Valor

EDIÇÃO #128

Publicado em 17.01.2020

Análise de Weg (WEGE3)

Resumo

No relatório Valor desta semana, realizamos uma análise de Weg (WEGE3), importante Companhia brasileira, com atuação global, no setor de bens de capital. Os números da Weg são de "dar inveja" a muitas empresas, possuindo métricas de rentabilidade elevadas, um histórico robusto de resultados e perspectivas bastante positivas, através do desenvolvimento de novos negócios, verticalização de novas plantas e exploração de novas demografias.

A empresa deve, tranquilamente, crescer bem acima do PIB nos próximos 10 anos, e ainda tem espaço para incremento de rentabilidade e de margens. Todos esses fatores positivos, no entanto, já estão amplamente embutidos no preço, uma vez que a empresa negocia bem acima de seu valor intrínseco e com um P/L de 41 vezes o lucro de 2020. Consideramos o valuation de Weg muito caro, e gostaríamos de recomendar as ações num preço mais próximo de R$ 16,50, que teria uma margem de segurança de 10% dentro de nossos modelos.

ATUALIZAÇÕES RECENTES

06/12/2019	**ITSA4**	Reajuste de preço teto para R$ 14,00
12/12/2019	**B3SA3**	Pagamento de JCP no valor líquido de R$ 0,161 por ação. Ex: 02/01/2020. Pgto: 13/01/2020.
13/12/2019	**SMLS3**	Encerramento da recomendação.
13/12/2019	**CGRA4**	Aumento do preço teto para R$ 28,00.
17/12/2019	**KLBN11**	Pagamento de JCP no valor bruto de R$ 0,189 por Unit. Ex: 20/01/2020. Pgto: 23/12/2020.
23/12/2019	**MDIA3**	Pagamento de JCP no valor bruto de R$ 0,25 por ação. Ex: 31/12/2019. Pgto: 30/04/2020.
27/12/2019	**HAPV3**	Anuncio pagamento de JCP no valor bruto de R$ 0,159 por ação. Ex: 06/01/2020. Pgto: 30/04/2020.
10/01/2020	**HAPV3** **BRAP4**	Retirada de Hapvida (HAPV3) da carteira e inclusão da Bradespar (BRAP4).

WEG S.A – WEGE3

A WEG, em nossa opinião, poderia se enquadrar entre as mais respeitadas e admiradas empresas do Brasil, além de ser, também, uma das mais bem geridas. Por conta do seu ótimo histórico de resultados e da valorização expressiva de suas ações, muitos se perguntam qual a nossa opinião sobre a companhia.

Então, de forma a mostrar um pouco mais do case para os investidores, bem como demonstrar nossa opinião sobre se é ou não um bom momento para comprar ações da Companhia, no Relatório Valor desta semana, trazemos uma análise completa do case.

Histórico e perfil da companhia

A WEG foi fundada em 1961 na cidade de Jaraguá do Sul (SC), por seus três sócios fundadores: **W**erner Voigt, **E**gon Silva e **G**eraldo Werninghaus, inicialmente sob o nome de **Eletromotores Jaraguá**, antes de passar a ser chamada pelo nome atual.

A empresa iniciou suas atividades produzindo motores elétricos, como indicava sua primeira razão social, ao passo que, nos anos 70, ela já começava a atuar no mercado internacional, exportando os seus produtos para alguns países da América Latina. Nessa mesma década, em 1971, a empresa abriu o seu capital.

A partir da década de 80, a WEG começou a diversificar o seu escopo, produzindo diversos componentes eletroeletrônicos, além de produtos para automação industrial, transformadores de força e distribuição e até tintas e vernizes.

Foi nessa época que a empresa começou a se consolidar mais fortemente dentro do mercado interno, não somente como uma fabricante de motores, mas também como uma fornecedora completa de sistemas elétricos industriais. Com o reconhecimento que a empresa passou a obter, ela recebeu o seu primeiro prêmio, na lista de "Melhores e Maiores" da Revista Exame.

Já nos anos da década de 90, a WEG começou a atuar em mercados mais consolidados, tais como EUA e Europa, e ainda mais longe, abrindo filiais

no mercado asiático. No final daquela década, a empresa já detinha 79% do market share (fatia de mercado) de motores elétricos no Brasil, e exportava 29% de sua produção para 55 países.

Os anos 2000 foram marcados pelo início da demonstração da capacidade de crescimento através de aquisições. Começando com a compra de fábricas no México e na Argentina, a empresa realizou diversas aquisições adicionais nos anos seguintes, incluindo o controle de outras companhias, tanto no Brasil quanto no exterior.

Através desses negócios, a empresa demonstrou notável habilidade em desenvolver e aproveitar sinergias sem sofrer com muitos dos problemas que costumam ocorrer quando um grande número de aquisições são realizadas em relativamente pouco tempo, principalmente a dificuldade de integrar diferentes setores de atuação, formas de gestão e processos envolvidos nas diferentes cadeias produtivas.

Hoje, a WEG é uma companhia global de equipamentos eletroeletrônicos, considerada uma benchmark em se tratando de inovação e desenvolvimento de soluções voltadas para a eficiência energética.

Uma empresa que pode ser considerada uma verdadeira multinacional brasileira, com atuação no setor de bens de capital focados em máquinas elétricas, automação e tintas.

A cadeia de clientes dessa empresa é extraordinariamente ampla, pois ela é capaz de suprir a necessidade de vários setores dentro de uma economia, tais como: siderurgia, papel e celulose, mineração, petróleo, geração de energia elétrica, agronegócio, entre muitos outros.

Com operações industriais em 12 países, filiais em 29 e presença comercial em mais 135 nacionalidades, a WEG é uma gigante que possui mais de 30 mil colaboradores, incluindo 3 mil engenheiros espalhados pelo mundo, e conta com um portfólio de mais de 460 linhas de produtos, que são comercializados nos 5 continentes.

Principais ramos de negócios

Os negócios da empresa são divididos em 4 ramos principais, são eles:

- **Equipamentos eletroeletrônicos industriais:** área responsável pela produção de motores elétricos, drives de equipamentos, serviços de automação industrial e serviços de manutenção. Esse ramo de negócios está presente em praticamente qualquer segmento industrial e é fortemente dependente da atividade econômica.

- **Geração, transmissão e distribuição de energia (GTD):** Os produtos e serviços que estão incluídos nesse segmento são os geradores usados em usinas hidráulicas, térmicas, além de aerogeradores, transformadores, subestações, entre outros produtos deste ramo específico.

- **Motores para uso doméstico:** negócio com atuação no mercado de motores monofásicos utilizados para bens de consumo duráveis, tais como lavadoras, liquidificadores, ar condicionado, bombas de água, entre muitos outros.

- **Tintas e vernizes:** área responsável pela fabricação de tintas líquidas, ou em pó, além de vernizes eletro-isolantes, com foco exclusivo em aplicações industriais. Área tradicionalmente voltada para o mercado interno, mas que vem sendo expandida gradualmente para a América Latina e outras regiões.

Vantagens competitivas

- **Marca líder em diversas linhas de negócios:** A WEG é uma das empresas de bens de capital líder ou vice-líder em todas as suas linhas de produtos na América Latina, além de possuir participação expressiva em vários outros locais, especialmente EUA e Europa. Ter uma marca reconhecida pela sua qualidade e confiabilidade agrega muito valor aos produtos produzidos por essa companhia.

- **Modelo de negócios flexível e modular:** A empresa possui um histórico bastante longo na eficiência da alocação de capital, baseado sempre num modelo de investimentos modular, o que evita o excesso de capacidade ociosa e melhora o retorno sobre o capital investido. Além disso, a flexibilidade financeira arraigada na cultura dessa empresa permite que ela venha buscar oportunidades de

crescimento quando elas se tornam disponíveis, somente em condições atrativas.

- **Gama completa de produtos:** Dentre as suas principais concorrentes, a WEG é a empresa que oferece a solução mais completa para os seus clientes, com base nos segmentos de negócios em que atua.

