

25

out/22

Itaú PrivateBank

Itaú



The Weekly Globe

O que dizem os múltiplos da bolsa brasileira

Por **Rodrigo Lopes & Eduardo Coccaro**

O que dizem os múltiplos da bolsa brasileira

Rodrigo Lopes
EM Equity Strategist
rodrigo.s.lopes@itau-unibanco.com.br

Eduardo Cocco
Strategy Analyst
eduardo.cocco@itau-unibanco.com.br

TheWeeklyGlobe

Conforme nossos leitores têm acompanhado, cremos que a bolsa brasileira esteja significativamente descontada comparada à sua média histórica. Temos reforçado este ponto em nossos boletins de decisões do comitê de investimentos, reiterando nossa opinião de que, apesar das incertezas que pesam sobre o desempenho futuro do mercado acionário, o desconto embutido nos preços atuais justifica manter uma alocação neutra na classe. Afinal, o que significa quando dizemos que a bolsa está descontada? E o que isto implica para sua performance futura?

Para avaliar se a bolsa está descontada, usamos múltiplos de precificação. O múltiplo em questão se refere ao quociente do preço de uma ação ou índice dividido por alguma métrica contábil ou financeira. Um múltiplo elevado sinaliza que uma ação pode estar sendo negociada a uma precificação mais otimista em relação aos prospectos da empresa em questão; já um múltiplo mais baixo expressa na maioria das vezes a cautela dos investidores. Geralmente, utilizamos os seguintes múltiplos: Preço/Lucro, Preço/Valor patrimonial, VE/LAJIDA, Preço/Vendas e Preço/Lucro Shiller. A seguir, entraremos em detalhe sobre cada múltiplo e como eles tendem a sinalizar possíveis movimentos futuros do mercado de ações.

O múltiplo Preço/Lucro mais comumente usado se resume a uma fórmula direta: o preço de uma ação dividido pelo lucro por ação. Quanto maior o múltiplo, mais os investidores estão dispostos a pagar hoje pelos lucros futuros de uma empresa. Já o múltiplo Preço/Valor Patrimonial se refere a quanto uma ação é cotada em relação ao seu patrimônio líquido, isto é, a diferença entre o ativo e o passivo de uma determinada empresa. Quando falamos de VE/LAJIDA, nos referimos ao valor de uma determinada empresa (seu valor de mercado — preço por ação vezes o número de ações — mais sua dívida líquida) dividido pelo lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciações e amortizações. O Preço/Vendas nos dá a precificação de uma ação relativa à receita operacional líquida de uma empresa (o valor total das vendas de seus produtos e serviços), enquanto o Preço/Lucro Shiller nada mais é do que o múltiplo Preço/Lucro médio de dez anos ajustados pela inflação.

Com esse resumo em mente, o que podemos esperar do comportamento da bolsa a partir destes múltiplos? Considere o gráfico na página a seguir, com os retornos do índice Ibovespa desde 2005, 6 meses após cada múltiplo se encontrar em uma determinada banda de desvios padrão de sua média de longo prazo:

	(<-2)	(-2 a -1,5)	(-1,5 a -1)	(-1 a -0,5)	(-0,5 a 0)	(0 a 0,5)	(0,5 a 1)	(1 a 1,5)	(1,5 a 2)	(>2)
Preço/Lucro	29,4%	16,1%	25,0%	9,8%	4,9%	1,3%	2,1%	-0,2%	18,7%	7,6%
Preço/Valor Patrimonial	9,9%	9,6%	5,7%	4,6%	9,4%	7,4%	6,1%	-2,0%	-10,7%	-28,9%
VE/LAJIDA	26,9%	6,9%	9,1%	6,7%	5,0%	4,5%	0,5%	3,9%	-4,4%	-14,2%
Preço/Vendas	23,4%	23,5%	11,7%	6,1%	3,9%	5,3%	2,1%	-0,7%	-7,4%	-8,8%
Preço/Lucro Shiller	NA	20,1%	4,5%	2,5%	13,8%	6,1%	7,1%	2,1%	-9,2%	-17,6%

Gráfico 1: média de retornos do índice Ibovespa 6 meses após ser negociado em cada banda de desvios padrão de sua média para cada múltiplo, desde 2005 ou data mais antiga disponível. Células coloridas com base na magnitude dos retornos, com verde indicando retornos maiores e vermelho indicando retornos menores.

Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

Podemos observar que períodos em que a bolsa é negociada a múltiplos muito inferiores da média são geralmente seguidos de uma performance positiva. Vemos também que precificações mais baixas são seguidas de retornos mais expressivos. Em contrapartida, precificações mais altas tendem a ser seguidas de retornos abaixo da média.

Vale mencionar que, apesar de precificações mais altas serem seguidas em média por retornos positivos no caso do múltiplo Preço/Lucro em uma janela de 6 meses, isto não se replica em outras janelas de tempo (como 3 meses e 24 meses).

