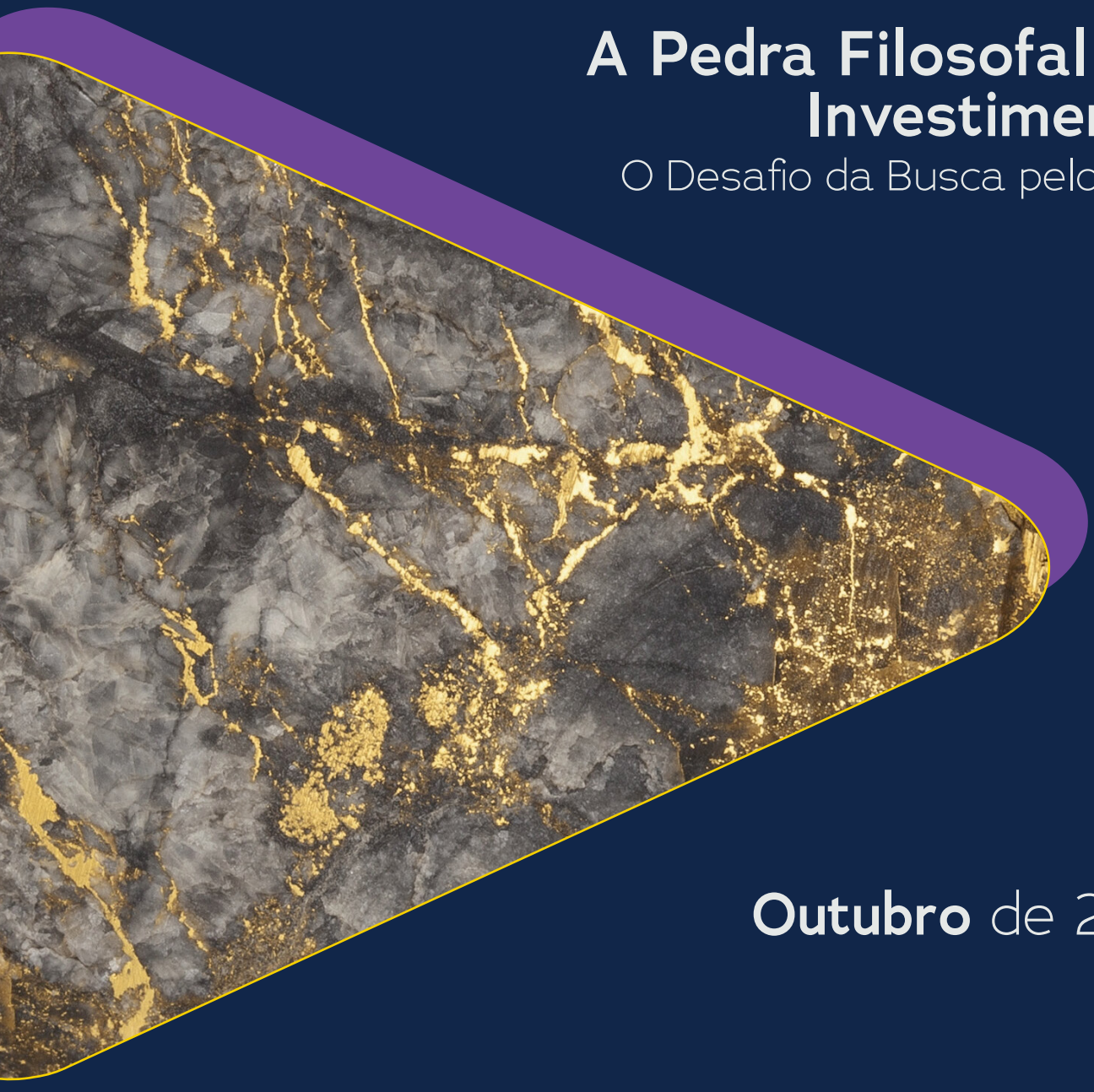
TRÍGONO Capital

Palavra do Gestor

A Pedra Filosofal dos Investimentos

O Desafio da Busca pelo Valor



Outubro de 2026

A Pedra Filosofal dos Investimentos

O Desafio da Busca pelo Valor

A busca pelo valor sempre esteve no centro da atividade de investir. Mas aqui se impõe um pequeno desafio quase filosófico: saberemos identificá-lo quando o tivermos diante de nós? Alguém poderia dizer que valor é o que se tem quando se observa o histórico de preços, comparam-se múltiplos ou projetam-se resultados – ou quando se faz uma combinação qualquer dessas ferramentas. E, no entanto, é bem fácil reconhecer que valor não é o resultado direto da aplicação das ferramentas acima, sozinhas ou combinadas. Preço está ao alcance a qualquer momento. Valor é uma estimativa. E confrontar o dado preciso (preço) com o estimado (valor) é um processo que embute a dor e a delícia cotidianas do mercado: risco e oportunidade.

Nesta edição, mostramos como a Trígono procura reduzir a distância entre preço e valor por meio da análise de vantagens competitivas, retorno sobre capital e capacidade de reinvestir. A WEG será o exemplo de como crescimento e múltiplos, vistos isoladamente, contam apenas parte da história.

Investidor compra valor; Especulador aposta no preço

Lord Darlington: What cynics you fellows are!
Cecil Graham: What is a cynic?
Lord Darlington: A man who knows
***the price of everything and the value of nothing**.*
(Oscar Wilde)[1]

Uma empresa que cresce expressivamente cria valor para seus acionistas?

Uma companhia negociada a múltiplos elevados é cara?

A resposta a ambas as perguntas é: "Talvez sim – mas não necessariamente".

O que importa é uma **relação** entre:

- O preço pago; e
- A capacidade futura do negócio de a) gerar caixa; b) obter retornos sobre capital investido; e c) manter oportunidades de reinvestimento.

Nesse contexto, **tempo** é uma dimensão fundamental. É **no tempo** que vantagens competitivas, retornos sobre capital e reinvestimento se traduzem em crescimento econômico, criação de riqueza e remuneração a acionistas.

[1] *Lord Darlington: Que cínicos vocês são!*
Cecil Graham: O que é um cínico?
Lord Darlington: Um homem que sabe o preço de tudo e o valor de nada.
(O Leque de Lady Windermere, Ato III – tradução livre)

Investir exige, portanto, distinguir preço de valor, crescimento de criação de valor e volatilidade de risco. Exige também reconhecer que as melhores oportunidades nem sempre estão nas empresas aparentemente mais descontadas: podem aparecer naquelas cujo potencial de geração de valor ainda não esteja integralmente refletido em suas cotações – ou que o mercado ainda não tenha visto isso.

Preço é de onde se parte. Valor é aonde se chega

Aqui vale entrar um pouco no detalhe sobre o título de nossa reflexão.

- Ótimo, Werner, porque eu já estava começando a duvidar se haveria mesmo algum sentido ali.

Continue conosco, caro leitor. Pedra Filosofal: a Enciclopédia Britannica define esse elemento como uma substância desconhecida (um "pó", ou uma "tintura") que transformaria metais comuns em ouro ou prata – e mesmo seria fonte de onde se extrairia um "elixir da vida", algo que prolongaria a existência de quem o ingerisse. Era um conceito presente na alquimia – cuja origem pode remontar ao Egito Antigo (khemeia, a "arte egípcia", derivaria do nome Kham, que é como os egípcios chamavam a própria terra), ou à Grécia Antiga (khemeia derivaria de khumos, palavra grega para suco de plantas – e significaria, assim, "arte de extrair sucos"). Essa história é fascinante e é contada em mais detalhes em A Short History of Chemistry, de Isaac Asimov (a Editora Bloch publicou uma versão em português nos anos 1970, mas encontrá-la exigiria uma garimpagem extensa nos bons sebos).

