VERSA

ASSET MANAGEMENT

# Currículo

## Formação Acadêmica

- Engenheiro de Produção - PUC/RJ
- Mestre em Economia e Finanças - FGV/SP
  - Tese: Modelo dos 3 fatores de Fama & French aplicado à Bovespa

## Experiência Profissional

- Trainee do Itaú BBA - Mesa Derivativos e Quantitativa
- Gestor de RV do Itaú Asset Multimercados
  - Opções → Direcional → Long & Short
- Gestor do GTI Multimercado → Versa Long Biased
- Fundador da Versa Asset

# Ambev

GRAB
ABEV3 BS Equity
95) Compare
96) Actions
97) Edit
Candle Chart
02/08/2008
01/31/2018
Last Price
BRL
Mov Avgs
Key Events
1D 3D 1M 6M YTD 1Y 5Y Max Weekly
Table
Chart Content
Last Price 22.09
High on 10/13/17 22.70
Average 6.831
Low on 03/10/95 0.108
SMAVG (50) on Close 19.668
SMAVG (100) on Close 19.078
SMAVG (200) on Close 18.38
22.09
10
8.00
6.00
4.00
2.00
1.00
0.80
0.60
0.40
0.20
0.10
log
Volume 25.047M
200M
25.047M
'95 '96 '97 '98 '99 '00 '01 '02 '03 '04 '05 '06 '07 '08 '09 '10 '11 '12 '13 '14 '15 '16 '17
Australia 61 2 9777 8600 Brazil 5511 2395 9000 Europe 44 20 7330 7500 Germany 49 69 9204 1210 Hong Kong 852 2977 6000
Japan 81 3 3201 8900 Singapore 65 6212 1000 U.S. 1 212 318 2000 Copyright 2018 Bloomberg Finance L.P.
SN 647009 H435-3599-0 31-Jan-18 13:41:59 BRST GMT-2:00

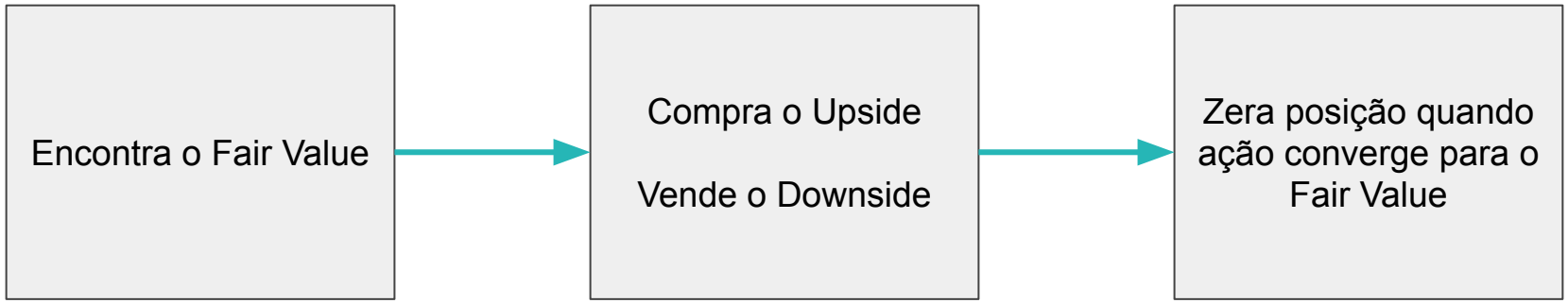
"O homem é um dispositivo determinista lançado em um Universo probabilístico"

"As pessoas acreditam que podem adivinhar o futuro se trabalharem com afinco"

Amos Tversky

# 1- FAIR VALUE

## Abordagem tradicional :



# 1- FAIR VALUE

**O Fair Value embute estimativas de:**

- ➔ O valor dos ativos e dos passivos
- ➔ A remuneração dos ativos
- ➔ Taxa de desconto = remuneração do capital

# 1- FAIR VALUE

**Formas tradicionais de encontrar o Fair Value:**

- ➔ DCF
- ➔ Múltiplos

# 1.1- DCF

| | |
|---|---|
| + | Receita Líquida |
| - | COGS |
| + | Lucro Bruto |
| - | S |
| - | G&A |
| + | EBIT |
| - | Juros |
| + | EBT |
| - | Imposto |
| = | Lucro Líquido |

O DCF começa pelo DRE

Diversas variáveis são estimadas

Apenas o **G&A** está sob controle da firma.

# 1.1- DCF

➔ Forma comum de projetar a Receita:

$$R_t = R_{t-1} \times (1+g_t)$$

na qual:

- Rt é a receita em t
- gt é a taxa de crescimento em t com distribuição normal, média $\mu$ e desvio-padrão **θ**

Incerteza !

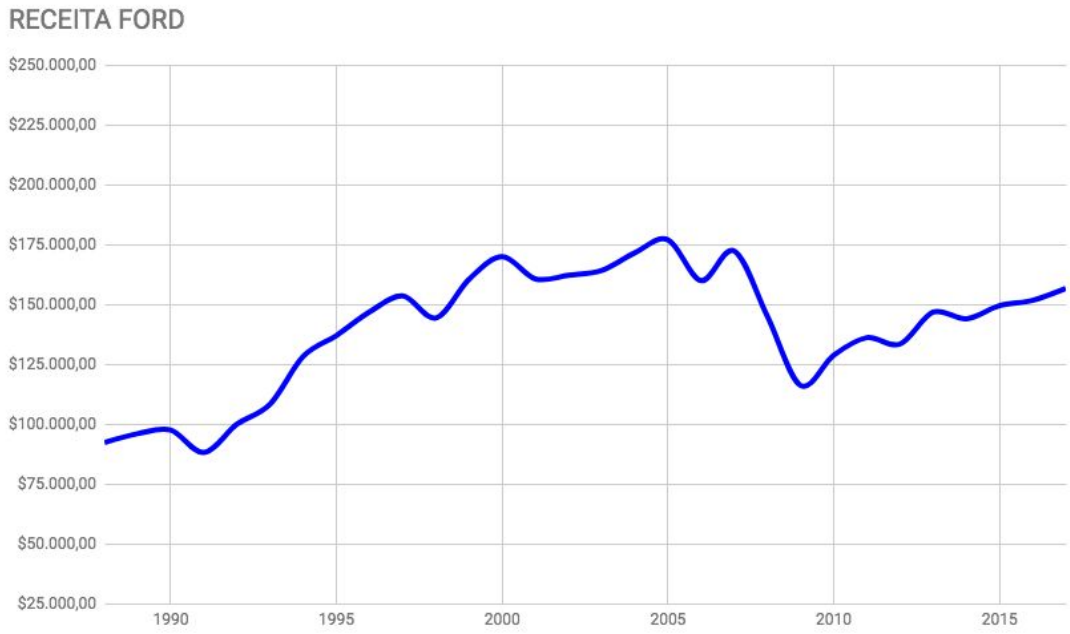
# 1.1- DCF

1o Caso - Incerteza na receita de uma **Value-Stock** :

- 20º maior Receita (Top 2000 Forbes)
- 236º maior valor de Mercado (Top 2000 Forbes)
- P/BV ~ 1.6x
- P/E ~ 10x

# 1.1- DCF

## 1o Caso - Value-Stock : FORD




Estatísticas

do crescimento da

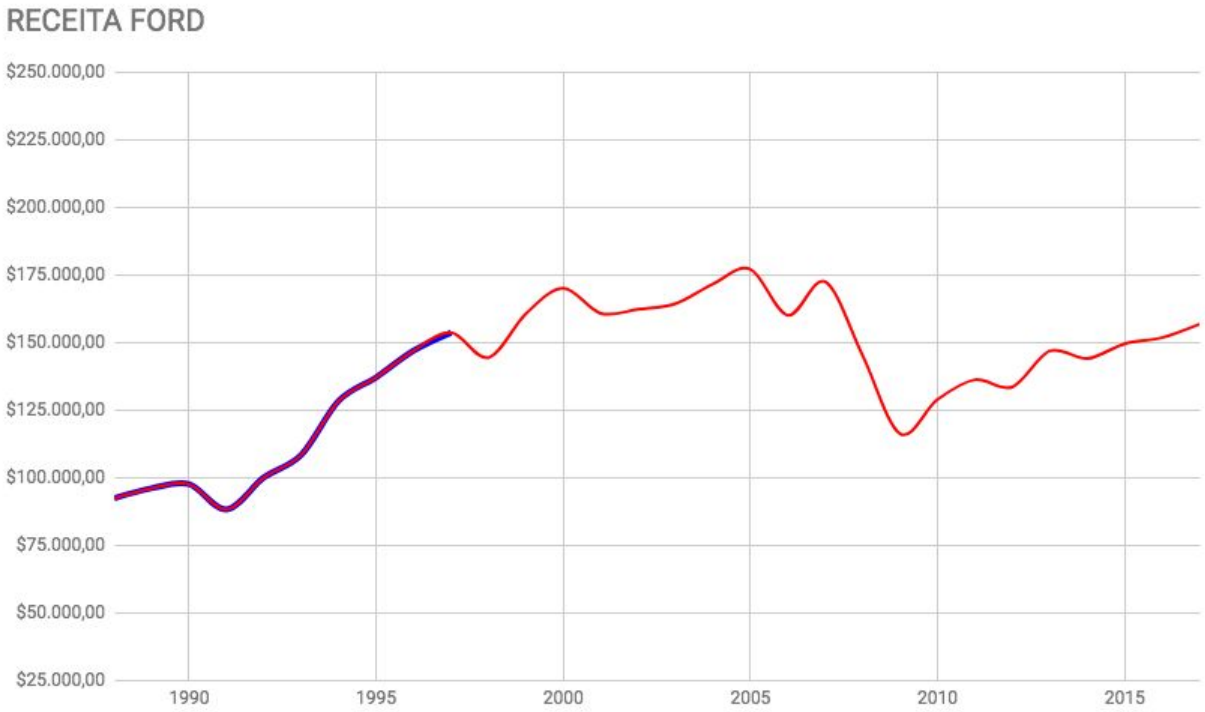
Receita ano a ano

(g) :

