

encore
asset management



Carta 4
Ibovespa: Vale ou não Vale?
Uma Carta Sobre Revisão de Lucros
Abril 2021

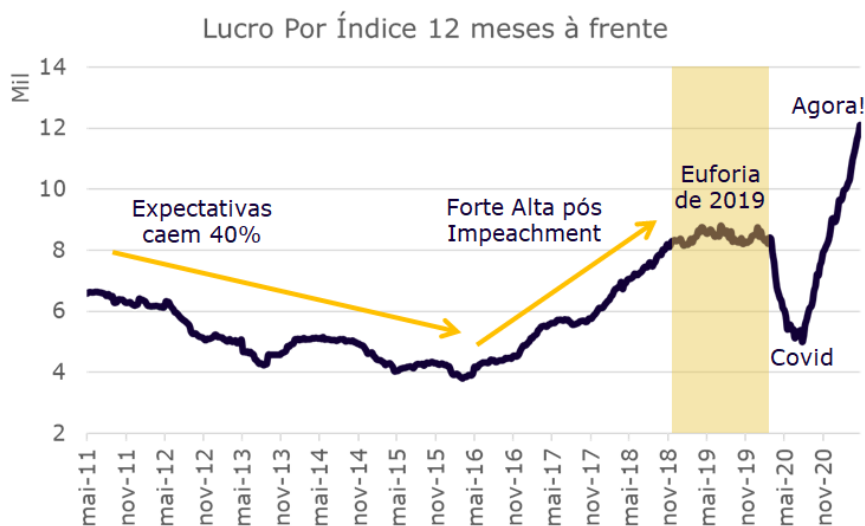
Ibovespa: Vale ou não Vale? Uma Carta Sobre Revisão de Lucros

Construir um portfólio envolve muitas coisas. São várias pessoas olhando para os detalhes das empresas, contas sobre percepção de valor, risco, assimetrias e comparações com o que acreditamos estar no consenso. Grande parte de nossas análises, como falamos na última carta "Dinheirinho e Dinheirão", são focadas nos aspectos particulares de cada empresa, mas isso não quer dizer que ignoramos as contas "no agregado".

Por exemplo, existem duas formas para saber se o Ibovespa está barato ou caro. A mais trabalhosa é analisar cada uma das 84 ações que compõem o índice, estimar o valor ou *upside* de cada, compilá-las, ponderá-las de acordo com os seus respectivos pesos e pronto, você tem sua resposta. A outra forma, muito mais simples, é olhar o agregado, o lucro somado das empresas e fazer as contas para o índice como um todo. A análise pelo segundo método ignora algumas variáveis, como a mudança das ações na composição do índice ao longo do tempo, mas não quer dizer que não seja válida. É uma forma simples, rápida e fácil de acompanhar o mercado e verificar se parece estar caro ou não.