Há muito tempo a alquimia, com seus ares de arte, cedeu lugar à química, uma ciência sem a qual a realidade como a conhecemos não existiria. Mas o desejo inato de converter algo sem valor em algo com valor talvez traduza alguma inquietação inata e inescapável da psique humana – tanto que ainda há alquimistas modernos mundo afora. Isso, no entanto, gravita perto demais das galáxias conspiratórias – e isso foi bastante bem explorado em O Pêndulo de Foucault, de Umberto Eco.

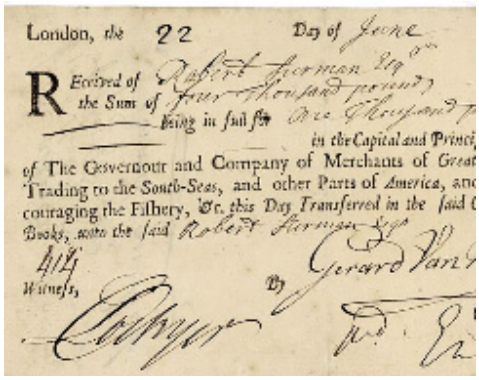
Já no terreno dos investimentos, ativos que parecem metais comuns podem perfeitamente conter valor de ouro. Vamos discutir aqui como identificar esse valor e extraí-lo dali, e até refiná-lo e transformar em uma joia preciosa, mais valiosa que o próprio metal.

Na própria história já encontramos uma tangência entre essa arte arcana e o mundo das finanças: Isaac Newton (1642–1727), matemático e físico, um dos fundadores da ciência moderna, foi também Master (Diretor, para nós, leitores do século 21) da Casa da Moeda da Inglaterra e investiu no equivalente ao mercado financeiro em sua época. E foi, além disso, um estudioso dedicado da alquimia – sua paixão secreta era a busca da lendária Pedra Filosofal e do Elixir da Longa Vida.

Para ele, alquimia e ciência não eram coisas separadas: experimentos alquímicos e leis da natureza eram, a seu ver, uma forma de decifrar a obra de Deus. A prática da alquimia era, no entanto, severamente punida pela Coroa Britânica à época: as "transformações" de um metal sem valor em ouro devem ter inspirado a ação de muitos falsificadores de moedas – mas a Coroa considerava a sério que, caso realmente a Pedra Filosofal fosse encontrada, o ouro perderia valor. Por isso, os escritos e experimentos de Newton foram mantidos em absoluto sigilo. Hoje, tais escritos estão abertos para consulta no site da Universidade de Cambridge (na

qual foi, primeiro, estudante, depois fellow, então professor e da qual foi mesmo representante no Parlamento inglês) e nos das Universidades de Oxford e de Indiana.

Gênio como era, Newton não foi genial o suficiente, no entanto, para impedir que sofresse perdas expressivas durante a bolha especulativa da South Sea Company (Companhia dos Mares do Sul), em 1720.


London, the 22 Day of June

Received of Robert Harman Esq^r

the Sum of Four Thousand pounds

being in full for One Thousand

in the Capital and Princi

of The Governour and Company of Merchants of Great

Trading to the South-Seas, and other Parts of America, and

couraging the Fishery, &c. this Day Transferred in the said

Books, unto the said Robert Harman Esq^r

Witness, By Gerard Van

Edward Matthew Ward The South Sea Bubble

Newton realizou o lucro obtido com a valorização das ações e voltou ao mercado com os preços ainda subindo, ampliando sua exposição justamente antes do colapso. Talvez haja poucos exemplos tão emblemáticos de que inteligência, conhecimento e capacidade analítica não garantem sucesso nos investimentos – se até Isaac Newton errou aí, que esperança meros mortais teríamos de jamais errar?

A lição é: ganância e impulso especulativo são traços humanos, demasiado humanos, aos quais até os gênios sucumbem. Não é pouca coisa.

A física é a ciência que busca identificar regularidades (relações relativamente estáveis) nos fenômenos naturais. Nos mercados financeiros, regularidades são muito mais difíceis de encontrar – se é que se pode dizer que elas existam de forma consistente. Preços não são fenômenos naturais: eles estão sujeitos a um fator a que quedas livres, eletricidade e refração da luz não estão: o **fator humano.** E "fator humano" aqui significa um emaranhado de fenômenos como expectativas, frustrações, ansiedades, desejos, euforias, tristezas – tudo aquilo, enfim, que faz do humano, humano (a lista está longe de ser exaustiva).

O fator humano opera, de forma bastante geral, na proporção inversa da racionalidade no universo financeiro: quanto mais intensas as emoções envolvidas, menos racionalidade há nas decisões sobre dinheiro. Newton mesmo teria dito que podia "***calcular o movimento dos corpos celestes, mas não a loucura das pessoas***". A frase é muito provavelmente de John Conduitt, marido de uma sobrinha de Newton; Conduitt reuniu papéis de Newton após a morte deste, e teria registrado a frase como algo dito pelo cientista.

O operador-chave do argumento aqui é **racionalidade:** o investidor racional não é aquele que tenta antecipar todo movimento de mercado com cálculos e fórmulas; esta, talvez, seja a marca definidora de **irracionalidade** no contexto das finanças. Racional é aquele que **reconhece os limites do próprio conhecimento e incorpora essa consciência às suas decisões.** Há algo de socrático nisso.

- Werner, você já ia trazendo Sócrates para a conversa – e sabemos do seu viés a favor da Grécia Antiga. Voltemos à alquimia, por favor.

Claro, caro leitor – e prepare-se para uma das conclusões mais diretas de quantas nossas discussões já produziram.

A essência da filosofia e do processo de investimentos da Trígono é:

Encontrar valor onde o mercado enxerga pouco ou nenhum

Quando falamos em valor, alquimia e transmutação, tempo (que já citamos acima) é variável fundamental. No tempo é que se confere se uma tese de investimento se manteve atrelada à realidade ou se derivou espaço adentro. É a passagem do tempo que mostra se vantagens competitivas se confirmam ou desaparecem, se retornos sobre capital se sustentam ou não, se oportunidades de reinvestimento se materializam ou não, e que dividendos ou recompra de ações para tesouraria são melhores alocações de capital, ou mesmo uma aquisição.

Probabilidade entra nessa história quando falamos de risco – de resultados possíveis, da possibilidade de ocorrerem e do impacto que terão (ou não) no investimento. Tempo (ele de novo) não elimina risco: se a tese permanecer válida, é a passagem dele que vai mostrar a criação (ou não) de valor nos resultados.

Lendo pelo avesso: no curto prazo, a volatilidade e fatores que pouco dizem sobre o valor econômico do negócio podem castigar o preço. Menor o horizonte, maior o peso de tais movimentos sobre a decisão do investidor.

E aqui vem o "salto quântico", para usar uma expressão da moda (só pela expressão em si, já que física quântica tem utilidade zero para finanças): se a tese estiver correta e a empresa efetivamente criar valor, **no longo prazo, a possibilidade de preço e valor se aproximarem aumenta.**

"Longo prazo", no entanto, soa quase como palavrão nos dias de hoje. Ou então como se alguém, em um discurso em português para uma plateia falante de português, de repente soltasse uma expressão em grego, aramaico ou sânscrito. A sociedade está tão focada em atalhos que qualquer passo a mais é erro, pecado ou, pior, ineficiência.

Exemplos não faltam. Tomemos a alavancagem financeira: pode multiplicar os ganhos? Pode, claro. Desde que se entenda que o risco é perder simplesmente tudo – e, no final, ficar não só sem o dinheiro, mas com uma dívida brutal, que pode levar a desfechos trágicos. A "cultura do atalho", se podemos falar assim, vai tornando a paciência uma noção cada vez mais rara, incompreensível até. Mesmo investidores que se consideram de longo prazo vêm perdendo algum contato com a virtude da paciência.

