



Wealth High Governance

3º trimestre de 2021

Carta do Gestor

Equities Brasil

Uma Análise sobre *Valuation*
e Tendência de Lucros



Sumário Executivo

“Aprendemos mais ao buscar a resposta para uma pergunta e não encontrá-la do que aprendemos ao descobrir a própria resposta.”

Lloyd Alexander

Prezados Investidores:

- Nossa segunda carta procura endereçar o questionamento sobre valuation da bolsa brasileira, com olhar global e estudos diferenciados.
- O Ibovespa está negociando a um Preço / Lucro projetado similar ao menor nível desde o auge do Covid. À primeira vista, a bolsa parece barata, mas requer uma análise mais profunda sobre a qualidade e recorrência do lucro.
- Por um lado, o lucro estimado subiu muito para 2021, mas por outro ele cai nos próximos 2 anos (2022-2023).
- A fotografia é melhor que o filme: *commodities* representam 2/3 do lucro esperado para 2021 e há risco de revisão para baixo nas estimativas de 2022 e 2023.
- Decompondo o índice: as companhias de *commodities* estão baratas versus o histórico, enquanto as empresas de qualidade ainda estão caras, especialmente frente à magnitude da taxa livre de risco.
- Na nossa alocação, estamos com uma posição pequena em equities no Brasil.

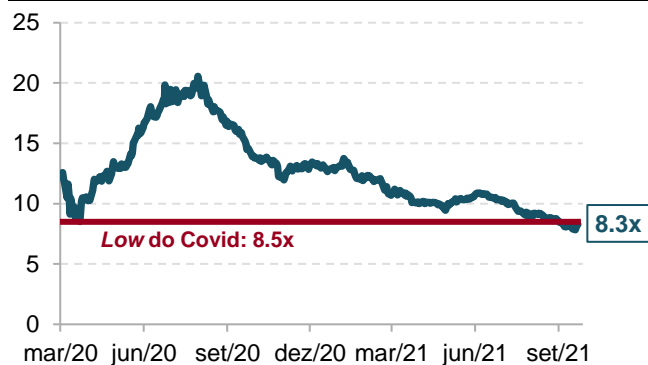
Equities Brasil: Uma Análise sobre Valuation e Lucros

Andrew Reider & Daniel Gewehr

Nossa segunda carta procura endereçar o questionamento sobre valuation da bolsa brasileira, com olhar global e estudos diferenciados. Temos uma visão de que um portfólio com maior alocação em instrumentos de renda fixa local e renda variável internacional traz uma melhor relação risco-retorno em tempos incertos. Com a recente correção das bolsas globais, temos visto um aumento de questionamentos sobre a bolsa brasileira (que cai 6% em 1 mês). O *valuation* da bolsa é tema de vários meios de comunicação e da comunidade de investidores. Nessa carta, iremos discorrer sobre a avaliação da Ibovespa e sua tendência de lucros.

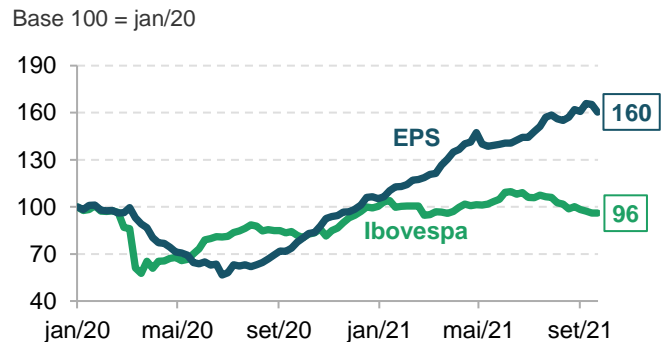
A bolsa brasileira está negociando a 8,3x Preço / Lucro Projetado, que é um nível mais baixo do que no auge da Covid19 em março de 2020. Outra forma de olhar é que, apesar do Ibovespa estar em patamares parecidos ao pré-Covid19, o lucro projetado 12 meses à frente está 60% acima daquela época. À primeira vista, a bolsa parece barata demais. Entretanto, uma análise mais profunda mostra que a análise depende da qualidade e recorrência do lucro.

