

VALUATION

GUIA COMPLETO



Índice

Introdução	3
Bases do <i>Valuation</i>	5
A empresa	7
Conceitos de Finanças Corporativas.....	14
O Custo de capital.....	20
Métodos do <i>Valuation</i>	28
<i>Valuation</i> por múltiplos	30
<i>Valuation</i> por Dividendos Descontados.....	38
<i>Valuation</i> por Fluxo de Caixa Descontado (DCF).....	45
Ações e mercado de capitais	52
As Ações.....	53
O Mercado de Capitais.....	62
Considerações finais.....	72

Introdução

Você sabe como é feita a avaliação de uma empresa? Conhece os métodos e as premissas necessárias para separar uma empresa boa de uma empresa considerada “ruim”? No mercado financeiro, existem diversas maneiras de realizar uma avaliação consistente sobre as qualidades e os defeitos de um negócio. Assim, dominar as bases e as metodologias de uma avaliação minuciosa é muito importante para quem deseja se tornar um investidor acima da média.

Dentre todas as áreas das finanças que analisam companhias, o *Valuation* é, em suma, a principal delas. O termo *Valuation* significa “Avaliação de Empresas”. Ele consiste no processo no qual se estima qual é o valor real de uma empresa, também chamado de valor justo ou valor intrínseco. Para uma boa avaliação de empresas, é importante dominar bem este tema. Ademais, ele pode ser usado tanto para empresas de capital aberto (listadas em Bolsa) quanto para empresas de capital fechado.

“Quanto vale a empresa?” Esta pergunta, além de ser muito recorrente dentre aqueles que estejam avaliando um negócio, é o principal questionamento respondido por um bom *Valuation*. O “bom”, aqui, está destacado de propósito, pois, apesar de o *Valuation* ser baseado na matemática, ele depende totalmente das premissas adotadas pelo analista.

Ao fazer o *Valuation* e definir o valor justo de uma empresa, é possível saber se suas ações estão sendo negociadas acima ou abaixo do preço. E, assim, saber se é a hora de comprar ou de vender as ações dessa empresa.

Por isso, pensando em incrementar ainda mais seus conhecimentos acerca do mercado financeiro, nós, da Levante Ideias de Investimentos, fizemos este e-book! Apresentaremos a você os fundamentos do *Valuation*, o qual se torna cada vez mais importante na toma de decisões de investimentos.

Antes de seguir adiante com o nosso e-book, precisamos deixar claro que nós, da Levante, oferecemos ideias de investimento. Ou seja, não somos uma corretora nem um banco de investimento. Não vai ser aqui, na Levante, que você de fato vai aplicar seu dinheiro, mas vai ser aqui que você aprenderá a como investir e aumentar seu patrimônio.

Assim, para ajudá-lo ainda mais no processo de investimento do seu dinheiro, trazemos aqui o Guia Completo de *Valuation* da Levante. Neste e-book, você aprenderá tudo sobre ele, dos pontos mais básicos aos mais avançados – e tudo isso com exemplos reais de empresas listadas na Bolsa brasileira.

Se você quer aproveitar a boa fase da Bolsa e ganhar dinheiro de verdade, vamos te ajudar nessa jornada. Aproveite as próximas páginas para aprender tudo sobre o processo de análise de empresas e compreender ainda mais a importância do *Valuation* para os seus investimentos. Vamos nessa?

Boa leitura!



BASES DO
VALUATION

Valuation trata da avaliação de empresas. Assim, vamos antes tratar das empresas em si. Apresentaremos os conceitos de ações, pois as companhias mais acessíveis ao investidor são aquelas listadas em Bolsa. Em seguida, vamos apresentar os principais indicadores da saúde financeira da empresa. Finalmente, trataremos dos conceitos mais comuns de finanças corporativas – e que são os alicerces dos processos de *Valuation*.

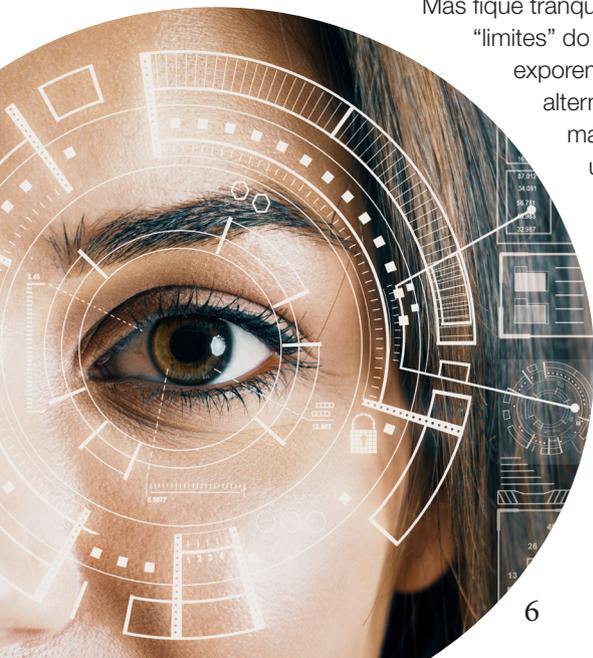
Antes de continuarmos, contudo, é necessário expor os limites do *Valuation*.

O *Valuation* e seus métodos são apenas uma parte do todo que é analisar uma empresa sob a ótica do *Value Investing*.

Uma boa decisão de investimentos requer mais que o *Valuation*. É importante analisar os balanços das empresas, comparar os múltiplos de ambas e saber diferenciar os diversos tipos de ações.

E a situação, na prática, pode ser ainda mais complexa. Os preços das ações oscilam o tempo todo, e isso vale tanto para as empresas boas quanto para as ruins. Por isso, mesmo que o investidor faça o *Valuation* corretamente, que separe o joio do trigo e saiba escolher a melhor ação, ele precisa ter controle emocional. Se for levado pela emoção, o investidor frequentemente compra na alta e vende na baixa.

Mas fique tranquilo, passaremos pelos principais “limites” do *Valuation* neste e-book. Assim, exporemos a você, investidor, quais são as alternativas para que você consiga, de maneira completa e efetiva, analisar uma empresa.





A EMPRESA

Há vários tipos de empresas. As mais comuns são as Limitadas e as Sociedades Anônimas, sendo que estas podem ser Sociedades Anônimas de capital fechado ou de capital aberto. O que as diferencia são suas propriedades. As Limitadas pertencem nominalmente aos sócios. Seu capital é expresso em cotas de participação. Para que alguém compre ou venda uma parte do capital de uma Limitada, é preciso negociar uma cota. A transação é burocrática. Para que ela tenha valor, é preciso alterar o Estatuto da empresa, que fica registrado na Junta Comercial do Estado em que a empresa fica.

AS CONTAS DA EMPRESA: OS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

As Sociedades Anônimas também são chamadas de “companhias abertas”. Isto acontece por dois motivos. Um deles é permitir a entrada de qualquer investidor que esteja disposto a comprar suas ações.

O outro é que elas têm de “abrir” seus números. Por lei, elas são obrigadas a divulgar seus resultados regularmente – e isto ocorre durante os exercícios contábeis, que são o trimestre e o ano fiscal - e para todos os acionistas ao mesmo tempo, sem preferência. Isso é realizado por meio da divulgação dos Demonstrativos Financeiros.

Os Demonstrativos Financeiros constam de seis partes:

- Balanço patrimonial (BP) - Apresenta a posição patrimonial e financeira da empresa em uma determinada data.
- Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) - Apresenta o resultado das operações realizadas em um determinado período. No caso das companhias abertas, a DRE pode ser trimestral, semestral ou anual.



- Demonstração dos Fluxos de Caixa (DFC) - Apresenta as oscilações ano caixa, incluindo as entradas e saídas de recursos em um determinado período e o resultado dessas entradas e saídas.
- Demonstração do Valor Adicionado (DVA) - Apresenta a geração de valor pela empresa durante um determinado período e sua distribuição.
- Demonstração das Mutações do Patrimônio Líquido (DMPL) - Apresenta as mudanças nas contas que afetam o Patrimônio Líquido, como acréscimo de lucros, redução de prejuízos, dividendos e subscrições de capital.
- Notas Explicativas.

Aqui, vamos nos referir principalmente a informações que constam do Balanço Patrimonial (como Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido) e do Demonstrativo de Resultados do Exercício (como Receita, Custos, Despesas Financeiras, Impostos e Lucro Líquido).

EBIT E EBITDA

Além dos números do Balanço, há dois indicadores fundamentais para analisar o desempenho de uma empresa, além do faturamento (ou receita) e do lucro. São dois, conhecidos pelos nomes em inglês:

- *Earnings Before Interest And Taxes* (Ebit) – ou Lucros Antes dos Juros e dos Impostos;
- *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* (Ebitda) – ou Lucros Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização.

Embora os nomes pareçam complicados, os princípios são simples. O faturamento de uma empresa é um valor absoluto: são as vendas durante um trimestre ou um ano. Não há muita interpretação no tocante a este número.

Já o lucro líquido pode variar dependendo de fatores internos à empresa. Por exemplo, em um determinado exercício, a empresa pode ter perdido uma disputa

tributária e, assim, ter sido obrigada a pagar impostos atrasados. Isto reduz os lucros, mas não significa que a empresa esteja vendendo menos.

Para evitar distorções, os analistas desenvolveram esses indicadores, que mostram o resultado da empresa que decorre apenas da atividade operacional, sem considerar, por exemplo, mudanças no regime tributário, aumento ou queda dos juros pagos pela dívida e, no caso do Ebitda, pagamentos de dívida e despesas de depreciação, que são bastante pesadas em setores intensivos em capital, como o setor industrial.

INDICADORES DE RENTABILIDADE DE UMA EMPRESA

Em linguagem coloquial, rentabilidade é o quanto um investimento “rende”. Ou seja, quanto o investidor obtém além do capital (ou do principal) investido. Se o investidor obtiver um ganho, a rentabilidade será positiva. Se o resultado for uma perda, a rentabilidade será negativa.

Este conceito é bastante simples e intuitivo. Mais adiante vamos sofisticá-lo um pouco. A rentabilidade será positiva ou negativa a depender não apenas do resultado absoluto (quantos centavos auferidos para cada real investido), mas também do resultado relativo – comparando, por exemplo, a rentabilidade da empresa com a inflação ou com uma taxa de juros de mercado. Os indicadores de rentabilidade mais conhecidos são:

- Retorno sobre Patrimônio Líquido (*Return On Equity* – ROE).

O ROE é o valor agregado pela atividade empresarial em relação ao capital que os sócios investiram na empresa.

Sua função é medir a capacidade que uma empresa tem de, a partir dos recursos que possui, gerar valor para o negócio e para os investidores.

O cálculo do retorno sobre o Patrimônio Líquido é simples. Basta dividir o total de lucros do período pelo Patrimônio Líquido.

$$\text{ROE} = \text{LUCRO LÍQUIDO} \div \text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}$$

- Retorno Sobre o Capital Investido (*Return on Invested Capital* – ROIC).

O ROE é uma medida precisa, mas tem uma deficiência. As empresas não investem apenas o capital próprio. Elas também investem o capital de terceiros, que aparece no balanço na forma de empréstimos, de financiamentos e de títulos da dívida, como debêntures.

- Retorno Sobre o Capital Investido (*Return on Invested Capital* – ROIC).

É o valor agregado pela atividade empresarial em relação ao capital investido na empresa tanto pelos sócios quanto por terceiros.

Para calcular o ROIC, antes é preciso calcular o capital total investido, a saber:

$$\text{CAPITAL TOTAL INVESTIDO} = \text{CAPITAL PRÓPRIO (PATRIMÔNIO LÍQUIDO)} + \text{CAPITAL DE TERCEIROS (DÍVIDA LÍQUIDA)}$$

Em seguida, calcula-se o ROIC:

$$\text{ROIC} = \text{LUCRO OPERACIONAL} \times (1 - \text{IMPOSTOS}) \div \text{CAPITAL TOTAL INVESTIDO}$$

INDICADORES DE EFICIÊNCIA DE UMA EMPRESA

Uma pessoa eficiente é a que executa bem suas tarefas, que consegue obter o resultado desejado sem erros nem desperdícios. O conceito de eficiência empresarial é semelhante. No *Valuation*, uma empresa eficiente é a que obtém bons resultados com os recursos – capital, tecnologia, insumos e mão de obra – empregados no processo produtivo.

A eficiência de uma empresa é medida por suas margens, ou seja, pelo lucro auferido a partir do rendimento obtido com a atividade empresarial. De maneira intuitiva, as margens da empresa são quantos centavos “sobram” de cada real obtido com a atividade empresarial.

Todas essas informações são obtidas a partir do Demonstrativo de Resultados do Exercício. Os principais indicadores de eficiência são suas margens, a saber:

- Margem Bruta = calculada dividindo-se o Lucro Bruto pela Receita Líquida.

- Margem Líquida = calculada dividindo-se o Lucro Líquido pela Receita Líquida.
- Margem Ebit = calculada dividindo-se o Ebit pela Receita Líquida.
- Margem Ebitda = calculada dividindo-se o Ebitda pela Receita Líquida.

INDICADORES DE LIQUIDEZ DE UMA EMPRESA

Apesar de parecer um conceito complexo, a Liquidez é fácil de entender. É a facilidade ou a velocidade com que um bem ou ativo é convertido em dinheiro. Por exemplo, em geral um imóvel é bem menos líquido do que uma ação. Um proprietário pode passar semanas ou meses à espera de um comprador para seu imóvel, ao passo que uma ação pode ser vendida em segundos.

No caso da Liquidez, os indicadores mais conhecidos são os seguintes:

- Liquidez corrente = é calculada dividindo-se o ativo circulante pelo passivo circulante. Indica a capacidade de a empresa honrar seus compromissos nos próximos 12 meses. Se o valor for inferior a 1, a empresa pode ter dificuldades para pagar suas dívidas.
- Liquidez seca = é calculada dividindo-se o ativo circulante menos os estoques pelo passivo circulante. Também indica a capacidade de a empresa honrar seus compromissos nos próximos 12 meses e é mais conservador que a liquidez corrente, pois os estoques são difíceis de serem vendidos.
- Liquidez imediata = é calculada dividindo-se o caixa e os equivalentes de caixa pelo passivo circulante. É a medida mais conservadora de liquidez, pois considera apenas o caixa disponível.



INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO DE UMA EMPRESA

As pessoas físicas em geral evitam tomar dívidas. Já as empresas usam as dívidas para alavancar suas atividades. Empresas extremamente saudáveis também podem tomar dívidas, pois muitas vezes o custo de captação é menor do que o retorno do capital obtido com as atividades empresariais.

Considerando um mesmo valor de mercado para duas empresas distintas, a regra de decisão é:

MAIS DÍVIDA = MAIS RISCO = MAIS RETORNO

No caso do Endividamento, os indicadores mais conhecidos são:

- Dívida Líquida = é calculada subtraindo-se o Caixa da Dívida Bruta.
- Dívida Líquida/PL = é calculada dividindo-se a Dívida Líquida pelo Patrimônio Líquido. Um patamar entre 80% e 100% é considerado um endividamento saudável. Para relações acima de 100% (ou seja, se a dívida for maior que o capital dos sócios), recomenda-se acender uma luz amarela e averiguar os motivos.
- Dívida Líquida/Ebitda = é calculada dividindo-se o valor mais recente de dívida informado pela empresa pelo Ebitda dos últimos 12 meses. Indica quantos anos de resultado operacional da empresa seriam necessários para quitar integralmente as dívidas. A regra é que quanto menor, melhor. Resultados acima de 3 vezes ou 4 vezes mostram um endividamento elevado.



CONCEITOS DE FINANÇAS CORPORATIVAS

CUSTO DE OPORTUNIDADE

Também conhecido como Orçamento de Capital ou Custo de Capital, este indicador calcula o custo de uma oportunidade que foi deixada de lado quando o investidor optou por colocar seus recursos na empresa analisada. Como o capital é um recurso escasso e finito, é preciso escolher com precisão como ele será usado.

Por exemplo, imagine que você tem uma quantia disponível e está decidindo se a investe para aumentar seu capital ou se realiza uma viagem com sua família. Se optar pelo investimento, você e sua família perderão a viagem e seus benefícios. Se você viajar, não terá dinheiro para aumentar seu capital. Este é um exemplo de Custo de Oportunidade.

Antes de escolher uma opção, deve-se avaliar seu impacto e seus benefícios, bem como pensar em quais seriam os benefícios caso a escolha fosse diferente. Analisando esses fatores, você tende a fazer a melhor escolha.

No caso de investimentos, utilizamos dois indicadores: a taxa Selic e a taxa dos Certificados de Depósito Interfinanceiro (CDI). Assim, é possível constatar se seu investimento será vantajoso ou não.

PAYBACK

O Payback dá uma estimativa de quanto tempo levará até que o investidor recupere o valor do investimento inicial. Esse período nem sempre é curto e depende tanto do valor do investimento quanto do tipo de negócio. Em geral, o retorno vem dentro de meses ou anos.

Como calcular o *Payback*?

$$\mathbf{PB (PAYBACK) = INVESTIMENTO INICIAL \div RESULTADO M\u00c9DIO DO FLUXO DE CAIXA}$$

VANTAGENS

Como a fórmula do *Payback* é simples, fica fácil de ser aplicada e aprendida. Ademais, em épocas de crise financeira e de instabilidade econômica, este método aumenta a segurança nos negócios.

DESVANTAGEM

Para projetos de duração mais longa, este método não é muito recomendado, pois não considera os fluxos de caixa produzidos depois do ano de recuperação.

VALOR PRESENTE LÍQUIDO (VPL)

O conceito de Valor Presente, ou de valor no tempo, é baseado na ideia de que o dinheiro que receberemos no futuro não terá o mesmo valor do dinheiro que recebemos no presente. Dinheiro hoje vale mais do que dinheiro amanhã, ainda que a quantia seja nominalmente a mesma. Se você tivesse o valor hoje, poderia investi-lo e ganhar juros.

Pelo conceito de Valor Presente Líquido (VPL) traz-se para o presente todos os fluxos de caixa esperados no futuro para um projeto de investimento. Depois, soma-se o resultado ao montante inicial. Assim, será possível avaliar a viabilidade de um investimento.

O estudo do valor no tempo considera dois momentos: o Valor Futuro (VF) e o Valor Presente (VP).

O processo de cálculo dos Valores Futuros (VFs) a partir dos Valores Presentes é chamado de **capitalização**.

Já quando se tem o VF de um investimento e se deseja saber o seu VP, tem-se o processo de **desconto**.

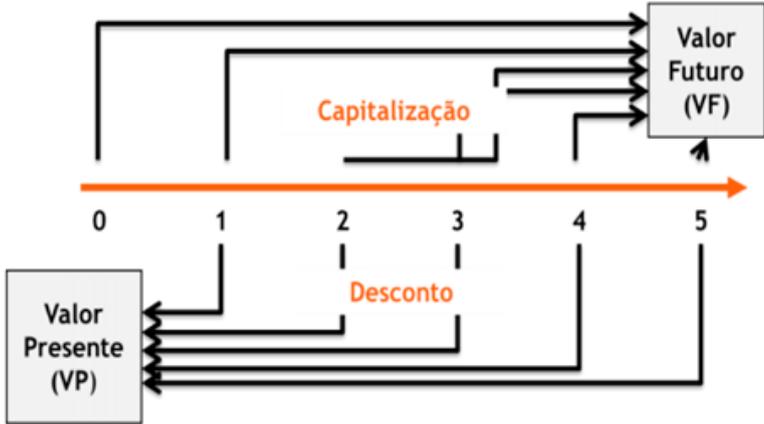
VPL: CONCEITOS

O método do VPL baseia-se na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, mais conhecido como *Discounted Cash Flow* (DCF). Ele mede o VP dos fluxos de caixa futuros (VF) gerados pela empresa ou pelo projeto ao longo de sua vida útil. Depois, ele desconta este VP a uma taxa que representa o seu custo de oportunidade, diminuindo, assim, o valor do investimento inicial.

O custo de oportunidade corresponde ao retorno oferecido por alternativas de investimento comparáveis, ou seja, que ofereçam níveis de risco semelhantes.

Chama-se “custo de oportunidade” por representar o retorno devido ao

investimento no projeto, o qual deixa de ser obtido por meio de uma aplicação financeira em títulos ou em outros tipos de ativos

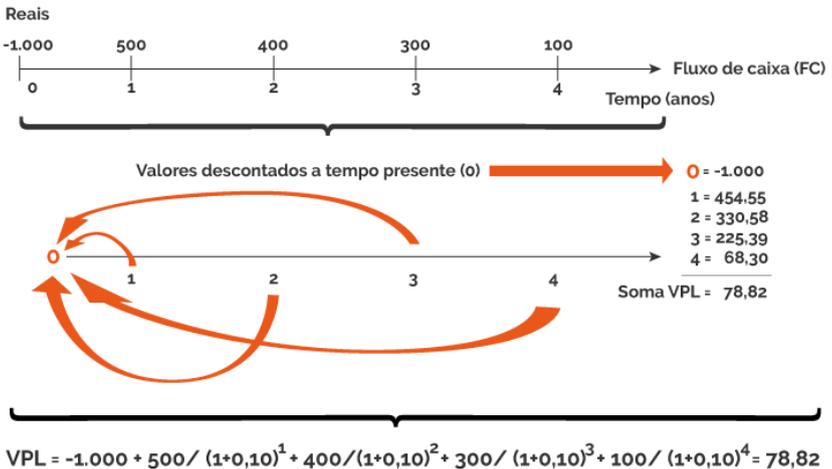


VPL: CRITÉRIO DE DECISÃO

Se o VPL > 0, isto indica que o projeto cria valor ao longo do tempo. Ou seja, o projeto é economicamente viável e **deve ser aceito**.

Se o VPL < 0, isto indica que o projeto não cria valor ao longo do tempo. Ou seja, o projeto é economicamente inviável e **deve ser rejeitado**.

No exemplo ao lado, supondo-se uma taxa de desconto ou um custo do capital a ser investido de 10% ao ano, temos que o VPL = R\$ 78,82.



TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR)

A Taxa Interna de Retorno (TIR) é uma metodologia de cálculo que permite decidir se vale ou não a pena investir em um determinado projeto. A TIR está relacionada ao Valor Presente Líquido (VPL) que vimos anteriormente. Como vimos, o VPL “antecipa” para o momento presente um valor que será recebido no futuro. A TIR permite avaliar a qualidade de um investimento.

A TIR não tem como finalidade a avaliação da rentabilidade absoluta a determinado custo de capital, como o VPL. O objetivo da TIR é encontrar a taxa intrínseca do rendimento de um projeto.

Se o resultado de um cálculo de VPL é um número, o resultado do cálculo da TIR é um percentual. Essa é uma de suas maiores vantagens. O cálculo da TIR apresenta uma taxa para cada projeto, facilitando sua comparação com outros projetos ou com os juros de mercado, o que facilita a tomada de decisão.

TIR: CONCEITO

Matematicamente, a TIR é uma taxa hipotética que iguala o VP das entradas do fluxo esperado do projeto ao valor presente dos custos esperados do projeto. Em outras palavras, força o VPL a ser igual a zero.

TIR: CRITÉRIO DE DECISÃO

Deve-se aceitar o projeto se a TIR for maior que o custo de oportunidade do capital. De outro modo, rejeita-o se a TIR for menor que a taxa de desconto.

ALAVANCAGEM FINANCEIRA

Alavancagem financeira é o ato de multiplicar o resultado financeiro por meio do endividamento da empresa. Quando a empresa financia suas atividades com capital próprio, todo o resultado, positivo ou negativo, é do acionista.

Por outro lado, quando a empresa financia parte das suas atividades com capital de terceiros, a um custo pré-determinado da dívida, o resultado do acionista não será proporcional ao capital contribuído se o custo do capital da dívida for diferente do custo do capital próprio.

Imagine um investimento com taxa interna de retorno de 15% ao ano – ou $TIR=15\%$ ao ano.

Se a empresa contrair empréstimos a um custo de 10% ao ano, a diferença ($15\% - 10\% = 5\%$) é o resultado da alavancagem financeira para o acionista.

Naturalmente, é um risco para o acionista que o investimento não renda os 15% prometidos, e se o rendimento for inferior a 10%, que é o custo da dívida contratual, o acionista terá que arcar com a diferença do seu próprio bolso.

A alavancagem multiplica o resultado do acionista, para o bem ou para o mal.

Quanto maior a alavancagem financeira, maior o risco da empresa e, por consequência, de todos que a financiam.



O CUSTO DE CAPITAL

O Custo de Capital é uma das variáveis mais importantes na tomada de decisões de investimento, como a compra de uma ação, a aquisição de uma empresa ou a construção de uma nova fábrica. Ao avaliar o custo do capital necessário e estimar seu retorno, é possível decidir pela realização ou não do investimento.

De acordo com os custos de cada fonte de financiamento da empresa (capital próprio ou capital de terceiros), é importante que se determine seu custo de capital, pois isso pode orientar de maneira mais concreta as decisões financeiras a serem tomadas por um investidor.

Tanto o capital próprio quanto o de terceiros têm custos para a empresa.

Todavia, do ponto de vista do investidor, esse custo de oportunidade é um retorno que deve ser considerado em suas decisões de investimento, ao compará-lo com seu nível de risco.

BALANÇO PATRIMONIAL			K (%)
Ativos	Passivo circulante	(*)	
	Passivo não circulante	Dívida ou capital de terceiros	Custo do capital de terceiros
	Patrimônio líquido	Capital próprio	Custo do capital próprio

Obs. (*): O passivo circulante está relacionado ao capital de giro da empresa, não fazendo parte da sua estrutura de capital.

Em termos de custo, há dois grandes tipos de capital:

- Capital próprio, dos sócios ou acionistas.
- Capital de terceiros.

Veremos, aqui, como estimar o custo desse capital.

O CAPITAL ASSET PRICING MODEL (CAPM)

Em um mercado perfeito, não há motivos para taxas diferenciadas de juros existirem. Assim, o melhor investimento é sempre o que oferece a melhor taxa de retorno. Porém, a existência de um mercado perfeito requer várias condições que, na prática, não existem:

- Ausência de impostos e outros custos de transações.
- Perfeita simetria de informações.
- Acesso irrestrito ao crédito.
- Todos os agentes com expectativas racionais.

Isso não ocorre no mundo real. No mundo real, os mercados não são perfeitos e os investidores são avessos ao risco. Ou seja, eles cobram um prêmio para assumir um risco, devido à incerteza quanto ao retorno do investimento. É importante notar que, para que um investimento seja considerado arriscado, não é preciso que seus resultados esperados sejam desfavoráveis; basta que sejam incertos.

Partindo desses princípios é razoável pensar que o investidor exige um “prêmio”, ou seja, uma remuneração maior, para escolher um ativo arriscado em vez de um ativo livre de risco. Como calcular, então, qual seria esse prêmio? Como comparar a atratividade de um investimento arriscado com a de um título livre de risco?

No início dos anos 1960, dois americanos, William Sharpe e John Lintner, conseguiram provar matematicamente que, em uma situação de equilíbrio, existe uma relação linear entre o excesso de retorno de um investimento e o excesso de retorno do mercado – como um todo.

Sharpe e Lintner chamaram esta relação de Beta, cuja equação é:

$$\frac{R_p - R_f}{R_m - R_f} = \beta$$

Onde:

- R_p é a taxa de retorno do investimento, ou taxa de atratividade mínima.
- R_m é a taxa média de retorno do mercado.
- R_f é a taxa de retorno de um investimento livre de risco.
- β é o Beta.