Já terá ficado claro ao leitor que atalhos e impaciência, no contexto dos negócios, significam uma e só uma coisa: **especulação.**

"Especular" partilha uma raiz etimológica com "espelho": ambas vêm do latim speculum. Speculator era aquele que, em uma ação militar, vigiava a movimentação do inimigo para agir ao menor sinal de atividade. Simplificando, ele "espelhava" o oponente, respondendo com um movimento a cada movimento do outro lado. O

especulador, nas finanças, ora veja, fica de olho no comportamento do mercado para reagir ao menor sinal de movimento. De um instante para outro, ele vai lá e faz ou desfaz uma posição, vende ou compra isso ou aquilo.

E então precisamos definir "valor".

Vamos tentar ajudar nossos leitores a organizar a busca pelo valor e apresentar esse processo em 7 partes:

1. **A busca do valor**
2. **Preço não é valor**
3. **Vantagem competitiva e criação de valor**
4. **ROIC – o motor do crescimento e reinvestimento**
5. **Como a Trígono procura valor**
6. **WEG – ROIC: crescimento e geração de valor aos acionistas**
7. **A Pedra Filosofal dos investimentos**

A Busca do Valor

"Sempre que se encontrar do lado da maioria, é hora de reformar sua posição, ou no mínimo de parar e refletir."
(Mark Twain)

Buscar valor nunca teve a ver com seguir consensos. Mais de 40 anos no mercado nos ensinaram (e não foi um aprendizado suave) que preço e valor podem permanecer distantes por muito mais tempo do que imaginamos ou desejamos. O mercado é eficiente, claro, mas infalibilidade e precisão estão definitivamente fora do radar. O consenso erra mais do que qualquer participante do mercado gostaria de admitir – o humor da multidão varia de forma violenta entre entusiasmo e pessimismo, a alternância entre euforia e depressão é inescapável e os movimentos de manada ou rebanho não recebem esse nome à toa.

(Twainquotes/Reprodução)

Mas, para aquele que se dispõe a mirar outro alvo que não aquele para onde a multidão mira, as oportunidades podem aparecer. Uma anedota diz que Galileu Galilei moveu sua luneta apenas alguns graus para cima do horizonte – e com isso ele estendeu a visão da humanidade da estrita linha do horizonte para a vastidão do Universo, e inaugurou a ciência moderna.

Os olhos abertos para as melhores oportunidades de mercado se traduzem no mote da Trígono:

Além do Óbvio

Para nós, investir significa compreender um negócio antes de pensar em como o preço de sua ação se move no mercado. Isso envolve: analisar a qualidade de ativos, gestão e recursos humanos; identificar vantagens competitivas e comparativas; avaliar capacidade de reinvestimento, retorno sobre capital, estrutura financeira e sustentabilidade de seus resultados. Todo esse trabalho é feito avaliando, ao mesmo tempo, o potencial de criação de valor ao longo do tempo.

O foco é o valor, não o preço

Primeiro veio Benjamin Graham, com o ensinamento sobre o quão importante é a margem de segurança. Aí chega o discípulo, Warren Buffett, e nos mostra que, com qualidade e capacidade de reinvestimento, pode-se fazer de um bom negócio um investimento extraordinário. Charles Munger avança pela área dizendo: não basta entender os números: incentivos, racionalidade econômica, forças que determinam a longevidade da empresa – nada disso pode faltar. Mas nenhuma dessas ideias funciona sem independência de pensamento. Aí entra a Trígono, com:

Oportunidades raramente trazem conforto e certeza na bagagem

O mais comum é que as oportunidades estejam em empresas pouco acompanhadas e conhecidas; em setores relegados por fatores macroeconômicos (juros elevados, sem dúvida), situações complexas ou negócios cuja governança esteja no microscópio. O consenso tende a dar muito peso a um misto de "o que está fazendo buzz (ruído)" com o balanço do último trimestre. O investidor, se quiser ser prudente e cuidadoso, precisa avaliar o que pode ser alterado e construído no futuro de forma sustentável, e ter uma atitude investigativa e curiosa.

"Olhe debaixo da pedrinha e veja o que está lá", diria Peter Lynch.

O que ele quis dizer com isso? Que o mercado de ações é um jogo de esforço, não de pura sorte. Se você olhar para dez empresas, provavelmente encontrará uma boa oportunidade. Se olhar para cem, encontrará dez. As melhores oportunidades, não raro, estão em empresas monótonas, com nomes sem graça ou de setores nada sedutores. Pense no setor de bens de capital e no de IA – e diga qual parece ser o mais "sexy".

Isso não significa procurar simplesmente ações "baratas" ou aparentemente muito descontadas. "Barato", aliás, é um conceito relativo e nebuloso: uma empresa negociada a múltiplos baixos pode destruir valor; uma "mais cara" pode multiplicá-lo por muitos anos.

Em vez de olhar a fotografia, devemos assistir ao filme

Ou, para os que gostam de pets: "Ao apontar algo com o dedo para o cachorro, o cachorro tende a olhar não o algo, mas o dedo".

O espírito da coisa é: não tome o imediatamente visível pelo que realmente se deve olhar.

A Trígono procura situações em que o potencial de valorização supera em muito os riscos assumidos. Busca ativos nos quais o tempo trabalhará a favor do investidor. Não existe uma única fórmula para encontrá-lo. Existe, isso sim, um princípio constante: buscar uma relação favorável entre aquilo que se paga, aquilo que se recebe e o risco assumido. A base da busca são os fundamentos, a capacidade de gerar valor e uma expectativa racional de retorno (no tempo).

Preço não é Valor

David Stephens: Você pagou 500 libras nisso?
Juliet Miller: Foi o que isso custou, David.
David Stephens: Não, não, isso foi o que você pagou.
***A gente ainda não sabe quanto isso vai nos custar**.*[2]
(Cova Rasa)

Investir em empresas ou em ações de empresas negociadas em bolsa significa tomar hoje uma decisão sobre resultados que só o futuro revelará. Incerteza e investimento são indissociáveis. Investidores tarimbados, que passaram por provas de fogo, vão errar algumas vezes – e mais que algumas vezes –, sabem disso e isso não os desqualifica.

Disciplina é um desdobramento da paciência a que fizemos menção mais acima. Ser paciente, claro, não significa ficar parado, estacionado. Significa entender que processo não significa sair correndo atabalhoado atrás do primeiro sinal positivo (que pode estar equivocado). Significa que um passo em falso, um fracasso, embora não planejado, estará no caminho. Não se sabe em que momento – mas o melhor que se pode fazer é contar com ele – ou melhor: estar alerta para a contingência.

Como dissemos em tantas ocasiões anteriores: não há varinha mágica, bola de cristal, plano infalível nem alquimistas à disposição. O especulador e o investidor estão atrás da mesma coisa – multiplicar seu capital. O modo como cada um faz isso, no entanto, é que faz a diferença.

Preço não é (necessariamente) valor. Preço é aquilo que você paga, disse Warren Buffett. Valor, segundo ele também, é aquilo que você leva. Para dar um ar um pouco mais técnico: preço é a combinação que produz acordo entre comprador e vendedor.

Já valor requer um pouco mais de elaboração para ser definido e o tempo é fundamental .

---

2 *Filme de 1994, com Ewan McGregor. Direção: Danny Boyle.*

Essencialmente, nas definições clássicas, depende da capacidade da empresa de gerar fluxos de caixa positivos, de retornos sobre capital consistentemente acima do custo de capital – e, como demonstrou Jeremy J. Siegel[3], de remunerar acionistas com dividendos.

Mas uma empresa reunir condições para gerar valor não significa que sua ação esteja barata ou descontada em relação a seu valor intrínseco ou real. Uma excelente empresa pode não ser uma excelente oportunidade de investimento se o preço de sua ação já incorporar expectativas otimistas demais, que antecipem toda a criação de valor que se dará no futuro. O investidor poderia, neste caso, estar pagando por algo ainda não realizado – o que abriria uma avenida para o risco.

