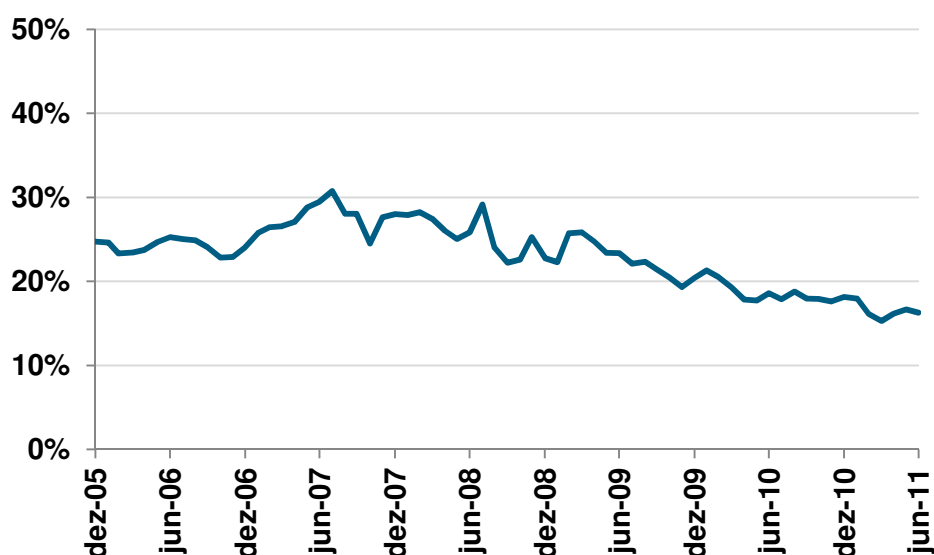
## Nossos Resultados & a matemática

Encerramos o primeiro semestre de 2011, com os seguintes resultados:

	1º Semestre 2011
Futurevalue	-3,0%
Futurewatch	-11,5%
Challenger	-3,2%
Ibovespa	-10,0%

Nitidamente, os retornos seguem abaixo de nossa média histórica.

O gráfico abaixo apresenta a média móvel de 10 anos do retorno anualizado do **Futurewatch** em relação ao Ibovespa. Como podemos notar, o resultado apresenta certa estabilidade. Nos últimos 16 anos mantivemos uma média de retorno 20 pontos percentuais ao ano acima do Índice Bovespa.



É evidente que ao longo de nossa história tivemos anos melhores e anos piores, mas o que importa é manter a consistência no longo prazo, já que nossa filosofia sempre foi baseada em investimentos de ciclo longo.

Antes de seguir adiante, é de suma importância desmistificar um entendimento errado que existe sobre os investidores de longo prazo: **tal qual os investidores de curto prazo e os traders, os investidores de longo prazo tomam decisões diariamente: a simples decisão de não alterar o portfólio é uma decisão. A única diferença entre os dois estilos de investir no que tange a prazo é que os investidores de longo prazo são mais tolerantes a flutuações nos preços das ações e aos resultados das companhias, pois entendem que no mundo real a velocidade é diferente. Para obtermos os ganhos muito superiores que buscamos, precisamos dar tempo para que os nossos ativos possam destravar seu valor intrínseco.**

Posto isso, fica mais fácil examinar o nosso desempenho recente e interpretá-lo com a devida propriedade. Ao examinar o resultado auferido pelos fundos ao longo dos últimos dois anos, não há nenhum motivo para ficarmos orgulhosos:

	Últimos 2 anos % ao ano	Dif vs Ibovespa (alfa)
<b>Futurevalue</b>	<b>+23,8%</b>	<b>+14% aa.</b>
<b>Futurewatch</b>	<b>+14,2%</b>	<b>+4% aa.</b>
<b>Challenger</b>	<b>+25,7%</b>	<b>+16% aa.</b>
<i>Ibovespa</i>	<i>+10,1%</i>	<i>-</i>

É óbvio que nosso objetivo como gestores é manter estável a curva histórica apresentada anteriormente. Ao examinar a tabela acima, é bem possível inferir que estamos um pouco distantes de nosso objetivo.