Ibovespa - Preço / Lucro Projetado



Fonte: Bloomberg, WHG.

Ibovespa - Preço e Lucro Projetado

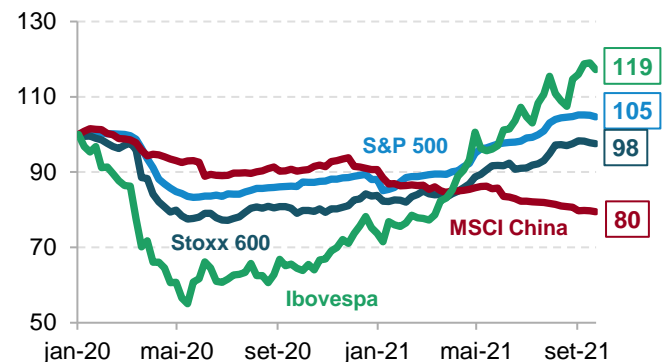


Fonte: Bloomberg, WHG.

O lucro estimado subiu muito, mas sua composição também mudou muito

Começando pela notícia positiva, o lucro do Ibovespa cresceu de 5.361 pontos em 2019 para 14.714 pontos em 2021YE, um crescimento muito forte. Surpreendente se comparado com outras economias. Incrivelmente, se olharmos a projeção do lucro projetado para o Ibovespa para 2021 do pré-covid até hoje, a estimativa é 19% maior (em dólar!). Isso é bem melhor do que até os EUA, Europa ou China.

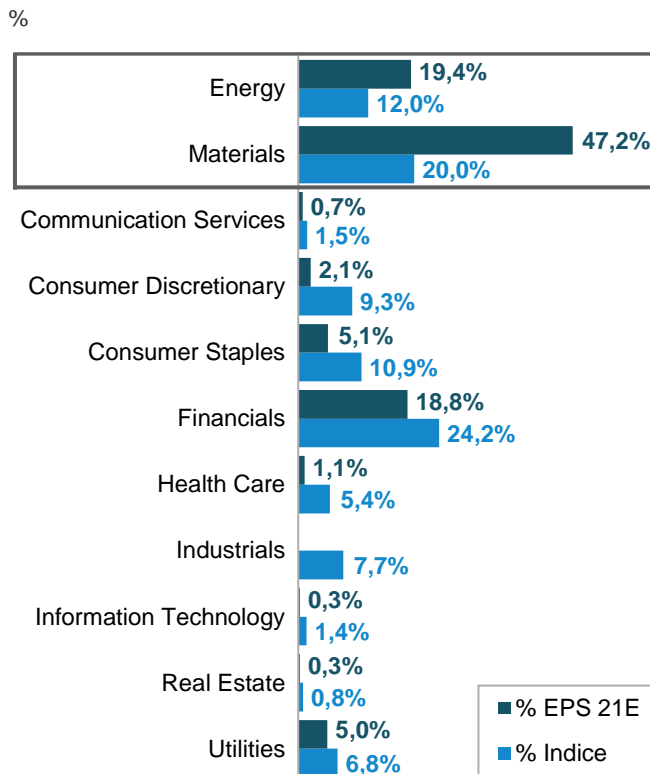
Comparação entre países do lucro projetado para 2021 (USD)



Fonte: Bloomberg, WHG.

Por outro lado, commodities ganharam muita relevância nessa conta, passando a representar 67% do lucro projetado em 2021, enquanto respondem por 33% do peso do índice. O setor de Materiais responde sozinho por quase 50% do lucro esperado para o Ibovespa em 2021.