Uma excelente empresa não é necessariamente um excelente investimento

Uma recomendação de compra embute um viés otimista (soa até um tanto óbvio, isso). Mas bem disse Aristóteles, na Ética a Nicômaco: é possível errar de muitos modos, mas só há um modo de acertar[4]. Aqui, a lição aristotélica se traduz assim: **há muito mais coisas capazes de atrapalhar uma ação do que de bene iciá-la** (pandemias, subprimes, guerras, crises internacionais), e não há como precificar um evento assim. Nassim Taleb escreveu uma coleção de livros que explicam isso muito bem – e fica aqui a forte recomendação de leitura de todos: *A Lógica do Cisne Negro, Antifrágil - Coisas que se beneficiam com o caos e Arriscando a Própria Pele*.

Vantagem Competitiva e Criação de Valor

"As notas, eu não as toco melhor que muitos pianistas. Mas ***as pausas entre as notas — ah, é aí que reside a arte****."*
(Artur Schnabel)[5]

Em março de 2024, nossa Resenha discorreu sobre qualidade das empresas. Vamos recuperar alguma daquela argumentação aqui.

Na Trígono, empregamos os ensinamentos de Michael Porter. Ex-aluno de Princeton, engenheiro mecânico e aeroespacial e professor-doutor em economia por Harvard, destacou-se nos campos da estratégia e da competitividade. É autor da teoria das **Cinco Forças Competitivas**[6]. Um ótimo caminho para entender a teoria é *Entendendo Michael Porter – Guia essencial de competição e estratégia, de Joan Magretta, ex-aluna dele.*

Porter leu e entendeu a fundo David Ricardo (1772-1823), que, com Adam Smith (1723-1790), forma o binômio fundamental da economia clássica. Ricardo é considerado um dos pioneiros na modelagem econômica – mas suas contribuições vão bem além. Uma delas é a teoria das vantagens comparativas – ferramenta que muito nos ajuda na Trígono a identificar e qualificar empresas. Sofisticada como é tal ferramenta no século 21, sua origem está na primeira metade do século 19.

Nosso processo de investimento é muito mais que uma simples avaliação de indicadores financeiros

---

3 *Investindo em Ações no Longo Prazo - O Guia Indispensável do Investidor do Mercado Financeiro. Bookman. 6a edição - abril/2026*
4 *Livro II, 1106b 29-30. Os Pensadores. 1ª edição, 1972.*
5 *The New Yale Book of Quotations (Quoted in Chicago Daily News, 11 June 1958). Yale University Press. 1ª edição, 2006*
6 *Estratégia Competitiva: Técnicas para análise de indústrias e da concorrência. GEN Atlas. 1ª edição, abril/2005*

ou projeções (sempre sujeitas às incertezas): ele organiza a análise de valor em **três perguntas fundamentais.**

1. A empresa tem vantagens competitivas sustentáveis?

A resposta passa por um brevíssimo resumo das 5 Forças de Porter.

Força	O que avalia	Quando é favorável à empresa
1. Rivalidade entre concorrentes	Intensidade da competição; guerra de preços; número de concorrentes; diferenciação; poder de estabelecer preços.	Poucos concorrentes; diferenciação elevada; disciplina de preços; nichos.
2. Ameaça de novos entrantes	Facilidade para novas empresas entrarem no mercado; produtos substitutos e superiores.	Barreiras de entrada altas: capital, tecnologia, escala, marca, regulação, gestão.
3. Poder de barganha dos clientes	Capacidade dos clientes de pressionar preços e condições; escala; facilidade de importação.	Clientes pulverizados; produto importante e difícil de substituir; marca; fidelidade.
4. Poder de barganha dos fornecedores	Capacidade dos fornecedores de aumentar preços ou impor condições, sem substitutos e dificuldade em importar ou substituir.	Muitos fornecedores; baixo custo de troca; insumos substituíveis; fácil importação.
5. Ameaça de produtos substitutos	Existência de outras soluções capazes de atender à mesma necessidade e com menor preço.	Poucos substitutos ou custo elevado para o cliente mudar; tecnologia complexa.

Porter ajuda a entender por que o ROIC de algumas empresas fica alto por anos, e o de outras é corroído pela concorrência. Exemplos não faltam – e o setor de tecnologia é particularmente pródigo: vimos ali casos de forte derrocada, redução das atividades, perda de relevância, quebra de ícones e líderes. Alguns casos ocorrem sem grande esforço de memória: Kodak; Atari; BlackBerry; Compaq; Motorola; Nokia; AOL; Polaroid; IBM; Xerox; Hitachi; Sony. Alguns desses nomes ainda estão por aí, mas são sombras do que foram.

2. A empresa efetivamente cria valor econômico?

Há criação de valor apenas quando a empresa consegue reinvestir o capital gerando **ROIC (*Return On Invested Capital,*** ou **Retorno Sobre Capital Investido)** maior que o **WACC (*Weighted Average Cost of Capital,*** ou **Custo Médio Ponderado de Capital).** Essa diferença (ou "spread") é expressa na fórmula

EVA = (ROIC – WACC) x Capital Investido

Sendo EVA (Economic Value Added), ou Valor Econômico Adicionado.

Quanto maior e mais sustentável for esse spread, e quanto maiores forem as oportunidades de reinvestimento rentável, maior tende a ser a criação de valor.

EVA, aliás, não custa lembrar aqui, é um dos três vértices de investimentos do nosso Trígono – os outros são ESG e dividendos.

Instrumentos anteriores ao EVA acabaram se revelando não totalmente adequados para medir o desempenho das empresas na real criação de riqueza ou valor. Joel M. Stern e G. Bennett Stewart III desenvolveram e apresentaram, em 1982, uma ferramenta própria para aferir se o que a empresa investiu trouxe retorno adequado aos acionistas.

Ferramentas, veja o leitor, já havia – o EVA não foi criado: a economia clássica já entendia que criar riqueza econômica significa retorno superior ao custo do capital empregado. O que Stern e Stewart fizeram – com sua consultoria, Stern Stewart & Co. – foi criar uma versão própria do que havia – e que se tornou bastante popular e sua marca registrada.

3. Quanto vale essa capacidade de gerar valor?

Valuation, ou o processo de avaliação de empresas, quantifica expectativas em valores. Na abordagem clássica de fluxo de caixa descontado, projetam-se os fluxos de caixa da empresa, que são trazidos a valor presente por uma taxa de desconto ajustada ao risco.

O mercado utiliza, em sua prática de valuation, principalmente o modelo clássico DCF (Discounted Cash Flow, ou Fluxo de Caixa Descontado), que é uma espécie de primo do EVA. Um e outro instrumento devem convergir ao mesmo valor. A vantagem editorial do EVA aqui é que ele **torna visível o retorno excedente sobre o capital.**

O mercado usa ainda múltiplos, como P/L (índice Preço/lucro) e EV/EBITDA – que, em nossa opinião, é um dos piores indicadores, mas que ainda é intensa e tristemente utilizado (talvez por ser muito simples – ou simplório, para os mais maldosos). Analistas e investidores comparam múltiplos atuais com a média dos últimos anos – de olho no mean reversion (ou reversão à média) – e é isso.

O que eles esquecem de olhar é que taxa de juros e custo de capital podem variar selvagemente no tempo, tempo, sempre o tempo, – e a simples comparação com as médias é simplicidade demais. Isso é inadequado porque custo de capital e retorno sobre capital investido são fundamentais, e esses múltiplos nada informam a respeito.

Com o EV/EBITDA sequer é possível saber se a empresa gera lucro; o EV incorpora dívida líquida, ok – mas o múltiplo, isoladamente, não revela composição da estrutura de capital nem o custo dessa dívida. **Uma empresa que melhorou substancialmente seu ROIC e reduziu o custo do capital, inclusive pela queda das taxas de juros e uma melhor composição da estrutura de capital, deveria ser negociada a múltiplos superiores à média.**

Uma interpretação simples do múltiplo ou indicador de EV/EBITDA indica quantos anos de geração operacional de caixa seriam necessários para comprar uma empresa inteira, considerando seu valor total de mercado e endividamento líquido.

O EBITDA, no entanto, não é nem de longe um indicador de geração operacional de caixa. Como se poderia vê-lo como adequado?