Destacamos em margens grifadas onde cada múltiplo do Ibovespa se encontra no momento. Com quase todos os múltiplos de precificação atuais abaixo de sua média histórica, com a exceção do Preço/Lucro Shiller, podemos dizer que a bolsa brasileira não está apenas descontada (investidores estão pagando menos por resultados futuros) mas também que é razoável esperar uma performance positiva à frente. A efeito de comparação, veja a mesma tabela considerando a média de retornos históricos em uma janela de 12 meses:

	(<-2)	(-2 a -1,5)	(-1,5 a -1)	(-1 a -0,5)	(-0,5 a 0)	(0 a 0,5)	(0,5 a 1)	(1 a 1,5)	(1,5 a 2)	(>2)
Preço/Lucro	44,8%	29,7%	65,3%	31,8%	6,9%	0,6%	5,9%	8,2%	26,0%	15,8%
Preço/Valor Patrimonial	-14,8%	23,3%	5,7%	11,6%	17,9%	13,3%	9,1%	0,2%	-22,7%	-32,4%
VE/LAJIDA	69,5%	37,8%	17,0%	2,9%	5,1%	5,0%	2,3%	10,8%	6,4%	-1,1%
Preço/Vendas	14,7%	43,2%	24,6%	9,2%	8,7%	8,3%	2,2%	7,9%	-9,2%	-27,5%
Preço/Lucro Shiller	NA	30,0%	7,2%	6,0%	26,8%	9,7%	9,6%	6,4%	-16,0%	-33,6%

Gráfico 2: média de retornos do índice Ibovespa 12 meses após ser negociado em cada banda de desvios padrão de sua média para cada múltiplo, desde 2005 ou data mais antiga disponível. Células coloridas com base na magnitude dos retornos, com verde indicando retornos maiores e vermelho indicando retornos menores.

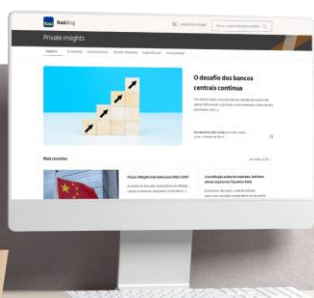
Fonte: Bloomberg e Itaú Private Bank

O prêmio e desconto derivados de cada métrica nem sempre caminham exatamente ao lado um do outro (afinal, as trajetórias de métricas como valor patrimonial e lucro podem divergir). Portanto, esta análise nos entrega médias diferentes de retorno para diferentes múltiplos. O importante, porém, é ressaltar a relação entre precificações atuais e desempenho futuro em termos de direção, não necessariamente em termos de magnitude.



Para deixar no radar:

- Apesar das incertezas atuais, a bolsa brasileira é negociada com desconto expressivo;
- Como observamos na média histórica, descontos mais agressivos do índice tendem a ser seguidos de retornos positivos;
- Considerando a conjuntura de riscos atuais, mantemos nossa posição neutra em bolsa brasileira.



Este e muitos outros conteúdos
você encontra em um só lugar

ACESSE O PRIVATE INSIGHTS

ITAU.COM.BR/PRIVATEBANK

O que achou deste conteúdo?



Informações relevantes



Este material foi preparado pelo Banco Itaú International e disponibilizado pelo Itaú Unibanco S.A. ("Itaú Unibanco"). Este documento contém informações obtidas de fontes consideradas confiáveis pelo Banco Itaú International e reproduzidas no todo ou em parte e na forma original ou modificada. Ele está sendo fornecido apenas para fins informativos e não pretende ser uma recomendação ou oferta para um produto, serviço ou opinião legal.

Este relatório não deve ser considerado um relatório de análise para os fins da regulamentação que dispõe sobre a atividade de analista de valores mobiliários.

Este relatório tem como objetivo único fornecer informações macroeconômicas e não constitui e nem deve ser interpretado como sendo uma oferta de compra e/ou venda ou como uma solicitação de uma oferta de compra e/ou venda de qualquer instrumento financeiro, ou de participação em uma determinada estratégia de negócios em qualquer jurisdição.

As opiniões expressas neste relatório refletem única e exclusivamente as visões e opiniões pessoais do analista responsável pelo conteúdo deste material na data de sua divulgação e foram produzidas de forma independente e autônoma, inclusive em relação ao Itaú Unibanco, à Itaú Corretora de Valores S.A. e demais empresas do grupo econômico do Itaú Unibanco.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem a precisão das informações contidas neste material e não são responsáveis por quaisquer danos diretos ou indiretos que possam resultar do uso deste material e de seu conteúdo. Este documento e qualquer informação relacionada a ele são fornecidos com a condição de que sejam estritamente confidenciais e que nenhuma responsabilidade ou obrigação relacionada a ele se vincule ao Banco Itaú International, ao Itaú Unibanco ou a qualquer de seus executivos, funcionários ou agentes.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco não garantem que essas informações sejam atuais e não tem obrigação de atualizá-las no futuro.

O Banco Itaú International e o Itaú Unibanco se reservam o direito de alterar ou excluir qualquer parte das informações aqui contidas sem aviso prévio.

Este documento não leva em consideração objetivos individuais de investimento, condição financeira ou necessidades dos investidores. As informações contidas no documento não devem, em circunstância alguma, por si só, constituir fundamento para qualquer decisão de investimento. Além disso, não exclui nem substitui a análise que deve ser realizada por qualquer investidor antes de tomar uma decisão de investimento. Nem as informações nem as opiniões aqui expressas constituem uma oferta ou convite para comprar ou vender quaisquer valores mobiliários ou produtos de investimento.

Os investidores devem procurar consultoria financeira tributária jurídica e/ou contábil independente, conforme o caso, antes de tomar qualquer decisão de investimento com base nas informações aqui contidas. As decisões de investimento só devem ser tomadas após a compreensão dos riscos envolvidos, a análise dos objetivos pessoais e a leitura cuidadosa do material de vendas e outros documentos relacionados ao investimento desejado.

As contas mantidas no Banco Itaú International são regidas pelos termos e condições específicos sob a jurisdição dos Estados Unidos da América.

Este documento e qualquer informação fornecida em conexão com este documento são estritamente confidenciais e não podem ser reproduzidos ou redistribuídos a terceiros sem o consentimento expresso por escrito do Banco Itaú International ou do Itaú Unibanco.