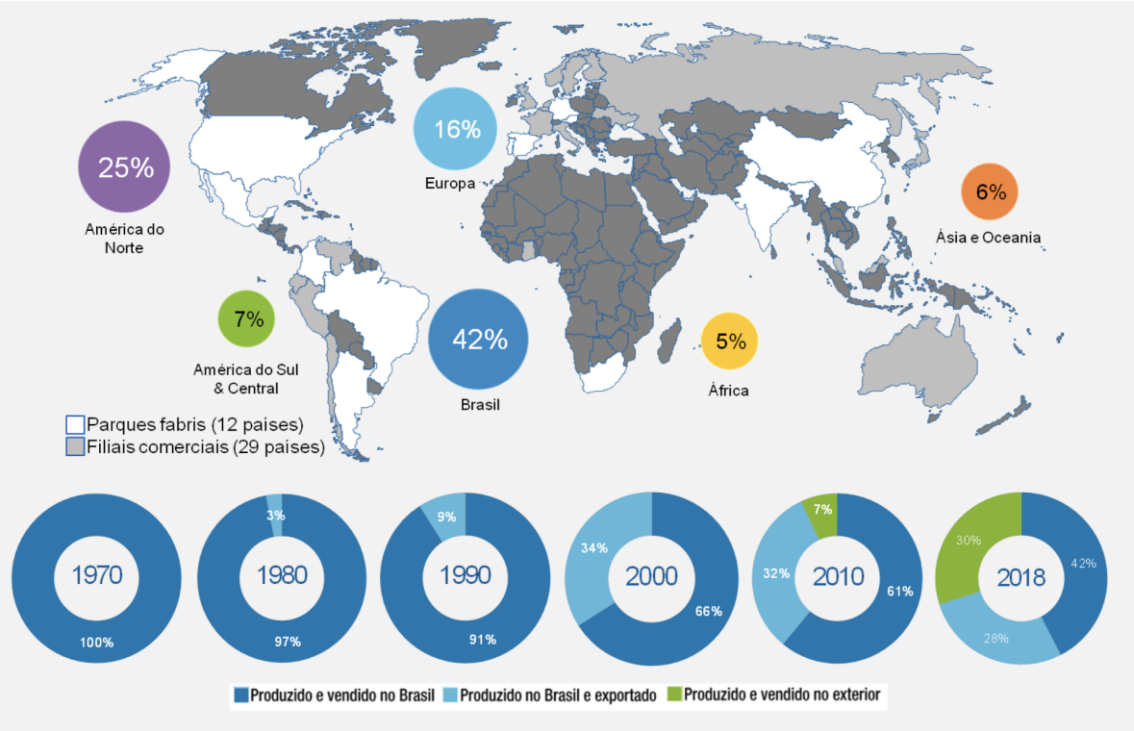
- **Verticalização:** A verticalização praticada pela WEG permite uma produção flexível para fornecer competitivamente pequenos lotes de produtos altamente customizados que se adequam perfeitamente às necessidades dos clientes da empresa. O foco da companhia é personalização em massa, e não produção em massa, o que, naturalmente, reduz sobras de estoques.

- **Inovação:** A empresa investe cerca de 2,7% de sua Receita Líquida em P&D (Pesquisa & Desenvolvimento), contando com aproximadamente 3000 colaboradores dedicados a essa área, seja de forma integral ou parcial, e mais de 30 laboratórios de pesquisa no Brasil e no exterior, além de parcerias com várias universidades no mundo. Atuando em ambientes tão competitivos, esse foco na inovação permite que a empresa se mantenha à frente de seus concorrentes e na vanguarda de seu setor.

- **Diversificação de receitas:** As receitas da WEG são bem diversificadas, tanto pela sua vasta gama de produtos quanto pelo

alto nível de exportações. A empresa tem quase 60% de sua receita proveniente do mercado externo, o que, naturalmente, permite que a companhia tenha maior robustez para lidar com crises internas sem que o seu negócio como um todo seja afetado.

Distribuição geográfica da Receita Líquida da WEG até o final de 2018



Fonte: RI da empresa.

Estrutura Societária e Equipe de Gestão

A WEG, mesmo sendo considerada uma companhia multinacional e de grande sucesso, até os dias de hoje permanece sendo uma empresa de controle familiar, provando que nem sempre a gestão de uma companhia precisa de um controle pulverizado para que obtenha êxito.

No total, quase 65% das ações da empresa estão nas mãos dos controladores, sendo 50,1% pertencentes à WPA Participações e Serviços, que foi fundada com o objetivo de formar a base dos controladores da empresa, constituída pelas famílias dos três fundadores, e o restante diretamente nas mãos dessas famílias.

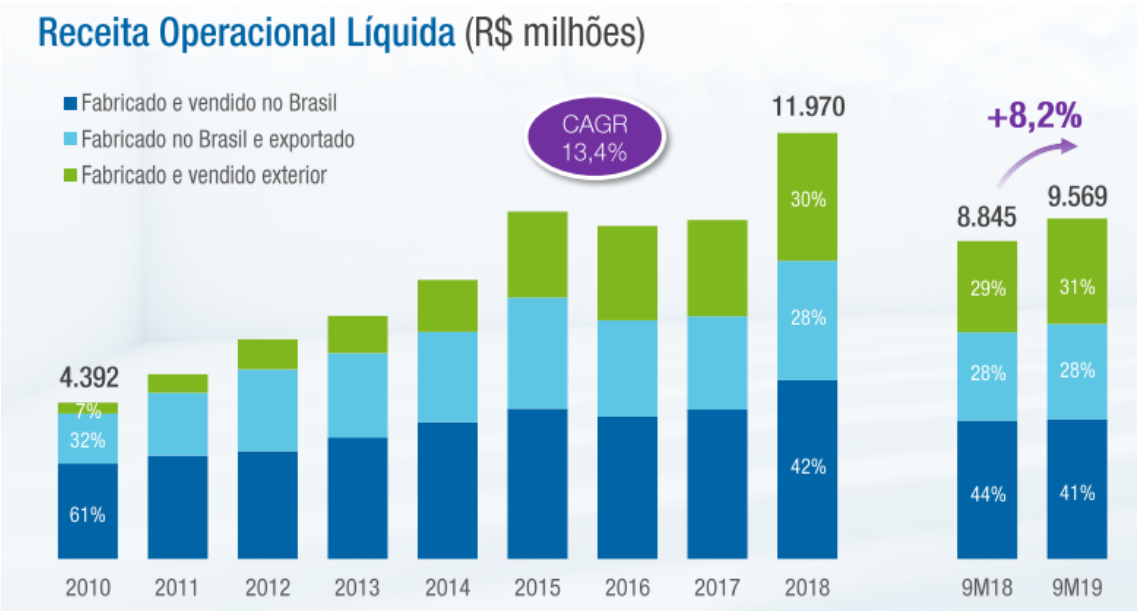
O Diretor Executivo da companhia, sr. Harry Schmelzer Jr., no cargo desde 2008, fez carreira na própria empresa, começando como estagiário em 1981 e passando por diversos setores à medida que progrediu na empresa. Essa experiência e afinidade com a WEG ajudam a explicar a eficiência que tem demonstrado na gestão. O presidente do Conselho de Administração, sr. Décio da Silva, está na empresa desde a década de 1970, sendo Diretor Executivo por quase 20 anos, de 1989 a 2007.

Adicionalmente, tanto a Diretoria quanto o Conselho possuem membros com décadas de experiência, seja na própria empresa ou no setor como um todo. Poucas coisas são tão importantes para o sucesso de uma empresa quanto a sua equipe e, no caso da WEG, a nossa avaliação é certamente positiva nesse quesito.

Histórico Operacional e Rentabilidade

A WEG possui um dos melhores históricos de resultados, geração de caixa e produtividade dentre as empresas de capital aberto no Brasil, sendo uma empresa que pode se encaixar facilmente na definição de ***"high quality"*** (alta qualidade).

Poucas são as empresas listadas que apresentaram uma trajetória tão positiva quanto a Weg no passado, e que conseguiu criar valor com bastante consistência e recorrência aos acionistas.