Participação dos setores no Ibovespa vs no EPS



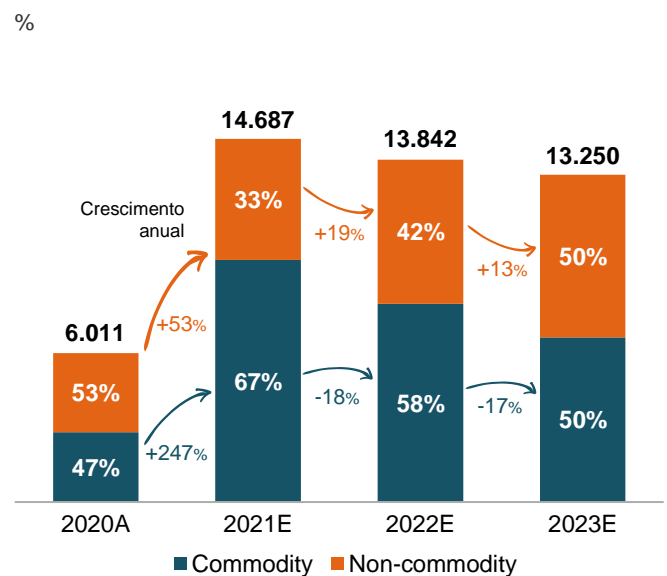
Fonte: Bloomberg, WHG.

O efeito da gravidade: Lucro do Ibovespa cai nos próximos 2 anos

Essa forte subida dos lucros é embasada em setores cíclicos, o que reduz a perenidade desse crescimento. As estimativas apontam para uma queda de lucro consolidado do Ibovespa de 5,8% e 4,3% em 2022 e 2023, respectivamente. Com o *backwardation* de commodities (curva em declínio), especialmente do minério de ferro, nos parece factível a estimativa de queda de lucro da categoria de 18% e 17% respectivamente em 2022 e 2023.

A pergunta que fica: é factível o lucro dos setores não-commodities crescer 19% e 13% no mesmo período? Com um cenário macro mais desafiador (PIB próximo de 1% e Selic próximo a 9%), nos parece que existe risco baixista para as estimativas.

Participação no lucro do Ibovespa de empresas commodities e não-commodities



Fonte: Bloomberg, WHG.

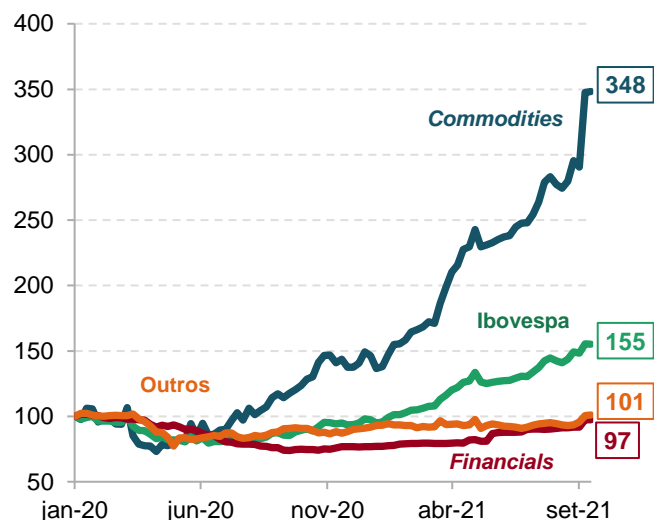
Revisão de Lucro: A fotografia é melhor do que o filme

O lucro projetado do índice Ibovespa para 2021 foi revisado para cima em 54% desde julho/19 (chegou a cair ~20% durante a Covid19). Quase toda essa revisão de lucro no período foi puxada por empresas ligadas a *commodities*, que por sua natureza são cíclicas (vide o setor de mineração, cujo preço do minério de ferro chegou a US\$240/ton em maio para recuar abaixo de US\$120/ton em setembro).

Os setores não-*commodities*, que têm lucro mais sustentável, só recentemente atingiram o patamar pré-pandemia.

