

France Telecom – A diferença entre o preço e o valor



Investimento em valor

EMÍLIA O. VIEIRA

Presidente do Conselho de Administração
Casa de Investimentos – Gestão de Patrimónios, SA
www.casadeinvestimentos.pt

A causa mais comum dos preços baixos é o pessimismo – umas vezes generalizado, outras específico a uma empresa ou indústria. Nós desejamos fazer negócios neste ambiente, não porque gostemos do pessimismo mas porque gostamos dos preços que ele produz. O otimismo é inimigo do comprador racional.

Nada disto significa, contudo, que um negócio ou uma ação é uma compra inteligente apenas porque é pouco popular; uma abordagem contrária é tão tola como a estratégia de seguir a multidão. O que é necessário é pensar em vez de sondar a opinião dos outros. Infelizmente, a observação de Bertrand Russel sobre a vida em geral aplica-se com perfeição ao mundo financeiro: “A maioria dos homens prefere morrer a ter que pensar. Muitos fazem-no.”

As três palavras mais importantes em qualquer processo de investimento são “Margem de Segurança”, ou seja, a diferença entre o valor intrínseco do ativo e o preço a que o podemos comprar. Quando o pessimismo se instala, na economia, num setor ou relativamente à performance de determinada empresa, é natural que os preços caiam e, por vezes, ações baratas ficam ainda mais baratas.

O investidor avesso ao risco reconhece que quanto maior for a diferença entre preço e valor, maior é a margem de segurança que consegue no investimento que está a fazer e melhor será a sua taxa de rentabilidade.

Porque o negócio de telecomunicações comporta alguns riscos, nomeadamente, a regulação e a necessidade constante de grandes investimentos, antes de considerar qualquer ação neste sector, exigimos uma grande margem de segurança.

A France Telecom (FTE) é um exemplo de um ativo, que ao preço atual, nos permite investir com uma margem de segurança muito confortável.

1. O negócio da France Telecom

É a maior operadora de telecomunicações em França, negócio que representa cerca de metade da sua faturação. O negócio da empresa está dividido em: serviços móveis (41%), serviços de linha fixa (29%) e outros serviços de telecomunicações (30%). A France Telecom tem presença em Espanha (8,8%), Polónia (7,39%), e resto do mundo (18,1%) onde se inclui uma joint-venture com a Deutsche Telekom, no Reino Unido, e várias operações no norte de África e Médio Oriente. O negócio mundial direcionado para empresas representa 15,3% das vendas. Em 2012 a empresa apresentou um free cash flow de 8 mil milhões de euros.

No ano passado, entrou no mercado de telecomunicações francês um novo operador móvel, a Iliad. Nos primeiros 3 trimestres, graças a uma estratégia agressiva de preços baixos, conseguiu ganhar 6 milhões de clientes. Os 3 operadores instalados sentiram o aumento da concorrência e a France Telecom não foi exceção. A empresa baixou os preços para se adaptar ao mercado e o resultado foi uma recuperação do número de clientes.

As operadoras móveis europeias têm tido dificuldades em aumentar as suas receitas. Um motivo relevante tem sido a tendência a nível europeu para a imposição de limites às “termination rates” - as taxas que as operadoras pagam às suas concorrentes para que os seus clientes possam fazer chamadas para outras redes. França é, aliás, o país mais adiantado nesta exigência, tendo cortado estas taxas para 0,008 céntimos, desde 1 de Janeiro de 2013. A média europeia é 3 a 4 vezes mais alta. Isto significa que a France Telecom já não será muito afetada por futuras reduções, em comparação com as suas congéneres europeias.

Para além do mercado móvel, a France Telecom tem investido no marketing da sua solução de banda larga, com bons resultados. Na televisão, tem vindo a apresentar crescimento significativo: o negócio de televisão tem já 4,9 milhões de subscritores, aproximadamente os mesmos do maior operador de televisão por cabo francês, a Numericable.