Média : 2,6%

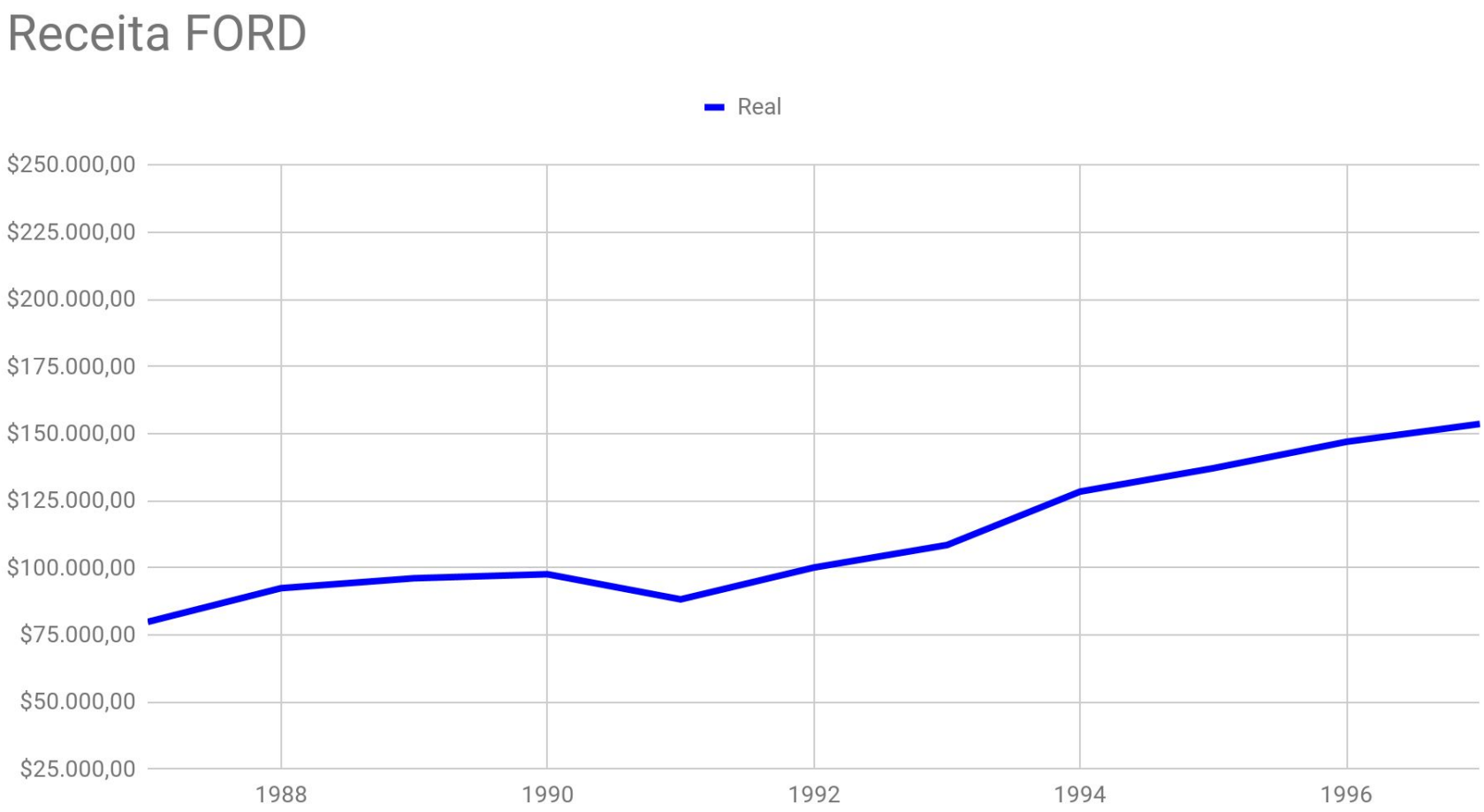
DesvPad : 8,7%

# 1.1- DCF



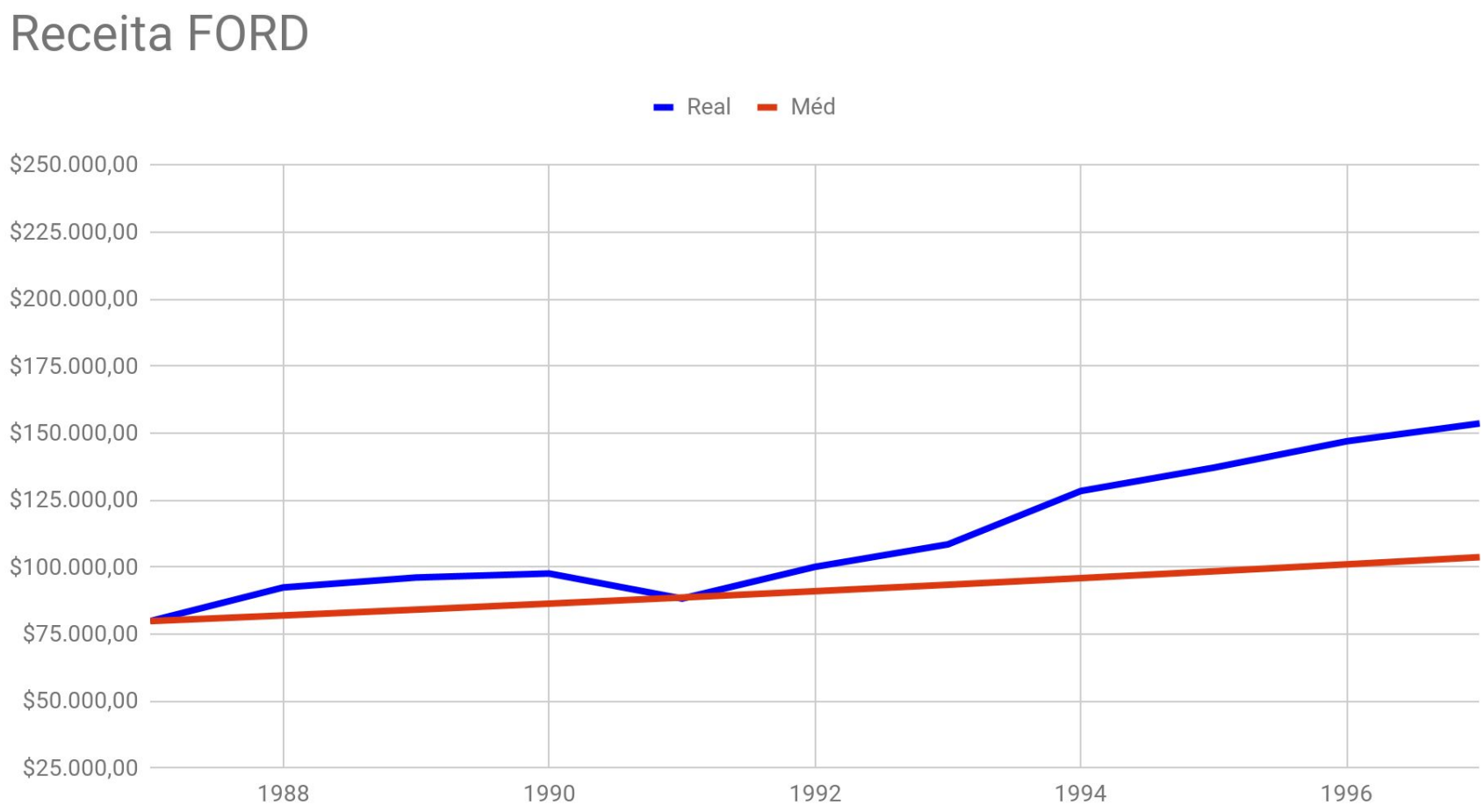

Escolhido aleatoriamente um período de 10 anos

# 1.1- DCF



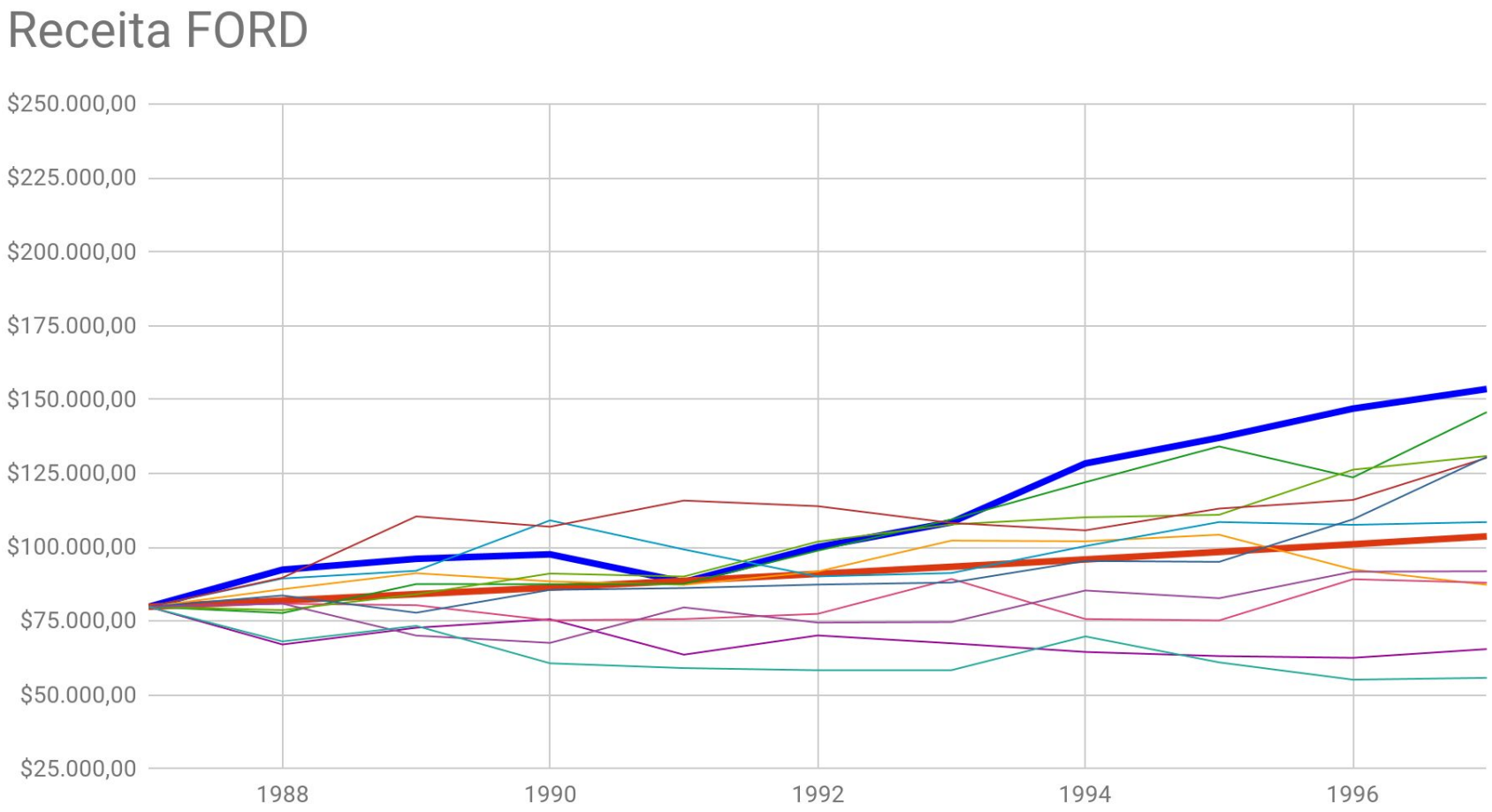