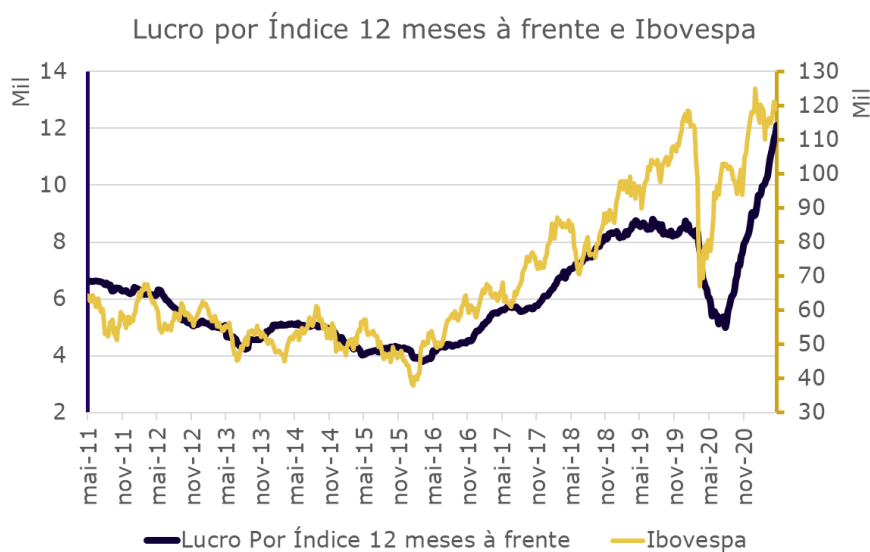
Expectativas de lucro do Ibovespa

Olhando dessa forma, alguns pontos nos chamam a atenção. Vamos por partes. O gráfico abaixo é o lucro esperado pelo mercado para o Ibovespa nos próximos 12 meses. Parece complicado, mas não é: o Índice hoje está em 120 mil pontos, mas chamar de pontos só serve para complicar, então vamos trocar pontos por Reais. Em cada um dos dias, o gráfico mostra quanto o mercado achava que você teria de lucro 12 meses depois, já ponderado pelas participações. Exemplos: Com R\$120 mil você compra hoje uma carteira do índice que tem 12,5% de Vale, 6,2% de Itaú, 8,8% de Petrobras, e por aí vai, e de acordo com o gráfico as empresas terão um lucro por carteira levemente acima de R\$12 mil em 12 meses. Ali, no começo de 2016, a carteira da época custava R\$38 mil e a projeção dos analistas era um lucro de aproximadamente R\$4 mil.



Fonte: Bloomberg, Encore

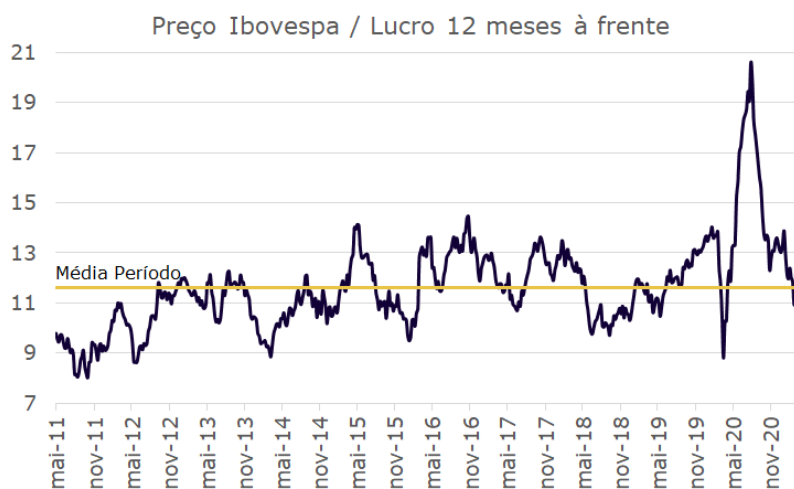
O impressionante desse gráfico é que as expectativas de lucro do Ibovespa não só recuperaram toda a crise da pandemia como são, hoje, 40% superiores à média de 2019 – época em que todo mundo amava a bolsa! O gráfico abaixo é exatamente igual ao de cima, mas adicionando, no eixo da direita, o Ibovespa. Apesar de o lucro esperado estar muito acima, o Ibovespa está em níveis parecidos com os que atingiu em 2019:



Fonte: Bloomberg, Encore

A bolsa está barata?

Uma conta simples que nos dá uma ideia de se a bolsa está ou não barata é a divisão do preço do Ibovespa, linha amarela acima, pelo lucro esperado, linha azul. Esse é o famoso múltiplo Preço / Lucro do Ibovespa, representado logo abaixo. A média desse indicador é de 11,6x, para os últimos dez anos. Estamos abaixo de 10x, o que nos faz refletir se a bolsa está barata. Notem que foram poucas as vezes em que estivemos nesses níveis – e essas vezes parecem boas oportunidades de compra.



Fonte: Bloomberg, Encore

Ou seja, o índice, no agregado, parece barato. Vamos tentar aprofundar um pouco...