Contudo, conforme vimos anteriormente na comparação entre empresa A e empresa B, olhar os resultados sem entender o que está por trás deles pode levar a uma interpretação errônea dos mesmos.

Convidamos o leitor a examinar conosco o que está por trás dos resultados auferidos nos últimos dois anos, para um melhor diagnóstico dos mesmos. Para tanto, elencamos abaixo todas as posições relevantes que transitaram por nossos fundos ao longo desse período e o respectivo resultado nominal de suas ações em comparação com o Ibovespa.

Dividimos as empresas em três categorias:

- Empresas em reestruturação operacional ou em fase de mudança relevante em seu negócio;
- Empresas de ciclo completo, ou seja, que já passaram pela fase de investimento e desinvestimento;
- Empresas em maturação ou desenvolvimento, ou seja, ainda investidas.

Empresas	Data-Base <sup>1</sup>	Final	# Anos	Retorno Empresa	Retorno Ibovespa	Diferença ao ano
<b>Empresas em reestruturação</b>						
Rodobens	jun/09	jun/11	2,0	-22,3%	21,3%	<b>-21% aa.</b>
LogIn	jun/09	jun/11	2,0	-12,8%	21,3%	<b>-17% aa.</b>
Portobello	jun/09	jun/11	2,0	36,0%	21,3%	<b>+7% aa.</b>
<b>Empresas em maturação</b>						
Magnesita	jun/09	jun/11	2,0	0,3%	21,3%	<b>-10% aa.</b>
Metisa	jun/09	jun/11	2,0	36,2%	21,3%	<b>+7% aa.</b>
<em formação 1>	dez/10	jun/11	0,5	-5,9%	-10,0%	<b>+8% aa.</b>
Fibam	jun/09	jun/11	2,0	39,8%	21,3%	<b>+9% aa.</b>
M Dias	jun/09	jun/11	2,0	49,7%	21,3%	<b>+14% aa.</b>
<em formação 2>	set/09	jun/11	0,8	1,1%	-10,1%	<b>+15% aa.</b>
Graziotin	jun/09	jun/11	2,0	71,4%	21,3%	<b>+25% aa.</b>
<em formação 3>	jan/11	jun/11	0,4	7,8%	-6,3%	<b>+34% aa.</b>
<em formação 4>	abr/10	jun/11	1,2	34,0%	-7,6%	<b>+35% aa.</b>
Randon	jun/09	jun/11	2,0	106,7%	21,3%	<b>+42% aa.</b>
<em formação 5>	mai/10	jun/11	1,1	92,5%	-1,0%	<b>+85% aa.</b>
<em formação 6>	fev/11	jun/11	0,3	56,6%	-7,4%	<b>+189% aa.</b>
<b>Empresas de ciclo completo</b>						
Brookfield	jun/09	mar/11	1,8	101,4%	33,3%	<b>+38% aa.</b>
SEB	jun/09	jul/10	1,1	89,9%	31,2%	<b>+54% aa.</b>
Totvs	jun/09	abr/10	0,8	82,5%	31,2%	<b>+61% aa.</b>
DASA	jun/09	fev/10	0,7	73,4%	29,2%	<b>+66% aa.</b>
PDG	jun/09	nov/09	0,4	63,4%	30,3%	<b>+79% aa.</b>
General Shop.	jun/09	abr/11	1,9	216,2%	28,5%	<b>+101% aa.</b>
Trafo	jun/09	jan/10	0,6	92,0%	27,1%	<b>+110% aa.</b>

A análise da tabela acima mostra os mesmos números anteriores, mas sob uma ótica distinta. Ao dividir as empresas por categorias, notamos uma diferença substancial em seus respectivos retornos.

As empresas que já tiveram seu ciclo completo proporcionaram um expressivo retorno, invariavelmente muito acima inclusive da nossa média histórica.

