

WEG (WEGE3): Notas da reunião; Atualização de modelo; Análises sobre o valuation

Revisão de estimativas + discussão de valuation; novo preço-alvo de R\$ 90/ação – Ainda com rating Neutro

Após a teleconferência realizada pela alta administração da Weg, decidimos revisar nossas estimativas para a empresa, seguindo a superação de estimativas dos resultados reportado. Embora sem trazer muitas notícias vs. as declarações da empresa em seu relatório de resultados do 3T, apreciamos os comentários sobre o momentum da indústria, especialmente os produtos de ciclo curto, que devem desfrutar de uma recuperação de volume nos próximos trimestres. Também comentamos sobre: (i) nossas impressões sobre a variação do preço da ação após os resultados (ii) principais comentários da teleconferência do 3T, (iii) as mudanças de estimativa feitas em nosso modelo, (iv) um breve comentário sobre a exposição da Weg às tendências da indústria, (v) algumas das idiossincrasias de valuation que encontramos ao modelar a empresa, e (vi) nossos pensamentos sobre um valuation inegavelmente caro. No total, apesar de aumentarmos nosso preço-alvo para R\$ 90/ação (de R\$ 52/ação), mantemos nosso rating de Neutro inalterado. As qualidades de Weg e sua sólida tese de investimento são abundantes, no entanto, nossa análise mais aprofundada nos leva a manter uma abordagem conservadora em relação ao valuation.

Movimentação das ações - o que aconteceu com as ações WEGE3 após os resultados?

Weg divulgou seus resultados do 3T na semana passada e superou todas as expectativas. A empresa entregou lucros que ultrapassaram nossas estimativas e do consenso em ~20%, impulsionada por um desempenho operacional impressionante (margem EBITDA relatada de 19,5%, enquanto a margem ajustada foi de 18,9%, ainda igualmente impressionante), com retornos surpreendentes para uma empresa industrial (o ROIC reportado foi de 23%). Mas as ações da WEGE3 caíram fortemente, com variação negativa de 6% no final do dia, um desempenho diário altamente atípico para uma empresa tão premium após resultados tão sólidos (o volume de negócios ontem também foi excepcionalmente alto). Essa variação atípica da ação nos leva a discutir as razões prováveis para tal ocorrido, como segue: (i) realização de lucros, tão simples quanto isso. Depois de outra corrida incomum para ações, a Weg teve uma sequência de quase um mês de retornos diários positivos. Apesar do recente estresse no mercado de ações nas últimas semanas, tal modo de exclusão de risco ainda não havia interferido no desempenho das ações da WEGE; (ii) preocupações sobre um ponto de inflexão do negócio. Como a empresa explicou em seu release de resultados, o produto de ciclo longo (margens mais altas) provou ser resiliente durante a crise, enquanto os produtos de ciclo curto (margens mais baixas) desaceleraram. Um cenário de recuperação de ciclo curto implicaria em um ajuste de margem suave para Weg. O mesmo raciocínio funciona para o impacto do câmbio no ROIC; a taxa de câmbio altamente depreciada é favorável para os retornos da empresa, em nossa opinião, e qualquer valorização do BRL poderia amenizar a curva excelente de ROIC da Weg; (iii) valuation caro finalmente fazendo sua voz ser ouvida. Não é

BTG Pactual – Equity Research:

Lucas Marquiori

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Fernanda Recchia

São Paulo – Banco BTG Pactual S. A.

Ricardo Cavalieri

São Paulo – Banco BTG Pactual Digital

Analise.Acoes@btgpactual.com

Weg (WEGE3)

Data	23/10/2020
Ticker	WEGE3
Rating	Neutro
Preço Alvo (R\$)	90,0
Preço (R\$)	82,1
Listagem	Novo Mercado

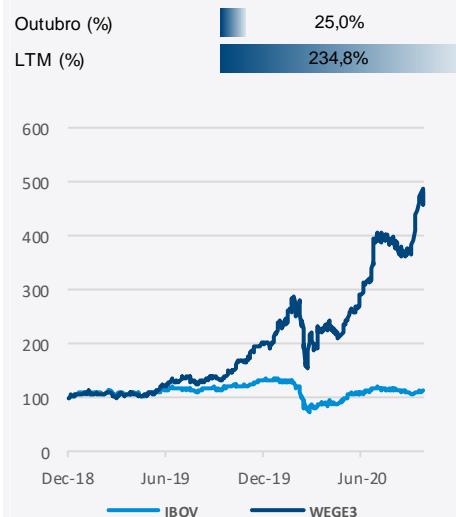
Dados Gerais:

Market Cap. (RS mn)	172.245,44
Vol. Médio 12M (R\$ mn)	280,22

Valuation:

	2020E	2021E
P/L	72,8x	64,4x
EV/EBITDA	52,3x	44,7x

Stock Performance:



novidade que a Weg negocia com um grande prêmio de valuation em relação a seus principais pares em termos de produtores globais de equipamentos elétricos (empresas como ABB, Schneider, Siemens, Emerson). Eventualmente, os investidores perceberam os múltiplos anormalmente altos, ou talvez os múltiplos que deveríamos comparar a Weg mudaram (este pode ser o caso, já que alguns players da indústria digital e de energia solar focados em GD (Geração Distribuída) têm mostrado um forte desempenho e valuations mais caros também). Em nossa opinião, a variação das ações foi mais um movimento de realização de lucros do que qualquer outra coisa.

Principais tópicos da teleconferência do 3T - tom consistente com a realidade

Em sua teleconferência do 3T, a administração da Weg abordou os seguintes tópicos principais: (i) Os produtos de ciclo longo mantiveram o ritmo de entrega durante o segundo e terceiro trimestre, enquanto os produtos de ciclo curto desaceleraram. Embora alguma volatilidade possa ser esperada na carteira de produtos de ciclo longo, o segmento de ciclo curto deve se recuperar gradualmente nos próximos trimestres; (ii) O segmento de saneamento deve representar outra oportunidade interessante de crescimento para a Weg, principalmente no Brasil, após a recente aprovação da nova lei de saneamento no país. Para ter uma melhor avaliação sobre o mercado potencial endereçável para Weg, a empresa explicou que o valor endereçável da Weg em um projeto regular relacionado à água é em média 4-5%; (iii) A empresa explicou que o desempenho positivo do 3T na Europa foi impulsionado pelo desempenho resiliente das vendas para OEMs na região. Entre esses OEMs, eles destacaram as OEMs de Petróleo e Gás com base na Itália e players focados em água na Espanha; (iv) O desempenho do mercado externo foi favorecido pela desvalorização do Real, principalmente nas regiões em que a empresa atende por meio de exportações. No mercado norte-americano, a Weg já se beneficia de uma grande posição de market share, principalmente no segmento de T&D (transmissão e distribuição) na América do Norte, que está acelerando inclusive o processo de verticalização da manufatura na região; (v) a empresa pretende manter a mesma estrutura de capital, o que significa um caixa bastante conservador e quase líquido; (vi) soluções digitais já estão sendo oferecidas aos clientes, principalmente em aplicações como de energia e gestão de frota de motores. Um software de computação em nuvem também já está disponível para os clientes. Em suma, acreditamos que a empresa passou uma mensagem geral positiva, antecipando a potencial volatilidade nas margens e nos retornos, mas sustentando o sólido desempenho operacional de sempre.

Revisão dos números - incorporando o 3T, um trimestre para ficar marcado

Após os fortes números reportados no 3T e a teleconferência da administração, decidimos revisar nossos modelos para a empresa. Embora a margem EBITDA do 3T tenha registrado um nível impressionante de 19,5% (o valor ajustado de 18,9% foi igualmente impressionante), estamos adotando uma margem de 18,1% para o final de 2021 (abaixo dos 18,6% de 2020) e 19,7% no longo prazo, principalmente para refletir um mix de produtos mais equilibrado (com produtos de ciclo curto se recuperando em relação ao nível do 3T) e maior relevância dos mercados externos (que entendemos que ainda reporte margens mais baixas em comparação às operações domésticas). Estamos aumentando nossas estimativas de EBITDA para o ano de 2020 e de 2021 em 37% e 25%, respectivamente, enquanto nosso lucro líquido também foi ajustado em 42% e 33% nos mesmos anos. Nosso CAGR de receita de 2020-2025 para Weg chega a 15% (contra 13% do período de 2015-2020), e nosso crescimento de longo prazo (CAGR 2025-2030) diminuiu para 11%. Nosso Kd revisado para a empresa chega a 7,5% (saindo de 8,5%), enquanto nosso WACC está em 8,7% (de 8,9%).