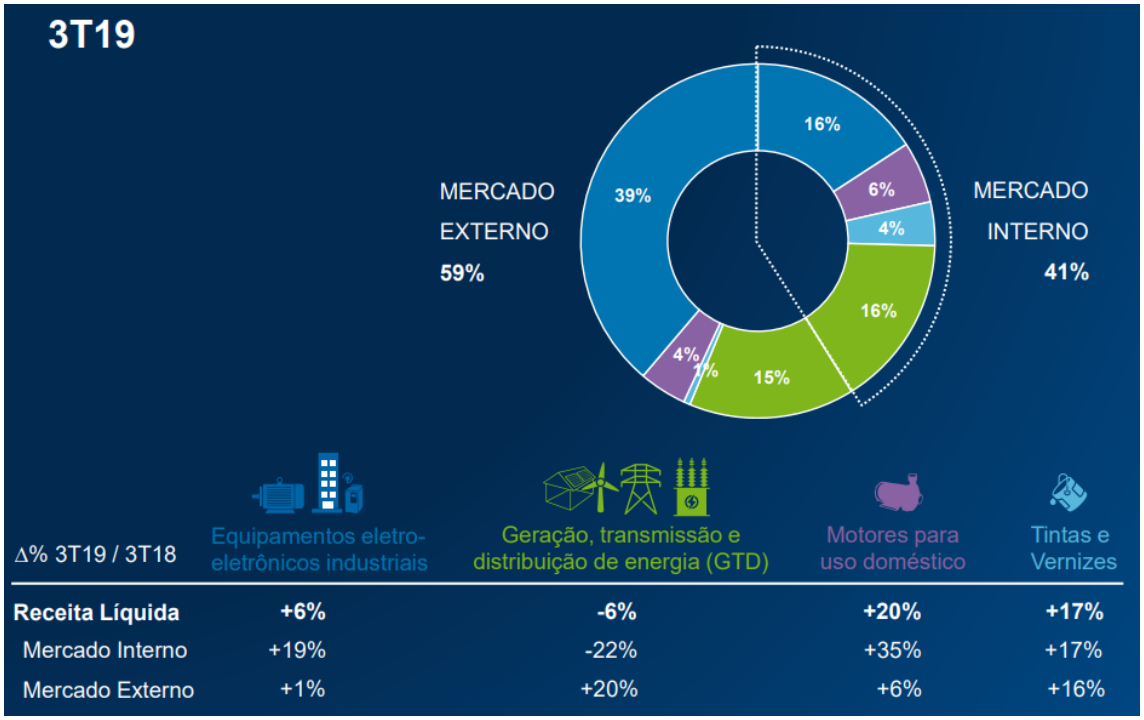
Fonte: Weg

Como pode ser observado no gráfico acima, de 2010 a 2018, a Weg elevou seu faturamento líquido numa taxa composta média de mais de 13%, o que é bastante expressivo, e deixa claro o motivo de tantos investidores enxergarem na Weg uma referência de gestão e alocação de capital eficiente.

Mesmo durante a crise que assolou o Brasil em anos recentes, a Weg foi capaz de continuar obtendo ótimos resultados, com expressivo crescimento de lucros, por conta de um aumento da receita proveniente do mercado externo, ao contrário de outras companhias que viram seus resultados sofrerem fortes retrações no mesmo período.

Como falamos acima, na seção de vantagens competitivas, quase 60% dos resultados da empresa hoje são oriundos do mercado externo. Isso pode ser visto na imagem abaixo:

Participação de cada ramo na Receita da empresa, nos mercados interno e externo, incluindo variação em relação ao mesmo trimestre do ano anterior



Δ% 3T19 / 3T18	Equipamentos eletro-eletrônicos industriais	Geração, transmissão e distribuição de energia (GTD)	Motores para uso doméstico	Tintas e Vernizes
Receita Líquida	**+6%**	**-6%**	**+20%**	**+17%**
Mercado Interno	+19%	-22%	+35%	+17%
Mercado Externo	+1%	+20%	+6%	+16%

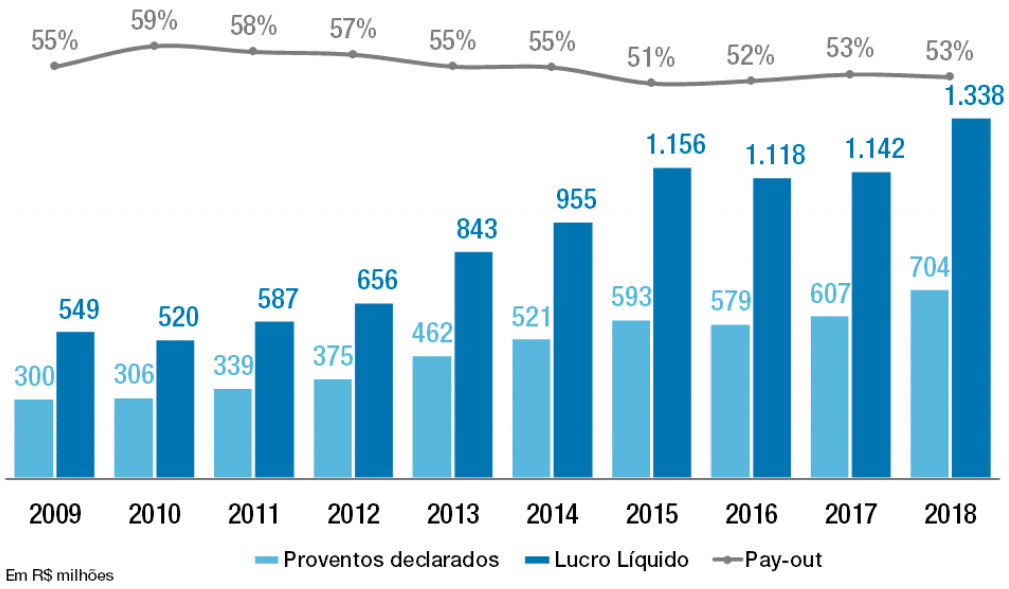
Fonte: RI da empresa.

O que também podemos verificar na imagem é que a receita da WEG é mais concentrada nos segmentos eletroeletrônicos Industriais e GTD, que representam 86% da receita. Vale ressaltar, porém, que os outros ramos de atuação estão entregando maiores taxas de crescimento, o que pode diminuir essa concentração no futuro.

Em geral, quanto maior a distribuição da receita entre diferentes negócios, mais robusta é a empresa. Nesse caso, mesmo com um certo desequilíbrio para os segmentos supracitados, consideramos que esses segmentos são um pouco mais resilientes às variações dos ciclos econômicos, o que é um fator positivo com relação à capacidade que a empresa possui de lidar com tais ciclos. Naturalmente, isso tende a se reverter em bons resultados para os acionistas.

Com relação à distribuição de dividendos. A empresa vem mantendo consistentemente o seu Payout, que representa o percentual do lucro distribuído para os acionistas, acima de 50%, como mostra a imagem abaixo.

Evolução do Lucro e Proventos da WEG, em R$ milhões

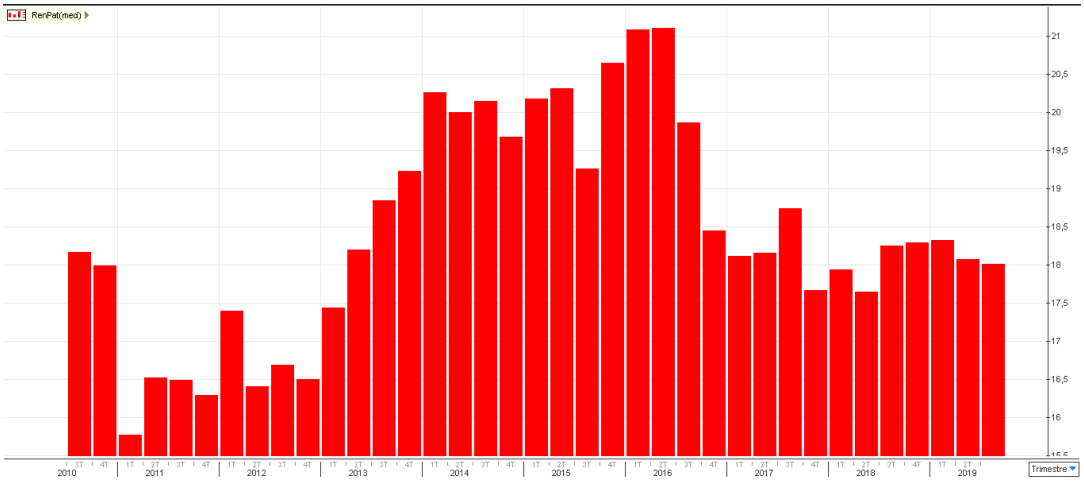


Fonte: RI da empresa.