Projeção para o lucro de 2021 do índice Ibovespa nos últimos anos

Base 100 = jul/19

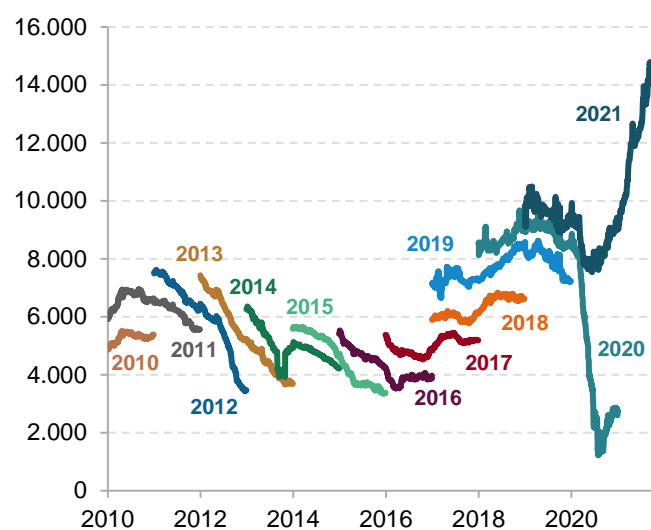


Fonte: Bloomberg, WHG.

De 2010 a 2020, o lucro do Ibovespa foi revisado para baixo em 7 dos 11 anos. Desde o começo do ano, o lucro projetado para esse ano foi revisado para cima em 63%.

Projeção para o lucro do índice Ibovespa ao longo do tempo

Lucro Estimado Ibovespa



Fonte: Bloomberg, WHG.

Valuation por setores

A média histórica do Ibovespa está ao redor de 11x. De 11 setores analisados 9 estão negociando abaixo do histórico, com exceção dos setores de tecnologia e industrial. Novamente, essa estatística de difusão é interessante. Porém, ainda notamos que 5 setores negociam acima de 20x P/L, uma medida elevada para um país cuja taxa livre de risco de 10 anos está em 11%.

Valuation e Crescimento de Lucro por Setores

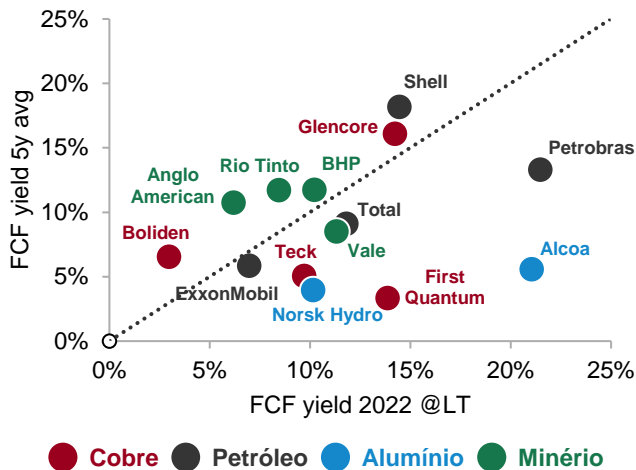
Setor	P/E Fwd	Dif vs Média 5a	Crescimento de Lucro		
			2021E	2022E	2023E
Comm. Services	11,8	-17%	52%	18%	10%
Cons. Discretionary	21,5	-6%	-17%	36%	19%
Consumer Staples	24,0	-5%	28%	0%	11%
Energy	5,7	-52%	152%	3%	-2%
Financials	9,8	-11%	44%	12%	9%
Health Care	33,0	-5%	26%	31%	19%
Industrials	33,7	12%	NA	NA	61%
Technology	42,4	44%	49%	26%	22%
Materials	4,7	-58%	310%	-27%	-25%
Real Estate	18,3	-20%	-51%	43%	-8%
Utilities	10,1	-11%	-4%	14%	10%

Fonte: Bloomberg, WHG.

Decompondo o Ibovespa em 3 categorias

Commodities. Gostamos de olhar o *valuation* com o preço da *commodity* normalizada já que cada *commodity* tem uma dinâmica diferente—o minério de ferro de longo prazo é muito abaixo do spot, diferente do cobre e alumínio por exemplo. Então ações que parecem extremamente baratas quando olhando o *free cash flow yield* atual, não necessariamente são tão baratas quando normalizadas. A Vale por exemplo, está só um pouco mais barata versus o histórico quando usamos o minério de ferro de longo prazo estimado pelo mercado. A Petrobras, por outro lado, está realmente barata nessa ótica.