Resolvendo a equação acima, temos:

$$R_p = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

COMO CALCULAR O BETA

Beta = Covariância entre o Retorno do Ativo e do Mercado / Variância do Retorno do Mercado

$$\beta_a = \frac{\text{Cov}(r_a, r_p)}{\text{Var}(r_p)}$$

Onde:

- β_a = Beta do ativo.
- r_a = Retorno do ativo.
- r_p = Retorno do Portfólio (Também pode ser usado como r_m = Retorno do Mercado).

Notamos, na tabela ao lado, que os Betas variam bastante a depender do ramo de atividade da empresa.

No Excel, a fórmula utilizada é:

$$\text{=COVAR(RETORNOS DO MERCADO;RETORNOS DO ATIVO) ÷ VAR(RETORNOS DO MERCADO)}$$

Nota: você deve colocar os retornos diários (e não os preços dos ativos) para calcular o Beta.

Além de calcular o Beta utilizando dados passados, outra opção é utilizar o Beta baseado em uma cesta de empresas do mesmo setor.

Industry Name	Number of firms	Beta
Advertising	48	1.22
Aerospace/Defense	85	1.24
Air Transport	18	1.02
Apparel	50	0.93
Auto & Truck	14	0.79
Auto Parts	52	1.17
Bank (Money Center)	10	0.71
Banks (Regional)	633	0.57
Beverage (Alcoholic)	31	1.30
Beverage (Soft)	37	1.18
Broadcasting	24	1.02
Brokerage & Investment Banking	38	1.21
Building Materials	42	1.10
Business & Consumer Services	168	1.22
Cable TV	14	1.13
Chemical (Basic)	39	1.55
Chemical (Diversified)	6	1.82
Chemical (Specialty)	89	1.17
Coal & Related Energy	23	1.17
Computer Services	119	1.27
Computers/Peripherals	57	1.68

CUSTO DO CAPITAL PRÓPRIO

Os acionistas que investem seu dinheiro em ações correm riscos. As ações que compraram podem render menos do que a renda fixa. As ações podem perder valor, provocando uma perda de capital. A empresa pode não ter como pagar dividendos –ou pode simplesmente falir. Para compensar esses riscos, o investidor que compra uma ação espera obter uma compensação. Da mesma forma que o proprietário de um imóvel espera receber um aluguel para ceder o uso de sua propriedade, o acionista age como um prestador de dinheiro para a empresa e espera uma certa taxa de retorno pelo seu capital.

O custo de capital próprio (K_e) é a taxa de retorno requerida pelos acionistas

para compensar o risco incorrido ao se investir na empresa. Também é a taxa de desconto utilizada para calcular o valor presente do Fluxo de Caixa para o Acionista.

Uma das formas de encontrar o K_e é por meio de uma aplicação do CAPM:

$$K_e = R_f + b \times (R_m - R_f + \text{risco-país})$$

Onde:

- R_m = taxa de retorno de mercado.
- R_f = taxa de retorno de ativos livres de risco.
- b (ou Beta) = correlação da ação com o índice de referência (Índice Bovespa).

A diferença entre a taxa de retorno de mercado (R_m) e a taxa de retorno livre de risco (R_f) é conhecida como prêmio por investir em ações (do inglês *Equity Risk Premium* – ERP). Afinal, investir em ações é arriscado. Portanto, os acionistas requerem um retorno mais alto para compensar o risco.

O risco-país é uma importante medida de risco de crédito que os investidores estrangeiros correm ao investir em determinado país, geralmente um mercado emergente, como o Brasil.

O exercício aqui é calcular o custo de capital próprio (K_e) quando utilizamos diferentes taxas livres de riscos, mantidas as outras variáveis constantes (Beta, risco-país e ERP).

Ao se considerar as outras variáveis da fórmula acima constantes, uma queda na taxa livre de risco acarreta uma queda no custo do capital próprio.

A intensidade desta queda no custo do *Equity* (K_e) é determinada pelo Beta, ou seja, pela medida de risco da ação.

Quanto mais arriscada for a ação (Beta mais alto), menos intensa será a redução no custo do capital próprio quando houver redução na taxa livre de risco.

Além disso, caso se utilize o ativo livre de risco considerado por meio do *Treasury*, deve-se também adicionar o diferencial de inflação dado por:

Diferencial de inflação: $[(1 + \text{inflação brasileira}) \div (1 + \text{inflação americana})]$

Assim, o K_e é dado por:

$$K_e = [R_f + \beta \times (R_m - R_f + \text{risco-país})] \times \text{Diferencial de inflação}$$

Veja o exemplo abaixo:

Cálculo do K_e	
Taxa livre de risco (Treasury 10 anos)	1.74%
Beta	0.90
Prêmio de risco (convencionado)	5.50%
Risco país (EMBI+ via Ipeadata)	2.41%
Inflação brasileira (meta)	4.00%
Inflação americana (meta)	1.90%
Custo Nominal do Capital Próprio	11.10%

CUSTO DO CAPITAL DE TERCEIROS

O custo da dívida é a taxa de juros efetiva que uma empresa paga por suas dívidas. É o custo da dívida (como títulos e empréstimos, entre outros) e em geral se refere ao custo após impostos, pois as despesas com juros são dedutíveis.

A fórmula é:

$$K_d = \text{custo da dívida nominal} \times (1 - IR)$$

Esta métrica pode dar aos investidores uma ideia do nível de risco da empresa em comparação com outras, já que as empresas mais arriscadas geralmente têm um custo de dívida mais elevado.

Importante: geralmente, o custo da dívida é menor que o custo do capital próprio.

Cálculo K_d	
Custo Nominal do Capital de Terceiros	11.90%
Imposto (%)	34.00%
Custo da Dívida pós-impostos	7.85%

Custo ponderado do capital (*Weighted Average Capital Cost – WACC*)

O Custo Ponderado do Capital, mais conhecido como *Weighted Average Capital Cost* (WACC), é a média ponderada entre o custo do capital próprio e o capital de terceiros. Ele é calculado pela seguinte fórmula:

$$\text{WACC} = K_e \times (\text{PL}/(\text{PL}+\text{DL})) + K_d \times (\text{DL}/(\text{PL}+\text{DL}))$$

Onde:

- K_e = custo do capital próprio.
- K_d = o custo do capital de terceiros após ganho tributário.
- $\text{PL}/(\text{PL}+\text{DL})$ = a proporção do capital próprio (Patrimônio Líquido) sobre o capital total.
- $\text{DL}/(\text{PL}+\text{DL})$ = a proporção do capital de terceiros (dívida líquida) sobre o capital total.

Como o WACC possui em sua fórmula tanto o custo de capital próprio como o de terceiros, ele é usado para descontar o fluxo de caixa livre para a empresa como um todo.

Usando os mesmos cálculos anteriores para encontrar K_e e K_d e supondo uma estrutura de dívida com 60% de capital próprio e 40% de capital de terceiros, podemos calcular o WACC, que nada mais é do que a média ponderada destes fatores.

Cálculo do K_e	
Taxa livre de risco (Treasury 10 anos)	1.74%
Beta	0.90
Prêmio de risco (convencionado)	5.50%
Risco país (EMBI+ via Ipeadata)	2.41%
Inflação brasileira (meta)	4.00%
Inflação americana (meta)	1.90%
Custo Nominal do Capital Próprio	11.10%

Cálculo do K_d	
Custo Nominal do Capital de Terceiros	11.90%
Imposto (%)	34.00%
Custo da Dívida pós-impostos	7.85%

PL/(DL+PL)	60%
DL/(DL+PL)	40%

WACC	
	9.80%



MÉTODOS DO
VALUATION

O *Valuation* é importante porque o preço de um ativo – a cotação de mercado de uma ação ou a quantia combinada entre as partes na compra de uma empresa - pode ser muito diferente do valor deste ativo. Assim, entender o valor de uma empresa ou de uma ação é fundamental para a tomada de decisões de investimento. Isso vale tanto para os investidores que avaliam se vale a pena comprar uma determinada ação quanto para os gestores que desejam aumentar o valor de suas empresas.

Os processos de *Valuation* também são essenciais em operações corporativas – tais como fusões e aquisições. Nesses casos, ele serve para definir os preços “justos” a serem pagos.

Para estudar este assunto, vamos antes explicar alguns dos conceitos nos quais o *Valuation* se baseia e, em seguida, apresentar os principais métodos de *Valuation*.

Há várias filosofias e abordagens para a realização de um *Valuation*. Neste e-book, vamos tratar de três métodos:

- *Valuation* por múltiplos, que analisa os indicadores financeiros da empresa.
- *Valuation* por dividendos, que analisa os dividendos futuros da empresa.
- *Valuation* por fluxo de caixa, que analisa os resultados futuros da empresa.

Não há consenso sobre o melhor método de *Valuation*. Modelos simples demais podem ser incompletos e deixar de considerar características determinantes da empresa. Métodos com muitas variáveis requerem mais trabalho na execução dos cálculos, exigem o levantamento de mais informações e, principalmente, incluem uma subjetividade maior na análise.





VALUATION POR MÚLTIPLOS

Um múltiplo é uma relação entre duas variáveis, uma externa à empresa (como, por exemplo, o valor de mercado ou o preço da ação) e outra interna (como o lucro, o valor patrimonial ou o Ebitda). Em geral, a variável interna é um dos vetores de geração de valor (ou value driver, em inglês) da empresa, como os lucros.

Essa relação é bastante intuitiva. Tudo leva a crer que, em um ambiente de normalidade econômica, lucros crescentes vão elevar o valor de mercado da empresa, ao passo que lucros declinantes vão fazer o valor encolher. O mesmo raciocínio pode ser estendido ao Ebitda e a outras variáveis ligadas ao desempenho da empresa.

O *Valuation* por múltiplos é um dos mais empregados devido à sua simplicidade. Outra vantagem é que ele permite comparar a empresa tanto em termos horizontais (com seus concorrentes ou com a média do setor ou do mercado) quanto em termos verticais (comparando a situação atual com a situação passada). Por isso, o *Valuation* por múltiplos também é chamado de *Valuation* Relativo ou Comparativo.

Neste e-book, analisaremos os três métodos mais conhecidos de *Valuation* por múltiplos:

- Preço/Lucro (P/L).
- *Enterprise Value* x Ebitda (EV/Ebitda).
- Preço/Valor Patrimonial (P/PVA).

PREÇO/LUCRO (P/L)

A relação Preço/Lucro (P/L) também é conhecida pelo termo em inglês *Price/Earnings* (P/E – ou P/E Ratio). É um dos múltiplos mais utilizados no mercado. O preço (P) é o valor de mercado (em reais) de uma empresa na Bolsa de Valores. Já o lucro (L) é o lucro líquido anual divulgado pela companhia.

Seu cálculo é simples: basta dividir o valor de mercado da empresa pelo lucro líquido total dos últimos 12 meses. Ou, de outra maneira, divide-se a cotação da ação pelo lucro por ação dos últimos 12 meses.

EXEMPLO: CÁLCULO DO P/L DA EMPRESA DISTRIBUIDORA DE
MEDICAMENTOS PANVEL.

Começamos determinando o valor de mercado (P) da Panvel. O capital da empresa está representado por 4.092.790 ações ordinárias (PNVL3) e por 449.523 ações preferenciais (PNVL4). Na data da análise, as ações ordinárias fecharam a R\$ 425,00. Enquanto isso, as ações preferenciais fecharam a R\$ 300,01.

O valor de mercado é calculado multiplicando-se o preço de fechamento (A) pela quantidade de ações (B).

$$\text{VALOR DE MERCADO} = \text{R\$ } 425 \times 4.092.790 \text{ AÇÕES ON} + \text{R\$ } 300,01 \times 449.523 \text{ AÇÕES PN} \\ = \text{R\$ } 1,874 \text{ BILHÃO}$$

O valor de mercado, ou a parte de cima (o numerador) da fração que define o P/L, é de R\$ 1,874 bilhão.

Em 2018, o lucro líquido anual da Panvel foi de R\$ 74,982 milhões. Esta é a parte de baixo (o denominador) da fração que define o P/L.

Agora, iremos calcular o Preço/Lucro 2018 da Panvel:

$$\text{VALOR DE MERCADO (R\$ } 1,874 \text{ BILHÃO)/LUCRO LÍQUIDO ANUAL DE 2018} \\ \text{(R\$ } 74,982 \text{ MILHÕES)} = 25$$

O resultado é um P/L de 25 x. O que isto quer dizer? Este número é alto ou baixo? A ação está cara ou barata?

O P/L pode ser utilizado como uma métrica de retorno, ou seja, uma indicação do tempo que o investidor levará para ter seu dinheiro de volta ao comprar ações da Panvel. Quanto mais alto o P/L, mais cara será a ação e mais tempo o investidor levará para obter retorno. Nesse momento, o P/L indica que o investimento na Panvel levará 25 anos para retornar ao investidor.

Este indicador pode ser calculado também por meio do uso do lucro líquido anual esperado em um exercício futuro. O mais utilizado no mercado é o lucro líquido projetado para os próximos 12 meses.

Outra interpretação para o múltiplo P/L pode ser obtida por meio da inversão do resultado do indicador P/L. Assim, o indicador P/L de 25 x seria invertido (L/P), o

que daria um resultado de 0,04 ou 4% (1/25) ao ano, abaixo do retorno da renda fixa, o que sugere que o papel estaria caro.

Entretanto, como os lucros das empresas crescem com o tempo, a tendência é que esse retorno aumente no futuro, ainda mais se a empresa apresentar resultados melhores do que os esperados pelo mercado. Ou seja: se o lucro da Panvel crescer ao longo do tempo, o P/L dos anos seguintes será mais baixo e o retorno do investidor será mais alto.

O retorno que o investidor obterá no longo prazo é mais importante do que o preço pago pela ação, o qual é expresso pelo P/L no curto prazo. Como o investimento em ações requer um horizonte de tempo mais longo, não podemos analisar o P/L com os lucros do curto prazo.