10 dados com crescimento anual médio: 7,0% e desv. padrão: 7,9%

# 1.1- DCF



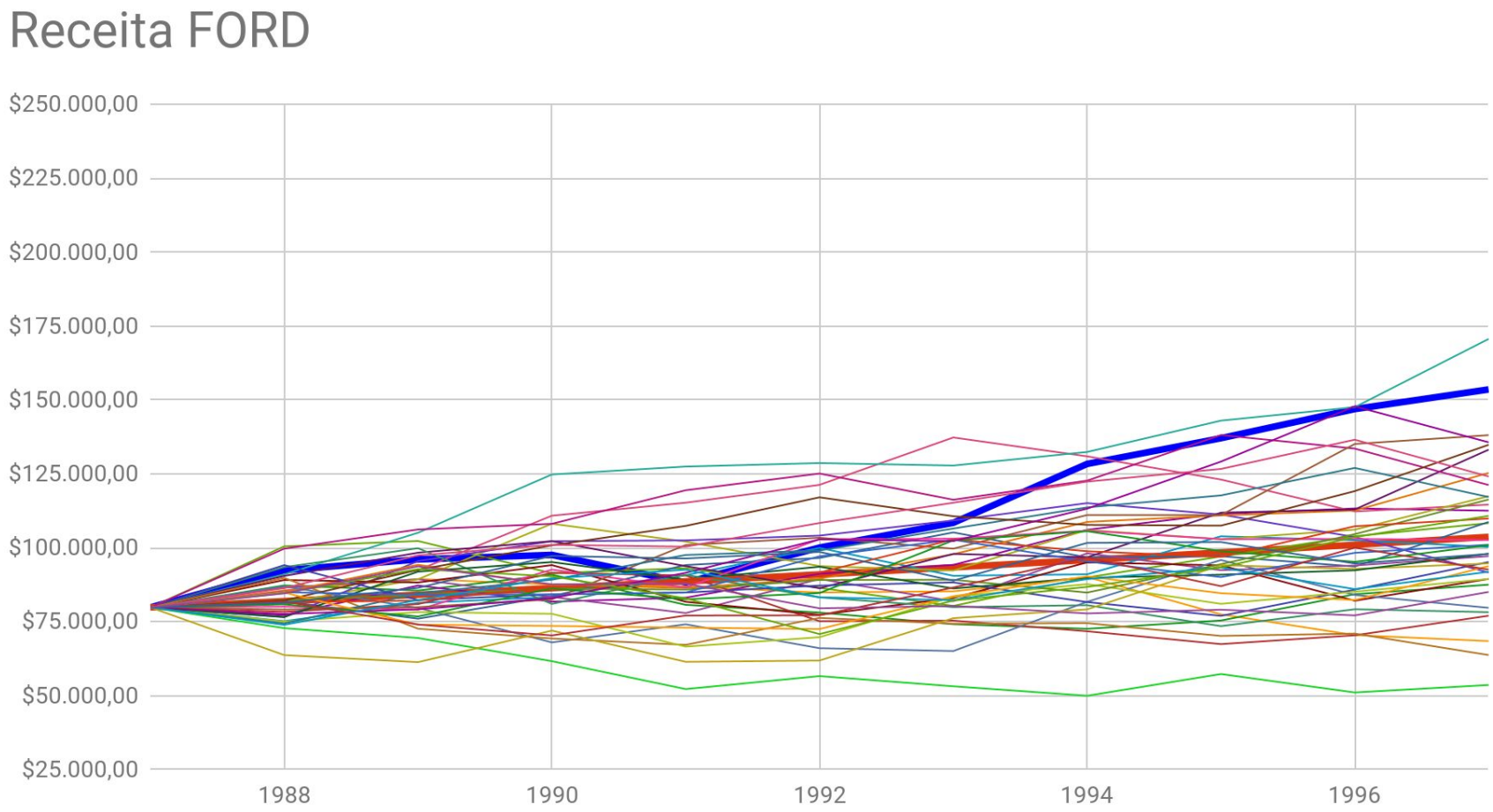

média de 2,6% aa

# 1.1- DCF



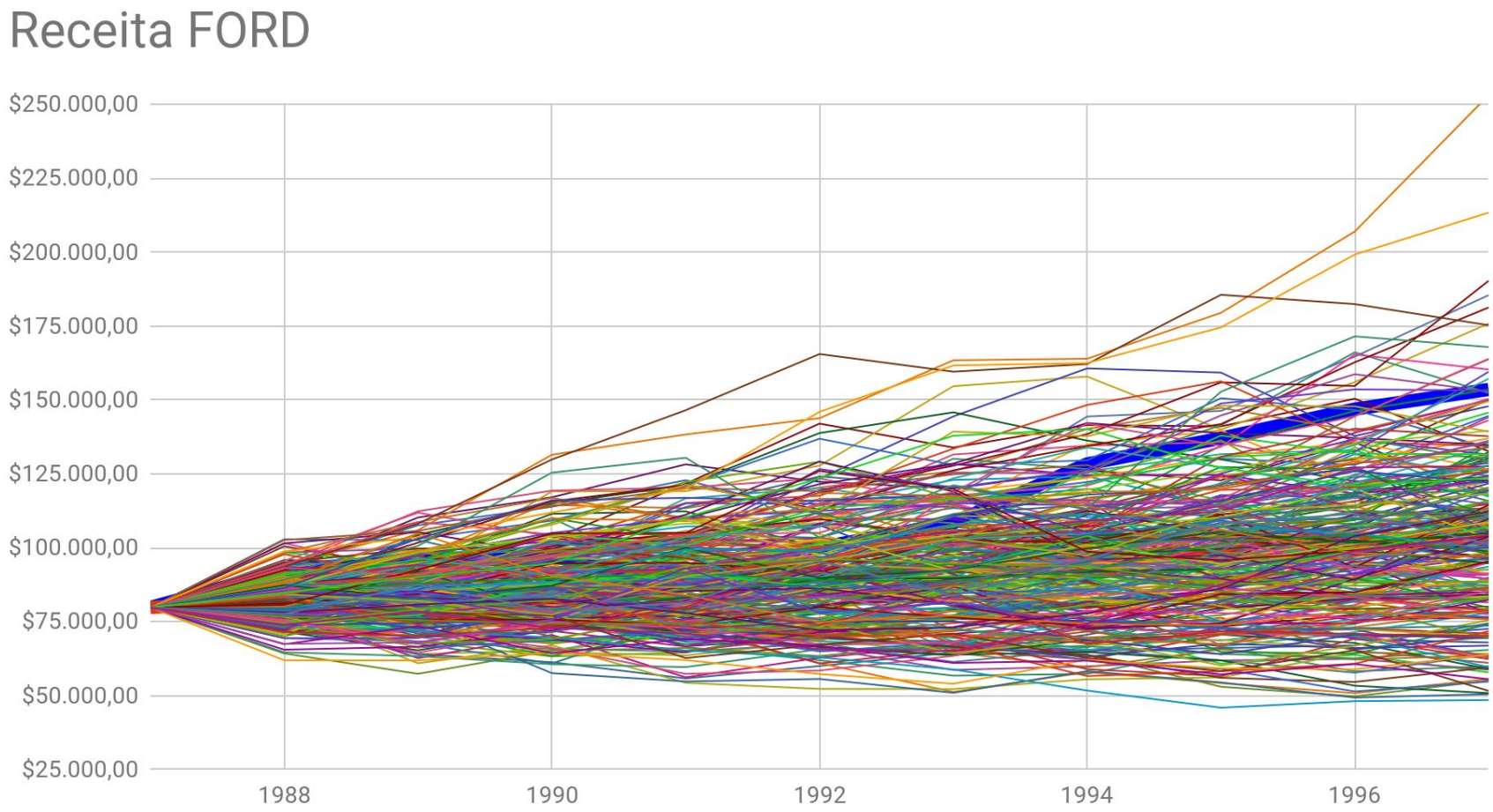

10 simulações

# 1.1- DCF




40 simulações

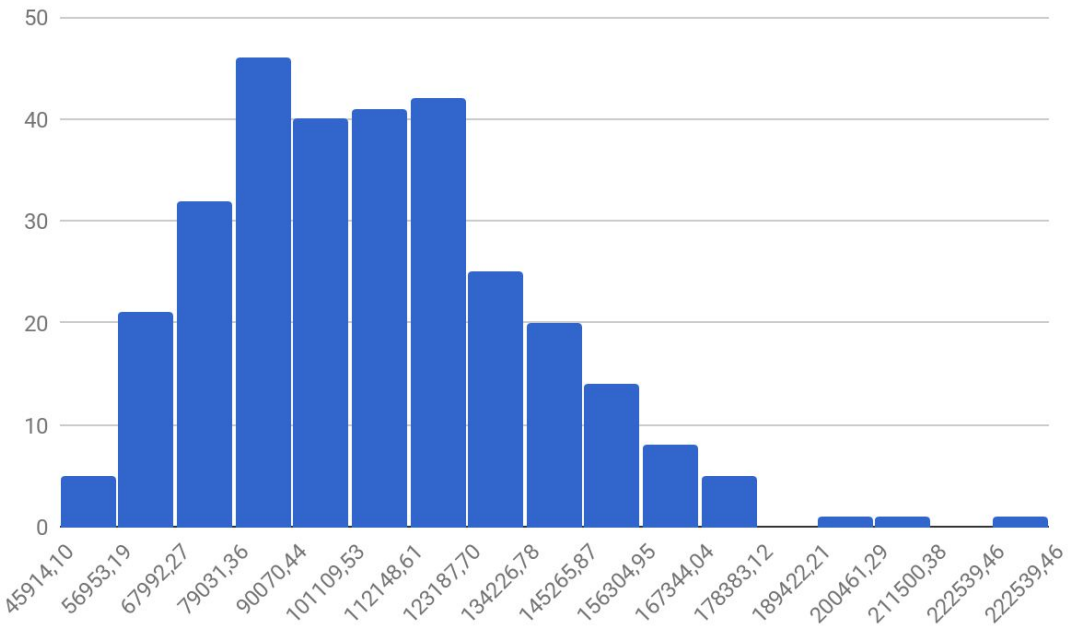