O EBITDA ignora impostos, variações do capital de giro e reposição dos ativos que se depreciam. Por isso, isoladamente, não mede o caixa disponível ao investidor. Empresa que não investe pelo menos a depreciação pode estar sendo sucateada, perdendo produtividade, ou sofrendo problemas de falhas operacionais. E não considera Imposto de Renda, que leva cerca de 1/3 do lucro da empresa – que reduz lucro operacional e consome geração de caixa livre para dividendos, investimentos e serviço de dívida (juros), além da redução do endividamento.

O NOPAT (*Net Operating Profit After Taxes, ou Lucro Operacional Líquido Após Impostos) utilizado para o cálculo do ROIC é o EBITDA deduzido das depreciações e imposto de renda. Um múltiplo EV/NOPAT já seria mais adequado.*

NOPAT = EBIT × (1 – alíquota normalizada de provisão de imposto de renda)

EBIT é o lucro operacional normalizado: receitas líquidas deduzidas do custo dos produtos vendidos e das despesas administrativas e de vendas.

EV (*Enterprise Value,* ou Valor da Empresa) representa o capital total investido pela empresa, incluindo capital dos acionistas e dívida onerosa. Ele simula quanto de capital é necessário para financiar as atividades da empresa, somando-se o seu valor de mercado à dívida total líquida ou subtraindo-se o caixa líquido quando as disponibilidades financeiras são superiores à dívida total. A fórmula é:

EV=Valor de Mercado (Ações)+Dívida Líquida **(Caixa Líquido)**

- **Valor de Mercado:** O preço atual da ação multiplicado pela quantidade total de ações emitidas.
- **Dívida Líquida:** O total de dívidas da empresa deduzido do caixa e das aplicações financeiras. Caso estes sejam maiores que aquele total, a empresa apresenta caixa líquido (o que subtrai do EV).

- Werner, começamos falando de alquimia e Pedra Filosofal e acabamos em equação atrás de equação. Lembra do que escreveu Stephen Hawking em Uma breve história do tempo: "Alguém me disse que cada equação que eu incluísse no livro reduziria as vendas pela metade"?

Calma, leitor. Você está agindo como o Conde Orsini-Rosenberg, do filme Amadeus – que disse que Mozart usava "notas demais". Só estamos usando as equações necessárias. Mas a suma do que tínhamos a dizer nesta seção é:

As 5 Forças ajudam a avaliar a perenidade da vantagem competitiva e a capacidade de uma empresa transformar crescimento em criação de valor. Boa gestão é o elemento chave dessa equação.

ROIC - O Motor do Crescimento e Reinvestimento

"É muito difícil prever, especialmente o futuro."[7]

Hora de analisar o ROIC, indicador central de nossa análise.

Mas antes de entrar no processo de valuation, lembremos: ROIC projetado e valor são estimativas. Dependem do futuro, ou seja, do tempo. Pense em fatores macroeconômicos, como PIB. Ou inflação, taxas de juros e câmbio, e tantas outras. Pense em eventos inesperados, já mencionados mais acima. Uma variação de 1% ou 2% a mais ou a menos do crescimento na perpetuidade ou na taxa de desconto (WACC) faz grande diferença no valor calculado e pode se sobrepor aos próprios resultados das empresas.

O mercado, em certa medida justificadamente atarantado, acaba se ancorando no primeiro ponto fixo que encontra – em geral, o resultado do último trimestre. Seria ocioso aqui tentar enumerar casos em que analistas, depois da publicação de um resultado inesperado, sem terem tido tempo (ele de novo) de conversar com os representantes da empresa, emitem relatórios ou recomendações com novos preços-alvo – não raro, com 20% ou até 30% de diferença sobre os anteriores.

Ou seja, um trimestre influenciado por fatores não recorrentes altera substancialmente as estimativas de valuation, preço-alvo de ações e recomendação de investimentos. Pode influenciar fortemente o valor de mercado da empresa. Nada disso teria necessariamente a ver com seu valor econômico.

Quando as recomendações vêm de instituições financeiras (grandes bancos ou corretoras) cujos clientes as seguem cegamente, essa ancoragem a resultados como balanços trimestrais ganha um peso relevante nos preços, mas nada altera o valor.

A mecânica central do ROIC é:

ROIC = NOPAT ÷ Capital Econômico Investido

Crescimento de uma empresa, como vimos em outros momentos neste texto, é um **resultado**. De que tipo? Do tipo **direto,** que vem da relação entre o quanto a empresa reinveste e o retorno obtido nesse reinvestimento.

Crescimento (G) = ROIC × Taxa de Reinvestimento.

O múltiplo de valor intrínseco é calculado pela fórmula:

Valor Justo = NOPAT x (1-g/ROIC) / (WACC – G)

Exemplo central: as Empresas **A** (crescimento de 10%; ROIC de 13%), **B** (crescimento de 8%; ROIC de 15%) e **C** (crescimento de 6%; ROIC de 25%) negociam a um múltiplo de 9x seu lucro líquido no mercado (índice P/L de 9x) e de 7,5x o EV/EBITDA. Todas têm WACC de 15%.

7 *Atribuída ao físico dinamarquês Niels Bohr. The New Yale Book of Quotations (op.cit.)*

Empresa	A	B	C
Receita	R$ 500	R$ 500	R$ 500
NOPAT	R$ 100	R$ 100	R$ 100
EBITDA	R$ 110	R$ 110	R$ 110
Lucro Liquido	R$ 80	R$ 80	R$ 80
Valor de mercado	R$ 720	R$ 720	R$ 720
Divida Lquida	R$ 100	R$ 100	R$ 100
EV	R$ 820	R$ 820	R$ 820
G	10%	8%	6%
ROIC	13%	15%	25%
WACC	15%	15%	15%
P/L mercado	9,0	9,0	9,0
EV/EBITDA	7,5	7,5	7,5
PEG	0,9	1,1	1,5
EV Justo	R$ 462	R$ 667	R$ 844
Equity Justo	R$ 362	R$ 567	R$ 744
P/l Justo	4,5	7,1	9,3
EV justo/EBITDA	4,2	6,1	7,7

Observação: pressuposto que perpetuidade com crescimento constante (g < WACC) e ROIC aplicável ao capital reinvestido.

Pela lógica tradicional, como a do índice PEG, A é a escolha óbvia: o crescimento é maior e os múltiplos de mercado são iguais. PEG (Price/Earnings to Growth, ou relação Preço/Lucro sobre Crescimento) é uma métrica financeira muito utilizada no mercado. Trata-se da relação entre o múltiplo (ou índice P/L) e a taxa esperada de crescimento (G – que é expressa em % ao ano). Exemplo:

- uma empresa negocia a P/L de 10x
- espera-se crescimento de 10% ao ano.

PEG = 10 / 10 = 1,00.

Um PEG abaixo de 1,00 significa que a ação estaria descontada em relação ao crescimento esperado (acima de 1,00 sinaliza o contrário). Assim, a tese é: **quanto menor o PEG, mais descontada, barata ou atraente.** A empresa B seria, então, a segunda mais descontada, e a C, a mais cara, devido ao menor crescimento. Pelos múltiplos de P/L e EV/EBITDA, estariam todas iguais; desta forma, a preferência recairia em **A.**

Claro que, a esta altura da argumentação, o leitor já espera que se diga que as coisas não são bem assim.

Realmente não são. C, empresa com o maior valor (equity) justo, tem o menor crescimento (que é onde o ROIC faz a principal diferença) e poderia ser negociada a 9,3x seu lucro – mais de duas vezes o múltiplo justo de A.

Em teoria, para sustentar crescimento maior, as empresas de maior crescimento teriam necessidade de maior investimento, o que poderia significar maior endividamento e menor distribuição de dividendos, e que explica o menor ROIC.

Por que o ROIC é a variável mais sustentável?