Uma das grandes vantagens do P/L é sua simplicidade. É possível chegar ao resultado com poucos cálculos. Dentre as principais desvantagens, estão o fato de que o lucro em um determinado exercício pode ser negativo (prejuízo) ou muito próximo de zero, o que torna o resultado do P/L um valor irrelevante e sem significado prático. Outra desvantagem é que o lucro é uma variável muito afetada por fatores externos ao negócio, como receitas financeiras, regimes de tributação ou, no caso de empresas mais intensivas em ativos imobilizados, os efeitos da depreciação e das amortizações. Isso tudo reduz a homogeneidade do P/L na comparação entre empresas e setores diferentes.

VALE A PENA COMPRAR UMA EMPRESA CARA?

O sonho de todo investidor é comprar uma empresa boa, bonita e barata, mas há poucas empresas assim na vida real. As empresas, na maior parte dos casos, podem ser classificadas em dois grupos: 1) empresas tipo A, de boa qualidade, cujos lucros crescem no futuro, e que são negociadas a preços mais altos; e 2) empresas tipo B, de má qualidade, cujos lucros não crescem ou caem, e são negociadas a preços mais baixos.

Empresas boas apresentam maior crescimento em seus lucros no longo prazo. Empresas ruins podem apresentar queda nos lucros futuros. Comparemos o retorno dos investimentos nos dois tipos de empresa:

Uma empresa A tem um P/L justo de 15 x, crescimento de lucros de 15% ao ano e pode ser comprada pelo múltiplo (caro) de 20 x. Já uma empresa B tem um P/L justo de 10 x, crescimento de lucros de apenas 2% ao ano e pode ser comprada

pelos múltiplos (barato) de 8 x.

Abaixo, segue o retorno anual do investimento nas duas empresas ao longo de 10 anos:

Empresa cara e cara	Data 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Lucro por ação (R\$)	100	116	135	156	181	210	244	283	328	380	441
Múltiplo Justo P/L (x)	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15	15
P/L curto prazo	20										
Crescimento lucro por ano	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%	16%
Valor Pago	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000	2.000
Valor Justo		1.740	2.018	2.341	2.716	3.151	3.655	4.239	4.918	5.704	6.617
Lucro		-260	18	341	716	1.151	1.655	2.239	2.918	3.704	4.617
Retorno Acumulado		-13%	1%	17%	36%	58%	83%	112%	146%	185%	231%
CAGR retorno											13%

Empresa barata e ruim	Data 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Lucro por ação (R\$)	100	102	104	106	108	110	113	115	117	120	122
Múltiplo Justo P/L (x)	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10	10
P/L curto prazo	8										
Crescimento lucro por ano	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%	2%
Valor Pago	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800	800
Valor Justo		1.020	1.040	1.061	1.082	1.104	1.126	1.149	1.172	1.195	1.219
Lucro		220	240	261	282	304	326	349	372	395	419
Retorno Acumulado		28%	30%	33%	35%	38%	41%	44%	46%	49%	52%
CAGR retorno											4%

Note que o retorno acumulado na empresa A é de 231% em dez anos – ou 13% ao ano. Já o retorno acumulado na empresa B é de 52% em dez anos – ou apenas 4% ao ano.

O investidor que comprou R\$ 10.000 em ações da empresa “A” teria R\$ 33.086 em dez anos. Já o investidor que comprou R\$ 10.000 em ações da empresa “B” teria apenas R\$ 15.237 no mesmo período.

Conclusão: vale mais a pena comprar uma empresa “cara”, pois a probabilidade é que seus lucros cresçam com o tempo e gerem mais valor para o acionista. As empresas “baratas” em geral não proporcionam resultados tão bons. A exceção é no caso de se comprar a empresa barata tendo em vista um *turnaround* – uma mudança na gestão (ou no controle) ou uma fusão/aquisição. No entanto, esses são vetores de valor disparados por eventos, algo que está fora do escopo deste e-book

ENTERPRISE VALUE X EBITDA (EV/EBITDA)

Uma das desvantagens do P/L é que o lucro é afetado por fatores externos ao negócio, como custos financeiros, regimes tributários e depreciação de ativos. Outra desvantagem é que o valor de mercado da empresa, expresso no preço, é uma variável relevante, mas incompleta. Se comprar todas as ações e o controle de

uma empresa, o investidor também passará a ser responsável pelas dívidas.

Para contornar essas distorções, criou-se a relação entre o Valor da Firma (conhecido pelo nome em inglês *Enterprise Value* – EV) e a geração de caixa, medida pelo Ebitda, que vimos anteriormente. Este múltiplo é conhecido como relação EV/Ebitda.

Para sabermos o EV/Ebitda, antes é preciso calcular o Valor da Firma

VALOR DA FIRMA (*ENTERPRISE VALUE* – EV)

Obtemos o valor de mercado de uma empresa ao multiplicarmos o número de suas ações pela cotação mais recente da ação em Bolsa. O cálculo do *Enterprise Value* inclui as dívidas líquidas da empresa no valor de mercado. A fórmula é:

$$\text{EV} = \text{VALOR DE MERCADO} + \text{DÍVIDA LÍQUIDA}$$

EXEMPLO: CALCULANDO O VALOR DA FIRMA DO MAGAZINE LUIZA (MGLU3):

- Quantidade de ações ordinárias: 1.524.731.712.
- Preço MGLU3 (29/out/2019): R\$ 41,15.
- Valor de Mercado = $(41,15 \times 1.524.731.712) = \text{R\$ } 62,74 \text{ bilhões}$.
- Dívida Líquida: R\$ 685,3 milhões.

$$\text{EV} = \text{VALOR DE MERCADO} + \text{DÍVIDA LÍQUIDA} = \text{R\$ } 63,43 \text{ BILHÕES}$$

O indicador EV/Ebitda é bem simples de ser calculado: *Enterprise Value* (EV) dividido pelo Ebitda. O Ebitda é o resultado operacional antes dos juros, depreciação e amortização anual (ou últimos 12 meses) divulgado pela empresa.

VANTAGENS E DESVANTAGENS

O múltiplo EV/Ebitda é superior ao P/L porque permite uma comparação entre empresas de setores diferentes, dado que o Ebitda normaliza diferenças entre estruturas de capital, regimes tributários e contabilização dos ativos fixos. Já o valor da empresa leva em conta o endividamento da companhia somado ao valor de mercado, ou seja, a estrutura de capital. Dessa forma, ele é mais apropriado para comparar empresas internacionais ou setores expostos a variações de preço de commodities.

PREÇO/VALOR PATRIMONIAL (P/PVA)

O múltiplo Preço/Valor Patrimonial da Ação (P/VPA), também chamado de Preço/Valor Patrimonial (P/VP), é um método simples de *Valuation*. Ele compara a cotação das ações no mercado ao seu valor “de livros”, ou seja, ao valor do Patrimônio Líquido, que é o capital dos sócios integralizado na empresa. Este múltiplo também é conhecido pela expressão em inglês *Price to Book Value* (P/BV), que significa “preço de mercado da ação em relação ao seu ‘preço de livro’”, ou seja, o valor do Patrimônio Líquido divulgado no Balanço da empresa.

O sentido deste múltiplo é saber qual o “prêmio” que o mercado está atribuindo à empresa acima de seu patrimônio. A ideia subjacente a este método é que o “valor” de uma empresa vai além do capital dos sócios. O nome da companhia, sua tradição no mercado, as carteiras de clientes de seus vendedores, tudo isso tem valor, algo que pode não estar reconhecido nos registros contábeis.

O múltiplo P/VPA de uma empresa pode ser calculado de duas formas: i) valor de mercado dividido pelo Patrimônio Líquido; e ii) preço da ação dividido pelo Valor Patrimonial da Ação (VPA), que é obtido pela divisão do Patrimônio Líquido pela quantidade total de ações.

Para calcular o P/VPA é preciso, primeiro, calcular o Valor Patrimonial da Ação. Este cálculo é simples. Nele, divide-se o Patrimônio Líquido pelo número de ações emitidas.

O Patrimônio Líquido de uma empresa é obtido da seguinte forma: ativos menos passivos.

EXEMPLO: CALCULANDO O VALOR PATRIMONIAL DA VALE (VALE3)

- Quantidade de ações ordinárias emitidas: 5.284.475.000 (5,284 bilhões).
- Patrimônio Líquido em 30/12/2019: R\$ 161,48 bilhões.
- Valor Patrimonial: R\$ 161,48 bilhões/5,284 bilhões = R\$ 30,56.

Para calcular o P/VPA basta dividir a cotação em um determinado dia pelo VPA. O resultado do indicador pode ser expresso em número (1,2) ou em porcentagem (120%). Neste caso, o valor de mercado excede o PL em 20%.

EXEMPLO: CALCULANDO O P/VPA DA VALE (VALE3)

- Valor Patrimonial: R\$ R\$ 30,56.
- Cotação, em 30/12/2019: R\$ 53,30.
- $P/VPA = R\$ 53,30 / R\$ 30,56 = 1,7443$ ou 174,43%.

Conclusão: no caso da Vale, no dia 30 de dezembro de 2019, o P/VPA era de 1,7443 ou 174,43%. Assim, o valor de mercado supera o PL em 74,43%.

O múltiplo P/VPA está diretamente relacionado ao modelo de Gordon, também conhecido como modelo de dividendo descontado (*Dividend Discount Model – DDM*), que veremos à frente.

VANTAGENS E DESVANTAGENS

O múltiplo P/VPA é muito utilizado no setor bancário, cujos ativos (empréstimos, valores mobiliários) possuem mercados de negociação dinâmicos. Assim, o valor contabilizado tende a ser mais próximo do valor de mercado.

Isso representa uma vantagem sobre outras indústrias em que falta um mercado relevante para precificar ativos como fábricas e máquinas, por exemplo.

Entretanto, companhias com pouco VPA, como empresas de tecnologia e de fidelidade, tendem a ter um P/VPA bem alto, o que pode acabar por confundir o investidor. Porém, essas empresas possuem pouco patrimônio (poucos prédios, terrenos, máquinas). Nesses casos, é mais útil analisar tais companhias por meio da utilização do P/L ou do EV/Ebitda.

VALUATION POR
DIVIDENDOS
DESCONTADOS

Toda empresa emprega recursos - capital, insumos, mão de obra e tecnologia – para produzir bens ou oferecer serviços. O objetivo é obter lucro, o qual vai remunerar o capital dos acionistas, sob a forma de dividendos. Assim, é possível avaliar uma empresa pelos dividendos que ela paga aos acionistas.

O custo de capital próprio de uma empresa representa a compensação que o mercado e os investidores exigem em troca da propriedade do ativo e do risco de propriedade. Essa taxa de retorno é representada por “ r ” e pode ser estimada usando o CAPM, que vimos anteriormente, ou o modelo de crescimento de dividendos.

As empresas que pagam dividendos o fazem a uma determinada taxa anual, representada por (g). A taxa de retorno menos a taxa de crescimento de dividendos ($r - g$) representa o fator de desconto efetivo para o dividendo de uma empresa. O dividendo é pago e realizado pelos acionistas. A taxa de crescimento de dividendos pode ser estimada multiplicando o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) pelo índice de retenção (este último sendo o oposto do índice de pagamento de dividendos).

Como o dividendo é proveniente dos ganhos gerados pela empresa, o ideal é que os dividendos pagos não sejam superiores aos ganhos, ou a empresa será descapitalizada. A taxa de retorno sobre as ações em geral deve estar acima da taxa de crescimento de dividendos para os próximos anos; caso contrário, o modelo poderá não se sustentar e levar a resultados com preços de ações negativos – que, na realidade, não são possíveis.

Esse raciocínio é intuitivo, mas tem uma particularidade. O lucro não é obtido de maneira imediata e instantânea, mas sim ao longo do tempo, durante o período de vida da empresa.

O *Valuation* realizado pelo Modelo de Dividendos Descontados (*Dividend Discount Model – DDM*) avalia uma empresa pela remuneração que será obtida pelos acionistas. Mais



precisamente, o DDM é baseado na teoria de que o valor de uma empresa hoje é o valor da soma de todos os dividendos que serão pagos no futuro trazidos a valor presente.

Esse conceito parte da premissa de que o valor do dinheiro varia com o tempo. Assim, R\$ 1.000,00 hoje valem mais do que R\$ 1.000,00 daqui a um ano. Esta ideia é intuitiva. É possível investir esses R\$ 1.000,00 no banco hoje e receber juros daqui a um ano. Mesmo que os juros estejam baixos e a rentabilidade deste investimento seja de 1%, ou R\$ 10,00, R\$ 1.010,00 é um valor superior a R\$ 1.000,00.

MODELO DE GORDON

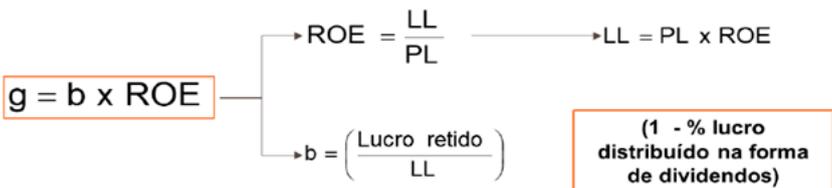
O modelo de Gordon é mais usado para empresas que apresentam crescimento constante de dividendos no futuro, ou seja, que apresentam uma rentabilidade patrimonial (ROE) superior ao seu custo de capital. Quanto maior for o múltiplo P/VPA, maior deve ser o Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE) implícito no crescimento futuro de dividendos da empresa.

O modelo começa o cálculo do *Valuation* partindo do dividendo por ação que será pago no próximo ano e assume que este dividendo vai crescer a uma taxa constante na perpetuidade. Depois, é calculado o valor presente do fluxo de dividendos no futuro.

No modelo, são usadas duas premissas:

- taxa de desconto do fluxo de dividendos (custo do capital próprio – K_e).
- crescimento (g) dos dividendos no futuro.

A taxa de crescimento (g) não é definida arbitrariamente. Ela é definida pela relação entre o lucro retido ($1 - \% \text{ payout}$) e o ROE.



Onde:

- g = growth (crescimento).
- r = ROE (retorno sobre o capital próprio).
- b = business earnings retention rate (taxa de retenção de lucros da empresa).