Até agora olhávamos, independentemente da data, sempre 12 meses à frente. Mudando um pouco a perspectiva, vamos olhar como foi a dinâmica de revisões só para o lucro esperado de 2021. A ideia é olhar para a soma dos lucros das empresas que compõem o índice, ou seja, o resultado acaba sendo ponderado pelo tamanho dos lucros. Normalizando em base 100 apenas para vermos a variação, temos o gráfico abaixo como resultado:



Fonte: Bloomberg, Encore

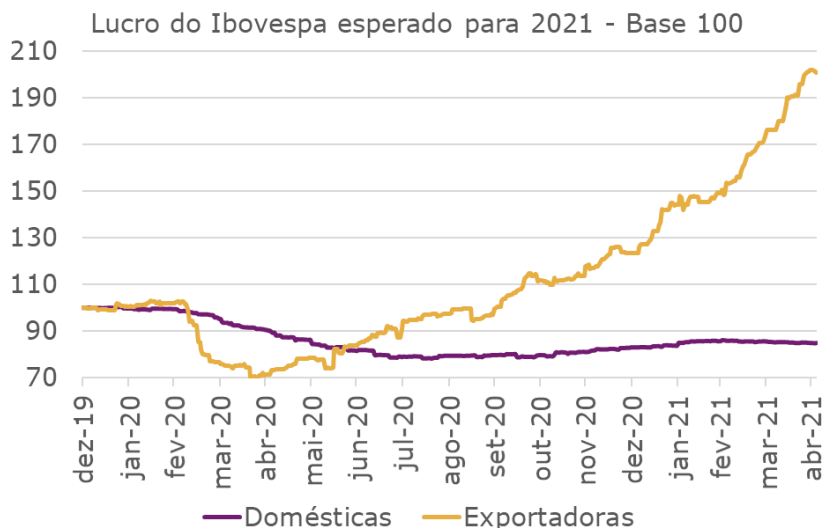
O gráfico mostra que, desde junho do ano passado, o mercado passou a revisar para cima as expectativas para o lucro de 2021, e hoje as expectativas são mais de 25% superiores ao esperado para 2021 no início de 2020. Ou seja, para os lucros do Ibovespa, tivemos uma recuperação que não foi em V, mas em $\sqrt{\quad}$. Esse gráfico "conversa" com o que vimos antes, indicando que o índice estaria potencialmente barato.

Vale Porém, agora é a hora de uma análise mais detalhada. O que fez esse lucro esperado subir tanto? Sabemos que estamos em um ciclo excelente de *commodities* e que elas ainda estão sendo beneficiadas com o Real desvalorizado. "O exportador de *commodities* brasileiro está imprimindo dinheiro", nos disse um consultor do setor. Ao abrir os lucros por empresas, descobrimos que quase toda a revisão positiva dos números esperados no início de 2020 pode ser atribuída a uma empresa apenas: a Vale. No início da série, a soma dos lucros esperados das empresas do Ibovespa para 2021 era de R\$395 bilhões sendo R\$33 bilhões da Vale. Hoje é de R\$500 bilhões, sendo R\$122 bilhões da Vale! O gráfico abaixo mostra como seria a revisão de lucros sem considerar essa grande revisão.



Fonte: Bloomberg, Encore

Exportadoras A discrepância fica ainda maior se considerarmos todas as exportadoras, que representam 40% do índice, contra as empresas domésticas que representam 60%. Enquanto as exportadoras viram suas expectativas dobrarem, o lucro das domésticas foi cortado em 16%.