Com a evolução dos resultados da empresa, o montante distribuído na forma de proventos também aumentou, sendo que o total mais que dobrou ao longo dos 10 anos representados na imagem, elevando de forma considerável o Yield On Cost (dividendo em relação ao preço médio de aquisição) do investidor.

O Dividend Yield (indicador calculado pelo dividendo pago por ação dividido pela cotação do papel) da WEG, por sua vez, se manteve historicamente próximo a 2%. Nos dias atuais, com a valorização expressiva recente da empresa, esse indicador está na casa de 1%.

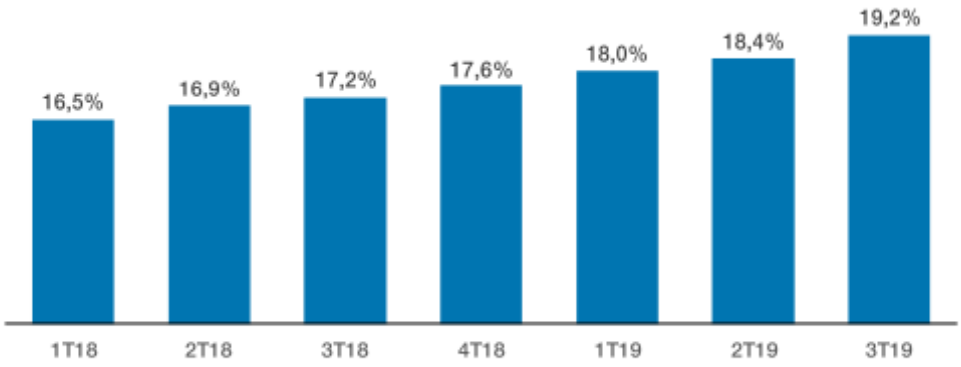
Um outro ponto que reforça as grandes vantagens competitivas, reflexo direto de sua marca forte, um modelo de negócios flexível, além de verticalização e escala, é a rentabilidade da Companhia. O retorno sobre patrimônio líquido da empresa (ROE) historicamente vem se mantendo bem acima do custo de capital, reforçando a capacidade da empresa em crescer criando valor aos acionistas.



Fonte: Economatica

Mesmo com a grave crise econômica pela qual o país passou recentemente, o que, naturalmente, impacta a empresa, que tem cerca de 40% de suas receitas provenientes do mercado interno, a Wege manteve seu ROE em níveis bastante atrativos, acima dos 17% de forma constante.

A Weg também vem elevando seu ROIC (retorno sobre o capital investido.) de forma praticamente constante nos últimos trimestres, reflexo direto de uma alocação de capital eficiente e aumento do lucro operacional após os impostos (Nopat).



Fonte: RI da empresa

Não são muitas as Companhias que possuem um ROIC próximo de 20%, o que reforça claramente a elevada competitividade e qualidade de gestão desta empresa, que é uma referência global no desenvolvimento de equipamentos eletroeletrônicos no setor de bens de capital.

A tendência é que, com a recuperação econômica brasileira, bem como o crescimento do Capex (investimento em bens de capital) global, além do desenvolvimento contínuo de novos produtos, mais eficientes e de maior

valor agregado, a Weg continue a elevar sua rentabilidade sobre patrimônio e capital investido, que atingiu 19,2% no 3T19, uma expansão de 2 p.p ante o 3T18.

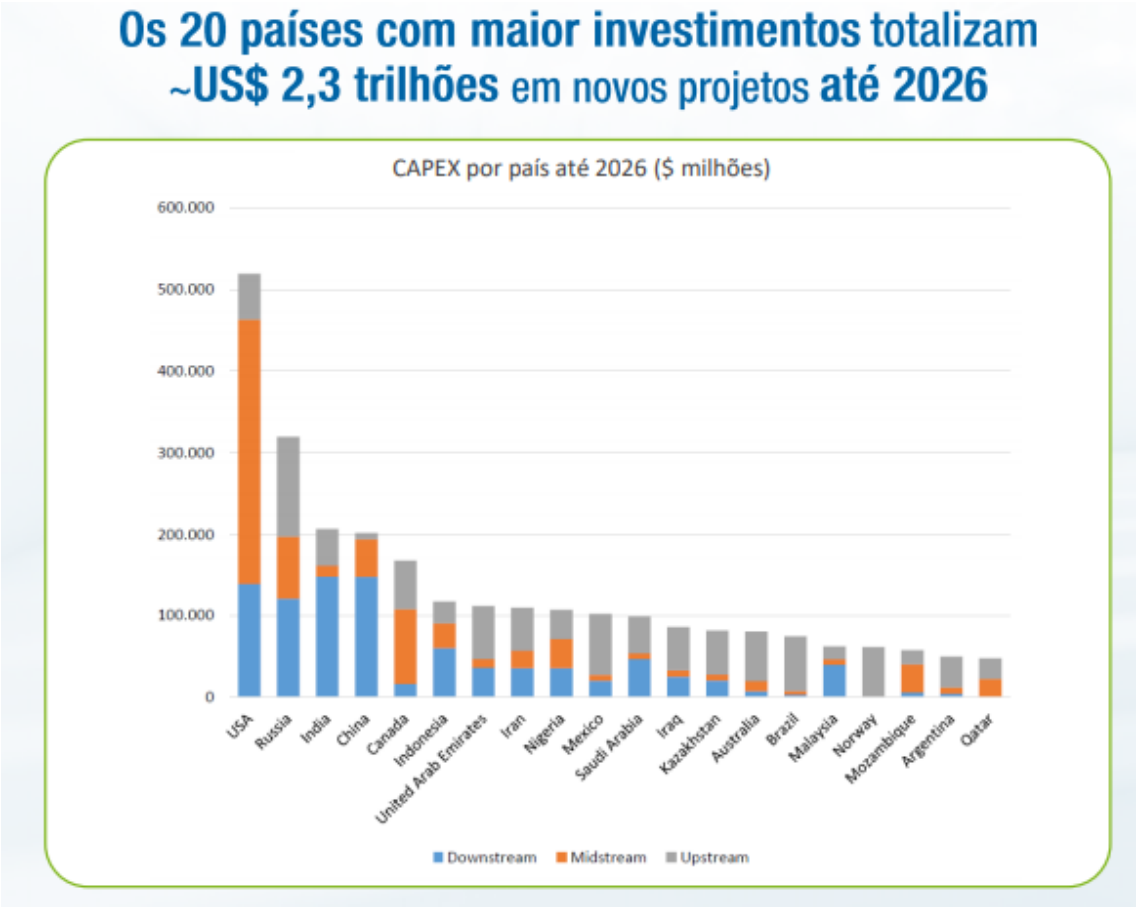
Perspectivas

Existem 2 avenidas principais de crescimento para a WEG: a primeira é através da expansão dos negócios em que atua, com possíveis ganhos de participação de mercado. A segunda é a partir do desenvolvimento de novas linhas de negócio que possam agregar valor para a companhia.