Vantagens competitivas: produto principal adaptável + sistema de produção flexível

Em nossa opinião, um dos principais pilares do sucesso de longa data da Weg é a flexibilidade de aplicação de seu produto principal: o motor elétrico. Este equipamento é utilizado em praticamente todas as atividades industriais no mundo, o que consequentemente expõe a Weg às mais diferentes tendências e adaptações da indústria. Destacamos também que o sistema de manufatura da Weg, especialmente em sua planta modular altamente integrada em Jaraguá do Sul, permite à empresa flexibilidade suficiente para adaptar seus principais produtos com bastante rapidez às novas e mais fortes tendências industriais. Nesse sentido, acreditamos que esta combinação de um produto central altamente adaptável com um sistema de produção extremamente flexível é o poderoso motor da Weg para o crescimento sustentado, permitindo-lhe surfar nas diferentes ondas do segmento de manufatura global. E essas ondas estão se tornando mais diversificadas

agora, em nossa opinião, oferecendo diferentes caminhos de crescimento para a empresa. Entre eles, destacamos energias renováveis (incluindo solar e eólica), eficiência energética (também relacionada à agenda ambiental mundial), mobilidade elétrica (já bastante forte em países maduros e ganhando força no Brasil), retomada da indústria de Petróleo e Gás (um dos maiores compradores de compressores e bombas e, conseqüentemente, usuários muito intensivos de motores elétricos), aumento dos investimentos relacionados ao setor de tratamento de água (nova lei de saneamento no Brasil, dessalinização e outros investimentos externos relacionados à água) e recuperação em commodities (como minério de ferro e papel e celulose). Tudo isso com, indiscutivelmente, um dos selos ESG mais fortes nos mercados de ações da América Latina.

Idiosincrasias do modelo financeiro

Entendemos que parte da frustração de longa data do sell-side com o nível de valuation da Weg também está nos relatórios e nas técnicas de valuation aplicadas ao modelar o valor patrimonial intrínseco da WEGE3. A empresa vem usando os mesmos padrões de relatório há anos (que consideramos notável), que está dividindo suas vendas em quatro divisões principais (1 - equipamentos industriais, 2 - GTG, 3 - eletrodomésticos e 4 - tintas), divididas apenas em mercados interno e externo. O grande portfólio de produtos significa que é inútil tentar estimar um preço médio por divisão, portanto, as vendas são sempre modeladas com base no crescimento. Nesse sentido, o mercado financeiro tende naturalmente a suavizar as taxas de crescimento no futuro, especialmente no longo prazo (o que vemos como uma abordagem correta, dada a menor visibilidade de longo prazo). Conseqüentemente, como com qualquer outra ação de Bens de Capital, muito do valuation da WEGE está na perpetuidade, então acreditamos que a comunidade financeira é intrinsecamente propensa a subestimar a taxa de crescimento de longo prazo implícita da Weg (taxa g). Outra característica intrigante da modelagem é a menor precisão em relação às perspectivas de crescimento de cada divisão. O equipamento industrial, por exemplo, é usado em várias aplicações industriais, tornando difícil estimar com precisão uma projeção de crescimento consolidada (embora reconheçamos que uma divisão por segmento seria útil, seria inerentemente difícil avaliar adequadamente todos os mercados endereçáveis que os motores industriais da Weg atendem por meio de suas vendas para diferentes OEMs). Por último, o crescimento internacional é agora uma parte importante da tese de investimento da Weg, e a precisão das projeções (e conhecimento relativo da indústria) para (as muitas) regiões em que a Weg opera é naturalmente menor em relação ao mercado doméstico, o que mais uma vez leva os investidores a suavizar as taxas de crescimento de longo prazo.

