



# A preço de Primeiro Mundo

A despeito do abismo entre seus faturamentos, empresas brasileiras estão muito próximas de suas congêneres norte-americanas em valor de mercado

Por Silvio Muto

O fortalecimento da economia brasileira trouxe outras benesses além do estabelecimento de boas condições para a realização de negócios e da consagração da bolsa como meio de captação de recursos. Hoje em dia, algumas empresas do País vivem uma situação impensável algum tempo atrás: apesar de contar com faturamento bem menor que o de companhias norte-americanas do mesmo setor, seu valor de mercado está bem menos distante.

Veja-se o caso da produtora de alimentos Perdigão. A companhia fatura US\$ 3,7 bilhões, em comparação a US\$ 27,1 bilhões de sua congênere nos Estados Unidos, a Tyson Foods. Em valor de mercado, porém, ela está quase lá. Vale US\$ 5,2 bilhões em bolsa de valores, contra US\$ 5,8 bilhões da norte-americana. A Localiza, que atua no setor de aluguel de carros e estreou em bolsa em 2005, teve no ano passado uma receita líquida dez vezes menor que a da gigante Hertz Global— US\$ 850 milhões contra US\$ 8,6 bilhões, segundo o banco de dados da Economática. Apesar disso, a empresa mineira apresenta um valor de mercado de US\$ 2,06 bilhão e a Hertz, de US\$ 3,4 bilhões, conforme os números do dia 18 de março. A Aracruz, do segmento de papel e celulose, também tem um décimo do porte

da norte-americana International Paper — US\$ 2,1 bilhão ante US\$ 21,8 bilhões — e um valor de mercado não tão diferente assim. São US\$ 8,1 bilhões contra US\$ 12,3 bilhões da gigante mundial do setor, cuja matriz fica em Memphis, estado do Tennessee.

Mas o que leva uma companhia a ter uma razão valor de mercado/faturamento tão melhor que a de gigantes de seu setor provenientes de um mercado de ações tão eficiente e líquido como o norte-americano? Para Isac Zagury, diretor financeiro e de Relações com Investidores (RI) da Aracruz, podem-se enumerar diversas razões para o fenômeno, mas a principal tem cunho macroeconômico. “Antigamente, nossas empresas tinham um desconto muito alto em relação aos concorrentes internacionais porque o País tinha fundamentos econômicos mal resolvidos. Investir no Brasil era muito arriscado, mas, nos últimos anos, isso mudou de forma radical”, analisa. Em um cenário mais estável, companhias brasileiras passaram a ser percebidas não mais com desconto, mas com prêmio. “Hoje, não é difícil encontrar empresas brasileiras com rating melhor que o de seus concorrentes internacionais”, conta o executivo da Aracruz, companhia que é classificada como Triple-B Flat Outlook Stable, o mais alto rating de seu setor.

Wagner Salaverry, sócio da corretora Geração Futuro, salienta que, nos Estados Unidos, as companhias arcam com custos de mão-de-obra e insumos muito maiores que no Brasil, o que ocasiona margens de lucro proporcionalmente menores. “O que é melhor: comprar uma empresa menor que dê mais lucro ou uma muito grande que não cresce?”, questiona. O caso do setor de celulose traz algumas particularidades que ilustram bem a discrepância nos custos de produção aqui e lá fora. Enquanto no Brasil as florestas de eucalipto, usado para a extração da celulose, crescem rapidamente — cerca de sete anos —, nos Estados Unidos as árvores demoram aproximadamente 20 anos para chegar ao ponto de corte. Lá fora, é comum haver grandes distâncias entre as plantações e as fábricas, o que não ocorre tanto no Brasil. Por isso, para as companhias de celulose estrangeiras, o preço do petróleo influencia substancialmente os custos.

**MUITA RECEITA, POUCO RETORNO** — Eduardo Kondo, analista de investimentos da Concórdia, observa que a receita tem cada vez menos relação com o valor de mercado da companhia. “A rentabilidade é muito mais decisiva para definir o preço da ação.” Carlos Raimar, diretor de RI e aquisições da operadora Vivo, concorda: “Quando se avalia o valor de uma empresa, a primeira coisa a ser levada em consideração é a sua capacidade de geração de caixa”. A empresa de telefonia móvel teve, em 2007, um faturamento de US\$ 7 bilhões e valia, em 18 de março, US\$ 9,4 bilhões. Já a Sprint Nextel, com receita líquida de US\$ 40,1 bilhões, tinha um valor de mercado de US\$ 16,8 bilhões. É verdade que a norte-americana também não anda lá muito bem das pernas. O resultado de 2007 foi um dos piores da história da Nextel, o que certamente contribuiu para o encurtamento da distância entre as duas companhias.

Segundo o diretor de RI e aquisições da Vivo, outra variável a ser levada em conta é a alavancagem da companhia. “O múltiplo de valor de mercado por faturamento não considera o grau de endividamento da empresa. Neste caso, a Nextel certamente tem uma dívida muito maior que a Vivo”, afirma. No fim do ano passado, a companhia norte-americana anunciou

“O Brasil possui mercados fragmentados, com baixo consumo per capita em muitos setores e grandes possibilidades”

Nos EUA, as companhias arcam com custos de mão-de-obra e insumos maiores, o que reduz as margens de lucro

uma dívida de US\$ 22,1 bilhões, enquanto o relatório do quarto trimestre de 2007 da Vivo apontava débito de R\$ 2,5 bilhões.