Desde que $K_e > g$, a fórmula do modelo de Gordon é a seguinte:

$$\text{Valor Justo} = \text{Dividendo D1} \div (K_e - g)$$

Esta fórmula também pode ser expressa da seguinte maneira:

$$\text{Valor Justo} = [(ROE - g) \div (K_e - g)] \times PL$$

Onde:

- K_e = custo de capital próprio.
- g = taxa de crescimento na perpetuidade.

Há geração de Valor ao Acionista quando $ROE > K_e$.

Para calcular o valor justo por ação é só dividir o valor justo da empresa pela quantidade de ações.

Veremos como calcular o K_e no módulo sobre Fluxo de Caixa Descontado.

EXEMPLO PRÁTICO:

O próximo dividendo da companhia X será R\$ 5,00 por ação. Os investidores esperam um retorno de 15% a.a. em seu investimento. Sabe-se que os dividendos crescem 3% a cada ano. Com base no modelo de



crescimento de dividendos, qual é o preço da ação hoje e após três anos?

1. Preço da ação hoje:

$$P_0 = R\$ 5 \div (15\% - 3\%)$$

$$P_0 = R\$ 5 \div 12\% = R\$ 41,67$$

2. Preço da ação em três anos:

$$P_3 = D_3 * (1 + g) \div (R - g)$$

Onde:

$$D_3 = D_1 * (1 + g)^2 = R\$ 5 * (1 + 3\%)^2 = R\$ 5,3045$$

Assim:

$$P_3 = R\$ 5,3045 / (15\% - 3\%) = R\$ 5,3045 \div 12\% = R\$ 44,20$$

O modelo estável assume que os dividendos crescem a uma taxa constante. Isso nem sempre é uma suposição realista para empresas em crescimento (ou em declínio). Por isso, há o modelo de crescimento de vários estágios.

VANTAGENS E DESVANTAGENS

O modelo de crescimento de Gordon permite que os investidores calculem o valor de uma ação independentemente das condições atuais do mercado.

Essa independência permite que os investidores façam comparações entre as empresas em diferentes setores. Por este motivo, o Modelo de Crescimento Gordon é uma das ferramentas de avaliação de patrimônio mais utilizadas.

Matematicamente, duas circunstâncias são necessárias para tornar o Modelo de Crescimento Gordon eficaz:

1) a empresa deve distribuir dividendos (no entanto, analistas frequentemente aplicam o Modelo de Crescimento de Gordon a ações que não pagam dividendos simplesmente supondo qual seria o dividendo pago pela empresa);

2) a taxa de crescimento de dividendos (g) não pode exceder a taxa de retorno exigida pelo investidor (K_e).

O Modelo de Crescimento de Gordon, especialmente o modelo de crescimento de múltiplos estágios, frequentemente requer que os usuários façam estimativas irrealistas e difíceis das taxas de crescimento de dividendos (g).

É importante entender que o Modelo de Crescimento de Gordon é altamente sensível às mudanças no g e K_e . Por esta razão, muitos analistas realizam análises de sensibilidade para avaliar como diferentes premissas alteram a avaliação.

MODELO DE CRESCIMENTO EM ESTÁGIOS MÚLTIPLOS

Quando não se espera que os dividendos cresçam a uma taxa constante, o investidor deve avaliar os dividendos de cada ano separadamente, incorporando a taxa de crescimento de dividendos esperada para cada ano.

No entanto, o modelo de crescimento em estágios múltiplos supõe que o crescimento de dividendos se torne constante. Veja o exemplo abaixo.

Vamos supor que, durante os próximos anos, os dividendos da empresa XYZ aumentarão rapidamente e crescerão a uma taxa estável. O dividendo do próximo ano ainda deve ser de R\$ 1 por ação, mas os dividendos aumentarão anualmente em 7%, depois em 10%, depois em 12% e depois aumentarão em 5%.

Usando elementos do modelo estável e analisando cada ano de crescimento incomum de dividendos separadamente, podemos calcular o valor justo atual das ações da Companhia XYZ.

Aqui estão as entradas:

- $D_1 = \text{R\$ } 1,00$
- $k = 10\%$
- g_1 (taxa de crescimento de dividendos, ano 1) = 7%
- g_2 (taxa de crescimento de dividendos, ano 2) = 10%
- g_3 (taxa de crescimento de dividendos, ano 3) = 12%
- g_n (taxa de crescimento de dividendos depois disso) = 5%

Como estimamos a taxa de crescimento de dividendos, podemos calcular os dividendos reais para esses anos:

- $D_1 = \text{R\$ } 1,00$
- $D_2 = \text{R\$ } 1,00 \times 1,07 = \text{R\$ } 1,07$
- $D_3 = \text{R\$ } 1,07 \times 1,10 = \text{R\$ } 1,18$
- $D_4 = \text{R\$ } 1,18 \times 1,12 = \text{R\$ } 1,32$

Calculamos o valor presente de cada dividendo durante o período de crescimento incomum:

- $\text{R\$ } 1,00 \div (1,10) = \text{R\$ } 0,91$
- $\text{R\$ } 1,07 \div (1,10)^2 = \text{R\$ } 0,88$
- $\text{R\$ } 1,18 \div (1,10)^3 = \text{R\$ } 0,89$
- $\text{R\$ } 1,32 \div (1,10)^4 = \text{R\$ } 0,90$

Então, calculamos os dividendos ocorridos no período de crescimento estável, começando pelo cálculo do dividendo do quinto ano:

$$D_5 = \text{R\$ } 1,32 \times (1,05) = \text{R\$ } 1,39$$

Em seguida, aplicamos a fórmula do Modelo de Crescimento Gordon de crescimento estável a esses dividendos para determinar seu valor no quinto ano:

$$\text{R\$ } 1,39 \div (0,10 - 0,05) = \text{R\$ } 27,80$$

O valor presente desses dividendos do período de crescimento estável é então calculado:

$$\text{R\$ } 27,80 \div (1,10)^5 = \text{R\$ } 17,26$$

Finalmente, podemos adicionar os valores atuais de dividendos futuros da empresa XYZ para chegar ao valor intrínseco atual do seu estoque:

$$\text{R\$ } 0,91 + \text{R\$ } 0,88 + \text{R\$ } 0,89 + \text{R\$ } 0,90 + \text{R\$ } 17,26 = \text{R\$ } 20,84$$

O modelo de crescimento em estágios múltiplos também indica que o estoque da empresa XYZ está subvalorizado (valor intrínseco de R\$ 20,84 versus preço de negociação de R\$ 10.)

VALUATION POR
FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO
(DCF)

O *Valuation* pelo Fluxo de Caixa Descontado (*Discounted Cash Flow* – DCF) é um método que calcula o valor de um investimento financeiro ou de uma empresa com base no caixa que será gerado por esse investimento no futuro. O “descontado” aqui refere-se ao fato de que esses fluxos de caixa futuros são ajustados por meio do desconto de uma eventual remuneração futura. O nome técnico deste processo é “trazer a valor presente”.

O *Valuation* pelo DCF considera as entradas e as saídas efetivas de dinheiro do caixa da empresa (ou do investidor) ao longo do tempo, representando a renda econômica gerada pelo projeto ao longo da sua vida útil. Isso se aplica tanto a investimentos financeiros para investidores quanto a proprietários de empresas que desejem fazer alterações em seus negócios, como a compra de novos equipamentos.

O DCF pode parecer um método menos sólido de avaliação. Isso se deve à necessidade de estimar os lucros futuros. No entanto, é possível fazer isso com um razoável grau de precisão. Há alguns métodos:

- Continuidade: o histórico do lucro por ação é um bom ponto de partida.
- Consenso: as estimativas de outros analistas podem ser um bom começo.
- Investimentos: o lucro futuro decorre de quanto a empresa está investindo e qual a rentabilidade desses investimentos.

Dentre os métodos de *Valuation*, o DCF é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Também é o menos sujeito a variáveis externas à empresa, como o preço de mercado das ações. Por isso, ele é menos influenciado pelos humores do mercado. No entanto, o DCF tem a desvantagem de depender pesadamente de premissas que são assumidas pelo analista ou pelo investidor quando se está realizando o *Valuation*, o que pode levar a conclusões incorretas por conta do excesso de subjetividade.

A PERPETUIDADE: CONSTANTE E CRESCENTE

Um dos conceitos básicos do *Valuation* por fluxo de caixa descontado é o da perpetuidade, uma adaptação do inglês *perpetuity*. A semelhança com a palavra

“perpétuo” pode confundir um pouco. O sentido, aqui, não é o de duração infinita, mas de continuidade.

CONCEITO

Série constante e infinita de fluxos de caixa, com intervalos regulares infinitos.

PREMISSA

O fluxo de caixa no cálculo da perpetuidade é o fluxo que vai ocorrer exatamente em um período a partir de hoje. Assim, quando fazemos o *Valuation* de um ativo usando seus fluxos de caixa em perpetuidade, estamos considerando que a empresa ou o ativo vão continuar gerando caixa de maneira contínua durante todo o período de análise.

O fluxo de caixa analisado possui um período finito de alguns anos – em geral, considera-se dez anos. Todavia, ao supormos um cenário em que o valor do último fluxo se perpetue indefinidamente, podemos considerar um 11º ano hipotético que reflita a perpetuidade (ou a continuidade) desse fluxo.

Consideram-se dois cenários possíveis, a perpetuidade constante e a perpetuidade crescente.

PERPETUIDADE CONSTANTE

CONCEITO

O ativo rende uma série constante e infinita de fluxos de caixa, com intervalos regulares infinitos.

PREMISSA

O fluxo de caixa no cálculo da perpetuidade é o fluxo que vai ocorrer exatamente em um período a partir de hoje.

PERPETUIDADE CRESCENTE

Todavia, há de se considerar a possibilidade de essa taxa de perpetuidade ser crescente.

CONCEITO

Uma perpetuidade crescente representa um fluxo de caixa constante, crescendo

a uma taxa constante e sendo pago em intervalos de tempo regulares eternamente.

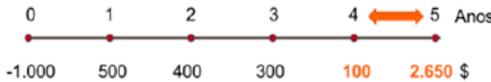
PREMISSA

O fluxo de caixa no cálculo da perpetuidade é o fluxo que vai ocorrer exatamente em um período a partir de hoje.

COMO CALCULAR A PERPETUIDADE CRESCENTE

Supondo um custo de capital de 10% ao ano (i) e uma taxa de crescimento de 6% ao ano (g), temos:

$$VPL = -1.000 + \frac{500}{(1+0,10)^1} + \frac{400}{(1+0,10)^2} + \frac{300}{(1+0,10)^3} + \frac{100}{(1+0,10)^4} + \frac{2.650}{(1+0,10)^4} = 1.888,81$$



$$VP_{ano_4} = \frac{FC_5}{i-g} = \frac{100 \times (1+0,06)}{0,10-0,06} = 2.650$$

HORIZONTE DE TEMPO DAS PROJEÇÕES

O horizonte de tempo das projeções reflete a delimitação do prazo de geração dos fluxos de caixa esperados, separando o horizonte da projeção do investimento.

Primeira parte: período previsível (normalmente dez anos).

Descreve um período previsível dos resultados operacionais, sendo verificado nos primeiros anos do investimento. É geralmente estimado com base no desempenho possível de se prever do mercado e da economia e no potencial de participação da empresa.

Segunda parte: valor residual (perpetuidade constante ou crescente).

É esperado que o retorno produzido pelo investimento se retraia até o nível aproximado de seu custo de capital.

TAXA DE DESCONTO

Taxa que desconta os benefícios de caixa previstos para o cálculo do valor presente da empresa.

Expressa o custo de oportunidade das várias fontes de capital ponderado pela participação relativa de cada uma delas na estrutura de financiamento.

$$K_i = K_d (1 - IR)$$

$$K_e = R_f + \text{Beta} (R_m - R_f) + \text{Risco país}$$

$$WACC = \left[\frac{E}{E+D} \times K_e \right] + \left[\frac{D}{E+D} \times K_i \right]$$

Exemplo:

Custo do capital de terceiros líquido do IR (K_i)	9%
K _d antes do imposto de renda (40%)	15%
Alíquota do IR	40%
Custo do capital próprio (K_e)	16,4%
Beta	1,3
Taxa de juros com risco zero (R _F)	4,6%
Prêmio pelo risco de mercado (R _M - R _F)	6%
Risco-país	4%
Estrutura de capital – pesos	100%
Capital de terceiros	30%
Capital próprio	70%

$$WACC = (9,0\% \times 0,30) + (16,4\% \times 0,70) = 2,7\% + 11,48\% = 14,18\%$$

FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA (FCLE) E PARA OS ACIONISTAS (FCLA)

Há dois caminhos para realizar a avaliação de uma empresa pelo método do DCF. Embora as duas abordagens descontem fluxos de caixa esperados, os fluxos de caixa e as taxas de desconto são diferentes:

Fluxo de caixa livre	Conceito	Taxa de desconto
Fluxo de caixa livre da empresa – FCLE	Representa o genuíno caixa formado depois de impostos, pelas operações da empresa, caso esta não tenha dívidas. Reflete as atividades operacionais ou intrínsecas da empresa. Fluxos de caixa operacionais futuros, após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas (principal e juros). Para seu cálculo, o ponto de partida é o NOPAT (Lucro Operacional Líquido do IR)	WACC
Fluxo de caixa livre do acionista – FCLA	É o resultado de caixa que resta aos proprietários, ou fluxo de caixa residual das dívidas após a dedução de todas as despesas e pagamentos de juros e amortizações de principal de dívidas aos credores	CAPM (custo de capital próprio)

FLUXO DE CAIXA VERSUS LUCRO

O fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE) (ou fluxo de caixa livre operacional) é o montante de recursos que pode ser extraído dela sem que seu valor seja reduzido.

Ou seja, é o rendimento mensal ou anual que a empresa pode fornecer continuada e naturalmente aos provedores de seu capital.

O FCLE é um conceito semelhante ao do lucro, só que em regime de caixa – e não de competência.

O lucro NÃO pode ser trazido a valor presente, pois é formado de receitas e despesas que podem ter origens financeiras muito anteriores ou posteriores ao lançamento contábil de uma empresa.

