

### **Bolsa barata, mesmo com índice no topo**

No final de agosto de 2024, o Ibovespa atingiu sua pontuação máxima histórica, com 137 mil pontos no dia 28, quando este documento começou a ser redigido. Entretanto, é consenso no mercado que a Bolsa de Valores de São Paulo apresenta grandes oportunidades para investimentos. Ou seja, a Bolsa do Brasil, apesar de seu principal índice apresentar números elevados, na média está barata.

Para chegar a esta conclusão, basta observar os múltiplos do conjunto das principais empresas, como *Dividend Yield*; relações entre preço e lucro das ações, preço e valor patrimonial, *Enterprise Value* e EBITDA. Estas métricas indicam que a B3 está entre um e dois desvios-padrão abaixo da média histórica, algo que acontece raramente. O principal motivo para tanto são os juros altos da economia brasileira, acompanhados pelos altos prêmios de risco das ações, ao passo que os prêmios de risco do mercado de crédito estão comedidos, em função do recente fluxo de saída de capital da Bolsa, que migrou para vários tipos de crédito privado.

As grandes empresas brasileiras, como Petrobras, Vale e Banco do Brasil, vivem um bom momento, com balanços sólidos e bons resultados, fazendo excelente alocação de capital, com crescimento e rentabilidade. Além disso, boa parte dessas companhias veem realizando programas de recompra de ações, revelando que seus gestores acreditam que o melhor investimento que podem fazer são nas próprias empresas, cristalizando que suas ações estão descontadas.

No Brasil, o histórico de recompra das empresas é bom, o que pode ser verificado pela criação de valor dos negócios, uma vez que este procedimento é mais estratégico. Nos Estados Unidos, por uma questão tributária, o programa de recompra de ações é quase compulsório, o que desestimula a distribuição dos dividendos, que lá incidem na cobrança de imposto. No Brasil, como o dividendo ainda é isento, a implantação de um programa de recompra de ações se justifica quando a gestão da companhia considera que suas ações estão baratas, com elevado índice de assertividade.

### **A necessidade de ajustes fiscais**

Assim, qual seria o gatilho para a valorização das ações? Uma possibilidade seria o governo sinalizar maior responsabilidade fiscal. Entretanto, a sociedade brasileira tem se manifestado contra o aumento da carga tributária e finalmente, ainda que de forma tímida, o governo realizou alguns cortes de custos, que precisam ser mais profundos na direção de um equilíbrio fiscal. Enquanto isso não ocorre, o carregamento das ações brasileiras segue positivo para os investidores, que podem ganhar dinheiro com os *Dividend Yields* elevados e os programas de recompra das ações, desde que os múltiplos já comprimidos das empresas não se achatem mais.

Se comparamos o cenário de 2024 da Bolsa de São Paulo com outros períodos em que ela esteve barata, veremos diferenças fundamentais, no que tange aos componentes de

risco maiores. O risco atual é fiscal, que faz a curva de juros futuros se elevar e ampliar os descontos das ações. Porém, durante a Pandemia do Coronavírus entre 2020 e 2021, e durante a transição dos mandatos presidenciais de Dilma Rousseff e Michel Temer, cinco anos antes, quando a economia brasileira registou três anos seguidos de PIB negativo, tínhamos empresas brasileiras destruindo valor, de fato, com quedas no volume de vendas e resultados ruins. Atualmente, isso não ocorre e cenário de risco não justifica os preços baratos dos papéis.

### **Pressões políticas versus decisões técnicas**

Um segundo gatilho para a valorização das ações no Brasil seria uma possível retomada de corte de juros na economia norte-americana, por parte do Federal Reserve, uma vez que a política social do governo brasileiro, durante o mandato do presidente Lula da Silva, não sinaliza a adoção de cortes substanciais no orçamento.

Sobre essa linha de pouca austeridade, em nossa visão, independentemente de posicionamento político, todo administrador, seja de governo ou de empresa, deve ter a sensibilidade de saber até onde pode seguir com suas convicções para não romper relações com sua base de apoio, bem como o diálogo com frentes de oposição. Assim, no Brasil temos um Congresso que, para o bem ou para o mal, tende a conter medidas radicais, visando manter os rumos da política e da economia nacional numa faixa mediana que, se nos impede de caminhar no sentido de nos tornarmos uma Suíça, também nos afasta da possibilidade de cairmos ao ponto de sermos comparados com a Venezuela.