Empresas globais de commodities – FCF Yield com commodity no preço normalizado no longo prazo versus média de 5 anos



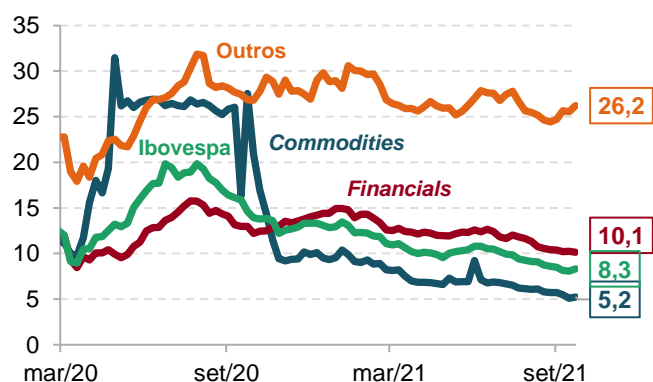
Fonte: Bloomberg, WHG.

Financials. O setor negocia com múltiplos baixos (10,1x P/L), porém enfrenta alguns dilemas estruturais como a competição de *fintechs* e o interesse da maior competição pelos órgãos reguladores. Os investidores temem que o crescimento dos grandes bancos não se mantenha no patamar de duplo dígito, após a normalização do ciclo de crédito.

Outros. Essa categoria contempla diversos setores como consumo, tecnologia e saúde. Ela está negociando a 26,2x P/L, que é um nível muito alto considerando o custo de capital brasileiro.

P/E Fwd por categorias do Ibov

Base 100 = jul/19



Fonte: Bloomberg, WHG.

Valuation no Brasil num contexto internacional

Não existe almoço grátis no atual ciclo do mercado do ponto de vista *top down*. No Brasil, apesar do *valuation* barato ao redor de 8x P/L, não tem crescimento de lucro para os próximos anos, prejudicando a comparação do PEG (métrica que analisa a relação entre P/E e crescimento). Isso torna o país menos atrativo para investidores que buscam crescimento de lucro em mercados emergentes. Excluindo *commodities* e bancos, as outras empresas do Ibovespa negociam com um múltiplo P/L acima do S&P 500.

Ao olhar o *valuation* em relação ao crescimento, o S&P 500 está negociando a 20,3x P/E para 2022E, com uma estimativa de crescimento de lucro de 10% para 2023E. Isso leva a um PEG de 2,1x (a prática menciona que PEGs abaixo de 1x são interessantes).

A China parece mais interessante olhando essa métrica, com 16% de crescimento projetado para 2022E e P/E ~12x.

Tabela Country Factor Top Down

Índice	P/E			Crescimento EPS			PEG	PEG
	21E	22E	23E	21E	22E	23E		
ACWI	18,7	17,5	16,0	65%	7%	9%	2,7	1,9
S&P 500	22,0	20,3	18,5	63%	9%	10%	2,5	2,1
MSCI China	14,5	12,4	10,7	42%	17%	16%	0,9	0,8
Ibovespa	7,8	8,5	8,7	142%	-8%	-3%	NA	NA
- Commodities	4,7	5,5	6,4	247%	-18%	-17%	NA	NA
- Financials	11,2	9,9	9,0	44%	12%	9%	0,9	1,1
- Outros	32,5	23,5	19,4	66%	27%	17%	1,2	1,3