Somente o caixa pode ser aplicado a juros; portanto, somente o seu fluxo pode ser trazido a valor presente.

Além disso, um fluxo de lucro projetado poderia esconder um déficit de caixa provocado pelas necessidades de um reinvestimento e de um investimento em capital de giro.

EBIT

- (-) Impostos e taxas
- (=) Lucro operacional líquido do IR (Nopat)
- (+) Depreciação e amortização
- (-) Investimentos em capital fixo ou Capex
- (-) Variações nas necessidades de capital de giro
- (=) Fluxo de caixa livre para a empresa (FCLE)

Em que:

- EBIT: *Earnings before Interest and Taxes.*
- Nopat: *Net operational profit after taxes.*
- Capex: *Capital expenditure.*

VALUATION CONSIDERANDO PERPETUIDADE CONSTANTE (G=0)

WACC (taxa de desconto ou custo de oportunidade) = 14,18% a.a.

$$\text{Cálculo da perpetuidade constante} = FC_{\text{ano11}} = \frac{FC_{10}}{WACC} = \frac{86,88}{0,1418} = 612,66$$

$$\text{Cálculo do VP da valor residual (perpetuidade)} = VP_{\text{ano11}} = \frac{VF}{(1+WACC)^{10}} = \frac{612,66}{(1+0,1418)^{10}} = 162,68$$



Descrição	Ano1	Ano2	Ano3	Ano4	Ano5	Ano6	Ano7	Ano8	Ano9	Ano10	Ano11
Fluxo de caixa futuro	40,00	43,60	47,52	51,80	56,46	61,54	67,08	73,12	79,70	86,88	612,66
Taxa de desconto	14,18%										
Valor presente dos fluxos de caixa futuros	35,03	33,44	31,93	30,48	29,09	27,77	26,51	25,31	24,16	23,07	162,68

Valor presente dos período de projeções	Valor R\$
Explícito (ano 1 ao ano 10)	286,81
Residual (cálculo da perpetuidade constante no ano 11)	162,68
Valor presente da empresa	449,48

VALUATION CONSIDERANDO PERPETUIDADE CRESCENTE

Considerando-se g = 9% (premissa),

WACC (taxa de desconto ou custo de oportunidade) = 14,18% a.a.

$$\text{Cálculo da perpetuidade crescente} = FC_{\text{ano11}} = \frac{FC_{10} \times (1+g)}{WACC-g} = \frac{86,88 \times (1+0,09)}{0,1418-0,09} = 1.828$$

$$\text{Cálculo do VP da valor residual (perpetuidade)} = VP_{\text{ano11}} = \frac{VF}{(1+WACC)^{10}} = \frac{1.828}{(1+0,1418)^{10}} = 485$$



Descrição	Ano1	Ano2	Ano3	Ano4	Ano5	Ano6	Ano7	Ano8	Ano9	Ano10	Ano11
Fluxo de caixa futuro	40,00	43,60	47,52	51,80	56,46	61,54	67,08	73,12	79,70	86,88	1.828,17
Taxa de desconto	0,1418										
Valor presente dos fluxos de caixa futuros	35,03	33,44	31,92	30,48	29,09	27,77	26,51	25,31	24,16	23,07	485,42

Valor presente dos período de projeções	Valor R\$
Explícito (ano 1 ao ano 10)	286,81
Residual (cálculo da perpetuidade crescente no ano 11)	485,42
Valor presente da empresa	772,22



AÇÕES E MERCADO DE CAPITAIS

AS AÇÕES

As ações são a parte mais visível das empresas, especialmente as companhias listadas na Bolsa de Valores. Comprar ou vender uma participação em uma Sociedade Anônima (S.A.), ou Sociedade por Ações, é simples: basta negociar as ações.

No caso de uma S.A. de capital fechado, a transação é feita diretamente entre os interessados. No caso de uma S.A. de capital aberto, ou listada em Bolsa, a transação é intermediada por corretoras de valores e registrada pela B3, a empresa que controla a Bolsa de Valores de São Paulo.

A intenção de quem compra ou vende uma ação de uma empresa é ter lucro. Como medir esse ganho? É o que veremos a seguir:

RENTABILIDADE DAS AÇÕES: O RETORNO TOTAL AO ACIONISTA

O Retorno Total ao Acionista, também conhecido como *Total Shareholder Return* (TSR), indica o valor total retornado ao investidor.

Existem três maneiras de um investidor ganhar dinheiro com ações:

- Ganho de capital, com a valorização das ações.
- Bonificação.
- Proventos, como dividendos e Juros sobre Capital Próprio (JCP).

GANHO DE CAPITAL

Ganho de capital é a alteração no preço das ações desde o momento de compra até o momento de venda. Se o investidor comprou uma ação por R\$ 1,00 e a vendeu por R\$ 1,10, ele teve um ganho de capital de R\$ 0,10 (dez centavos) – ou 10%.

BONIFICAÇÃO

Quando a empresa tem lucros a distribuir, ela pode distribuí-los por meio da entrega ações em vez de dinheiro. A bonificação é a distribuição gratuita de novas

ações aos acionistas em número proporcional às ações já possuídas. Por exemplo, se uma empresa realiza uma bonificação de 2%, o acionista receberá duas ações para cada 100 que possuir.

Como calcular a bonificação? Na data ex-bonificação, o preço da ação é ajustado automaticamente de modo que o valor de mercado não se altere. Os acionistas que têm direito são os que compraram até um dia antes da data ex-bonificação.

EXEMPLO

O investidor tinha mil ações. Elas cotadas a R\$ 10,00 cada um dia antes da data ex-bonificação. Vamos supor que seja uma bonificação de 20%. Logo, o investidor ganhará 200 ações, passando a ter 1.200 ações.

- Cotação anterior: 1.000 ações a R\$ 10,00 = R\$ 10 mil.
- Bonificação a 20%: 1.200 ações, valendo R\$ 10 mil.
- Nova Cotação = $R\$ 10.000,00 / 1.200 = R\$ 8,33$.

Note que, apesar de o preço das ações ter caído 16,7%, recuando de R\$ 10,00 para R\$ 8,33, o investidor permaneceu com os mesmos R\$ 10 mil reais. Ou seja, o investidor “trocou seis por meia dúzia”. Porém, a redução do valor da ação pode facilitar os negócios. Isso ocorre porque o menor preço da ação atrai pequenos investidores, aumentando a liquidez, o que costuma ser benéfico no longo prazo (ações mais líquidas valem mais).

VANTAGENS

Ao receber uma bonificação, o investidor terá mais ações sem precisar pagar por elas e terá direito a receber mais dividendos na próxima distribuição.

DESVANTAGENS

A bonificação aumenta o número de ações em circulação, mas não traz dinheiro novo para a empresa. Assim, é provável que o preço individual da ação recue. Mesmo assim, apesar de a cotação cair, o patrimônio da empresa (e do acionista) permanece inalterado.

PROVENTOS

No fim de cada exercício, as empresas que tiveram lucro costumam dividir esses ganhos com os acionistas. São os chamados proventos, que podem ser dividendos ou Juros sobre Capital Próprio (JCP). As empresas podem escolher a

parcela que será distribuída. Geralmente, o estatuto define o percentual mínimo a ser entregue aos acionistas.

A maneira de calcular quanto a empresa está pagando na forma de proventos é o índice payout. Ele se refere à porcentagem do lucro líquido distribuído na forma de dividendos ou JCP aos acionistas da empresa.

Suponha que você seja acionista de uma empresa que lucrou R\$ 100.000,00 no ano. Ela distribuir R\$ 50.000,00 por meio de dividendos. Portanto, calculando seu payout, temos que:

$$50.000 \div 100.000 = 0,50$$

Ou seja, a companhia distribuiu 50% do lucro em dividendos para seus acionistas.

Em geral, quanto maior o *payout*, melhor para o acionista. Entretanto, payouts baixos não são necessariamente ruins. A companhia pode, por exemplo, estar retendo caixa para realizar novos investimentos, o que é um ótimo sinal para o acionista. Obviamente, esses investimentos necessitam de uma boa realização e de uma elevada taxa de retorno. Caso contrário, é preferível que a companhia distribua o lucro ao acionista.

COMO CALCULAR O RETORNO TOTAL AO ACIONISTA

Para calcular o Retorno Total ao Acionista (*Total Shareholder Return* – TSR), o investidor deve somar o ganho financeiro – que resulta de uma alteração no preço das ações – a quaisquer proventos pagos pela empresa no período do investimento. Depois, divide-se o resultado pelo preço de compra inicial das ações.

EXEMPLO

Suponha que um investidor comprou 100 ações a R\$ 20. Ele ainda não as vendeu. A empresa pagou R\$ 4,50 em dividendos quando o preço das ações estava em R\$ 22,50. O preço atual é de R\$ 24. O cálculo do TSR será:

$$\text{TSR} = \text{PREÇO ATUAL} \div \text{PREÇO DE COMPRA} + \text{PROVENTOS} \div \text{PREÇO DA AÇÃO} \\ \text{NO DIA DO PAGAMENTO}$$

Assim:

$$\text{TSR} = \text{R\$ } 24 \div \text{R\$ } 20 + \text{R\$ } 4,50 \div \text{R\$ } 22,50 = (0,20 + 0,02) \times 100 = 22\%$$

O TSR é mais útil quando medido ao longo do tempo, pois mostra o valor a longo prazo.

SUBSCRIÇÃO

A subscrição é um procedimento que eleva o capital da empresa por meio da emissão de novas ações. Imagine, por exemplo, que uma empresa tem um capital social de R\$ 100 milhões e vai aumentá-lo em R\$ 10 milhões. Isto significa que a companhia aumentará seu capital em 10%. Por lei, quem já é acionista tem o direito de subscrever 10% da quantidade de ações que possui. É importante ressaltar que isso é um direito, e não uma obrigação do acionista. Como o próprio nome indica: “direito de subscrição.”

Por exemplo, suponha que você possua 1.000 ações dessa empresa. Você terá direito a subscrever 100 ações, pois 100 representa 10% da sua posição.

Isto garante que o acionista manterá seu percentual de participação na empresa. Ou seja, garante que sua participação acionária não será diluída.

Os principais motivos pelos quais vale a pena subscrever ações são: evitar uma diluição na participação acionária e aproveitar a oportunidade para comprar ações com desconto.

ESTÁGIO E CARACTERÍSTICAS DAS AÇÕES

Há centenas de ações listadas na Bolsa brasileira. Nas Bolsas americanas, há milhares delas. Há várias maneiras de compará-las, assim como também há várias razões para comprá-las. Pode ser pelo momento da empresa ou pelo setor de atuação. Aqui, apresentamos as principais classificações.

Uma das classificações mais usadas é se a ação é de crescimento (*growth stock*) ou de valor (*value stock*)

AÇÕES DE CRESCIMENTO (GROWTH STOCKS)

As ações presentes neste grupo são de empresas que estão crescendo e necessitam de investimentos constantes para financiar suas expansões.

Normalmente, ações deste tipo pertencem a companhias que estão na fase inicial dos negócios e que precisam utilizar todos os recursos possíveis para crescer.

O fato de o lucro ser quase todo reinvestido na própria empresa faz com que sobre pouco ou nenhum dinheiro para distribuir entre os acionistas minoritários, resultando em um pagamento de dividendos muito baixo.

Segundo o conceituado gestor Benjamin Graham, considerado o mestre de Warren Buffett, uma growth stock é a ação de uma empresa cujos lucros cresceram acima da média no passado e da qual se espera o mesmo comportamento no futuro.

Essas ações embutem a promessa de lucros relevantes. Logo, é normal que os investidores queiram incorporá-las a suas carteiras de ações. Contudo, a seleção deste tipo de ativo não é fácil.

Quando uma ação é consolidada a ponto de ser considerada uma growth stock, ela se torna muito demandada e passa a ser negociada a múltiplos elevados, como a relação Preço/Lucro (P/L), na expectativa de que o crescimento dos resultados futuros fará o múltiplo desinflar ao longo do tempo.

O risco é que a previsão do futuro pode estar equivocada. As condições que permitiram o forte crescimento no passado podem ter desaparecido, comprometendo as operações da companhia.

Benjamin Graham, no livro *O Investidor Inteligente*, recomenda ao investidor que ele compre growth stocks que negociem no máximo a um múltiplo de 25 vezes o lucro médio dos últimos sete anos. Esta dica não tem sido seguida por boa parte dos investidores atuais, pois aceitam pagar ações



com múltiplos de até 30 vezes o lucro do ano seguinte.

EXEMPLOS DE GROWTH STOCKS BRASILEIRAS

MAGAZINE LUIZA (MGLU3, P/L ~ 70X)

- Vem crescendo lucros em uma velocidade surpreendente, além de não para de inovar.
- O mercado acredita que o lucro deve seguir crescendo. Por isso, valeria a pena pagar “caro” pelas ações.

SINQIA (SQIA3, EV/EBITDA ~ 85X)

- Não distribui dividendos. Ao contrário, prefere reter os lucros para seguir adquirindo cada vez mais empresas.

HAPVIDA (HAPV3)/NOTREDAME INTERMÉDICA (GNDI3)

- Empresas de saúde que, similarmente à Sinqia, vêm crescendo fortemente na base de aquisições.
- EV/Ebitda ~ 35x

AÇÕES DE VALOR (VALUE STOCKS)

“É muito melhor comprar uma empresa maravilhosa por um preço justo do que comprar uma empresa justa por um preço maravilhoso.”

Warren Buffett

Uma *value stock* é uma ação barata. Entretanto, a seguinte pergunta pode surgir: “Barata em relação a quê?” Barata em relação ao seu valor intrínseco ou ao seu valor real de longo prazo. Ou seja, quando o preço de mercado da ação é significativamente inferior ao seu valor intrínseco, há uma oportunidade de compra.

Ou, como escreveu Benjamin Graham: “Quanto maior a diferença entre o preço e o valor, maior a margem de segurança do investidor.”