Motivos de valuation - inegavelmente caro

A Weg com um valuation visivelmente caro não é surpresa para ninguém, mas um tópico que frequentemente nos intriga é como ela é constantemente revisada para cima (acreditamos que provavelmente esteja relacionado ao grande pipeline de oportunidades de crescimento mencionados). A comparação com o que antes era visto como principais pares agora parece bastante injusta, já que a diferença relativa nos múltiplos da Weg para outros fabricantes de equipamentos como ABB, Siemens, Schneider aumentou significativamente. Essa grande diferença de valuation nos faz pensar se estamos usando os pares errados ou talvez a metodologia de valuation errada. Em primeiro lugar, reconhecemos que outras empresas de rápido crescimento podem soar como uma base de comparação melhor, como a chinesa CATL, ou mesmo o grande conglomerado GE (cujos múltiplos estão estranhamente altos recentemente). Em segundo lugar, talvez devêssemos usar diferentes técnicas de valuation, principalmente aplicadas a empresas de alto crescimento, ou mesmo múltiplos diferentes. No entanto, nosso pensamento mais aprofundado nos faz acreditar que a abordagem de geração de caixa-DCF continua a ser a maneira adequada de avaliar o valor de qualquer nome industrial. Portanto, inevitavelmente, continuamos a ver o valuation da Weg como inegavelmente caro.

O potencial de valorização limitado ao novo preço-alvo de R\$ 90/ação deixa nosso rating Neutro inalterado

Considerando todos os aspectos citados, ajustamos nosso preço-alvo justo com base no DCF para Weg para R\$ 90/ação (dos antigos R\$ 52/ação, e com potencial de valorização de 10%), enquanto nosso rating Neutro permanece inalterado.

Valuation	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
RoIC (EBIT) %	21,7	23,6	29,5	28,0	29,0
EV/EBITDA	20,1	32,2	52,3	44,7	39,2
P/L	27,5	45,3	72,8	64,4	55,6
Dividend Yield %	1,6	0,9	0,7	0,8	0,9

Resumo Financeiro (R\$ milhões)	12/2018	12/2019	12/2020E	12/2021E	12/2022E
Receita	11.970	13.347	17.621	21.245	24.082
EBITDA	1.821	2.234	3.284	3.837	4.374
Lucro Líquido	1.338	1.607	2.366	2.677	3.098
LPA (R\$)	0,64	0,77	1,13	1,28	1,48
DPA Líquido (R\$)	0,29	0,32	0,60	0,64	0,74
Dívida Líquida/Caixa	321	902	532	712	1.067

Fonte: Relatórios da empresa, Bovespa, estimativas do BTG Pactual S.A. / Valuations: com base no último preço das ações do ano; (E) com base no preço das ações de R\$ 82,11, em 22 de Outubro de 2020.

Tabela 1: Estimativas novas e antigas

Consolidado (R\$ milhões, IFRS)	Novo			Antigo			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	17.621	21.245	24.082	15.164	17.613	19.463	16,2%	20,6%	23,7%
<i>Crescimento (%)</i>	<i>32,0%</i>	<i>20,6%</i>	<i>13,4%</i>	<i>13,6%</i>	<i>16,2%</i>	<i>10,5%</i>	<i>18,4 p.p.</i>	<i>4,4 p.p.</i>	<i>2,9 p.p.</i>
EBITDA	3.284	3.837	4.374	2.394	3.065	3.287	37,2%	25,2%	33,1%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,2%</i>	<i>15,8%</i>	<i>17,4%</i>	<i>16,9%</i>	<i>2,9 p.p.</i>	<i>0,7 p.p.</i>	<i>1,3 p.p.</i>
Lucro líquido	2.366	2.677	3.098	1.663	2.010	2.099	42,3%	33,2%	47,6%
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>11,0%</i>	<i>11,4%</i>	<i>10,8%</i>	<i>2,5 p.p.</i>	<i>1,2 p.p.</i>	<i>2,1 p.p.</i>

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Tabela 2: Estimativas BTG vs. Consenso