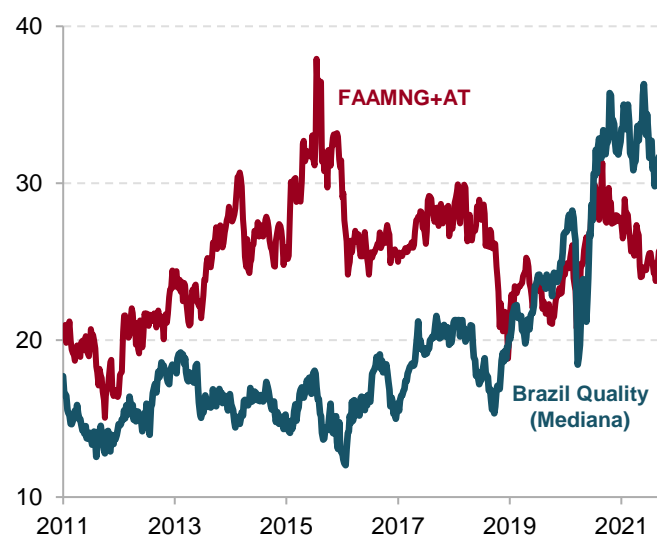
Fonte: Bloomberg, WHG.

Apesar da correção recente do mercado, as empresas de qualidade brasileiras também continuam caras. Montamos uma cesta composta das 15 principais empresas de qualidade brasileiras.

Ela negocia a 30x P/E 2 anos à frente, um prêmio de ~20% comparado às maiores companhias de tecnologia do mundo, que crescem mais rápido, com ROIC melhor e menor custo de capital. Face à curva longa de juros (10 anos em 11%) e considerando o prêmio de risco de se investir em *equities* (assumimos um *equity risk premium* de 5%), uma empresa que negocia acima de 20x Preço/Lucro no Brasil teria que crescer mais de 10% *ad eternum* para justificar seu *valuation* nesse nível de taxa de juros.

FAAMNG+AT vs Brazil Quality*

Forward P/E de 2 anos



Fonte: Bloomberg, WHG. **FAAMNG+AT = Facebook, Apple, Amazon, Microsoft, Netflix, Google, Alibaba, Tencent. Brazil Quality = Ambev, B3, Fleury, GNDI, Hapvida, Localiza, Lojas Americanas, Lojas Renner, Natura, OdontoPrev, Petz, RD, Rede D'Or, Totvs e Weg.

Conclusão

Apesar do *headline* mostrar, a Ibovespa ainda não parece ser uma oportunidade assimétrica de compra análoga a que encontramos em março de 2021 (quando iniciamos uma alocação acima da média, encerrada final de julho). Naquele momento, o *valuation* era semelhante, mas a tendência de revisão de lucro apontava para cima e o posicionamento era mais leve (estrangeiros estavam subalocados). Além disso, a renda fixa não competia com tanta força com a bolsa local. Na nossa alocação, continuamos com uma posição pequena em *equities* no Brasil.

Este material de divulgação é destinado exclusivamente ao cliente, não considera situação financeira ou necessidades individuais e particulares e não contém todas as informações que um investidor em potencial deve considerar ou analisar antes de investir. Este material foi elaborado pela equipe de gestão de fundos de investimento (“time de gestão”) da Wealth High Governance Capital Ltda. (“WHG Capital”), empresa responsável pela gestão de fundos de investimento. O material foi preparado com base em informações públicas, dados desenvolvidos internamente e outras fontes externas, não devendo ser entendido como análise de valor mobiliário, material promocional de oferta, distribuição, consultoria, solicitação de compra e/ou venda ou recomendação de qualquer ativo financeiro ou investimento. A decisão final de alocação cabe exclusivamente ao gestor discricionário da carteira do veículo de investimento. Recomendamos ao cliente que sempre consulte profissionais especializados antes de decidir sobre investimentos em ativos mobiliários. Este material não se caracteriza nem deve ser entendido como uma promessa/um compromisso da WHG Capital de realizar os serviços ou estruturar os veículos de investimento aqui descritos. Este material não se caracteriza e não deve ser entendida como consultoria jurídica, contábil, regulatória ou fiscal em relação aos assuntos aqui tratados. O cliente deve basear-se, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. A reprodução total ou parcial desta publicação é expressamente proibida, exceto com a autorização da WHG ou a citação por completo da fonte (nomes dos autores, da publicação e da WHG).



Wealth High Governance

Andrew Reider

Chief Investment Officer (CIO)
andrew.reider@whg.com.br

Daniel Gewehr

Portfólio Manager e Head Research
daniel.gewehr@whg.com.br