Com relação aos negócios em que já atua, um ponto positivo é o potencial intrínseco de crescimento orgânico dos mesmos. Por exemplo, é esperado um crescimento médio em torno de 7% a 8% no mercado global de motores elétricos nos próximos anos, que é um dos principais pilares de atuação da empresa. Assim, apenas mantendo o seu market share, a empresa já poderia ver uma evolução de seus resultados de forma orgânica.

Como a Weg atua com o desenvolvimento de equipamentos para inúmeros setores e segmentos, com uma gama robusta de produtos e equipamentos diversificados, ela consegue, naturalmente, capturar o crescimento global por inúmeras frentes e também pode direcionar uma maior parte de sua produção para setores onde avalia que há maior potencial de crescimento e maior possibilidade de criação de valor.

No segmento de óleo e gás (O&G), por exemplo, em que a Weg atua no fornecimento de equipamentos eletroeletrônicos industriais, a expectativa é de um Capex de mais de US$ 2,3 trilhões em novos projetos até 2026, e, como possui fatias importantes desse mercado, boa parte desse capex beneficiará a Weg.

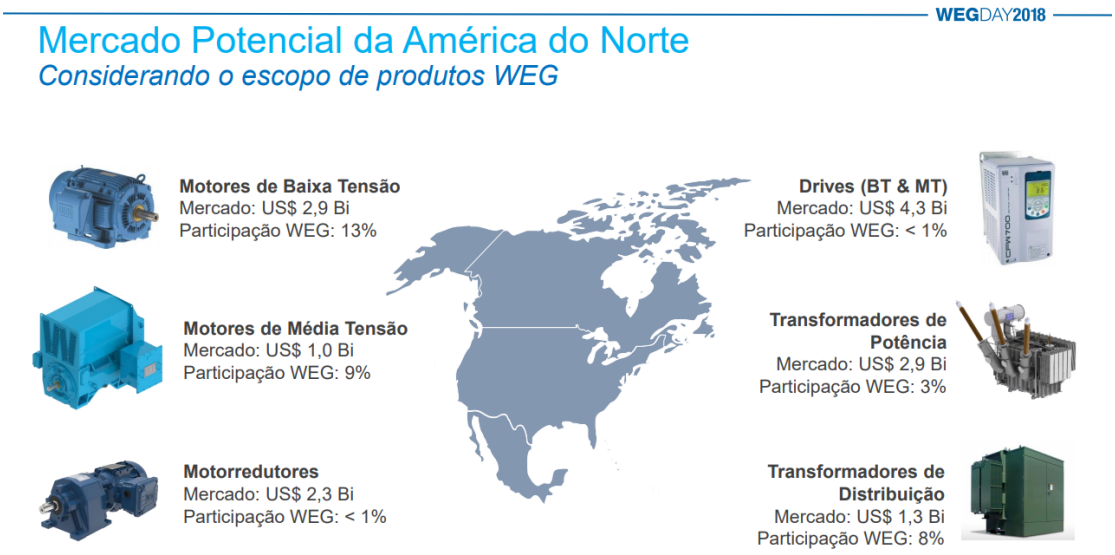


Fonte: Weg

Também há uma interessante perspectiva de ganhos de marketshare nos segmentos em que a WEG já atua, com o desenvolvimento de novas tecnologias e aprimoramento do mix de produtos atual.

Apenas nos EUA, onde a empresa atua há vários anos, existem bilhões de dólares de mercado potencial que a empresa ainda não conseguiu tomar para si, conforme a imagem abaixo indica, e os recorrentes investimentos em P&D e estruturação de novos contratos, devem permitir à empresa ganhar mercado no médio prazo.

Mercado potencial nos EUA



Fonte: RI da empresa.

Recentemente, a empresa anunciou investimentos importantes no México, com aumento de capacidade, para atender a América do Norte de maneira mais eficiente, reduzindo custos logísticos e tendo uma relação mais próxima dos clientes.

Além da América do Norte, na Ásia, a empresa vem desenvolvendo e expandindo suas operações, investindo sobretudo na China, e também na Índia, país o qual a Companhia anunciou investimentos direcionados à produção de motores industriais para o setor de saneamento.

Como já ressaltamos em relatórios passados, quando analisamos outras empresas ligadas ao setor industrial, como Iochpe Maxion e Metal Leve, a China e a Índia podem ser consideradas demográfias favoráveis, por conta da expectativa de crescimento econômico acima da média global.

Nos últimos anos, a Weg também tem direcionado bons investimentos para a China, sendo que, em 2014, expandiu sua presença no país com a aquisição da Changzhou Sinya e também do fabricante de componentes "Grupo CMM", aquisições que consolidaram a operação no país.

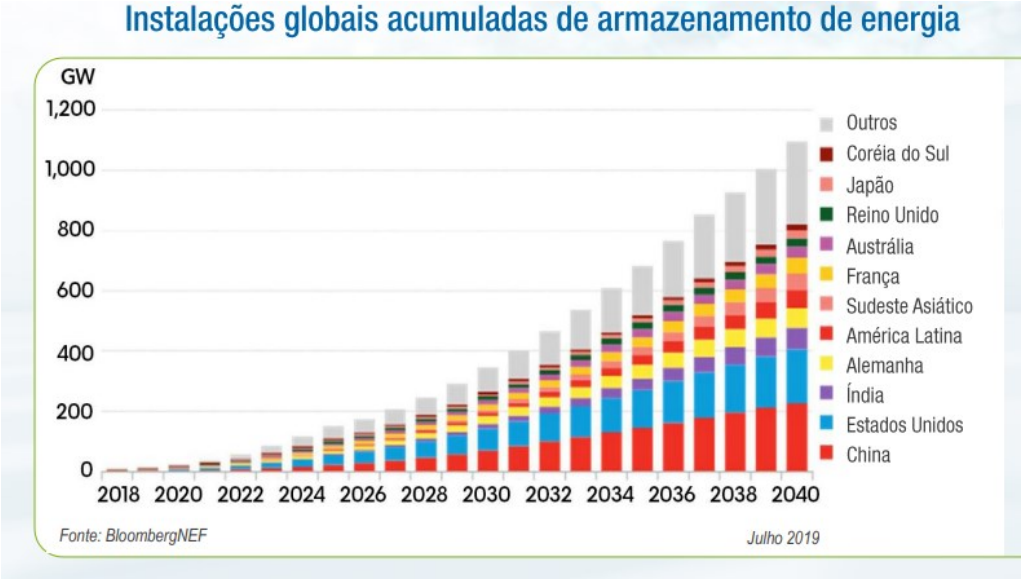
Mais recentemente, no ano passado, a Weg inaugurou uma nova operação, também em Changzhou,com 14.500 metros quadrados de área construída, a qual, nesta primeira fase, produzirá inversores de frequência de baixa tensão, mini disjuntores e dispositivos diferenciais-residuais. A expectativa da gestão da Weg é que essas operações podem ser otimizadas e verticalizadas, de forma similar às operações de Jaraguá do Sul, e essas medidas devem trazer implemento de margens e eficiência.

A empresa pretende também, com sua marca sólida e exposição global, ganhar participação em outros mercados onde não possui presença relevante atualmente. Inicialmente, pode atuar com o fornecimento do seu principal produto, os motores elétricos, que são competitivos em nível mundial. Após entrar na localidade dessa maneira, a empresa, posteriormente, pode expandir os negócios ao vender os seus outros produtos e, assim, consolidar a sua marca no local em questão, desenvolvendo, eventualmente, parcerias com players da indústria local.

Por fim, não podemos descartar a possibilidade da adição de novos tipos de negócio. Um exemplo tangível é o possível surgimento de novas fontes energéticas, além do crescimento esperado do mercado de energias renováveis, em que a empresa se encontra bem posicionada para obter vantagem de tais desenvolvimentos.

Atualmente, aliás, já existem parcerias nesse sentido. Uma notável é com a Engie Brasil Energia, outra empresa listada, através do "Programa Indústria Solar", que visa incentivar o crescimento desse mercado no território brasileiro.