# 1.1- DCF




300 simulações

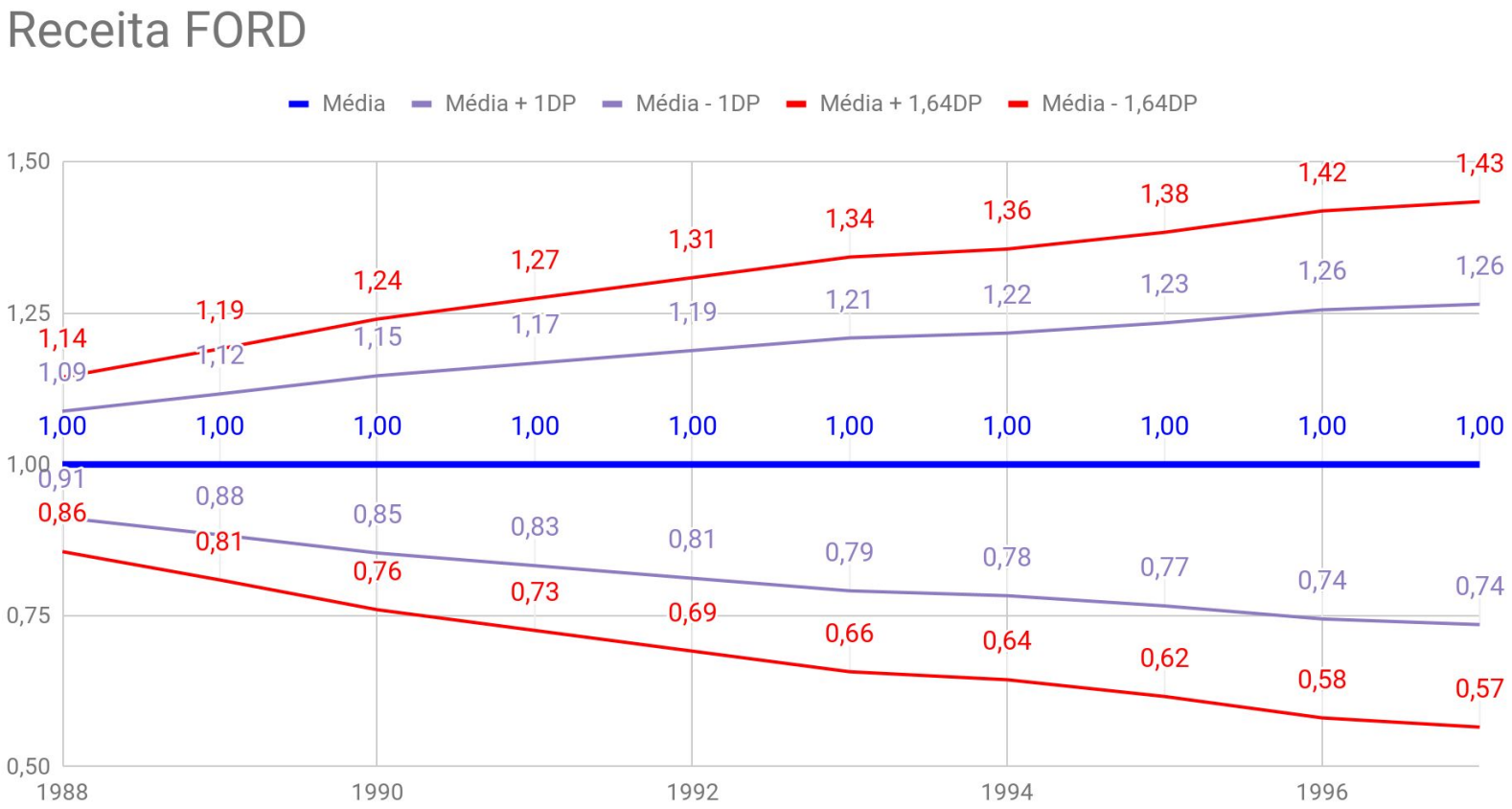
# 1.1- DCF

Receita em 1997
$ 153.627




| | freq | % |
|---|---|---|
| **Simulações > Receita Real** | 17 | 6% |
| **Simulações < Receita Real** | 283 | 94% |