O estado francês tem uma participação de 26,94% na France Telecom. Dois terços dos funcionários da empresa estão qualificados como funcionários públicos. No entanto, pelo menos 30% dos seus trabalhadores deverão atingir a reforma durante os próximos 8 anos o que permitirá uma redução de custos muito significativa.

A France Telecom tem vindo a apostar em zonas geográficas de maior crescimento, nomeadamente África e Médio Oriente, onde o mercado de telecomunicações tem maior potencial. A empresa tem o objetivo de dobrar a sua presença em mercados emergentes até 2015.

2. Níveis de endividamento e resultados

O elevado endividamento da generalidade das telecoms europeias advém do facto do setor da telecomunicações gerar resultados estáveis, que suportam um serviço de dívida elevado, e das somas elevadas de capital que são necessárias para suportar os grandes investimentos que caracterizam esta atividade.

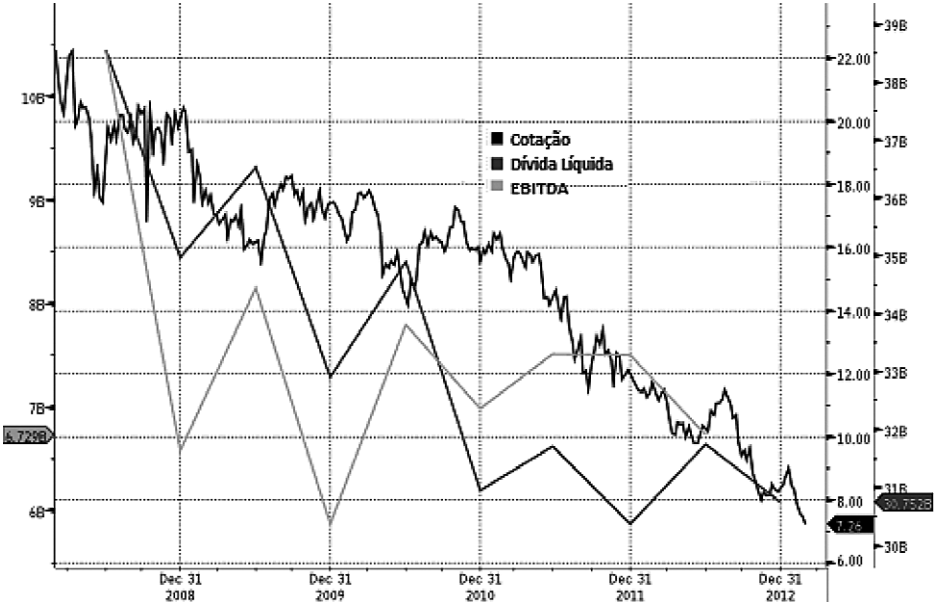
O setor das telecomunicações enfrenta desafios assinaláveis. Precisa de se adaptar ao ambiente concorrencial, às alterações tecnológicas e de regulação. Para o futuro, a manutenção de uma posição competitiva sustentável vai exigir das empresas capacidade financeira e flexibilidade para explorar novos mercados e oportunidades. A France Telecom tem condições para estabilizar o seu negócio e prepará-lo para o crescimento futuro. A empresa prevê atingir um free cash flow de 7 mil milhões de euros em 2013 e iniciar uma recuperação em 2014 suportada por melhorias operacionais significativas.

No entanto, a atual crise económica e maiores pressões competitivas e regulatórias, obrigou as empresas a repensarem os seus rácios de endividamento e a limitarem os dividendos distribuídos aos acionistas. A KPN, maior operadora holandesa, foi obrigada recentemente a fazer um aumento de capital e a cortar o seu dividendo.

A France Telecom é das operadoras europeias menos endividadas (ver quadro), mantendo como objetivo um rácio de endividamento líquido em relação ao EBITDA (lucros antes de juros, impostos, depreciações e amortizações) inferior a 2.