Com todas as deficiências da nossa democracia, ainda assim está claro que não há espaço para atitudes autoritárias por parte do Poder Executivo, como a pressão exercida sobre o Banco Central do Brasil para baixar artificialmente a taxa Selic, a despeito da alta do dólar que potencializa os efeitos negativos da inflação. Neste sentido, é salutar que as decisões sobre a taxa básica de juros sejam eminentemente técnicas, uma vez que seus profissionais possuem acesso a dados exclusivos, com uma riqueza de detalhes que os analistas de mercado não conhecem, dificultando, inclusive, o julgamento preciso sobre as decisões colegiadas.

Posto isso, consideramos que o Banco Central vem cumprindo bem sua função de controlar a inflação que, durante da Pandemia do Coronavírus, impactou vários países, inclusive o Brasil, quando as pessoas isoladas em suas casas passaram a consumir mais produtos físicos e menos serviços, desregulando várias cadeias produtivas. Se aqui a pressão inflacionária vem sendo bem equacionada, nos Estados Unidos ela está demorando mais para voltar aos patamares aceitáveis, por exemplo, o que reforça que as decisões do Banco Central do Brasil têm sido estritamente técnicas. Uma demonstração disso é que, mesmo com a entrada de novos diretores, indicados pelo atual governo, as decisões continuam sendo unânimes.

### **Ações para o longo prazo**

Levando em conta o que acabamos de explanar sobre esta janela de oportunidades na Bolsa do Brasil e tomando por base um período futuro de 25 anos, que tipo de empresa provavelmente continuará existindo? Certamente as empresas de balanços fortes, com histórico de lucratividade e previsibilidade de resultados que não serão afetados por

concorrentes entrantes no mercado, especialmente as companhias de tecnologias disruptivas. Logo, quais empresas possuem este perfil? Apontaremos a seguir três exemplos com potencial de carregar posições para o longo prazo.

### **Banco do Brasil (BBAS3)**

Nos últimos anos o setor bancário viu o ingresso de novas empresas para dividir o mercado com as grandes instituições. A XP e o BTG focaram no mercado de investimentos, tirando parte da participação das bandeiras tradicionais neste segmento, rearranjando o *Market Share* de cada uma, conforme a capacidade delas em acompanhar as mudanças tecnológicas que alteraram os costumes dos clientes. Um banco que foi competente neste desafio e que atua em nichos pouco afetados pela tecnologia das *Fintechs* é o Banco do Brasil, que possui linhas de negócio que atendem a públicos específicos, incluindo a cadeia do Agronegócio.

O Banco do Brasil é beneficiado pela capilaridade em todo o território nacional e por sua relação com o poder público, que o faz ser um dos grandes distribuidores do Plano Safra, um segmento de atuação refutado pela maior parte da concorrência direta. Deste modo, seu balanço é forte e seu índice de rentabilidade e eficiência estão entre os maiores do mundo, contrariando a impressão que muitos guardam sobre as empresas com elevada participação estatal no corpo de acionistas.

Além disso, o Banco do Brasil também atua em outras áreas ligadas ao poder público, como a gestão de fundos de municípios e estados, e na questão dos depósitos judiciais, o que contribui para melhorar seu índice de eficiência. Mesmo desconsiderando essas linhas, ainda é um banco eficiente, com ações descontadas neste momento, pagando um bom dividendo para quem as compra.

Nos últimos cinco anos, a taxa de crescimento anual composta (CAGR) das receitas do Banco do Brasil foi de 17%, ao passo que a dos lucros foi de 20%. Apesar disso, a relação entre preço e valor patrimonial da ação (P/VP) está em 0,9, configurando a margem de segurança consonante com a relação entre preço e lucro da ação (P/L) na casa das 4 vezes e um *Dividend Yield* de 8%. Estes indicadores devem ser ainda melhores para os anos seguintes.

### **Vale (VALE3)**

A Vale é uma empresa altamente competitiva na produção de minério de ferro, material essencial para a fabricação de aço. O aço é um componente vital na vida moderna, sendo amplamente utilizado em eletrodomésticos como geladeiras e fogões, na indústria automobilística, na construção civil e em infraestrutura. Apesar de avanços como a eletrificação dos automóveis, o aço continua sendo o material mais econômico para a maioria dos veículos, especialmente no mercado de massa. Embora alguns carros de nicho usem mais alumínio, o aço ainda predomina devido ao seu custo-benefício.

À medida que regiões como a Ásia e a África continuam se urbanizando, a demanda por aço deve se manter robusta. Nesse cenário, a Vale, com suas vastas reservas de minério de ferro de alta qualidade, está bem posicionada para atender essa demanda nas próximas décadas. Além disso, a empresa tem demonstrado forte compromisso com a criação de valor para os acionistas, pagando excelentes dividendos e realizando recompras de ações.