# 1.1- DCF




Quanto mais longa a projeção, maior o desvio padrão associado à ela

- ➔ Vol de **8,7%**
- ➔ 10 passos a frente
- ➔ Desv Padrão de **26%**

# 1.1- DCF

| Receita | Média | Desv Pad |
|---|---|---|
| Microsoft | 24,1% | 20,2% |
| Apple | 18,7% | 25,4% |
| Disney | 12,3% | 12,2% |
| BNY Mellon | 10,4% | 29,2% |
| Pfizer | 9,5% | 19,1% |
| Abbott | 7,2% | 12,1% |
| McDonalds | 7,1% | 5,7% |
| Pepsico | 6,8% | 12,0% |
| Coca-Cola | 6,1% | 8,6% |
| Caterpillar | 6,0% | 16,7% |
| Heinz | 5,6% | 11,7% |
| Dow Chemical | 5,4% | 14,0% |
| JP Morgan | 5,3% | 14,2% |

**> retorno, > desvpad**

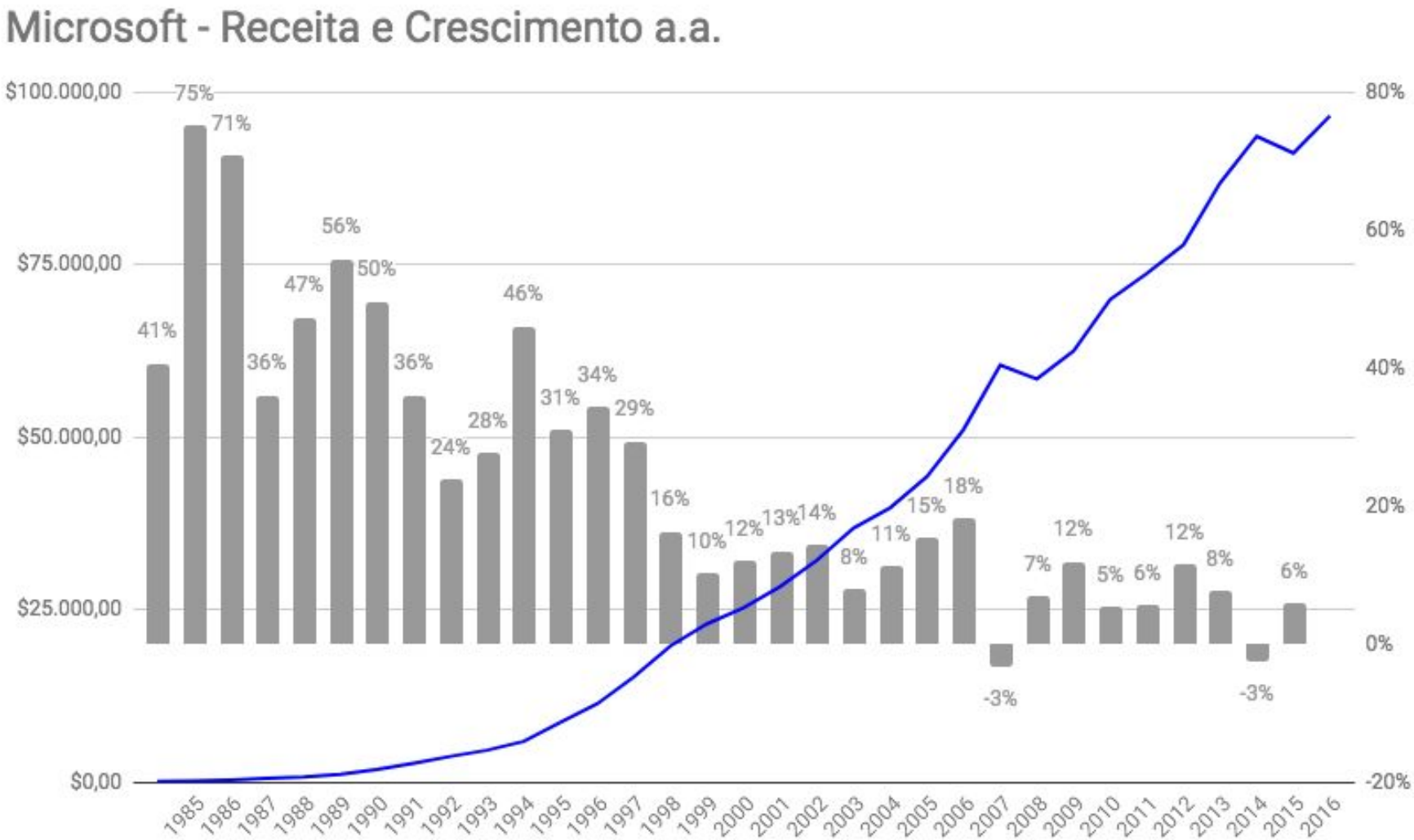
| Receita | Média | Desv Pad |
|---|---|---|
| Procter & Gamble | 5,2% | 6,9% |
| Kimberly-Clark | 5,1% | 13,6% |
| American Airlines | 5,1% | 14,7% |
| GE | 4,8% | 10,0% |
| Union Pacific | 4,8% | 9,4% |
| 3M | 4,7% | 6,0% |
| United Tech | 4,6% | 6,6% |
| Colgate-Palmolive | 3,6% | 6,4% |
| Lockheed | 3,6% | 7,7% |
| IBM | 3,3% | 7,2% |
| Exxon | 3,0% | 15,8% |
| Ford | 2,6% | 8,7% |
| JCPenney | 0,2% | 12,1% |
| Unisys | -3,9% | 7,2% |

# 1.1- DCF

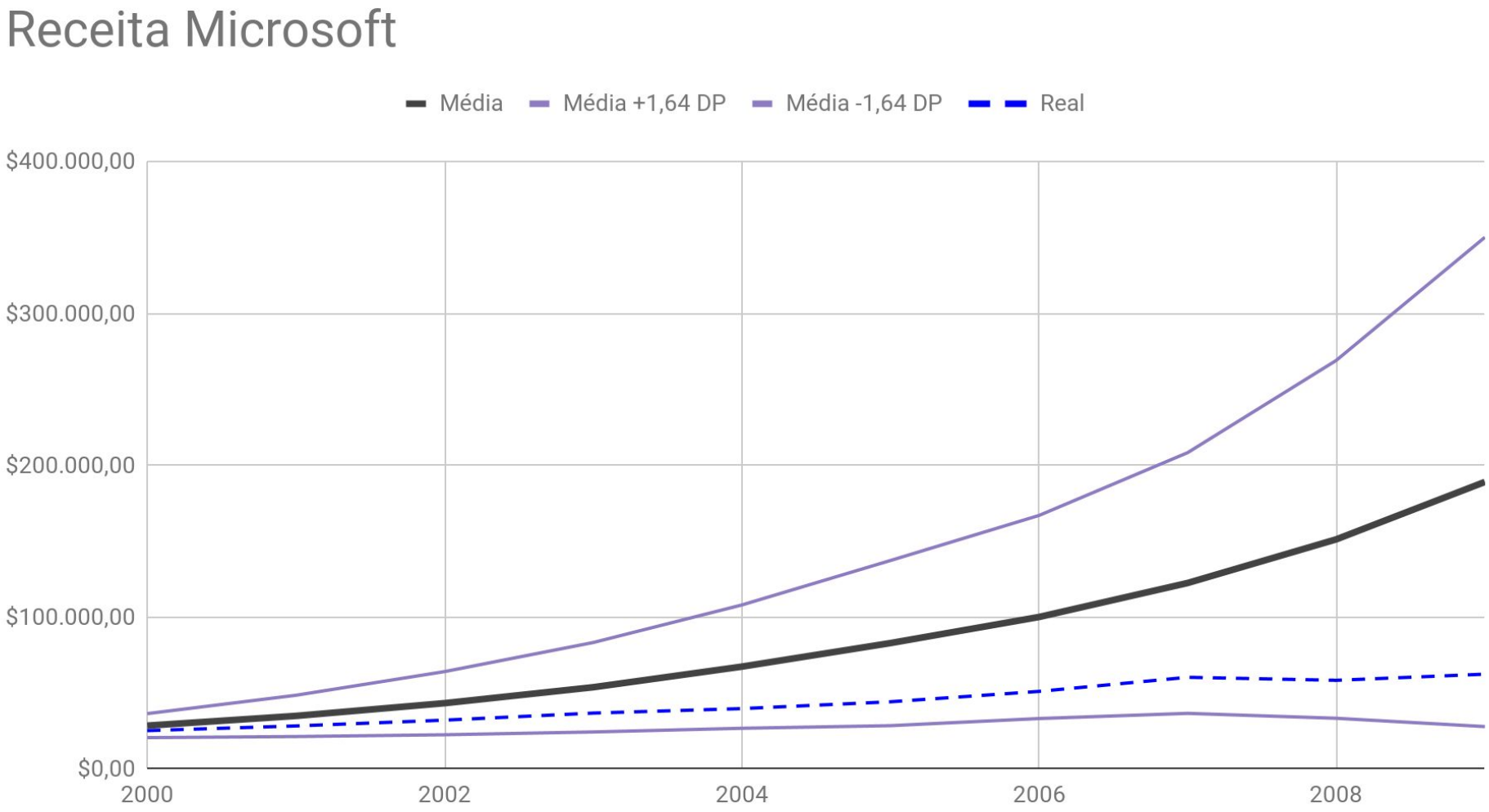
2o Caso - Incerteza na receita de uma (ex-) **Growth-Stock** :

