

27/08/2014 - 05:00

Diferença do valor em bolsa de Marcopolo e Randon supera 100%

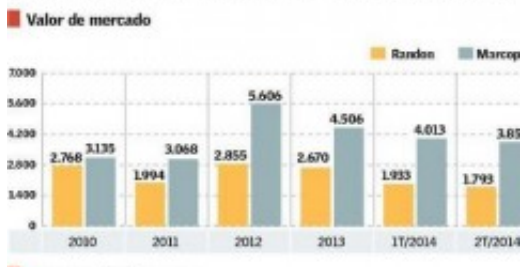
Por Sérgio Ruck Bueno

Duas das principais companhias de capital aberto com sede no sul do país, Randon e Marcopolo apresentam níveis de receitas em geral semelhantes, operam em segmentos do mesmo setor, o de transportes, e por isto estão expostas a conjunturas econômicas similares. Quando o critério é percepção dos investidores e valor de mercado, entretanto, os desempenhos recentes e as perspectivas para o futuro vêm ampliando a distância entre elas nos últimos anos.

No fim do primeiro semestre, a Marcopolo, maior fabricante de carrocerias de ônibus do Brasil, valia R\$ 3,85 bilhões com base no preço das ações na BM&FBovespa, enquanto a Randon, líder no mercado de implementos rodoviários do país, valia R\$ 1,79 bilhão. Com isto, a diferença entre as duas chegou a 115% a favor da Marcopolo, ante apenas 13% no fim de 2010.

Prós e contras

Endividamento pesa mais na Randon – dados consolidados em



Alguns analistas, como Wagner Salaverry, da gestora Quantitas, consideram que o prêmio pago pelas ações da Marcopolo em relação às da Randon é "exagerado", levando-se em conta as condições do mercado e os fundamentos das empresas. Mesmo assim, ele acredita que uma correção desta distância dependerá do desempenho de ambas nos próximos 12 a 18 meses.

Conforme Felipe Pezerico, também da Quantitas, a razão preço/lucro (P/L) das ações da Marcopolo estava em 12,47 no fim da semana passada, acima da mediana de 10,52 dos últimos cinco anos, ante 8,52 da Randon (abaixo da mediana de 9,96). O índice aponta a relação entre o valor de mercado da empresa e o lucro projetado para os próximos 12 meses e, quanto maior for, indica que o investidor está disposto a pagar mais pela ação por confiar em melhores resultados no futuro.

Valter Bianchi Filho, da Fundamenta Investimentos, acha justa a diferença de valoração entre as empresas, especialmente tomando como base os resultados dos últimos três anos. Mas ele não garante que esta situação será mantida no futuro, pois uma mudança mais forte na dinâmica da competição dos segmentos, incluindo a entrada ou saída de um concorrente importante do mercado, "pode mudar a equação".

Para Débora Morsch, da gestora Zenith, é difícil projetar o comportamento das ações das duas devido às incertezas sobre a economia nos próximos meses. Mesmo assim, ela diz que a Marcopolo sinaliza múltiplos maiores no segundo semestre do que a Randon, que foi bem na primeira metade do ano mas deve "cair forte" na segunda. "O mercado embutiu [no preço dos ativos] o pessimismo em relação à Randon."

Pezerico entende que uma das principais diferenças entre as duas companhias é o "ambiente competitivo". Enquanto a Marcopolo foi beneficiada pela saída da Busscar do mercado há alguns anos e enfrenta um número menor de concorrentes de peso, a Randon tem adversários mais robustos como Guerra, Librelato e Fachini, além

de "pequenos entrantes" que fazem produtos de menor qualidade e muito mais baratos.

Entre os fatores que pesam a favor da fabricante de carrocerias, na opinião dos analistas, inclui-se o nível de internacionalização mais acentuado, com fábricas, joint ventures e participações acionárias em regiões como América do Sul, Central e do Norte, África do Sul, China, Índia e Austrália. Com isto, o faturamento no mercado externo cresceu 10,1% no primeiro semestre e segurou a queda da receita consolidada em 11,1% (para R\$ 1,566 bilhão), apesar do tombo de 18,3% nas vendas domésticas.