Nos últimos três anos, a Vale recomprou aproximadamente um quinto de suas ações, o que significa que os acionistas que mantiveram suas participações viram sua parcela na empresa aumentar. Isso, somado ao fato de as ações estarem baratas, faz com que o programa de recompra seja particularmente vantajoso, adicionando ainda mais valor aos investimentos.

Mesmo que os múltiplos da Vale sigam comprimidos nos próximos anos (com P/L de 5, por exemplo), somente o recebimento de proventos alinhando com o programa de recompra de ações da empresa já justificaria o investimento na tese, uma vez a dívida de empresa é baixa e o seu retorno sobre o capital é elevado ao longo do ciclo.

### **Boa Safra Sementes (SOJA3)**

A Boa Safra Sementes é uma *Small Cap*, o que naturalmente implica um pouco mais de risco, mas ainda assim temos confiança de que ela estará viva e prosperando nos próximos 25 anos. A empresa se destaca como uma produtora especializada em sementes, não apenas de soja, mas também de milho, sorgo, trigo, feijão e forrageiras. Em vez de diversificar para outras áreas do Agronegócio, a Boa Safra tem se concentrado em expandir sua atuação dentro do segmento de sementes, mantendo seu foco e especialização, o que é uma estratégia positiva.

Como sementeira com acesso ao mercado de capitais, a Boa Safra enfrenta concorrentes que geralmente são pequenos, locais, com menor governança e um custo de capital mais elevado. Graças a uma estrutura de capital eficiente, a Boa Safra consegue operar com um custo de capital significativamente mais baixo do que seus concorrentes. Isso lhe permite oferecer condições de pagamento mais vantajosas aos clientes, sem a necessidade de incorporar altas taxas de juros nos preços. Como sabemos, o custo financeiro está sempre embutido na operação, e a Boa Safra, ao reduzir seu custo de capital, consegue vender suas sementes a preços mais competitivos e em maior volume. Um exemplo disso é a sua forte atuação no Mato Grosso, onde, no último ano, de 33 mil *bags* novos vendidos, 29 mil foram comercializados pela Boa Safra, evidenciando um significativo ganho de *Market Share* em relação aos concorrentes.

Além disso, a empresa tem buscado crescimento tanto orgânico quanto inorgânico. Ela está expandindo suas operações com a abertura de novos centros de distribuição e unidades de beneficiamento de sementes em regiões estratégicas, como Sorriso e Primavera do Leste. Ao mesmo tempo, está envolvida em operações de fusões e aquisições (M&As) para ampliar sua presença no mercado. Originária de Goiás, a Boa Safra tem uma forte atuação no MATOPIBA (Maranhão, Tocantins, Piauí e Bahia), mas recentemente vem ampliando sua participação no Mato Grosso.

Logo, seguimos confiantes na tese de investimentos da Boa Safra, que vem apresentando crescimento sólido com alta rentabilidade, o que deve se manter nos próximos anos, em função da sua gestão eficiente e do mercado em expansão. A empresa negociada a 7 vezes o lucro deste ano, tem potencial para alcançar a marca dos 20% de retorno sobre o patrimônio (ROE) nos próximos semestres, num processo de consolidação de seu modelo de negócios.

O Agronegócio brasileiro, setor em que a Boa Safra está inserida, é difícil de ignorar para qualquer investidor. Nos últimos anos, o Agro tem sido um pilar fundamental para a

economia do país, e essa tendência deve continuar. Investir em ações no Brasil sem considerar o setor agropecuário é como ter uma carteira incompleta. O Brasil possui uma vantagem competitiva imensa no Agro, assim como na mineração com a Vale. Em momentos de baixa no setor de minério, por exemplo, enquanto outras mineradoras podem quebrar, a Vale, com seu custo absurdamente competitivo, seria a última a ser afetada. O mesmo raciocínio se aplica ao Agro brasileiro: se houver um excedente de alimentos no mundo, o que seria ideal para alimentar a todos, o Brasil, com sua alta produtividade, será o último país a ser afetado.

### **Portfólio protegido**

Não por acaso, as ações de Banco do Brasil, Vale e Boa Safra Sementes compõem parte da carteira do SUNO AÇÕES FIC FIA. Nosso time de gestores e analistas de mercado seguem acompanhando a evolução do cenário macroeconômico, visando criar valor para o cotista que coaduna com os objetivos de longo prazo, baseados nos preceitos ortodoxos do *Value Investing* e do *Buy and Hold*.