Consolidado (R\$ milhões, IFRS)	BTGP			Consenso			Variação		
	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E	2020E	2021E	2022E
Receita Líquida	17.621	21.245	24.082	16.091	18.466	20.304	9,5%	15,0%	18,6%
<i>Crescimento (%)</i>	<i>32,0%</i>	<i>20,6%</i>	<i>13,4%</i>	<i>20,6%</i>	<i>14,8%</i>	<i>10,0%</i>	<i>11,5 p.p.</i>	<i>5,8 p.p.</i>	<i>3,4 p.p.</i>
EBITDA	3.284	3.837	4.374	2.778	3.269	3.698	18,2%	17,4%	18,3%
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>18,6%</i>	<i>18,1%</i>	<i>18,2%</i>	<i>17,3%</i>	<i>17,7%</i>	<i>18,2%</i>	<i>1,4 p.p.</i>	<i>0,4 p.p.</i>	<i>-0,1 p.p.</i>
Lucro líquido	2.366	2.677	3.098	2.001	2.453	2.818	18,2%	9,1%	9,9%
<i>Margem Líquida (%)</i>	<i>13,4%</i>	<i>12,6%</i>	<i>12,9%</i>	<i>12,4%</i>	<i>13,3%</i>	<i>13,9%</i>	<i>1,0 p.p.</i>	<i>-0,7 p.p.</i>	<i>-1,0 p.p.</i>

Fonte: Empresa e BTG Pactual

Informações Importantes

Para informações complementares e detalhadas entre em contato com o seu assessor ou com a Equipe de Renda Variável do Banco BTGPactual Digital.

- Preços das ações refletem preços de fechamento no mercado à vista.
- Rentabilidades passadas não oferecem garantias de resultados futuros.
- Os retornos indicados como performance são baseados em valorização do capital incluindo dividendos e excluindo custos de transação da B3, da Corretora, comissionamentos, juros cobrados sobre limites de crédito, margens etc. Ajustar o desempenho da carteira aos custos resultará em redução dos retornos totais demonstrados.

Disclaimer Global

O conteúdo dos relatórios não pode ser reproduzido, publicado, copiado, divulgado, distribuído, resumido, extraído ou de outra forma referenciado, no todo ou em parte, sem o consentimento prévio e expresso do BTG Pactual digital. Nossas análises são baseadas em informações obtidas junto a fontes públicas que consideramos confiáveis na data de publicação, dentre outras fontes. Na medida em que as opiniões nascem de julgamentos e estimativas, estão naturalmente sujeitas a mudanças. O conteúdo dos relatórios é gerado consoante as condições econômicas, de mercado, entre outras, disponíveis na data de sua publicação, de modo que as conclusões apresentadas estão sujeitas a variações em virtude de uma gama de fatores sobre os quais o BTG Pactual digital não tem qualquer controle. Cada relatório somente é válido na sua respectiva data, sendo que eventos futuros podem prejudicar suas conclusões. Rentabilidade obtida no passado não representa garantia de rentabilidade futura. O BTG Pactual digital não assume nenhuma responsabilidade em atualizar, revisar, retificar ou anular tais relatórios em virtude de qualquer acontecimento futuro.

Nossos relatórios possuem caráter informativo e não representam oferta de negociação de valores mobiliários ou outros instrumentos financeiros em qualquer jurisdição. As análises, informações e estratégias de investimento têm como único propósito fomentar o debate entre os analistas do BTG Pactual digital e os seus clientes. O BTG Pactual digital ressalta que os relatórios não incluem aconselhamentos de qualquer natureza, como legal ou contábil. O conteúdo dos relatórios não é e nem deve ser considerado como promessa ou garantia com relação ao passado ou ao futuro, nem como recomendação para qualquer fim. Cada cliente deve, portanto, desenvolver suas próprias análises e estratégias.

As informações disponibilizadas no conteúdo dos relatórios não possuem relação com objetivos específicos de investimentos, situação financeira ou necessidade particular de qualquer destinatário específico, não devendo servir como única fonte de informações no processo decisório do investidor que, antes de decidir, deverá realizar, preferencialmente com a ajuda de um profissional devidamente qualificado, uma avaliação minuciosa do produto e respectivos riscos face a seus objetivos pessoais e à sua tolerância a risco. Portanto, nada nos relatórios constitui indicação de que a estratégia de investimento ou potenciais recomendações citadas são adequadas ao perfil do destinatário ou apropriadas às circunstâncias individuais do destinatário e tampouco constituem uma recomendação pessoal.