Dentro do setor de energia, inclusive, também existem alguns segmentos com perspectivas extremamente positivas que vão colaborar com o crescimento da empresa, como o setor de armazenamento de energia, que deve crescer num ritmo bastante acelerado, atingindo 1,200 GW em 2040, de acordo com dados divulgados pela Bloomberg e consultorias do setor.



Fonte: Weg

No início do ano passado, a Weg anunciou a aquisição do negócio de sistemas de armazenamento de energia por baterias da Northern Power Systems ("NPS"), empresa americana que projeta, desenvolve e fabrica sistemas de armazenamento de energia, o que coloca a Weg como um player pronto para capturar parte deste crescimento.

Basicamente, todas essas frentes em que a empresa vem atuando na busca por crescimento orgânico e inorgânico, que envolvem, como já citamos, desenvolvimento de novos produtos, entrada em novos segmentos, exploração de novos mercados e possíveis aquisições, aliadas à recuperação econômica no mercado interno e recuperação do crescimento da economia global, devem permitir que a Weg acelere seu crescimento nos próximos anos, continuando a gerar valor aos seus acionistas.

Resultados e Rentabilidade

O último resultado lançado pela empresa, referente ao 3T19, serviu para demonstrar, mais uma vez, sua excelência, com avanços importantes de lucratividade e margens em geral. Na imagem abaixo, podemos ver um quadro com os principais números da empresa no 3T19, assim como nos primeiros 9 meses do ano.

Principais números da WEG no 3T19

PRINCIPAIS NÚMEROS

Valores em R$ mil

	3T19	2T19	%	3T18	%	09M19	09M18	%
Retorno Sobre o Capital Investido	19,2%	18,4%	0,8 pp	17,2%	2,0 pp	19,2%	17,2%	2,0 pp
Receita Líquida de Vendas	3.349.604	3.286.605	1,9%	3.237.309	3,5%	9.568.588	8.845.433	8,2%
Mercado Interno	1.378.136	1.289.665	6,9%	1.375.424	0,2%	3.919.960	3.822.917	2,5%
Mercado Externo	1.971.468	1.996.940	-1,3%	1.861.885	5,9%	5.648.628	5.022.516	12,5%
Mercado Externo em US$	496.585	509.026	-2,4%	470.585	5,5%	1.451.055	1.392.727	4,2%
Lucro Líquido	418.243	389.002	7,5%	381.430	9,7%	1.114.094	1.003.039	11,1%
Margem Líquida	12,5%	11,8%	0,7 pp	11,8%	0,7 pp	11,6%	11,3%	0,3 pp
EBITDA	579.073	537.205	7,8%	489.022	18,4%	1.578.076	1.334.247	18,3%
Margem EBITDA	17,3%	16,3%	1,0 pp	15,1%	2,2 pp	16,5%	15,1%	1,4 pp
LPA (ajustado pela bonificação)	0,19939	0,18546	7,5%	0,18187	9,6%	0,53116	0,47828	11,1%

Fonte: RI da empresa.

No quadro, vemos que a empresa conseguiu crescer positivamente em praticamente todas as linhas de resultado. Um destaque é o Retorno Sobre o Capital Investido (ROIC), que subiu 2% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, e está atualmente em 19,2%.

Esse indicador é um dos mais importantes para avaliar a eficiência operacional de uma empresa, pois representa a sua capacidade de gerar lucro através do capital investido no negócio. O ROIC atual da WEG é muito saudável e, se mantido no futuro, é um ótimo sinal quanto à capacidade de crescimento da empresa.

O lucro da empresa também teve um aumento substancial, tanto em relação ao 3T18 (9,7%) quanto aos 9M18 (11,1%). Vale lembrar que, nesse tipo de análise, preferimos olhar o período equivalente do ano anterior, em vez de comparar com o trimestre passado, para evitar possíveis distorções causadas por sazonalidade. Da mesma forma, a empresa conseguiu aumentar o seu EBITDA, que é um proxy da geração de caixa, e a sua Receita Líquida.

Para uma empresa com tanta exposição ao mercado externo, é importante analisar a evolução dos resultados em cada um dos locais onde a companhia atua. Na imagem seguinte, vemos a participação de cada continente na Receita Líquida proveniente do mercado externo.

A América do Norte e a Europa são os líderes nesse quesito. Um ponto a ser analisado nos demonstrativos futuros é como serão os resultados no

continente asiático, pois esse é, talvez, o local onde a empresa mais possui espaço para crescer. Houve, porém, uma pequena queda na participação dessa área no 3T19 em relação ao 3T18, caindo de 10,4% para 9,4%, principalmente por conta de receita menor do que o esperado na China.

Distribuição geográfica da Receita Líquida

Mercado Externo - Distribuição da Receita Líquida por Mercado Geográfico

Valores em R$ mil

	3T19	2T19	%	3T18	%
América do Norte	46,7%	45,8%	0,9 pp	43,5%	3,2 pp
América do Sul e Central	12,1%	11,3%	0,8 pp	10,5%	1,6 pp
Europa	23,2%	24,7%	-1,5 pp	28,0%	-4,8 pp
África	8,5%	9,1%	-0,6 pp	7,6%	0,9 pp
Ásia-Pacífico	9,4%	9,1%	0,3 pp	10,4%	-1,0 pp

Fonte: RI da empresa.

Entre os motivos para os bons resultados recentes no mercado externo estão a manutenção da alta demanda por equipamentos de ciclo longo, como painéis de automação e motores de alta tensão, o que favorece a área de equipamentos eletroeletrônicos industriais, principal negócio da empresa, além de boa performance das operações de geradores elétricos em países como EUA e Índia. Também vale destacar que a empresa vem conseguindo obter boas sinergias nas áreas de Transmissão e Distribuição nos EUA e México, o que se reflete em maior receita nessas localidades.

No mercado interno, a empresa se beneficiou de alguns acontecimentos de curto prazo, como uma maior procura por motores IR2 por conta do início de vigência de uma nova lei que limitou a produção dessa categoria de equipamentos.

Além disso, tanto as áreas de motores para uso doméstico quanto tintas e vernizes continuaram a ter bom desempenho. No setor de energia, a empresa conseguiu avançar nas receitas, principalmente de Transmissão e Distribuição, além de começar a obter bons frutos dos investimentos em energia solar, mas houve menor participação de negócios relacionados à geração eólica, algo que já era esperado pela empresa.

O custo dos produtos vendidos (CPV) no período aumentou 2,5% em relação ao 3T18, mas a margem bruta foi de 30%, acima do que havia sido reportado no ano anterior. Apesar do leve aumento no CPV, o fato de que a empresa conseguiu aumentar a sua margem indica que a receita aumentou em uma taxa ainda maior, o que demonstra a eficiência do controle de gastos e elevação da produtividade.

Entre os motivos reportados para essa melhoria da margem bruta estão os esforços contínuos para reduzir custos e melhorar processos, além da redução de preço de algumas matérias primas, como o cobre e o aço. Outro sinal de como a empresa, cada vez mais, vem conseguindo melhorar seu processo foi a diminuição das despesas de vendas, gerais e administrativas, que diminuíram 4,9% em relação às de 2018.

Assim como no caso da receita líquida e do lucro, o EBITDA (geração de caixa operacional) aumentou consideravelmente, sendo 18,4% superior no 3T19 comparado ao do 3T18, atingindo R$579,1 milhões. Houve, ainda, melhoria na margem EBITDA, que passou para 17,3%, contra 15,1% no 3T18.

Uma das características mais interessantes da WEG é a sua capacidade de gerar caixa. Nos 9M19, a empresa gerou mais de R$1 bi de caixa através de suas operações, resultado 41,8% superior ao obtido no mesmo período do ano anterior.

Mesmo com essa sólida geração de caixa, e somando com os mais de R$250 milhões gerados através de seus investimentos financeiros, a empresa teve um fluxo de caixa negativo no período, por conta de amortizações de financiamentos. Considerando o nível saudável de caixa da empresa, julgamos que faz sentido que ela use uma parte desse caixa para esse fim.