Os value investors (ou “investidores de valor”) estão constantemente à procura de ações que acreditam estar baratas. Por terem uma necessidade menor de reinvestimentos, elas podem estabelecer uma política de distribuição de lucros agressiva (sob a forma de dividendos ou Juros sobre Capital Próprio).

EXEMPLO DE VALUE STOCK BRASILEIRA

ITAÚSA (ITSA4)

- *Holding* (desconto) do maior banco privado brasileiro em um País ainda altamente desbancarizado (30%).
- Excelente pagadora de dividendos.

Uma ação é de crescimento (*growth*) ou de valor (*value*) dependendo da “fase da vida” da companhia. No começo, praticamente todas as empresas são de crescimento, consomem bastante capital e pagam poucos dividendos. Em geral, as empresas de valor são mais maduras, estáveis, e por isso capazes de pagar mais dividendos.

A vantagem dos investidores de valor que utilizam essas estratégias é identificar boas empresas e conseguir bons descontos na hora de comprá-las, além de não se abaterem em situações de crise. Ao utilizar essa forma de investimento para compor sua carteira, se você traçar um cenário positivo, poderá tornar-se sócio de uma empresa magnífica e ter grandes lucros no futuro.

Além disso, você não ficará tão focado em estresses de curto prazo e poderá ter grandes ganhos de longo prazo caso tenha uma boa análise e faça as compras corretas. Uma crítica comum ao *Value Investing* é sua característica de longo prazo, não se preocupando com ganhos de curto prazo. Isto pode ser ruim porque existem diversas oportunidades de ganhos rápidos que o Value Investing não aproveitaria.

No entanto, essa não é a única maneira de classificar as empresas e as ações. Também é possível diferenciá-las pelos setores em que atuam e pela relação desses setores com a atividade econômica geral. São as ações cíclicas e as ações contracíclicas (ou defensivas).

AÇÕES CÍCLICAS

São as empresas de setores em que o ambiente macroeconômico influencia

fortemente o ritmo dos negócios. Por exemplo, as companhias dos segmentos de commodities e imobiliário. Em algumas épocas do ano, a demanda aumenta, mas a oferta não acompanha esse movimento, fazendo com que o produto ofertado fique mais caro, o que reflete positivamente no preço das ações.

Assim, o objetivo do investidor costuma ser comprar os papéis no período de alta do preço do produto e vendê-los quando esse valor recua. A Bolsa brasileira apresenta muitas empresas cíclicas, como Vale, Petrobras, Fibria e as ações das incorporadoras imobiliárias.

AÇÕES CONTRACÍCLICAS (OU DEFENSIVAS)

Ações defensivas são aquelas cujos setores são menos influenciados pelas alterações do ritmo da economia. Sua principal vantagem para o acionista é que suas cotações não caem tanto em momentos de queda da Bolsa. Essas ações são de empresas cuja demanda não muda muito em tempos de crise.

As ações deste tipo pertencem a setores que apresentam maior resiliência a variáveis como a inflação e alterações no ritmo da atividade econômica. Por exemplo, empresas de serviços públicos (como energia elétrica e saneamento).

O melhor exemplo é o setor elétrico. As empresas possuem contratos em que as receitas são indexadas pela inflação e o faturamento não muda drasticamente se a economia passa por um momento de recessão ou de prosperidade.

Investir dinheiro em ações defensivas garante uma certa segurança ao acionista. Normalmente essas ações não apresentam grande desempenho quando a Bolsa está em alta, mas se destacam quando outros papéis caem.

Por conta dessa estabilidade, essas ações são recomendadas para quem planeja investir nos prazos médio e longo, já que não haverá um retorno financeiro imediato, mas sim com o passar do tempo.





O MERCADO DE CAPITAIS

O Mercado de Capitais é essencial ao funcionamento de qualquer economia. Como seu funcionamento é bastante detalhado e regrado, ele parece ser uma entidade incompreensível. No entanto, é fácil defini-lo. O Mercado de Capitais é uma organização formada por vários agentes que permite que empresários que desejem empreender obtenham recursos de investidores dispostos a financiar empreendimentos.

Simples, não é mesmo? O Mercado de Capitais conecta investidores e empresários, além de ser remunerado para prestar este serviço. Essa conexão pode ser feita de diversas formas. Como vimos, uma das mais visíveis é por meio das ações, que podem ser negociadas na Bolsa ou compradas indiretamente, por meio de Fundos de Investimento.

E isso não é tudo. Os investidores também podem, assessorados por profissionais do Mercado de Capitais, comprar partes de empresas ou empresas inteiras. E os empresários que vendem a totalidade ou partes de suas empresas para investidores ou para outros empresários servem-se do Mercado de Capitais para a realização desse processo.

ÁREAS DO MERCADO DE CAPITAIS

Os principais agentes do Mercado de Capitais são:

BANCO DE INVESTIMENTOS

É uma instituição financeira privada que facilita a aplicação de dinheiro em diversas modalidades (como Certificados de Depósito Bancário [CDB], Letras de Crédito, Letras de Câmbio, ações e afins) a pessoas físicas ou jurídicas. Eles são diferentes dos bancos tradicionais, pois são voltados exclusivamente para o universo dos investimentos. Por isso, nem conta corrente eles costumam oferecer. O papel desses bancos é apoiar e facilitar as mais variadas formas de investimento — da emissão de debêntures à abertura de capital na Bolsa, por exemplo.

CORRETORA DE VALORES

É uma instituição financeira voltada para a intermediação da compra e venda de ativos financeiros. O investidor abre uma conta em uma corretora do mesmo modo como a abriria em um banco. A diferença é que as corretoras não oferecem empréstimos, financiamentos, cartões de créditos ou pagamentos, mas opções

para aplicar seu dinheiro e fazê-lo render.

Elas são instituições autorizadas a atuar como uma ponte entre investidores e a Bolsa na compra e venda de ações, mas também podem oferecer títulos públicos federais (negociados por meio do Tesouro Direto) e títulos de crédito privados (como CDBs, LCIs, LCAs e debêntures, entre outros), cotas de fundos de investimento e várias outras opções.

A função de uma corretora não acaba por aí. Elas também podem contar com equipes de economistas, responsáveis por analisar as perspectivas do mercado, das empresas cujos papéis são negociados na Bolsa e da conjuntura econômica.

Por fim, as corretoras também podem atuar na gestão de fundos de investimento e carteiras de ativos.

AGENTE AUTÔNOMO DE INVESTIMENTOS

É uma pessoa física, que pode estar ou não ligada a um escritório, e que é um facilitador na compra de produtos financeiros e de investimento. Ele orienta os clientes sobre investimentos, além de distribuir aplicações financeiras como ações, títulos de renda fixa, fundos de investimento, fundos imobiliários, derivativos, contratos futuros etc.

Esses profissionais conhecem as regras do mercado financeiro e o risco/retorno das aplicações, tiram dúvidas e aconselham os clientes que querem investir.

ANALISTA DE AÇÕES (EQUITY RESEARCH)

É um profissional do mercado financeiro responsável por estudar e analisar detalhadamente as informações de uma empresa e do seu negócio como um todo. O analista de ações é um pesquisador que trabalha buscando as melhores



oportunidades do mercado. Seu objetivo é fornecer uma visão clara sobre uma empresa, para embasar a decisão dos investidores.

O *equity research* desempenha um papel muito importante no dia a dia do mercado, funcionando como uma ligação entre os investidores e as empresas listadas na Bolsa.

Um departamento de *equity research* (ou departamento de análise) normalmente é dividido em grupos de cobertura diferentes. Com isso, esses grupos de cobertura se concentram em analisar setores específicos (como mineração, energia e recursos, saúde, consumo, entre outros). Em média, cada equipe analisa de cinco a 20 empresas.

O departamento de análise pode ter objetivos distintos – a depender do tipo de cliente atendido: *buy-side* e *sell-side*.

No *sell-side*, o *equity research* está vendendo suas análises para clientes externos. Ou seja, nesse caso, a informação é uma recomendação direta para comprar, vender ou manter um investimento. Portanto, o *sell-side* é pago diretamente pelos clientes por esse serviço.

No *buy-side*, o cliente do *equity research* é a própria mesa de operações da instituição. Ou seja, os analistas não vendem recomendações, mas prestam um serviço de suporte interno para os operadores e investidores do próprio banco. Dessa forma, as recomendações fornecidas serão operadas diretamente pela instituição onde o equity atua.

GESTOR DE RECURSOS

Também chamado gestor de fundos, é o profissional que administra os recursos de terceiros que são aplicados em fundos de investimento. O gestor de recursos é remunerado para tomar decisões de investimento que maximizem o ganho dos investidores, seguindo limites de risco previamente acertados com o investidor. Os gestores de recursos vêm se tornando profissionais importantes no fornecimento de recursos para a empresa.

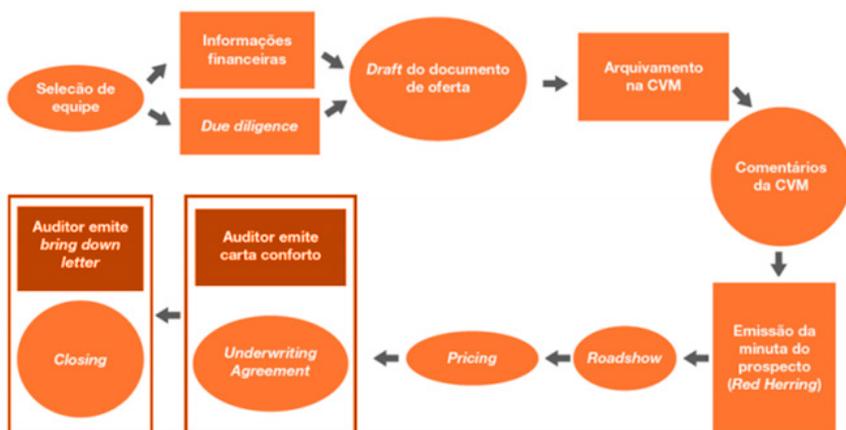
FONTES DE RECURSOS PARA AS EMPRESAS

O Mercado de Capitais reúne investidores dispostos a financiar as empresas. Este financiamento é obtido de diversas formas.

OFERTA PÚBLICA INICIAL (*INITIAL PUBLIC OFFERING – IPO*)

Uma Oferta Pública Inicial, também conhecida pela sigla em inglês IPO, é quando um valor mobiliário, normalmente uma ação, é oferecido aos investidores pela primeira vez. Neste momento, são definidas as condições da oferta, como preço e segmento de listagem. É um processo complexo, como pode ser observado no quadro abaixo:

IPO - Processo ilustrativo



A Oferta Pública Inicial pode ser primária ou secundária. Nas ofertas primárias, são obtidos recursos para o caixa da empresa por meio da emissão de novas ações. Nas ofertas secundárias, os recursos são destinados aos acionistas da empresa, que vendem suas participações no mercado. Uma abertura de capital é um recurso para facilitar a sucessão nas empresas ou para permitir a saída de acionistas – como fundos de investimento – que desejem realizar lucros.

OFERTA SUBSEQUENTE DE AÇÕES (*FOLLOW-ON*)

Oferta subsequente, ou *follow-on*, ocorre quando uma companhia que já é listada em Bolsa (já fez seu IPO) faz novas ofertas de ações. Assim como no caso dos IPOs, os follow-ons podem ser primários ou secundários.

O *follow-on* aumenta o volume de ações em circulação e permite que novos acionistas ingressem na companhia. O investidor que já possui ações e decide não participar da oferta subsequente terá uma diminuição na sua participação acionária, efeito conhecido como diluição.

PRIVATE EQUITY

Diferentemente do investimento no mercado de ações, este tipo de aporte é feito em empresas fechadas, que não possuem ações negociadas em Bolsa. Nesta modalidade, os investidores aportam o capital diretamente na empresa para obterem uma participação no capital social. O investimento, em alguns casos, também inclui participação na gestão.

O investimento em *private equity* é feito por meio de fundos. A ideia deste tipo de investimento é injetar capital em uma empresa com bom potencial de crescimento, ajudando-a a se valorizar e melhorar a gestão.

Os fundos de *private equity* investem em empresas de diversos setores. Seu objetivo de longo prazo é consolidar essas empresas até o ponto em que elas consigam se tornar de capital aberto e participar da Bolsa de Valores. Em seguida, o fundo sai do investimento, vendendo sua parte do negócio e lucrando.

VENTURE CAPITAL

Na aparência, o *venture capital* é parecido com o *private equity*: são fundos que investem em empresas fechadas, buscando lucrar com o crescimento e com a valorização do capital investido nelas. No entanto, há diferenças significativas entre eles.

O *private equity* é focado em grandes empresas, que já estão estabelecidas e têm um histórico de atividades. O *venture capital* está associado a negócios com risco elevado. As empresas-alvo desses fundos são as que estão em fase de expansão ou de mudança de gestão. Por isso,



elas agregam muita incerteza ao investimento aportado. Em contrapartida, quando os ganhos são auferidos, eles tendem a ser bastante elevados e recompensadores – dado o risco assumido.

Após a análise do negócio, as partes envolvidas na negociação (o investidor e o empreendedor) entram na fase do deal, ou seja, discutem os termos do acordo de investimento. Diferentemente do *private equity*, após o investimento, o fundo de venture capital vai trabalhar junto com a companhia de forma a fazê-la ganhar escala e rentabilidade. Esses fundos também buscam profissionalizar a gestão da companhia, focando os projetos importantes para seu resultado.

Como o acesso ao capital dessas empresas é bastante limitado, esses fundos fazem um trabalho importantíssimo. Eles permitem a concretização de ideias inovadoras, que garantem o acesso a serviços antes inexistentes. Uber, Netflix e Google são alguns exemplos de empresas que prosperaram por meio do venture capital.

INVESTIDOR-ANJO

São investidores que buscam empresas em seus primeiros estágios de atuação – ou ainda antes de elas começarem a operar. Atuam em uma fase anterior à fase em que atuam os investidores em *venture capital*. O investidor-anjo realiza aportes menores que os fundos de venture capital e participa da empresa desde a elaboração do plano de negócios.