- 4º maior valor de Mercado dos EUA
- P/BV ~ 8.1x
- P/E ~ 29x

# 1.1- DCF

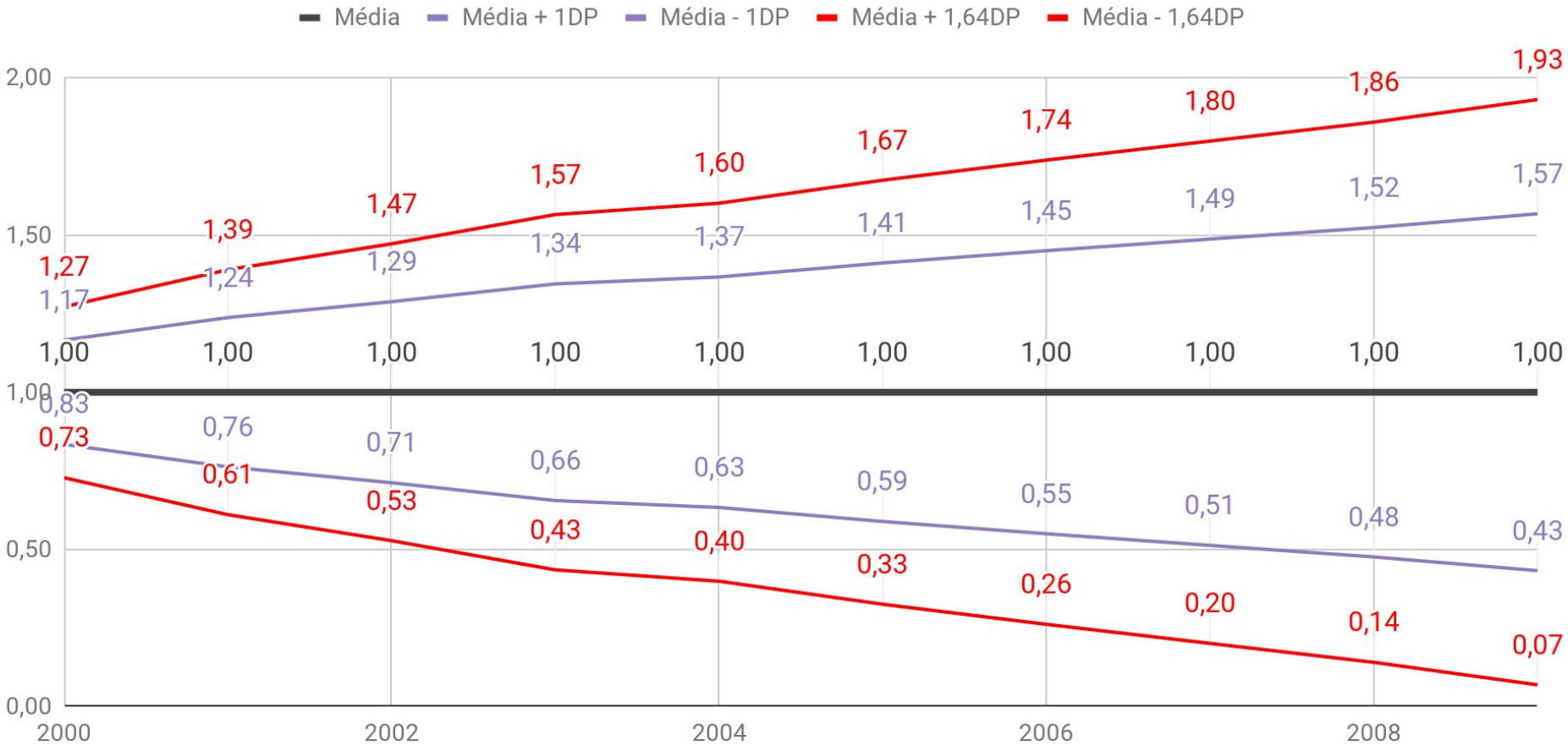

Microsoft - Receita e Crescimento a.a.
$100.000,00
$75.000,00
$50.000,00
$25.000,00
$0,00
80%
60%
40%
20%
0%
-20%
41%
75%
71%
36%
47%
56%
50%
36%
24%
28%
46%
31%
34%
29%
16%
10%
12%
13%
14%
8%
11%
15%
18%
-3%
7%
12%
5%
6%
12%
8%
-3%
6%
1985
1986
1987
1988
1989
1990
1991
1992
1993
1994
1995
1996
1997
1998
1999
2000
2001
2002
2003
2004
2005
2006
2007
2008
2009
2010
2011
2012
2013
2014
2015
2016

# 1.1- DCF


Receita Microsoft
Média
Média +1,64 DP
Média -1,64 DP
Real
$400.000,00
$300.000,00
$200.000,00
$100.000,00
$0,00
2000
2002
2004
2006
2008

# 1.1- DCF

## Receita Microsoft



# 1.1- DCF

VERSA ASSET MANAGEMENT

- ➔ Depois da décima projeção, calcula-se o valor na perpetuidade
- ➔ A perpetuidade pode representar > 70% do valor da empresa
- ➔ A décima receita pode ser, com 32% de probabilidade:
  - ◆ Ford ~ 26% maior ou menor
  - ◆ Microsoft ~ 57% maior ou menor

- ➢ O efeito da alavancagem operacional na receita e a interação com outras variáveis incertas faz com que o EBITDA tenha volatilidade maior que a receita das empresas

# 1.1- DCF

| | Receita | | EBITDA | |
|---|---|---|---|---|
| | **Média** | **Desv Pad** | **Média** | **Desv Pad** |
| Microsoft | 24,1% | 20,2% | 24,0% | 29,5% |
| Apple | 18,7% | 25,4% | 46,4% | 73,3% |
| Disney | 12,3% | 12,2% | 13,4% | 20,6% |
| Pfizer | 9,5% | 19,1% | 13,1% | 32,4% |
| Abbott | 7,2% | 12,1% | 5,7% | 12,9% |
| McDonalds | 7,1% | 5,7% | 7,0% | 9,6% |
| Pepsico | 6,8% | 12,0% | 7,7% | 11,6% |
| Coca-Cola | 6,1% | 8,6% | 7,6% | 12,2% |
| Caterpillar | 6,0% | 16,7% | 15,1% | 44,7% |
| Heinz | 5,6% | 11,7% | 5,7% | 19,1% |
| Dow Chemical | 5,4% | 14,0% | 6,2% | 30,1% |

# 1.1- DCF

| | Receita | | EBITDA | |
|---|---|---|---|---|
| | **Média** | **Desv Pad** | **Média** | **Desv Pad** |
| Procter & Gamble | 5,2% | 6,9% | 7,5% | 10,8% |
| Kimberly-Clark | 5,1% | 13,6% | 7,3% | 20,8% |
| GE | 4,8% | 10,0% | 6,2% | 16,5% |
| Union Pacific | 4,8% | 9,4% | 8,8% | 23,4% |
| 3M | 4,7% | 6,0% | 5,5% | 8,8% |
| United Tech | 4,6% | 6,6% | 9,0% | 24,8% |
| Colgate-Palmolive | 3,6% | 6,4% | 8,4% | 15,4% |
| Lockheed | 3,6% | 7,7% | 5,2% | 13,3% |
| IBM | 3,3% | 7,2% | 5,9% | 27,5% |
| Exxon | 3,0% | 15,8% | 4,8% | 26,4% |
| JCPenney | 0,2% | 12,1% | 4,8% | 33,2% |

# 1.1- DCF

Os DCFs usam variáveis determinísticas

# 1.2- Múltiplos

- O Múltiplo Fair é uma expansão do DCF

- Gordon Growth Model :

$$\text{Valor da Ação} = DPS / (r-g)$$

sendo,
DPS = dividendo por ação 1 ano a frente
r = taxa de retorno para o acionista
g = taxa anual de crescimento do dividendo

Múltiplos servem para serem comparados!