A Randon também tem unidades na Argentina, Estados Unidos e China (as duas últimas da controlada Fras-le), além de parcerias na África. Ainda assim, a receita no mercado externo deve chegar, conforme a empresa, a US\$ 300 milhões (entre exportações do Brasil e vendas das unidades no exterior) em 2014, ou menos de 13%, pelo câmbio atual, da receita bruta total estimada em R\$ 5,4 bilhões para o ano. Na Marcopolo o mercado externo respondeu por 31,5% da receita líquida no semestre.

A Marcopolo ainda tem menor endividamento líquido, equivalente a 0,9 vez o lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações (Ebitda) acumulado em 12 meses no fim do primeiro semestre, ante 1,5 vez no caso da Randon, o que aumenta a confiança dos investidores. Os índices correspondem apenas às dívidas relativas às atividades industriais das companhias. Ficam de fora os passivos dos bancos Moneo e Randon, que operam no repasse de linhas do BNDES para os clientes.

Mesmo assim, conforme Bianchi Filho, as duas empresas têm graus semelhantes de conservadorismo quando se trata de manter a alavancagem em patamares reduzidos. Em termos gerais de governança, a Marcopolo é mais avançada e já aderiu ao nível dois da BM&FBovespa, enquanto a Randon está no primeiro estágio.

Conforme Salaverry, a fabricante de ônibus apresentou retornos sobre o patrimônio (ROE) entre 6,7 e 23,7 pontos percentuais superiores aos da Randon de 2010 a 2013 e no primeiro semestre de 2014. "Foram retornos mais consistentes", diz. O lucro líquido acumulado pela Marcopolo no período é maior, embora em três desses quatro anos o resultado da fabricante de implementos tenha sido mais alto. Na margem bruta, a Randon levou a melhor nos quatro anos, enquanto na margem Ebitda cada uma ficou à frente em dois períodos (*ver tabela*).

No primeiro semestre de 2014 a Randon saiu-se melhor, com lucro líquido consolidado de R\$ 157 milhões (incluindo os resultados destinados a acionistas controladores e não controladores), contra R\$ 104 milhões da Marcopolo, no mesmo critério. A fabricante de implementos ainda obteve margens bruta, Ebitda e líquida mais elevadas no período. Mesmo assim, manteve os pés no chão e vem prometendo mais "cautela" nos investimentos em modernização e manutenção das fábricas neste ano e no próximo para preservar o caixa.

Apesar do desempenho mais fraco na maioria dos indicadores no semestre e de ambas terem revisado para baixo seus "guidances" para 2014, a Marcopolo aumentou a vantagem no valor de mercado entre o início e o fim do semestre devido às melhores expectativas para o futuro. Segundo Débora, da Zenith, se na primeira metade do ano a Randon compensou a queda nos semirreboques e autopeças com a produção de vagões ferroviários, isto não deve se repetir no segundo semestre.

No fim de julho a Randon decidiu adotar a jornada de quatro dias por semana para a maior parte dos funcionários e em relação a 2015 o cenário é nebuloso. Mesmo que a negociação entre a indústria e o governo federal para a criação de um programa de renovação da frota de caminhões (com reflexos no segmento de semirreboques) saia do papel, as vendas do setor dependem da "confiança" das empresas de transportes de cargas, que por enquanto está em baixa, entende Débora, da Zenith.

Já a Marcopolo tem perspectivas mais positivas de curto prazo, entendem os analistas. Uma delas é a iminente regulamentação, pela Agência Nacional de Transportes Terrestres (ANTT), do regime de autorização para o funcionamento das linhas de ônibus interestaduais, o que deve destravar as vendas de modelos rodoviários, de maior valor agregado. O setor também está negociando a ampliação do programa "Caminhos da Escola", o que daria novo impulso à venda de micro-ônibus.

Apesar das diferenças, Salaverry lembra que as duas estão apresentando números interessantes mesmo em um ambiente macroeconômico difícil. "Até falamos em redução dos lucros, mas não em prejuízos". As empresa mantêm seus principais investimentos, em especial a fábrica que a Marcopolo pretende inaugurar em outubro em São Mateus (ES) e a unidade da Randon em Araraquara (SP), prevista para janeiro de 2016.