Estudo da respeitada consultoria McKinsey, publicado em 2006[8], demonstrou que o crescimento empresarial apresenta forte tendência de reversão à média. Na amostra de grandes companhias dos EUA, a mediana do crescimento real das receitas recuou de cerca de 7% para 2% ao ano em uma década, e seguiu próxima a isso nos anos seguintes. Em contraste, o ROIC apresentou maior persistência ao longo do tempo.

A constatação reforça a importância de distinguir crescimento de geração de valor. Embora taxas elevadas de expansão possam ser transitórias, empresas com vantagens competitivas sustentáveis, capazes de reinvestir resultados a retornos superiores ao custo de capital, podem preservar sua capacidade de criação de valor por períodos prolongados. Nesse contexto, o crescimento somente cria valor quando o retorno incremental sobre o capital investido supera o custo de oportunidade. Caso contrário, expansão de receitas e lucros e destruição de valor econômico podem ocorrer lado a lado.

ROIC como termômetro de vantagem competitiva

ROIC alto e sustentado por muitos anos é a evidência empírica mais confiável de que uma empresa tem um *moat de verdade*.

- Ok, Werner: moat? Você, claro, vai explicar...

Sem dúvida, caro leitor. Para aqueles não familiarizados com o termo (popularizado por – sim, ele de novo – Warren Buffett), moat significa, em finanças, a mesma coisa que no vernáculo inglês: "fosso" – sim, aquele grande buraco construído ao redor de um castelo medieval para protegê-lo de invasões. Em investimentos, moat é a vantagem competitiva duradoura que protege uma empresa contra concorrentes e permite que mantenha lucros e retornos elevados por muitos anos. Eis aí os mesmos conceitos de Porter. Uma empresa com wide moat (fosso amplo) consegue, por exemplo, aumentar preços sem perder (muitos) clientes, manter margens superiores, defender participação de mercado e, principalmente, obter ROIC acima do WACC de forma sustentável no longo prazo.

Investidores como Buffett e Charlie Munger sempre trataram o ROIC sustentado como principal indicador quantitativo de qualidade de negócio – mais importante que crescimento de receita. Apple, Alphabet, Coca-Cola, Moody's e American Express – eis as cinco principais investidas da Berkshire Hathaway, todas com ROICs muito elevados.

Alocação de capital: talvez a decisão mais importante de uma gestão seja o que fazer com o lucro ou caixa livre gerado. Reinvestir no negócio? Fazer aquisições? Pagar dividendos? Recomprar ações?

Não é uma escolha que se faça no escuro ou sem instrumentos – e o ROIC é a lanterna, farol, ou a bússola. Uma gestão que reinveste de forma consistente a um ROIC elevado deveria reter e reinvestir o lucro; uma que não consegue, deveria devolver o caixa ao acionista – como dividendos ou recompra de ações. É exatamente a relação que sustenta a criação de valor no longo prazo.

8 *Cao, B.; Jiang, B.; Koller, T.* Balancing ROIC and Growth to Build Value. *McKinsey on Finance, nº 19 - pp. 12–16.*

Crescimento = ROIC × Taxa de Reinvestimento

Limitações e cuidados:

- Ágio de aquisições (goodwill, ou intangível) infla o capital investido. Isso pode fazer o ROIC parecer mais baixo em empresas que cresceram via fusões e aquisições.
- Empresas intensivas em intangíveis (tecnologia, marcas) costumam ter ROIC subestimado, porque gastos com P&D e marketing, embora construam ativos de longo prazo, entram como despesa, não como capital investido.
- ROIC de um único ano pode ser ruidoso, principalmente em setores cíclicos. O que importa é a média e a consistência ao longo de um ciclo completo.
- Diferentes fontes podem calcular ROIC de diferentes formas. Comparar nú-meros com bases distintas exige, então, cautela – especialmente em períodos atípicos e influenciados por eventos não recorrentes.

Chegamos então à decisão de investimento:

Qualidade do negócio → vantagem competitiva → ROIC e crescimento → geração de caixa → valor intrínseco → comparação entre valor e preço de mercado.

- **Se** o valor intrínseco for significativamente superior ao preço da ação, **então** há uma margem de segurança e um potencial oportunidade de investimento.
- **Se** o preço estiver acima do valor estimado, **então** até mesmo uma companhia extraordinária pode representar um investimento pouco atraente.

Por fim, lembramos o mestre Peter Bernstein: qualquer cálculo de valor depende de hipóteses sobre um futuro incerto – portanto, valuation não deve ser tratado como número exato, preciso. Ele é uma **faixa de valores possíveis.** O objetivo do investidor não é (não deve ser) eliminar a incerteza, por impossível. Deve ser tomar decisões em que a **relação valor x preço x risco x retorno esperado** seja favorável.

Em síntese: o valor de uma empresa nasce de sua capacidade de investir capital a retornos superiores ao custo desse capital – e de sustentar essa vantagem ao longo do tempo. O valor de uma ação para o investidor, porém, depende também do preço que ele paga por essa capacidade de criação de valor.

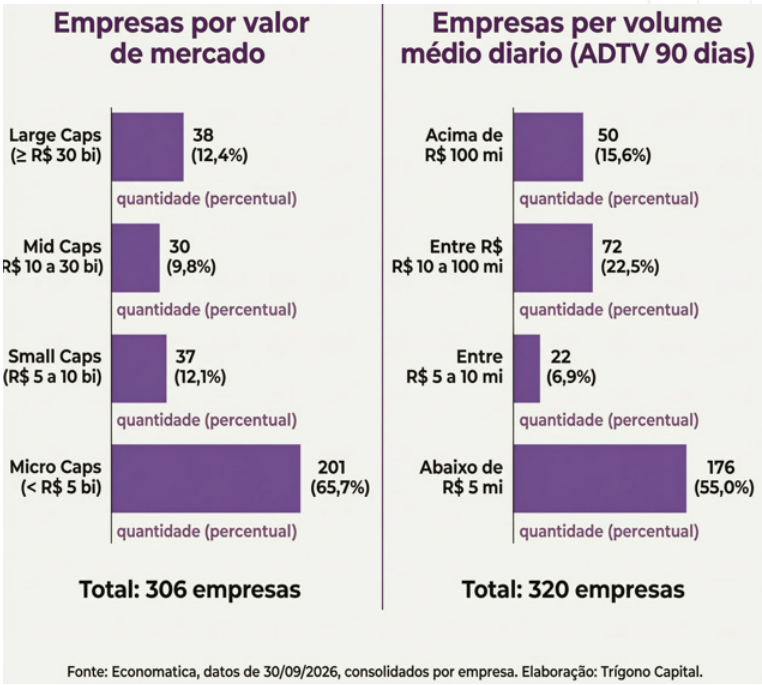
Como a Trígono Procura Valor

"É um erro capital formular
teorias antes de contarmos
com todos os indícios.
***Pode prejudicar o raciocínio**."*
(Sherlock Holmes)[9]

9 *Sherlock Holmes – Obra Completa. Arthur Conan Doyle. HarperCollins. 1ª edição, junho/2019*

Na Trígono, estamos (como diz a moçada) na captura de empresas a que o mercado não presta muita atenção e nas quais estão as maiores probabilidades de encontrar precificações malfeitas. Bem-vindo ao universo das *micro, small e mid caps.*

Nas micro caps, consideramos um corte de capitalização mínimo de R$ 300 milhões.



Cabe destacar que o valor de mercado está significativamente associado à liquidez.

As maiores corretoras de valores praticamente só se interessam por ações de empresas que negociam mais de R$ 10 milhões diariamente. Sobre estas, produzem relatórios de acompanhamento e realizam eventos, inclusão em stock guides e fazem recomendações. Apenas 50 diferentes empresas negociam mais de R$ 100 milhões diariamente, e são foco das corretoras de valores e bancos de investimentos associados. Empresas não incluídas em índices locais e estrangeiros são desprezadas ou ficam em segundo plano. O mercado institucional, aqui e no exterior, limita seus investimentos nelas. Tal como fazem com os ETFs, a gestão é basicamente passiva, sem análises – basta replicar índices. A taxa da corretagem com devolução de até 95% limita muito as receitas das corretoras e não paga os custos de uma equipe de análise, portanto limitam o trabalho da equipe nas empresas mais negociadas e não necessariamente nas melhores oportunidades.