As empresas que estão em maturação são aquelas que entendemos estarem no caminho certo na agenda de geração de valor, porém ainda vemos muito espaço para valorização e as mantemos em carteira. Apenas uma destas companhias não produziu retornos positivos em relação ao Ibovespa e a esmagadora maioria delas apresenta um alfa (excesso de retorno) bastante expressivo.

Por outro lado, as empresas em reestruturação (*turn-around*) apresentam fortes perdas ou retorno ínfimo.

Podemos consolidar os resultados acima na seguinte tabela, onde vemos a média e mediana dos resultados das empresas, por tipo:

<sup>1</sup> Com objetivo de analisarmos o que aconteceu nos últimos 2 anos, consideramos como data-base o mês de Junho de 2009. Para investimentos mais recentes, consideramos a data de início do investimento.

Diferença sobre Ibovespa	Média	Mediana
Reestruturação	-10% aa.	-17% aa.
Maturação	+38% aa.	+20% aa.
Ciclo Completo	+73% aa.	+66% aa.

Ora, se as empresas de ciclo completo apresentam resultados extremamente expressivos e as em maturação, na média, apresentam retornos bastante elevados, podemos então atribuir boa parte da baixa performance dos fundos nos últimos dois anos às empresas em reestruturação, que possuem peso relevante na carteira.

Neste contexto, abrem-se duas possibilidades: (i) fizemos escolhas erradas e estas empresas representarão uma perda de capital para o fundo ou (ii) estas empresas têm um ciclo mais longo e ainda não deram resultado, mas eles virão com o tempo.

Em relatórios anteriores, já discorremos sobre a “perpetuação do *status quo*”. O mercado não costuma pagar por antecipação por um ganho de margem futuro, especialmente quando se tratam de *small caps*.

Por diversas vezes em nossa história, nos deparamos com casos semelhantes. Por conta de nossa origem no “mundo real”, não temos o senso imediatista de achar que as evoluções ocorrem “do dia para a noite”. Entendemos perfeitamente que um processo dessa natureza leva algum tempo para se consolidar e apresentar resultados tangíveis.

Contudo, a história mostra que a espera compensa. Nosso primeiro caso de sucesso, por exemplo, foi em Embraer, quando esperamos oito “longos” anos com retornos pífios para depois decuplicar o capital investido. Aliás, a própria Trafo, que consta na tabela acima classificada como empresa de “ciclo completo”, não lidera a lista à toa. Também se tratava de um caso de reestruturação, que trouxe ganhos expressivos ao fundo.

Quando ingressamos em casos desse tipo, entendemos que algumas dificuldades serão enfrentadas e, mais do que isso, uma grande imprevisibilidade de *timing* de retornos está “em jogo”. Por outro lado, os resultados esperados para esses casos são muito mais expressivos do que os casos normais – ou seja, não valeria a pena investir em casos dessa natureza se não fosse para colher resultados extremamente expressivos.

Conforme colocamos anteriormente, o investidor de longo prazo toma decisões diárias, mas é mais tolerante com o progresso da empresa. As empresas que não caminham conforme nossas expectativas são reanalisadas, e eventualmente vendidas. E aquelas que mantemos em carteira são, segundo nosso entendimento, empresas que evoluem bem, mas por diferentes motivos ainda não tiveram seu valor reconhecido pelo mercado.

Entre todas as empresas investidas, aquelas com maior perda em relação ao Ibovespa são Rodobens e Login. No caso da Rodobens, a primeira e mais dolorosa parte da reestruturação já foi concluída, restando agora a operacionalização dos novos processos. No segundo caso, podemos afirmar que a fase de reestruturação se encerrou com êxito.

É claro que empresas em reestruturação são mais arriscadas. O *turn-around* pode ser mais lento do que o esperado ou pode, infelizmente, não dar certo e a perda pode ser relevante. Por isso, para investir em empresas dessa natureza, é necessária muita pesquisa e um monitoramento muito próximo.