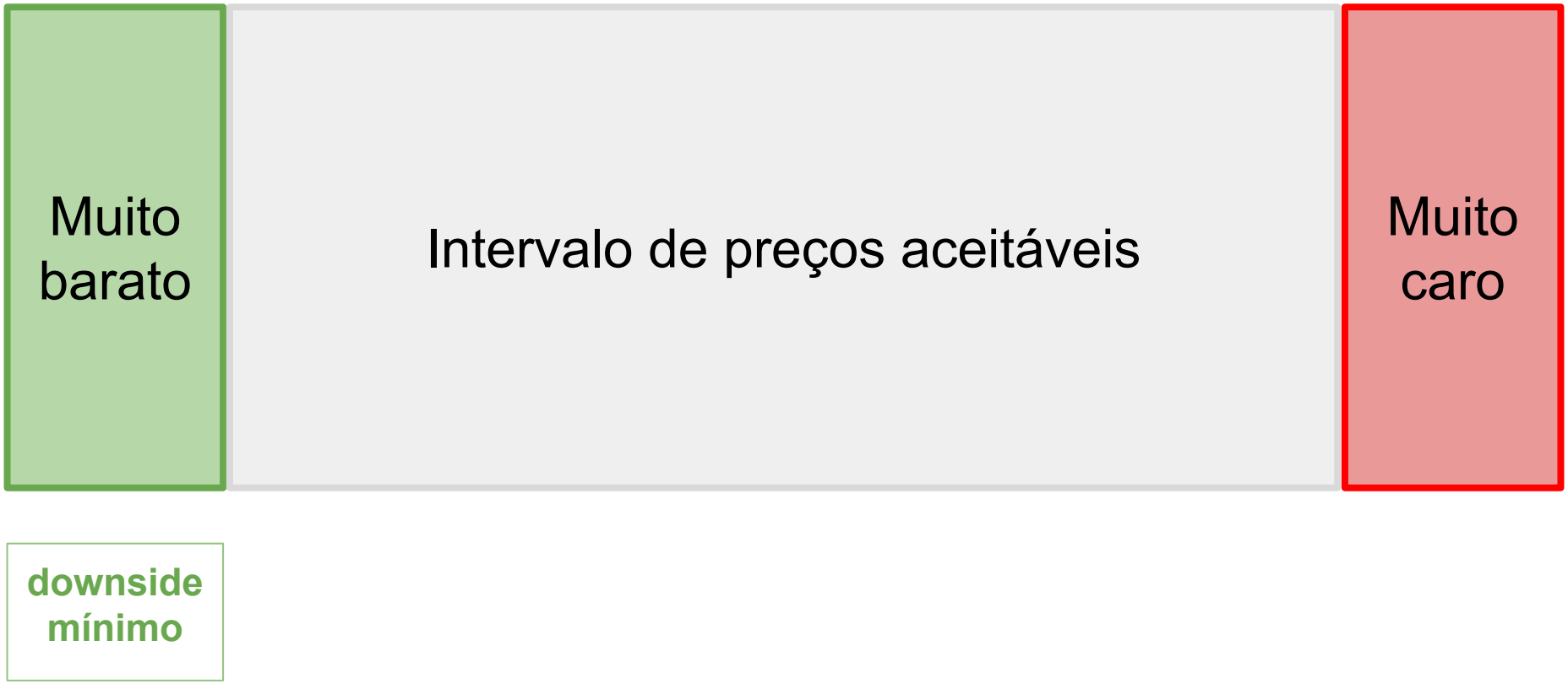
# 1.2- Múltiplos

➢ O **r** varia ao longo do tempo: **de-rating** e **re-rating.**

# 2- Metodologia Versa

- Cada tese de investimento é única
- Quanto mais simples, melhor
- Menores o downsides justificam maiores posições
- Vetores de geração de valor

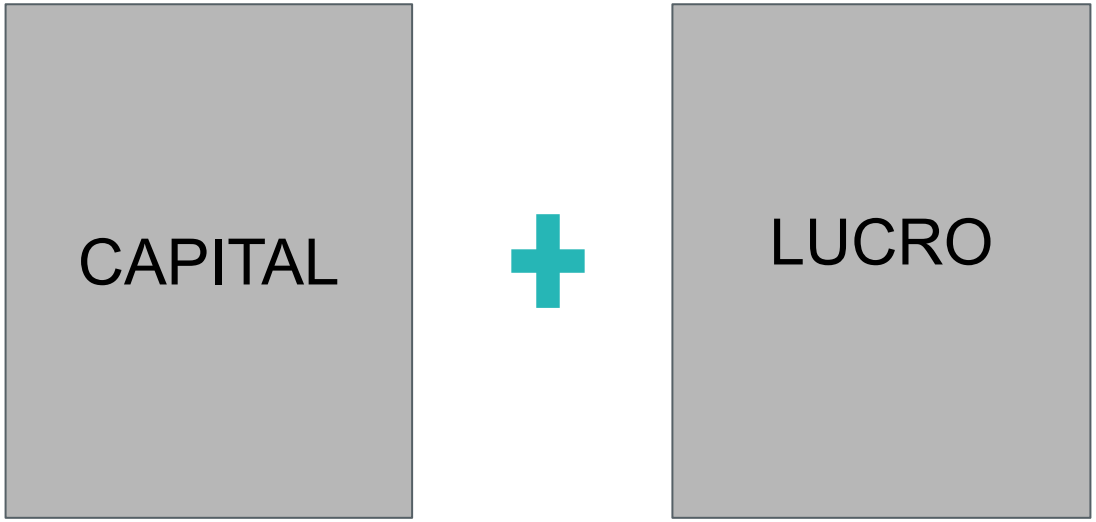
# 2- Valor x Preço



# 2.1- Muito Barato

Muito barato = desconto para o **Valor-Base**

Negócio



# 2.1- Muito Barato

Desconto para o **Valor-Base**

Negócio

# 2.1- Muito Barato

## BARGANHA!

**DESCONTO A MERCADO**

ATIVOS

−

PASSIVOS

+

**NEGÓCIO É BOM**

ROE

# 2.1- Muito Barato

- Ativo - Passivo
  - Análise da liquidez
  - Valor de reposição
  - Passivos off-balance

- ROE
  - análise qualitativa
  - histórico

# 2.2- Muito Caro

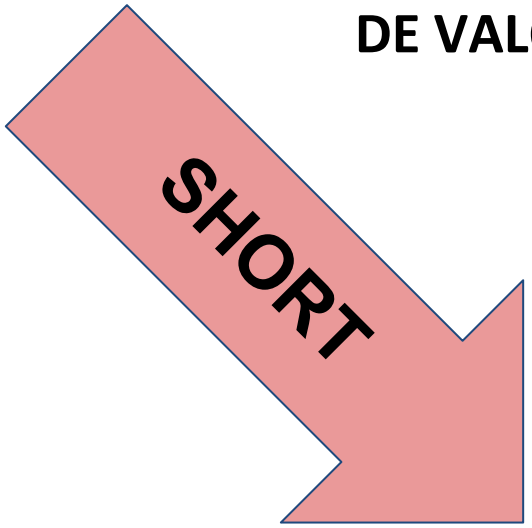
- Análise de Valuation relativo
  - ao setor
  - ao resto da bolsa

# 2.3- Intervalo de Preços Aceitáveis

VETORES !

**GERAÇÃO DE VALOR**

**DESTRUIÇÃO DE VALOR**



# 2.3- Vetores

- Principais Vetores de geração de valor são:

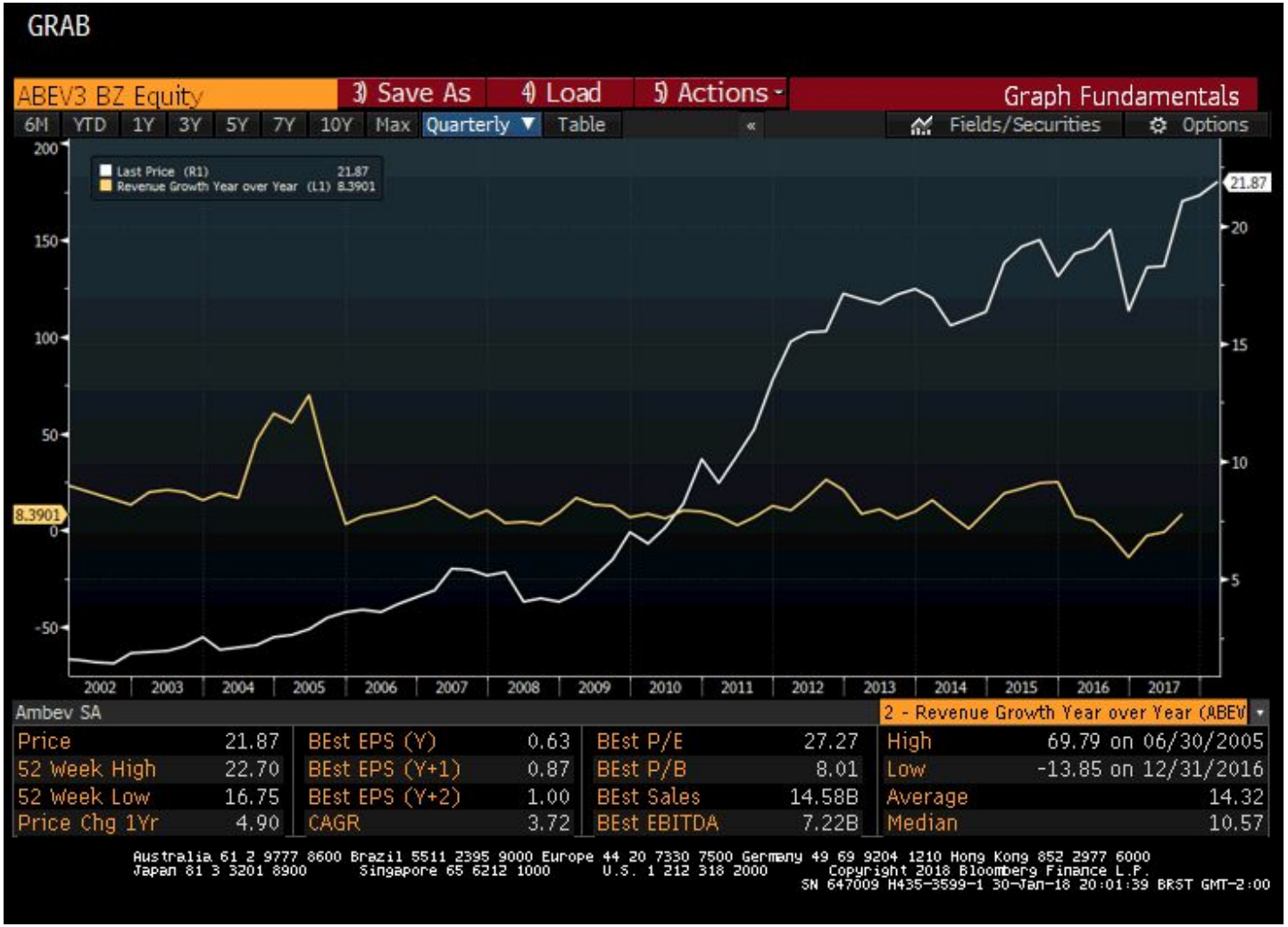
**CRESCIMENTO**

&

**RENTABILIDADE**

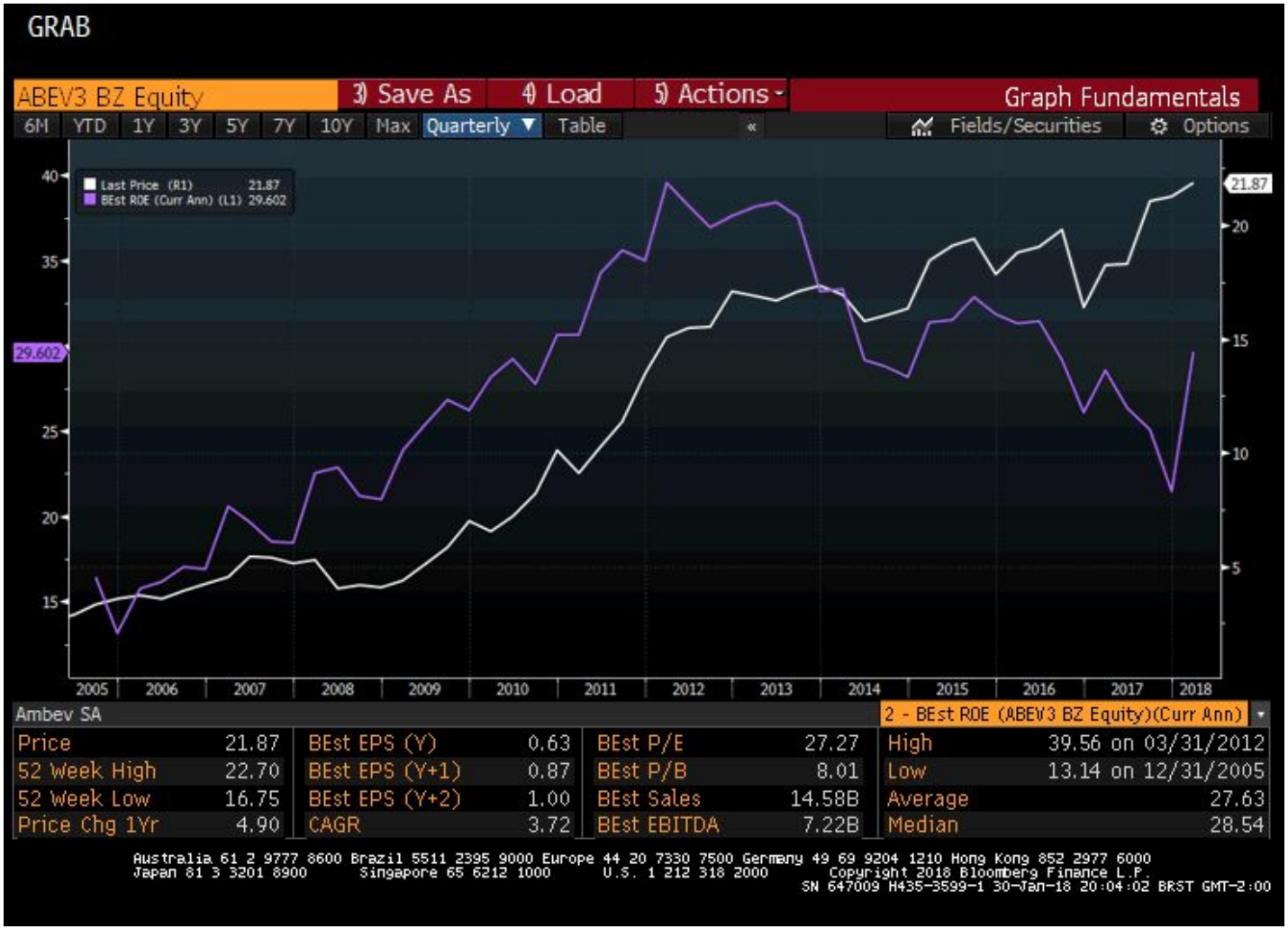
- Os vetores podem ser Micro e/ou Macro

# 2.3- Vetores - Ambev




Preço vs Cresc. Receita

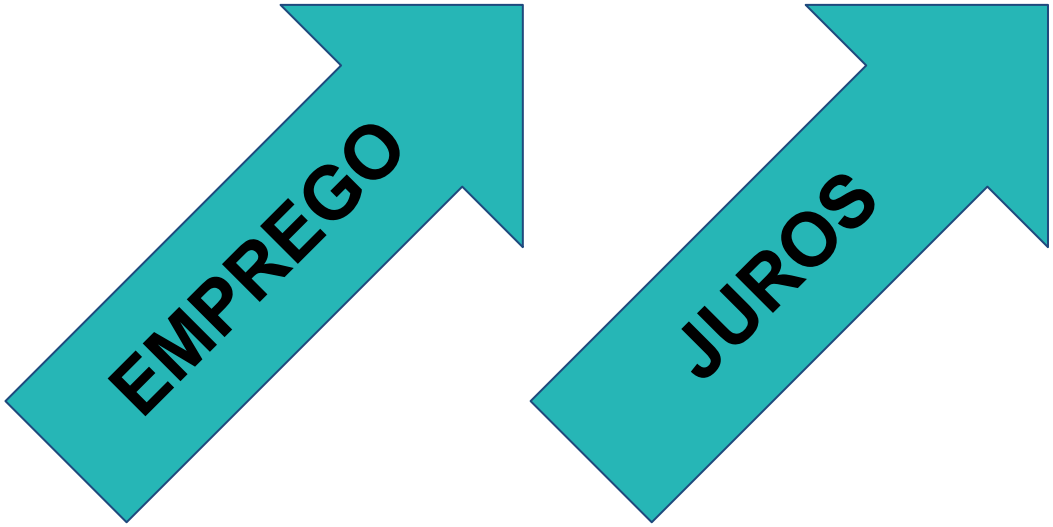
# 2.3- Vetores - Ambev




Preço vs Cresc. ROE

# 3- Value Investing em 2018

**MACRO** - Vetores MUITO Positivos



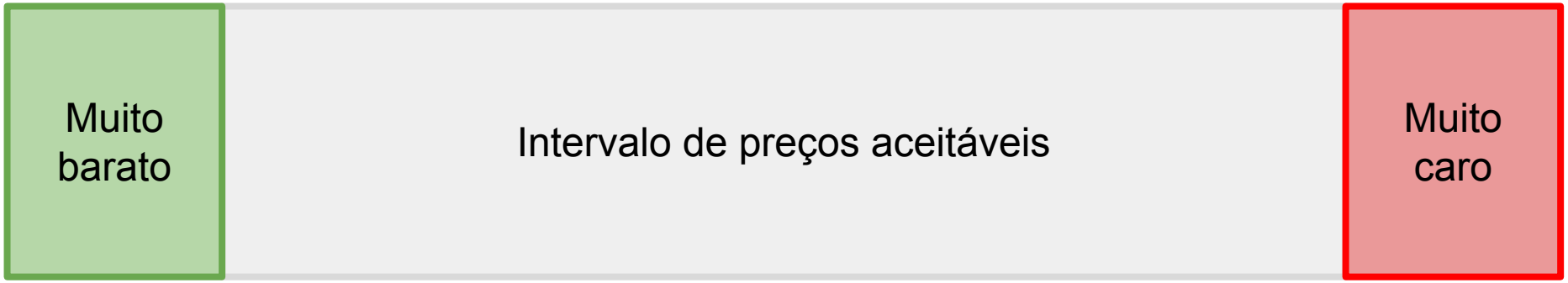
# 3- Value Investing em 2018

VERSA ASSET MANAGEMENT

**MICRO**

- Poucos papéis muito baratos
- Macro vai impulsionar o micro

# 4- Investment-Cases




**downside mínimo**

# OBRIGADO

luizalves@fundoversa.com.br

www.fundoversa.com.br

(11) 3078-1914

Rua Joaquim Floriano 733 cj 5A