Assim, é por meio dos bancos de investimento e não através das corretoras que as instituições financeiras obtêm receitas com essas empresas – via emissões de debêntures, eurobonds, ações, fechamento de capita (OPA) e M&A (Fusões e Aquisições) e operações de crédito estruturadas. Relatórios de análise são um serviço prestado pelas corretoras – mas o objetivo é cativar a empresa para trazer seus negócios para o conglomerado financeiro. Esse modus operandi é o mesmo no Brasil e no exterior (e sempre foi dessa maneira) e nada indica que mudará,

A cobertura das corretoras, no início, foca em recomendações de compra baseadas em, por exemplo, múltiplos descontados e valuation via fluxo de caixa descontado. Empresas com alta taxa de crescimento e PEG abaixo de 1,00 também entram no radar de corretoras e bancos – e de gestores de recursos, para os quais liquidez e

presença nos índices também ganham relevância e empresas beneficiadas por fatore macroeconômicos (topdown), como queda das taxas de juros.

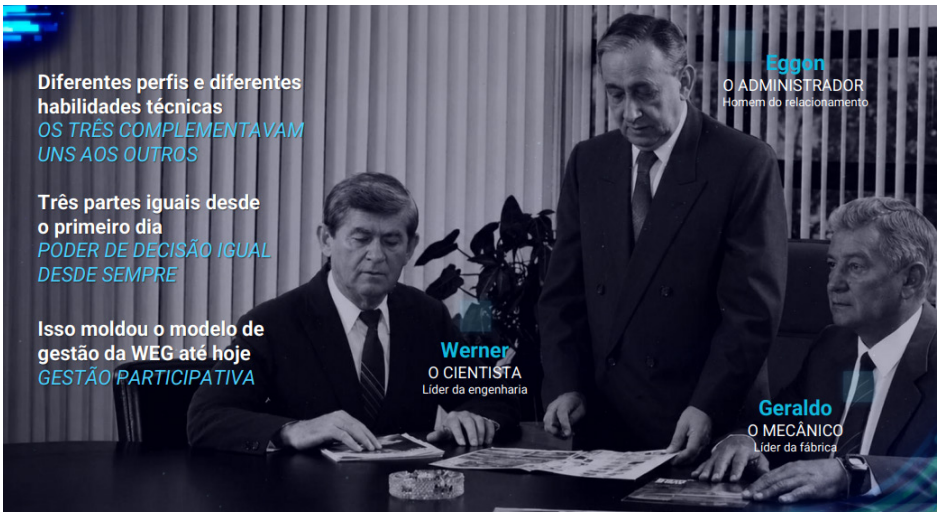
É nesse universo menos explorado por corretoras, bancos e gestoras que buscamos – e é nele que se concentram as melhores oportunidades (ainda mais quando aumenta a aversão pelo risco de liquidez mais baixa).

Bem, sobre EVA falamos bastante. O **ESG** é outro componente de nosso processo. Entra como ferramenta de mitigação de riscos – como os associados a governança e riscos ambientais e ao engajamento social. Sobre ele, falamos extensamente em nosso Relatório de Sustentabilidade 2025. Por fim, há a remuneração do acionista. Para investidores de longo prazo e institucionais, dividendos são o principal fator de remuneração – entre 70% e 80% do retorno total no Brasil, como já apresentamos anteriormente aos nossos leitores avaliando o retorno das ações num período de 25 anos, separando a valorização e a remuneração através dos dividendos.

Um exemplo extraordinário é a WEG. Corretoras e bancos costumavam (muitos costumam ainda) considerá-la cara. Claro, não conhecem (ou pior, ignoram) o motor oculto por trás dos múltiplos e do desempenho da empresa na bolsa.

WEG: Crescimento, ROIC e Geração de Valor aos Acionistas

"Three is the magic number/
Yes, it is/Is the magic number."
(De La Soul)[10]



A WEG é um exemplo prático e emblemático de quase tudo que foi exposto e examinado até aqui. Sua trajetória demonstra que a análise de investimentos não deve se limitar a múltiplos estáticos ou à fotografia que os resultados do trimestre

10 *"Três é o número mágico/*
Sim, ele é/É o número mágico."
(tradução livre)
(Do álbum "3 feet high and rising" (1989) e do filme "Spider-Man: No Way Home" - créditos finais).

oferecem. Ela mostra que **é preciso compreender a evolução econômica do negócio e sua capacidade de continuar criando valor.** Sua principal lição não está só na valorização histórica, mas na capacidade de transformar crescimento e reinvestimento em criação consistente de valor econômico.

Werner Ricardo Voigt (eletricista), Eggon João da Silva (administrador) e Geraldo Werninghaus (mecânico) fundaram a Eletromotores Jaraguá em 16 de setembro de 1961, em Jaraguá do Sul (SC), para fabricar motores elétricos. O nome WEG, o leitor mais atento já observou, vem da junção das iniciais dos três nomes.

Brevíssima cronologia:

- **Década de 60:** primeiro parque fabril; criação do Centroweg (1968) para formar profissionais técnicos.
- **Década de 1970:** listada na Bolsa (1971); começa a exportar; atinge a marca de 1 milhão de motores fabricados (1975).
- **Década de 80:** escopo ampliado para automação, transformadores, geração de energia, tintas e vernizes; passa a fornecer sistemas elétricos mais comple-tos.

A partir dos anos 1980, expande sua presença internacional e diversifica aplicações, inclusive em eficiência energética e eletrificação. O crescimento ganhou impulso – geográfico, inclusive – com pequenas aquisições bem precificadas, e daí vieram novos produtos e mercados.

O valor de mercado da WEGE3 está hoje em R$ 214 bilhões. A empresa emprega mais de 50 mil colaboradores, cerca de 5.500 engenheiros, e possui 69 parques fabris em 18 países, presença comercial em 135 espalhados nos cinco continentes. Mais de 50% das receitas são geradas por produtos lançados nos últimos cinco anos. O modelo de negócio é baseado em verticalização, escala, flexibilidade operacional, inovação tecnológica, diversificação geográfica e de produtos e visão de longo prazo.

O alvo: crescimento contínuo e sustentável

Poucas décadas bastaram, como se vê, para fazer da WEG uma companhia brasileira de atuação global. O fio condutor da história é que a WEG cresceu a partir de uma competência central – o motor elétrico – e incorporou tecnologias que a introduziram nos segmentos de equipamentos eletroeletrônicos; motores industriais; geração, transmissão e distribuição de energia; automação; e soluções relacionadas a eficiência energética.

O setor em que a WEG atua, bens de capital, pareceria àquele investidor que se vê como arrojado e ousado, algo monótono. Tal investidor talvez o julgue de baixo crescimento, de capital intensivo e pouco dinâmico. Não surpreenderia que muitos analistas ainda a vissem assim. A seguir, uma breve apresentação da WEG e do que está na base do que ela é hoje:

1. Desempenho de longo prazo

Ao longo dos últimos 15 anos, as ações da WEG acumularam valorização de 2.545% – um ganho anual composto de 24,4%. Expansão de múltiplos de mercado não explica tal avanço: é preciso observar crescimento de resultados, rentabilidade do capital empregado e capacidade da companhia de reinvestir.

2. Crescimento operacional e geração de resultados

Em 2025, a receita líquida da WEG chegou a R$ 40,8 bilhões – um crescimento anual composto de 17,6% ao longo de 29 anos. O EBITDA atingiu R$ 9 bilhões no ano passado, com margem de 22,1%, comparado a R$ 1,5 bilhão e margem de 15,1% em 2015.

O lucro líquido alcançou R$ 6,4 bilhões, com expressiva margem líquida de 15,7%. Tais números evidenciam um crescimento acompanhado de expansão de resultados e melhoria da rentabilidade operacional. O aspecto mais relevante, no entanto, não está apenas no crescimento de receita ou lucros, mas em como esse crescimento foi produzido.