Empresa	Dívida líquida/ EBITDA	PER Est. Ano Corrente
France Telecom	2,23	7,00
Telefónica	2,84	8,62
Telecom Itália	2,76	5,19
Deutsche Telekom	2,11	12,90
Portugal Telecom	3,49	12,88
Verizon (EUA)	1,63	16,40

Para o conseguir, decidiu reduzir o elevado dividendo, trazendo-o para níveis mais razoáveis e de acordo com o nível atual de resultados da empresa.



Evolução da cotação da ação, da dívida líquida e do EBITDA da France Telecom nos últimos 5 anos.

Fonte: Bloomberg.

3. O que produz de resultados e dividendos para os seus acionistas?

Nos últimos 5 anos, a empresa produziu um resultado médio por ação de 1,61 EUR. Para os próximos anos os resultados previstos são, em média, de 1,12 EUR, números bastante conservadores relativamente ao passado. Ou seja, se um investidor comprar uma ação aos preços atuais, 7,26 EUR, obterá uma rentabilidade anual do investimento (resultado por ação / preço do investimento) de cerca de 15,43%, admitindo que os resultados se mantêm constantes.

A empresa não vai distribuir a totalidade dos seus lucros aos acionistas. É objetivo da administração continuar a investir e a reduzir o endividamento, o que fará aumentar o valor da empresa. No entanto, a administração comprometeu-se já com o pagamento de um dividendo de 0,80 EUR para os próximos 2 anos. Este montante, à cotação atual, representa um dividendo de 11%.

4. Investimento nas ações da FTE versus investimentos em obrigações

Investir é abdicar de consumir hoje com o objetivo de poder consumir mais no futuro. Por isso, quando investimos, devemos avaliar a probabilidade – a probabilidade razoável

- de um investimento causar ao dono do dinheiro uma perda do seu poder de compra no futuro.

Ao contrário do que muitos pensam, os ativos podem variar muito de preço e não serem arriscados, desde que exista uma certeza razoável de, no final do período em que os temos, nos permitirem um aumento do poder de compra.

Do mesmo modo, depósitos a prazo, fundos de tesouraria, obrigações e outros instrumentos de taxa fixa, embora sejam vistos pelos investidores como “seguros”, são na sua essência ativos muito arriscados. Ao longo do último século, estes investimentos destruíram o poder de compra de muitos investidores em muitos países, apesar destes investidores receberem os pagamentos nas datas acordadas, dos juros e cupões e do valor inicial investido.

A France Telecom emitiu uma obrigação no último ano com vencimento em 2023. Essa obrigação paga um cupão anual de 2,5% para os próximos 10 anos. Quem investiu nesta obrigação irá certamente receber ano após ano o respetivo cupão e na maturidade ser-lhe-á

devolvido o capital investido. Contudo, quem investe hoje na ação da empresa, tem direito a um dividendo, também pago anualmente, de 11%. Melhor ainda, se assegurarmos que estamos a comprar a ação barata, iremos ter também ter ganhos de capital muito significativos no futuro.

Tal como a FTE, existem outras empresas excecionais a pagar dividendos muito acima dos produtos de taxa fixa e que hoje transacionam no mercado a preços sensatos para quem pretende investir em valor.

Transacionando a 7 vezes os seus resultados (PER), a empresa é um ativo muito barato e com muito valor. Hoje, estaremos a comprar aos pessimistas. Quando no mercado houver um consenso generalizado sobre o mérito deste investimento, já ele terá subido muito significativamente.

AVISO: Esta não é uma recomendação de compra. A recomendação depende da situação financeira de cada investidor, da composição do seu património financeiro, do temperamento adequado para suportar a volatilidade nos mercados financeiros e da capacidade de manter os investimentos o tempo necessário para que a oportunidade se materialize, ou seja, para que o preço seja igual ao valor.