Os produtos e serviços mencionados nos relatórios podem não estar disponíveis em todas as jurisdições ou para determinadas categorias de investidores. Adicionalmente, a legislação e regulamentação de proteção a investidores de determinadas jurisdições podem não se aplicar a produtos e serviços registrados em outras jurisdições, sujeitos à legislação e regulamentação aplicável, além de previsões contratuais específicas.

O recebimento do conteúdo dos relatórios não faz com que você esteja automaticamente enquadrado em determinadas categorias de investimento necessárias para a aplicação em alguns produtos e serviços. A verificação do perfil de investimento de cada investidor deverá, portanto, sempre prevalecer na checagem dos produtos e serviços aptos a integrarem sua carteira de investimentos, sendo certo que nos reservamos ao direito de eventualmente recusarmos determinadas operações que não sejam compatíveis com o seu perfil de investimento.

O Banco BTG Pactual S.A. mantém, ou tem a intenção de manter, relações comerciais com determinadas companhias cobertas nos relatórios. Por esta razão, os clientes devem estar cientes de eventuais conflitos de interesses que potencialmente possam afetar os objetivos dos relatórios. Os clientes devem considerar os relatórios apenas como mais um fator no eventual processo de tomada de decisão de seus investimentos.

O Banco BTG Pactual S.A. confia no uso de barreira de informação para controlar o fluxo de informação contida em uma ou mais áreas dentro do Banco BTG Pactual S.A., em outras áreas, unidades, grupos e filiais do Banco BTG Pactual S.A.. A remuneração do analista responsável pelo relatório é determinada pela direção do departamento de pesquisa e pelos diretores seniores do BTG Pactual S.A. (excluindo os diretores do banco de investimento). A remuneração do analista não é baseada nas receitas do banco de investimento, entretanto a remuneração pode ser relacionada às receitas do Banco BTG Pactual S.A. como um todo, no qual o banco de investimento, vendas e trading (operações) fazem parte.

O BTG Pactual digital não se responsabiliza assim como não garante que os investidores irão obter lucros. O BTG Pactual digital tampouco irá dividir qualquer ganho de investimentos com os investidores assim como não irá aceitar qualquer passivo causado por perdas. Investimentos envolvem riscos e os investidores devem ter prudência ao tomar suas decisões de investimento. O BTG Pactual digital não tem obrigações fiduciárias com os destinatários dos relatórios e, ao divulgá-los, não apresenta capacidade fiduciária.

O BTG Pactual digital, suas empresas afiliadas, subsidiárias, seus funcionários, diretores e agentes não se responsabilizam e não aceitam nenhum passivo oriundo de perda ou prejuízo eventualmente provocado pelo uso de parte ou da integralidade do conteúdo dos relatórios.

Certificação dos analistas: Cada analista da área de Análise & Research primariamente responsável pelo conteúdo desse relatório de investimentos, total ou em parte, certifica que: i) Todos os pontos de vista expressos refletem suas opiniões e pontos de vista pessoais sobre as ações e seus emissores e tais recomendações foram elaboradas de maneira independente, inclusive em relação ao BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas, conforme o caso. ii) nenhuma parte de sua remuneração foi, é ou será, direta ou indiretamente, relacionada a quaisquer recomendações ou opiniões específicas aqui contidas ou relacionadas ao preço de qualquer valor mobiliário discutido neste relatório.

Parte da remuneração do analista é proveniente dos lucros do Banco BTG Pactual S.A. como um todo e/ou de suas afiliadas e, consequentemente, das receitas oriundas de transações realizadas pelo Banco BTG Pactual S.A. e / ou suas afiliadas.

Quando aplicável, o analista responsável por este relatório e certificado de acordo com as normas brasileiras será identificado em negrito na primeira página deste relatório e será o primeiro nome na lista de assinaturas.

O Banco BTG Pactual S.A., atuou como coordenador-líder ou coordenador de uma oferta pública dos ativos de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório nos últimos 12 meses. Também atua como formador de Mercado de ativo de emissão de uma ou mais companhias citadas neste relatório.

Para obter um conjunto completo de disclosures associadas às empresas discutidas neste relatório, incluindo informações sobre valuation e riscos, acesse www.btgpactual.com/research/Disclaimers/Overview.aspx