Justamente por conta da sua capacidade de geração de caixa, a WEG opera com endividamento líquido negativo, ou seja, ela possui mais caixa do que dívida. No quadro abaixo, é possível ver isso em detalhes. No final do 3T19, tinha R$742,4 milhões em caixa líquido, quase o triplo do que tinha um ano antes.

Caixa Líquido da WEG

Valores em R$ mil

	setembro 2019		dezembro 2018		setembro 2018	
DISPONIBILIDADES E APLICAÇÕES	3.739.055		4.483.366		5.055.162	
- Curto Prazo	3.499.054		3.753.662		4.141.941	
- Longo Prazo	240.001		729.704		913.221	
FINANCIAMENTOS	2.996.603	100%	3.792.308	100%	4.799.870	100%
- Curto Prazo	1.479.081	49%	2.061.163	54%	2.673.228	56%
- Em Reais	169.830		175.475		503.920	
- Em outras moedas	1.309.251		1.885.688		2.169.308	
- Longo Prazo	1.517.522	51%	1.731.145	46%	2.126.642	44%
- Em Reais	232.467		315.291		398.939	
- Em outras moedas	1.285.055		1.415.854		1.727.703	
Caixa Líquido	742.452		691.058		255.292	

Fonte: RI da empresa.

Riscos envolvidos

Apesar de todas as qualidades, o investimento em qualquer companhia nunca estará livre de riscos. Então, abaixo, temos uma lista dos principais riscos envolvidos ao fazermos um investimento na WEG:

- **Incapacidade de pôr em prática os seus planos de crescimento:** a WEG, como vimos, é uma empresa em contínuo processo de crescimento e internacionalização. Até hoje, tem conseguido concretizar seus planos com maestria. Nada impede, porém, que um dia ela tenha problemas, seja na integração de negócios adquiridos ou durante sua expansão para novos mercados, por exemplo.

- **Concentração geográfica das suas instalações:** A WEG concentra grande parte das suas atividades operacionais na cidade de Jaraguá do Sul (SC). Nessa localidade é onde se encontram seus principais parques fabris, laboratórios de pesquisas e desenvolvimento de produtos, responsável por atender mais de 90% do mercado interno e uma parte do mercado externo. Caso ocorra qualquer desastre natural, greves, entre outros efeitos, a empresa poderá ser impactada severamente.

- **Risco do grupo controlador:** essa empresa, como vimos, possui um controle familiar. Nesse caso, a possibilidade de divergência de interesses com relação ao restante dos acionistas minoritários é um fato que nunca deixará de ser descartado.

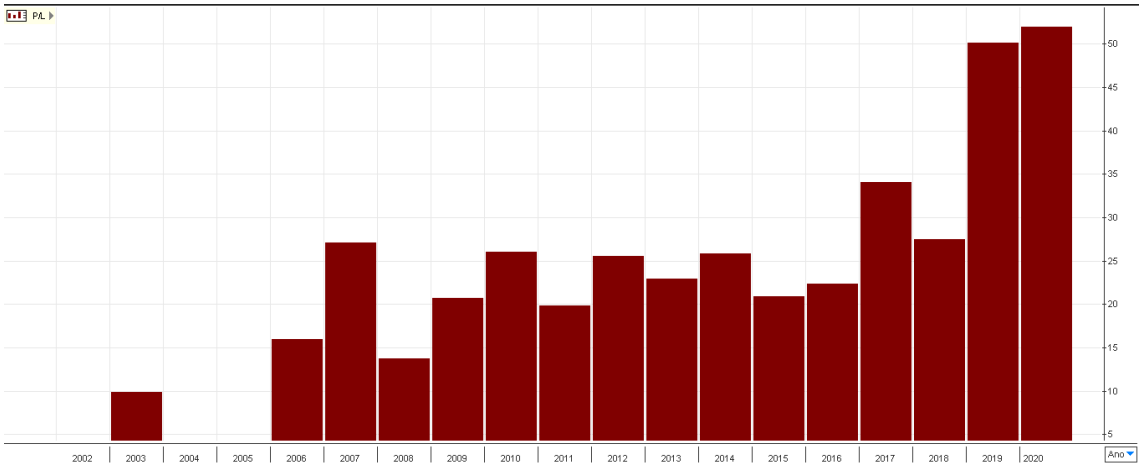
- **Atividade de automação industrial exige alta capacidade de inovação:** O segmento de automação industrial está sujeito a rápidos e constantes avanços tecnológicos. Portanto, o desempenho dessa empresa depende, em grande parte, da sua capacidade em prover soluções inovadoras aos seus clientes. Mesmo com o alto investimento em Pesquisa e Desenvolvimento, é sempre possível que a empresa fique para trás, dependendo de como os negócios em que atua se desenvolvam.

- **Variação dos preços de suas matérias-primas:** as principais matérias-primas demandadas pela WEG, como chapas de aço ou cobre, estão sujeitas a flutuações de preços nos mercados internacionais. Essas commodities podem representar mais de 40% do custo final dos produtos da empresa. Nos resultados mais recentes, os preços caíram e ajudaram a empresa, mas o contrário pode acontecer no futuro.

- **Alta dependência de suas vendas em relação à atividade econômica global:** A WEG é uma empresa que produz bens de capital, e, portanto, depende, em grande parte, do nível de atividade econômica das regiões onde está situada. Como a empresa hoje tem exposição e operação em inúmeros países, sendo a principal exposição os Estados Unidos, uma desaceleração da economia global e das economias onde a Weg atua poderia trazer impactos diretos em seus números.

Valuation

Em termos de valuation, a Weg negocia a 51,6 vezes o lucro dos últimos 12 meses, o que representa o maior múltiplo P/L da série histórica.



Fonte: Suno Research e Economatica

Se considerarmos o lucro esperado para 2020, então temos um P/L de 41,8 vezes, ainda assim cerca de 50% superior às médias históricas.

É evidente que, por se tratar de uma empresa de alta qualidade ("high quality"), e de um histórico de resultados muito positivo, é razoável que a Weg negocie com múltiplos mais elevados, e com prêmio frente a outros players de bens de capital, no entanto, entendemos como exagerada a precificação atual, que, basicamente, embute uma enorme expectativa de crescimento de resultados.

Basicamente, a Weg precisaria multiplicar seus lucros dos últimos 12 meses por dois para negociar apenas levemente abaixo do P/L médio histórico, de 27 vezes. Por mais que as expectativas sejam positivas, e a empresa tenha

um caminho de crescimento endereçado, entendemos que não há margem de segurança nos preços atuais.

Outra forma de precificar uma empresa é através do fluxo de caixa descontado, em que trazemos os fluxos projetados a valor presente utilizando uma taxa de desconto.

Em nosso modelo, consideramos as seguintes premissas:

- **Crescimento real do faturamento por 10 anos:** 6% ao ano (valor que engloba ganho de marketshare, exploração de novas demografias e aquisições)
- **Crescimento na perpetuidade:** 2,5% (próximo ao pib global)
- **Margem Ebitda:** 17% (considera ganhos de eficiência, aumento de produtividade e mix de maior valor agregado)
- **Capex/Depreciação:** 115% (Próximo de 3% da ROL.)
- **Capital de giro:** Igual à média dos últimos 5 anos
- **Beta:** 0,32 (Média dos últimos 5 anos)
- **WACC real:** 6% (257 bps acima da NTN-B longa)

Considerando todas essas premissas, as quais consideramos realistas, mas obviamente dependerão da capacidade de execução do time de gestão da Weg, chegamos a um preço justo de R$ 18,41 para WEGE3, o qual representa um desconto de aproximadamente 48% em relação ao fechamento de ontem.