EVENTOS SOCIETÁRIOS

Além de obter recursos, os profissionais do Mercado de Capitais também estruturam negócios entre empresas. Muitas vezes, além de possibilitar essas transações, esses profissionais captam os recursos necessários. Os principais eventos societários são:

FUSÕES E AQUISIÇÕES

Fusões e Aquisições, também conhecidas pelo termo em inglês Mergers and Acquisitions (M&A), são eventos comuns no mundo corporativo. Elas auxiliam a consolidação de uma empresa ou de ativos por meio de vários tipos de transações financeiras. Essas operações permitem que empresas inteiras sejam vendidas,

concentradas ou compradas. O M&A também pode referir-se ao departamento de uma instituição financeira que lida exclusivamente com essas operações.

Apesar de essas palavras aparecerem sempre juntas, elas significam coisas diferentes.

A **Fusão** é uma reorganização empresarial caracterizada pela junção de duas ou mais empresas em uma nova. Com essa ocorrência, acontece o desaparecimento das empresas que se fundiram, dando lugar a uma outra sociedade.

EXEMPLOS BRASILEIROS

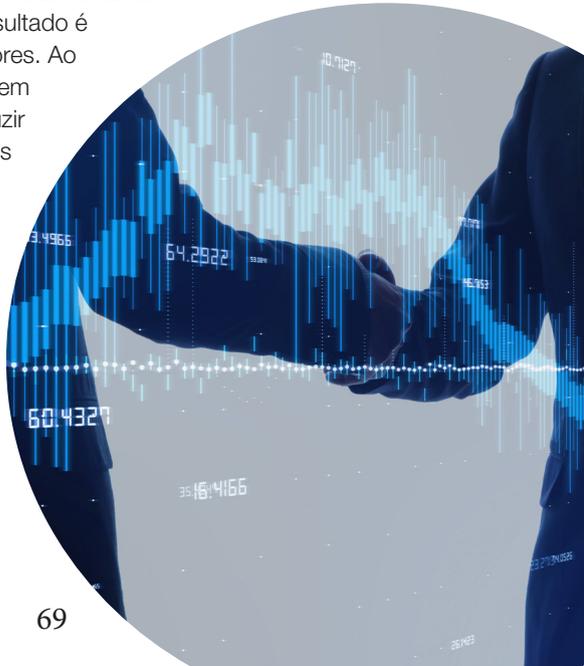
BRF (Sadia + Perdigão); Itaú Unibanco (Itaú + Unibanco).

A **Aquisição** ocorre quando a empresa adquirente obtém a participação majoritária em uma empresa adquirida. Nesse caso, não há mudança no nome da adquirente ou de sua estrutura legal.

Exemplos brasileiros: compra do HSBC pelo Bradesco; Itaúsa compra o controle majoritário da Alpargatas.

A maior vantagem das Fusões e Aquisições é o aumento das sinergias. Quando duas ou mais empresas se fundem ou uma empresa compra outra, o resultado é uma companhia maior que as anteriores. Ao unirem operações, as empresas podem superar gargalos operacionais e reduzir custos fixos importantes, como sedes corporativas.

No Brasil, uma autarquia federal é responsável por orientar, fiscalizar e prevenir abusos do poder econômico que porventura surjam de uma fusão ou aquisição. Esta autarquia é o Conselho Administrativo de Defesa Econômica, conhecido pela sigla Cade e subordinado ao Ministério da Justiça.



A expectativa é que, devido às privatizações de empresas estatais e à maior abertura comercial brasileira, os processos de M&A se acelerem no Brasil nos próximos anos.

OFERTA PÚBLICA DE AQUISIÇÃO (OPA)

É o contrário de uma oferta pública inicial. Na OPA, uma empresa se oferece para comprar as ações de outra empresa a um preço específico. A compradora comunica a oferta diretamente aos acionistas da empresa-alvo. Exemplo brasileiro recente: oferta realizada pela companhia aérea Latam aos acionistas da empresa gestora de benefícios Multiplus.

JOINT VENTURE (JV)

É um acordo em que duas ou mais empresas reúnem recursos para um empreendimento conjunto. A operação pode ser um novo projeto ou qualquer outra atividade comercial que ambas as partes queiram realizar em conjunto, de modo a agregar valor a seus negócios.

Em uma JV, cada um dos participantes é responsável pelos lucros, custos e despesas associados à transação, segundo parâmetros estabelecidos de antemão no processo. No entanto, o empreendimento é uma entidade separada das demais atividades dos participantes.

Vale ressaltar que, embora seja uma parceria no sentido literal da palavra, uma *Joint Venture* pode assumir qualquer estrutura legal. Empresas, grupos, companhias de capital aberto e de capital fechado podem formar uma JV. É comum que uma empresa se associe a um concorrente por meio de uma *joint venture* para poder entrar em um novo mercado. Por exemplo, expandindo sua rede de distribuição para outros países.

Neste sentido, uma empresa que porventura deseje expandir suas atividades para novos países pode entrar em uma JV para fornecer produtos a uma empresa local, beneficiando-se, assim, de uma rede de distribuição já existente.

Vale mencionar que uma JV pode ser um recurso muito interessante para algumas companhias, haja visto que alguns países restringem a entrada de empresas de fora que se interessam em adentrar em seu mercado.

Minerva assina joint venture focada em carne bovina na China

Operação feita com os empresários Xuefang Chen e Wenbo Ge busca maximizar distribuição no mercado chinês

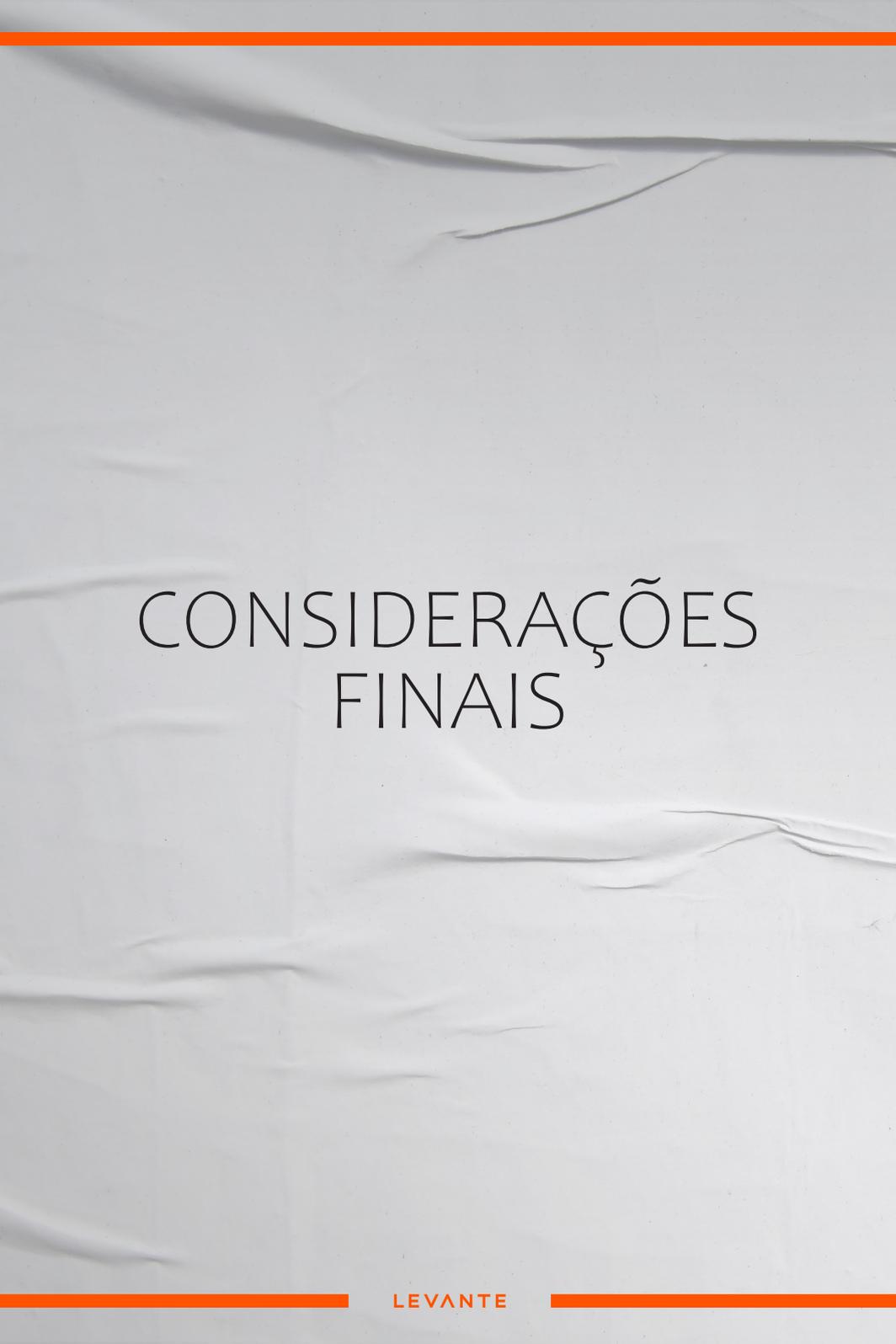
SPIN-OFF

É o nome dado a uma empresa criada a partir de outra, deixando parcialmente ou totalmente de fazer parte da “empresa mãe”.

Geralmente, este tipo de operação é realizado quando uma nova empresa possui um bom conceito de negócios e precisa separar-se da empresa mãe para poder captar recursos de novos acionistas e, dessa forma, crescer de maneira mais acelerada. Lançar um *spin-off* pode favorecer tanto a empresa derivada quanto a empresa mãe, melhorando a governança e tornando a gestão mais próxima da nova empresa.

Os motivos para o lançamento de um *spin-off* podem ser gerenciais ou financeiros. O principal motivo **gerencial** é explorar novos nichos de negócios, pois a criação de uma nova empresa facilita testar novas ideias por ter um ambiente menos rígido do que o de uma empresa grande. Os motivos **financeiros** são: possibilidade de captar recursos para crescer e gerar valor para os acionistas da nova empresa.

Exemplos brasileiros: BB Seguridade (BBSE3), o braço de seguros do Banco do Brasil, uma das seguradoras mais rentáveis do mundo. Wiz Soluções (WIZS3), a corretora de seguros altamente rentável da Caixa Seguridade, foi transformada em empresa independente e teve seu capital aberto na Bolsa. Por fim, temos a Log Commercial Properties (LOGG3), empresa de galpões logísticos que se desmembrou da incorporadora MRV e abriu capital em dezembro de 2018.



CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este e-book foi feito pela Equipe Levante para apresentar a você, investidor, os conceitos de avaliação de empresas e de ações. O *Valuation* é uma ferramenta essencial na tomada de decisões de investimentos. Ele serve tanto para o investidor decidir se compra, ou não, uma ação a um determinado preço quanto para o empresário ou o gestor decidir se realiza, ou não, a expansão de uma empresa ou a aquisição de um concorrente.

Apesar de exigir um pouco de conhecimento matemático, o *Valuation* é uma ferramenta bastante acessível para o investidor. Ele permite mais assertividade nas decisões e um melhor planejamento das estratégias de investimento. Agora, após ter aprendido a como efetivamente analisar uma empresa, com todos os principais índices e métricas esclarecidos, assim como com as principais categorias de empresas, ações e estruturas do mercado financeiro expostas, você conseguirá colocar os preceitos do *Valuation* em prática.

Mas, antes de ir diretamente ao mercado para comprar e vender ações, tenha calma. Como dito no início deste e-book, você precisa também conhecer, além do cenário macro do mercado no qual está investindo, seu perfil de investidor, sua tolerância ao risco e seus objetivos pessoais. Controle emocional é essencial quando falamos do investimento em ações e afins.

Nós, da Levante Ideias de Investimentos, incentivamos você a estudar as técnicas aqui expostas e a utilizá-las para obter um resultado melhor para seu dinheiro. Investir na Bolsa de Valores é muito fácil e é para todos. Para isso, conte com a Levante e nossas ideias de investimento. Estaremos sempre ao seu lado, levando a você as ideias mais consistentes do mercado financeiro e dando o suporte necessário para que você se torne um investidor acima da média.

Um abraço,

Equipe Levante.

DISCLAIMER

Este relatório foi elaborado pela Levante Ideias de Investimento e o uso é exclusivo de seu assinante, estando protegido pela Lei de Direitos Autorais. Este conteúdo não pode ser reproduzido, copiado ou distribuído, no todo ou em parte, a terceiros, sem prévia e expressa autorização.

Este documento tem como objetivo somente informar os leitores e não tem a finalidade de assegurar, prometer ou sugerir a existência de garantia de resultados futuros ou isenção de risco para os leitores. O documento não tem o cunho de ofertar, negociar, comercializar ou distribuir títulos ou valores mobiliários ou qualquer outro instrumento financeiro.

As decisões de investimentos devem ser realizadas pelo próprio leitor.

O analista responsável poderá esclarecer dúvidas de seus leitores através de vídeos ou relatórios que serão enviados simultaneamente aos assinantes, mantendo e garantindo a isonomia de informações.

As informações deste relatório foram baseadas em fontes públicas e consideradas fidedignas na data de publicação, e estão sujeitas à mudanças, não implicando necessariamente na obrigação de qualquer comunicação com respeito a tal mudança.

Nos termos do artigo 17 da ICVM 598/2018, os analistas responsáveis pela elaboração deste relatório declaram que as recomendações contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais e foram elaboradas de forma independente e autônoma.

Conforme o artigo 16, parágrafo único da ICVM 598/2018, o analista Eduardo Guimarães declara-se inteiramente responsável pelas informações e afirmações contidas neste relatório de análise.

Os valores mobiliários não contam com garantia do Fundo Garantidor de Crédito – FGC.

A reprodução, cópia ou distribuição deste conteúdo, no todo ou em parte, implicará ao infrator sanções cíveis e criminais, incluindo a obrigação de reparação de perdas e danos causados, nos termos dos artigos 102 e seguintes da Lei 9.610/98.

LEVANTE