3. Reinvestimento e produtividade do capital

Nos últimos cinco anos, os investimentos (capex) representaram (em média) 4,8% das receitas, ante 3,4% nos cinco anos anteriores, o que demonstra aceleração no ritmo dos investimentos, acompanhada de elevação do ROIC e criação de produtos. Em 2025, o capex representou 6,6% das receitas, a maior proporção dos últimos dez anos, ante 3,9% em 2019. O ROIC, por sua vez, saltou de 20,2% em 2019 para 32,5% em 2025. A margem EBITDA evoluiu, no mesmo intervalo, de 16,8% para 22,1%, a segunda maior em dez anos (abaixo apenas dos 22,4% de 2024).

Eis aí um exemplo clássico do que expusemos até aqui. A WEG negocia hoje a múltiplos de P/L de 34,8x e EV/EBITDA de 24,6x (base 12 meses em 30/junho/26 e preço em 30/set/26).

Esse conjunto de dados revela uma característica fundamental: a empresa ampliou investimentos sem comprometer a rentabilidade do capital empregado. Ao contrário: elevou, ao mesmo tempo, volume de investimentos, margens operacionais e retorno sobre capital investido.

Eis o core da criação de valor: **crescer, por si só, não basta. Reinvestimento só gera riqueza econômica quando o retorno incremental obtido supera o custo de capital.**

4. Vantagens competitivas e sustentabilidade dos retornos

- Escala industrial e presença internacional;
- Capacidade tecnológica e investimentos em inovação;
- Diversificação geográfica e de produtos;
- Relacionamentos duradouros com clientes;
- Eficiência operacional e disciplina de alocação de capital;

- Participação em mercados estruturalmente relacionados à eletrificação, eficiência energética e automação.

Esse conjunto de vantagens ajuda a explicar a capacidade da WEG de sustentar retornos elevados sobre o capital e ampliar suas oportunidades de reinvestimento.

5. O que isso representa para o *valuation*?

A WEG ganhou "fama" de "cara" entre investidores que a avaliavam de olho em múltiplos convencionais. Mas já dissemos (exaustivamente, talvez) aqui: um múltiplo elevado não significa necessariamente que uma empresa esteja superavaliada – e o corolário: um múltiplo baixo não representa, sozinho, oportunidade de investimento.

Empresas de qualidade podem parecer caras por longos períodos, quando avaliadas apenas por resultados presentes; não significa que qualquer preço seja justificável. O desafio do investidor permanece o mesmo: estimar o valor econômico do negócio e compará-lo com o preço arbitrado pelo mercado.

Comparemos as oito principais empresas brasileiras negociadas na B3 e a valorização das suas ações nos últimos cinco, dez e quinze anos:

	Valor Mercado/TIR	5 anos	a.a.	10 anos	a.a.	15 anos	a.a.
	R$ bilhões						
PETR4	656	540%	45,0%	1384%	31,0%	1113%	18,1%
VALE3	301	38%	6,6%	734%	23,6%	327%	10,2%
ITUB4	486	181%	23,0%	370%	16,7%	909%	16,7%
ABEV3	237	29%	5,1%	19%	1,7%	206%	7,8%
WEGE3	214	38%	6,7%	820%	24,8%	2545%	24,4%
BBDC4	178	40%	7,0%	92%	6,8%	311%	9,9%
AXIA3	154	104%	15,3%	370%	16,7%	617%	14,0%
BBAS3	123	120%	17,1%	252%	13,4%	399%	11,3%
IBOV		62%	10,1%	213%	12,1%	245%	8,6%
SELIC		81%	12,6%	144%	9,3%	309%	15,1%
IPCA		50%	8,4%	147%	9,5%	344%	16,1%
DOLAR		-5%	-1,0%	60%	4,8%	179%	10,8%

A WEG, posta ao lado das estrelas da B3, mostra, em 15 anos, retorno dez vezes superior ao do IBOV e mais de duas vezes ao da segunda colocada, a Petrobras – que teve a seu favor recentemente a elevação no preço do petróleo e a descoberta do pré-sal quase 20 anos atrás, anunciado o campo de Tupi em 8 de novembro de 2008, na Bacia de Santos.

Nos últimos cinco anos, no entanto, o desempenho das suas ações WEGE3 na B3 ficou entre os três piores entre as oito principais e bem abaixo do IBOV. E foi justamente nesse lustro que a empresa melhorou seus indicadores e entrou em um importante ciclo de novos negócios.

A valorização histórica da WEG demonstra sua capacidade de crescer e reinvestir com rentabilidade elevada, e isso não determina, por si só, o retorno futuro de WEGE3. Nossa tese atual depende de a companhia preservar retornos elevados sobre o capital e encontrar novos espaços de reinvestimento em eletrificação, eficiência energética, energização de data-centers, baterias e outras atividades próximas às suas competências. O teste decisivo é comparar tais perspectivas com

as expectativas já incorporadas ao preço da ação. É por essa análise, e não pela expectativa de repetir o desempenho passado no automático, que investimos WEG nos fundos Power & Yield e Parthenon.

Esperamos que outras empresas sigam os passos da WEG e que possamos identificar e manter posições de longo prazo, uma das características da Trígono e do nosso processo de investimentos.

A Pedra Filosofal dos Investimentos

A busca pela Pedra Filosofal, razão de ser de todo alquimista que se respeitasse, continua ainda hoje – mas como a busca de investidores e analistas pela fórmula infalível de investir. Newton se incluiria entre os alquimistas, com suas pesquisas sobre a Pedra Filosofal. Gênio, com inquestionável destreza matemática e notáveis conhecimentos de economia – mesmo ele, no entanto, provavelmente teve de reconhecer que compreender intelectualmente um fenômeno não imuniza ninguém dos efeitos emocionais deste.

O conhecimento científico é construído a partir de observação, crítica e falseabilidade de uma hipótese ou teoria, critério estabelecido pelo filósofo Karl Popper. No mercado financeiro, no entanto, o investidor não é um observador isento, colocado fora do experimento: ele é parte do experimento afinal, é seu patrimônio que está envolvido (e as emoções não ficam de fora quando temos skin in the game, como diria Nassim Taleb). Quando uma tese de investimento começa a produzir perdas, a análise objetiva fica comprometida, afetada pelo desejo de que a tese se prove correta. O mesmo acontece quando um investidor vende uma ação e vê que ela continua a subir. Nos investimentos, uma decisão bem-informada pode produzir um resultado ruim, e o puro acaso pode premiar uma má escolha. Processo e resultado não devem ser confundidos.

O leitor/investidor adulto já sabe que Pedra Filosofal não existe – se por Pedra Filosofal entende-se um recurso mágico que transforma qualquer ação barata em bom investimento. O puro pensamento, por mais intenso ou enfático que seja, não faz algo se materializar – nem transforma uma coisa em outra. O que existe é **o processo: compreender o negócio; identificar vantagens competitivas sustentáveis; avaliar a capacidade de reinvestir a retornos superiores ao custo do capital; e, inalmente, comparar o valor encontrado com o preço exigido**

pelo mercado.

Investimento em valor não pressupõe capacidade de antecipar movimentos do mercado. Pressupõe sim, disciplina para distinguir preço de valor, compreender os fundamentos econômicos das empresas e preservar capital diante das inevitáveis incertezas e crises.

O chumbo está à vista de todos. Encontrar o ouro exige olhar Além do Óbvio!

Ao caro leitor/investidor que nos acompanhou nessa jornada: muito obrigado pela leitura e pelo apoio, e boa sorte em nossos investimentos.

Estamos e estaremos juntos nessa jornada.

Werner Roger
Sócio-Fundador & CIO Trígono Capital

TRÍGONO
Capital

ALÉM DO ÓBVIO

www.trigonocapital.com

R. Surubim, 373 - Cidade Monções, São Paulo - SP, 04571-050
contato@trigonocapital.com