Abaixo, vemos os fluxos projetados com base em nossas estimativas para WEG:

	Data	Vendas	Cust e desp op	EBIT	Imp. de renda	NOPAT	Depr	Capex	Inv cap giro	Flx cxa liv emp
		+	-	=	-	=	+	-	-	=
Histórico	31/12/2014	10.275	8.841	1.434	488	947	328	788	355	132
	31/12/2015	11.557	10.185	1.371	466	905	378	732	625	-74
	31/12/2016	10.435	9.250	1.185	403	782	382	714	-1.086	1.536
	31/12/2017	10.306	9.026	1.280	435	844	307	375	-17	794
	31/12/2018	12.486	10.914	1.572	534	1.037	331	436	612	320
Projetado	31/12/2019	13.235	11.361	1.874	637	1.237	376	433	655	525
	31/12/2020	14.029	12.024	2.004	681	1.323	381	438	293	973
	31/12/2021	14.870	12.727	2.143	729	1.414	385	443	311	1.046
	31/12/2022	15.763	13.472	2.290	779	1.512	389	448	329	1.124
	31/12/2023	16.708	14.262	2.447	832	1.615	394	453	349	1.207
	31/12/2024	17.711	15.098	2.613	888	1.724	398	458	370	1.295
	31/12/2025	18.774	15.985	2.789	948	1.841	403	463	392	1.388
	31/12/2026	19.900	16.924	2.976	1.012	1.964	407	468	416	1.487
	31/12/2027	21.094	17.920	3.174	1.079	2.095	412	474	441	1.592
	31/12/2028	22.360	18.975	3.385	1.151	2.234	417	479	467	1.704

Perpetuidade: fluxo crescerá 2,5% ao ano▾ Alíquota de imposto: 34%▾ Início do gráfico: EBIT▾

Fonte: Suno Research e Economatica

Fica claro então que, tanto pela comparação de múltiplos quanto pelo FCD, a Weg atualmente encontra-se numa precificação exagerada, embutindo um cenário extremamente otimista, o que pode não se concretizar. **Gostaríamos de recomendar Weg (WEGE3) por volta dos R$ 16,50, valor este que representaria uma relação P/L 2020 de 19,5 vezes, e uma margem de segurança em torno de 10% ante nosso valor justo dentro do Fluxo de Caixa Descontado.**

Conclusão

Reconhecemos a qualidade dessa ótima empresa, detentora de uma marca sólida, e de uma operação altamente rentável, eficiente, de escala global, que deve continuar crescendo de forma robusta, acima do PIB global, sobretudo com o fortalecimento de sua estratégia de exploração de novas demografias e desenvolvimento de novos produtos. No entanto, a empresa hoje não apresenta nenhuma margem de segurança, e, de acordo com nossos modelos e estimativas, encontra-se bem acima do seu valor intrínseco, o que não nos dá conforto para recomendar o papel neste momento.

Acompanharemos a evolução dos resultados e da precificação de Weg, bem como nossa modelagem e premissas, e, caso, futuramente, as ações apresentem uma precificação mais atrativa, com margem de segurança, poderemos recomendá-las. Por hora, entendemos o investimento em Weg como pouco atrativo. Vale lembrar que, por mais que o nosso preço justo para a Weg pareça tão distante, em momentos de volatilidade e pessimismo, ainda que sejam pontuais, quedas relevantes podem ocorrer, e as ações podem se aproximar de nosso target (objetivo).

Plantão de Dúvidas

Envie suas dúvidas referentes a este relatório. Elas serão respondidas em uma live especial!
Acesse: **https://sunoresearch.typeform.com/to/o490bk**



Tiago Reis
Analista CNPI

CARTEIRA RECOMENDADA VALOR

Ranking Suno	Ticker	Início	Alocação	Preço atual	Preço teto	Preço de entrada ajustado*	Recomendação	Variação
1	ITSA4	18/08/2017	10,0%	R$ 13,61	R$ 14,00	R$ 7,43	Comprar	83,18%
2	BRAP4	10/01/2020	5,0%	R$ 41,52	R$ 43,00	R$ 38,29	Comprar	8,44%
3	CVCB3	22/11/2019	5,0%	R$ 41,75	R$ 46,00	R$ 41,49	Comprar	0,63%
4	RLOG3	26/07/2019	5,0%	R$ 22,38	R$ 23,00	R$ 18,65	Comprar	20,00%
5	MDIA3	07/06/2019	5,0%	R$ 38,76	R$ 40,00	R$ 37,52	Comprar	3,30%
6	GEPA4	18/08/2017	10,0%	R$ 50,68	R$ 50,00	R$ 32,08	Aguardar	57,98%
7	ALUP11	05/01/2018	5,0%	R$ 28,48	R$ 28,00	R$ 17,05	Aguardar	67,04%
8	MYPK3	11/10/2019	5,0%	R$ 24,24	R$ 21,00	R$ 18,54	Aguardar	30,74%
9	KLBN11	24/05/2019	5,0%	R$ 20,75	R$ 17,00	R$ 14,74	Aguardar	40,77%
10	SUZB3	11/01/2019	5,0%	R$ 43,59	R$ 42,00	R$ 38,43	Aguardar	13,43%
11	CGRA4	18/08/2017	10,0%	R$ 29,65	R$ 28,00	R$ 21,94	Aguardar	35,14%
12	SULA11	18/08/2017	10,0%	R$ 64,50	R$ 48,00	R$ 16,33	Aguardar	294,98%
13	COCE5	18/08/2017	5,0%	R$ 62,73	R$ 55,00	R$ 47,08	Aguardar	33,24%
14	B3SA3	01/06/2018	5,0%	R$ 45,09	R$ 32,00	R$ 21,22	Aguardar	112,49%
15	Renda Fixa		10,0%					

RECOMENDAÇÕES ENCERRADAS *

Ativo	Início	Preço de entrada**	Final	Preço de saída	Desempenho
WSON33	18/08/2017	R$ 31,65	21/12/2018	R$ 39,95	26,2%
SQIA3	20/10/2017	R$ 27,01	10/05/2019	R$ 40,30	49,2%
SMLS3	18/08/2017	R$ 57,52	13/12/2019	R$ 38,50	-33,07
ECOR3	23/02/2018	R$ 9,40	30/08/2019	R$ 12,40	32%
HAPV3	18/05/2018	R$ 29,16	10/01/2020	R$ 62,04	112,76%

WATCHLIST **

Ticker	Empresa	Setor	Preço atual (R$)	Preço para possível entrada*
CSAN3	Cosan S.A	Diversificado	R$ 68,95	Abaixo de R$ 35,00
FLRY3	Fleury	Saúde	R$ 28,44	Abaixo de R$ 17,00
GGBR4	Gerdau S.A	Metalúrgica	R$ 17,91	Abaixo de R$ 12,50
RAPT4	Randon S.A	Bens Industriais	R$ 11,84	Abaixo de R$ 7,50

Disclaimer

As informações constantes deste material podem auxiliar o investidor em suas decisões de investimento; porém o investidor será responsável, de forma exclusiva, pela verificação da conveniência e oportunidade da movimentação de sua carteira de investimentos e pela tomada de decisão quanto à efetivação de operações de compra e/ou venda de títulos e/ou valores mobiliários.

Este material apresenta informações para diversos perfis de investimento e o investidor deverá verificar e atentar para as informações próprias ao seu perfil de investimento, uma vez que as informações constantes deste material não são adequadas para todos os investidores. Quaisquer projeções de risco ou retorno potenciais são meramente ilustrativas e, portanto, não são e não devem ser interpretadas pelo investidor como previsão de eventos futuros e/ou garantia de resultados.

Além disso, não garantimos a exatidão das informações aqui contidas e recomendamos ao investidor que não utilize este relatório como única fonte para embasar suas decisões de investimento. Os investimentos realizados pelo investidor para sua carteira estão sujeitos a diversos riscos inerentes aos mercados e aos ativos integrantes da carteira, incluindo, sem limitação, risco de mercado, risco de crédito, risco de liquidez, risco cambial, risco de concentração, risco de perda do capital investido e de disponibilização de recursos adicionais, entre outros.

Os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram, nos termos da Instrução CVM nº 598/18, que as recomendações do relatório de análise refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente.

Este material destina-se única e exclusivamente aos assinantes da Suno Research. Sua cópia ou distribuição, integral ou parcial, sem a expressa autorização, acarretará multa de até 2.000 vezes o valor deste relatório, apreensão das cópias ilegais, além de responsabilização em processo civil.