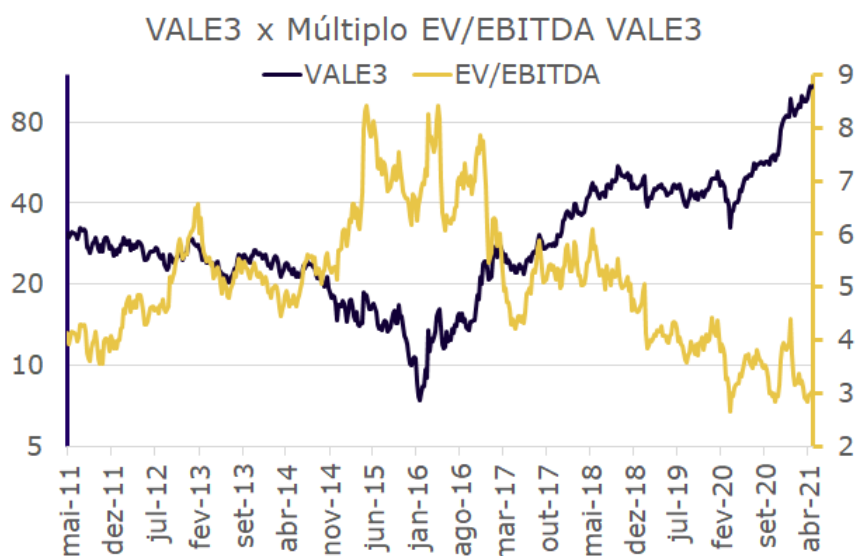


Outros setores Com os dados tratados, podemos fazer nossa análise como quisermos. Preparamos uma tabela com as revisões de lucros desde o início de 2020 por setor, com a respectiva variação das ações. Nota-se grande dispersão entre os setores, mostrando a importância da análise aprofundada caso a caso.

	Revisão dos Lucros no Período	Performance das Ações
Mineração e Siderurgia	273,7%	125,2%
Papel e Celulose	227,8%	63,8%
Bens de Capital	52,9%	101,6%
Locadoras de Veículos	30,2%	27,2%
Commodities Alimentos	28,0%	10,2%
Petróleo e Combustíveis	27,9%	-6,6%
Elétricas e Saneamento	18,5%	1,1%
Incorporadoras	15,1%	-13,3%
Tecnologia	-8,7%	39,6%
Telecom	-12,4%	-9,8%
Saúde	-13,5%	7,6%
Bancos	-18,2%	-16,6%
Financeiros ex-Bancos	-18,9%	12,6%
Consumo Não-Discrecionário	-20,2%	-3,6%
Consumo Discrecionário	-24,1%	23,2%
Shoppings	-40,2%	-33,9%
Transportes	-70,2%	-23,2%
Educação	-81,4%	-49,8%

Fonte: Bloomberg, Encore

Commodities x Múltiplos Por fim, é importante ilustrar que o setor de *commodities* apresenta uma característica curiosa. Enquanto qualquer outro setor negocia em múltiplos (ex: Preço/Lucro) altos quando o setor vai bem e cresce, as *commodities* negociam a múltiplos baixos quando o setor vai bem e negocia a múltiplos altos quando vai mal. O motivo é o fato de o setor ser cíclico, ou seja, quando ele está bem, os analistas projetam o setor voltando à normalidade, portanto, não topam pagar múltiplos altos. O inverso acontece quando o setor vai mal. O gráfico abaixo ilustra bem essa relação inversa entre a ação da Vale nos últimos 10 anos e um dos múltiplos que os analistas usam para avaliá-la, o EV/EBITDA.



Fonte: Bloomberg, Encore

Conclusão Nossa conclusão é que, dessa vez, analisar no agregado, olhar para os baixos múltiplos do Ibovespa e pensar que isso indica que a bolsa está barata pode ser um engano. É totalmente esperado que o múltiplo do Ibovespa seja menor em um momento que nossa economia doméstica não está indo bem e entramos em um grande ciclo de commodities dada a relevância desse setor em nosso índice. Por isso, consideramos tão importante a análise micro, olhar caso a caso e buscar descolamentos de valor e preço que sentimos mais confiança em investir.

Encore

"There's no data like more data"
Robert Mercer

Três meses! Passaram voando. Continuando com nosso foco em processos, teremos nosso primeiro feedback 360°. O ciclo anual de feedbacks terá duas rodadas curtas, como essa, e duas mais longas, no fim dos semestres. A ideia é que todos sejam transparentes para conseguirmos corrigir eventuais rotas ou comportamentos, assim mantendo o cristal intacto.

Em relação ao que estamos fazendo de diferente, continuamos animados com as possibilidades de análise que o nosso time *quantamental* traz. Estamos muito no começo, mas a fundação está pronta para construir algo legal em cima. O acúmulo dos dados que farão a diferença vem com o tempo. O aprendizado do que funciona e do que abandonaremos, também.