A desvalorização da moeda norte-americana diante do real, que ajuda a “turbinar” a valorização de nossas companhias em relação às norte-americanas, é outro ponto crucial. “A depreciação do dólar ocorre em escala global e afeta todas as empresas não-americanas. Mesmo com uma eventual apreciação do dólar, a valorização das empresas daqui não fica comprometida, pois suas bases estão muito mais sólidas do que em outros tempos”, diz Salaverry, da Geração.

**O PREÇO DO FUTURO** — Na posição de país emergente, o Brasil carrega uma vantagem competitiva inegável perante o mercado norte-americano: a perspectiva de crescimento, um componente relevante na formação do valor de mercado em bolsa de valores. Enquanto a demanda por produtos e serviços no país mais rico do mundo encontra-se estabilizada, o elevado potencial de crescimento de um mercado em ascensão, como o brasileiro, acaba alavancando o preço de mercado das companhias daqui. Entre 2002 e 2007, o setor de alimentos, por exemplo, cresceu 97% no País. O incremento do segmento de

automóveis atingiu 58%, enquanto o de roupas e calçados foi de 50%. Ainda assim, o consumo per capita do brasileiro está longe do norte-americano. Estudo feito pelo Deutsche Bank mostra que, enquanto no Brasil o consumo de petróleo por habitante se limita a meio galão por dia, nos Estados Unidos este número sobe para três. Aqui se consome 4 quilos de alumínio por ano, muito pouco diante dos 20 quilos utilizados lá.

“O Brasil possui mercados fragmentados, com baixo consumo per capita em muitos setores e grandes possibilidades de desenvolvimento. Por isso a expectativa em relação às companhias brasileiras é bem mais animadora”, avalia o diretor de RI da Localiza, Silvio Guerra. Pesquisa feita pelo Bank of America prevê para a Hertz um incremento de receitas de 2,4% ao ano, até 2011. A projeção de crescimento para a Localiza nesse mesmo período é de 30,3%. Tal cenário, para o executivo, “põe a faca e o queijo em nossas mãos”. Mercados fragmenta-

dos têm grande tendência à consolidação e ótimas oportunidades de investimento. “É bem provável que, daqui a alguns anos, tenhamos grandes corporações em diversas áreas, como é comum nos EUA e na Europa hoje”, prevê.

No que depender das possibilidades de expansão, o setor de telefonia móvel também tem muita lenha para queimar. Nos Estados Unidos, a base do mercado está nos planos pós-pagos, ao passo que, no Brasil, grande parte — cerca de 85% — dos celulares é pré-paga. Ou seja, a maioria dos clientes usa o serviço de forma irregular. “Com a aposta na alteração da base de pré para pós, vinculando o cliente por mais tempo e gerando mais receita, as empresas brasileiras ainda estão longe de uma saturação”, analisa a Planner.

**SUPERVALORIZAÇÃO?** — Por causa disso, o cenário atual não constitui nem uma supervalorização das empresas brasileiras, nem uma subvalorização das norte-americanas. “É uma precificação justa, que leva em conta a qualidade da companhia brasileira e sua capacidade de crescimento”, opina Luiz Otávio Broad, analista da Ágora Corretora. Salaverry, da Geração Futuro, corrobora: “A competitividade de nossas melhores empresas justifica toda essa valorização que estão recebendo”.

O índice preço/lucro — que estima quantos anos seriam necessários para o investidor recuperar o

capital aplicado na compra da ação e é muito utilizado para avaliar se um papel está caro ou barato — dá algumas pistas de como as ações brasileiras estão se comportando diante daquelas do Tio Sam. Segundo dados da Economática do dia 26 de março, o índice P/L da Aracruz estava em 12,16, ante 9,78 da International Paper. Para a Localiza, a relação era de 20,88, enquanto a da Hertz estava em 15,19. A Vivo e a Sprint Nextel, por não darem lucro, não permitem a mesma comparação.

As diferenças entre os índices P/L não seriam, então, uma evidência de que as brasileiras estão caras demais? Não necessariamente, reiteram os especialistas ouvidos pela CAPITAL ABERTO. “Se ajustarmos o índice à taxa de crescimento, podemos afirmar que as ações de algumas de nossas empresas estão baratas. Basta olhar as estimativas de resultados, os projetos de expansão e as margens dessas companhias diante das baixas expectativas nos EUA”, diz Salaverry. Faz sentido. Mas não há dúvida de que a abundância de liquidez assistida nos últimos anos e o maior apetite dos investidores globais por países emergentes deram aquela força para que nossas companhias ficassem tão bem cotadas. A bolsa brasileira agradece. ■



**PARA ASSINANTES**

Veja o ranking das 30 maiores empresas brasileiras e norte-americanas em valor de mercado e seus respectivos índices P/L em [www.capitalaberto.com.br](http://www.capitalaberto.com.br)

## Tão longe, tão perto

Apesar de muito inferiores em faturamento, empresas brasileiras se aproximam das norte-americanas em valor de mercado (em US\$ bilhões)

Setor	Empresa	Faturamento	Valor de mercado
Alimentos e bebidas	Perdigão	3,7	5,2
	Tyson Foods	27,1	5,8
Papel e celulose	Aracruz	2,1	8,1
	International Paper	21,8	12,3
Aluguel de veículos	Localiza	0,85	2,0
	Hertz	8,6	3,4
Telefonia móvel	Vivo	7,0	9,4
	Sprint Nextel	40,1	16,8
Transporte	Gol	2,8	9,9
	Continental	14,2	1,8
Petróleo e gás	Comgás	1,8	2,7
	Nicor	3,1	1,4

Fonte: Economática. Os valores de mercado referem-se ao dia 18/03/2008, exceto os dos setores de transporte e petróleo e gás, que são de 26/3/2008

