

# Muito além do valor justo atribuído a um papel

## Mohamed Mourabet

20/12/2005

---

Desde que comecei a exercer a função de gestor de renda variável em países emergentes, há 14 anos, sempre me intrigou, o uso sistemático e incondicional dos DCFs (Modelos de Fluxo de Caixa Descontado) pela maioria dos analistas e gestores de fundos na avaliação do potencial de valorização de ações. O DCF é um modelo de avaliação de empresas baseado na projeção dos fluxos de caixa futuros e perpétuos, estes trazidos a valor presente usando-se uma determinada taxa de desconto.

Essa metodologia é uma espécie de analogia à sistemática utilizada na hora de definir o preço de ativos de renda fixa. Sem invalidar o uso dos DCFs como um exercício de avaliação de empresas e plataforma de comunicação entre analistas, gostaria de levantar três pontos fundamentais que limitam a eficácia desta ferramenta de análise na tomada de decisões de investimento em ativos de renda variável:

1) O fator "Tempo": Quem utiliza os DCFs precisa definir diversas premissas para o futuro, entre elas: a projeção de crescimento para a empresa no período explícito (geralmente os próximos três anos), a estimativa de crescimento para o período de transição (do terceiro ano ao décimo), a taxa projetada de crescimento para a perpetuidade (do décimo ano em diante) e, por fim, a taxa de desconto que deverá ser aplicada a todo o fluxo de caixa futuro. Vale ressaltar que esta taxa deve contemplar entre outras estimativas o risco-país e o prêmio de risco do mercado acionário.

Tudo isso parece interessante e útil porque, nesse processo, alguns pontos importantes para a dinâmica da empresa são analisados e discutidos. Porém, nesta metodologia, mais de 60% (chegando a 90%, dependendo do setor) do valor de uma empresa - e conseqüentemente o seu potencial de valorização - depende da atribuição do "valor da empresa na perpetuidade". As premissas atribuídas ao longo prazo (a partir do décimo ano) são especialmente críticas para este tipo de modelo.

Em uma análise simples: uma empresa que pagasse um dividendo anual de R\$ 10,00 com uma taxa de desconto de 10% ao ano e uma taxa de crescimento na perpetuidade de 5% ao ano, teria hoje um valor justo de R\$ 200,00. Se a taxa de crescimento na perpetuidade fosse mudada para 6% ao ano (aumento de 1 ponto percentual), este número subiria para R\$ 250,00 - um aumento de 25% no valor considerado "justo" da empresa. E essa mesma sensibilidade desse valor pode ser observada com pequenas mudanças em outras premissas, como, por exemplo, na taxa de desconto.

2) O fator "Dinâmica Setorial": esse componente é bem importante para nós, gestores brasileiros, onde boa parte do nosso universo de investimento é composto por empresas denominadas como "cíclicas" - como materiais básicos e indústrias de extração - para as quais as dinâmicas globais de médio prazo são extremamente importantes para o comportamento de suas ações no curto prazo.

Os analistas que baseiam suas análises nos DCFs dificilmente conseguirão capturar mudanças nas tendências de preços ou alterações na dinâmica de oferta e demanda antes dos demais, uma vez que eles são penalizados pelos limites do seus próprios modelos. No caso específico desse tipo de setor, o ideal é que se pague mais ou menos por uma empresa dependendo do momento do seu ciclo.

Isso é uma realidade! As dinâmicas setoriais mundiais são hoje o principal componente no valor de curto e médio prazos de muitas empresas. O investidor que, por exemplo, comprou ações de empresas de materiais básicos, como Usiminas, no primeiro trimestre desse ano sofreu as conseqüências de uma decisão de compra baseada no valor justo da empresa e não no momento do ciclo do mercado em que ela estava inserida.

3) O fator "Outros": eventos setoriais ou societários, revisões de lucros projetados pelo mercado ou aumentos de liquidez do papel têm impacto de curto ou médio prazo no valor de uma empresa. Os modelos de DCFs geram uma certa imobilidade nesse sentido, o que é negativo tendo em vista a estratégia de gestão "ativa" vendida pela maior parte dos gestores.

A pesquisa feita pelos próprios gestores - conhecida como "buy side" - deve ser compreendida, ao nosso ver, como uma ferramenta de avaliação do quanto a visão própria difere do consenso de mercado e de quais são os potenciais catalisadores de convergência dos preços ao valor justo. Entendemos que isso dever ser feito não somente em termos absolutos, com base somente em números e/ou múltiplos.

Por isso, utilizamos um modelo mais abrangente, fazendo nossas próprias pesquisas, desenhando cenários, visitando empresas, compilando informações, visando identificar oportunidades de mercado ainda não apontadas pelos demais analistas e participantes de mercado. Muitas vezes não é fácil, mas esse é o nosso trabalho!

Mohamed Mourabet é sócio da Victoire Finance Capital

E-mail [mmourabet@victoire capital.com.br](mailto:mmourabet@victoirecapital.com.br)