Escolhemos o livro para a terceira reunião do clube: *Competition Demystified* de Bruce Greenwald. O estudo de competição é parte relevante do nosso *framework* de análise de cada investimento. A leitura anterior foi de James Montier com o seu *Little Book of Behavioral Investing*; o debate em cima dele foi bem divertido, sempre tentando buscar exemplos dos vieses citados no livro em nosso dia a dia.

Infelizmente ainda não podemos falar sobre a performance dos fundos por motivos regulatórios, somente quando completarmos seis meses.

Como sempre, gratos pela confiança.

Encore Ações FIC FIA

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.751.366/0001-02
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 5.550.008
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 105.708.146
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o Ibovespa	Tributação	Renda Variável

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 30/04/2021.

Público alvo

Público Geral

Encore Long Bias FIC FIM

Data de Início	29/01/2021	CNPJ	37.487.351/0001-89
Aplicação Mínima (R\$)	R\$ 500,00	Administrador	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Saldo Mínimo (R\$)	R\$ 100,00	Custodiante	Santander Caceis Brasil DTVM S.A.
Movimentação Mínima (R\$)	R\$ 100,00	Auditor	KPMG Auditores Independentes
Cota Aplicação	D+1 (Dias Úteis)	Gestor	Encore Asset Management
Cota Resgate	D+30 (Dias Corridos)	Patrimônio Líquido**	R\$ 32.575.575
Liquidação Resgate	D+2 (Dias Úteis) após a cotização	Patrimônio Líquido (Médio 12 meses)	-
Taxa de Administração*	2,00% a.a.	Patrimônio Líquido do MASTER**	R\$ 244.476.269
Taxa de Performance	Será cobrada semestralmente 20% sobre o que exceder o IPCA, acrescido da média ponderada dos títulos que compõem o IMA-B 5+	Tributação	Renda Variável

*Este valor já incorpora a taxa de administração do FUNDO e a taxa de administração do MASTER.
**Patrimônio líquido em 30/04/2021.

Público alvo

Público Geral

As informações contidas neste material são de caráter exclusivamente informativo e não se caracterizam e nem devem ser entendidas como uma promessa ou um compromisso. A Encore Asset Management não se responsabiliza por decisões do investidor, nem por ato ou fato de profissionais especializados por ele consultados. O investidor deve se basear, exclusivamente, em sua opinião e na opinião de profissionais especializados por ele contratados, para opinar e decidir. Este fundo utiliza estratégias com derivativos como parte integrante de sua política de investimento. Tais estratégias, da forma como são adotadas, podem resultar em perdas patrimoniais para seus quotistas, podendo inclusive acarretar perdas superiores ao capital aplicado e a consequente obrigação do cotista de aportar recursos adicionais para cobrir o prejuízo do fundo. O fundo apresentado pode estar exposto a significativa concentração em ativos de poucos emissores, variação cambial e outros riscos não mencionados neste material. O investimento em fundos não é garantido pelo Fundo Garantidor de Crédito. Fundos Multimercados com renda variável podem estar expostos a significativa concentração em ativos de poucos emissores, com risco daí recorrentes. A Encore Asset Management não distribui quotas dos fundos de investimento sob sua gestão. Leia a lâmina de informações essenciais e o regulamento antes de investir. Esses documentos podem ser consultados no seguinte endereço eletrônico: <https://www.s3dtvm.com.br/fundos/Informacoes-aos-Cotistas.cfm>. SANTANDER CACEIS BRASIL DTVM S.A., CNPJ: 62.318.407/0001-19, Rua Amador Bueno, nº 474 – 1º andar – Bloco D – Santo Amaro – CEP 04752-005, www.s3dtvm.com.br, SAC: sc_faleconosco@santandercaceis.com.br ou 0800 722 4412, Ouvidoria: sc_ouvidoria@santandercaceis.com.br ou 0800 723 5076. Encore Asset Management, CNPJ: 37.947.185/0001-56, Rua Iguatemi, 192 - 21º Andar - Itaim Bibi - CEP 01451-010, <https://encore.am>, comercial@encore.am ou +55 11 4632-4414.

