

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO  
ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

**A ANÁLISE DE INVESTIMENTOS DE B. GRAHAM, W. BUFFETT E P. FISHER  
APLICADA AO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Orientador: Prof. Dr. Stefano Florissi

Aluno: Katia Karina Ramires

Porto Alegre, Junho de 2011

**KATIA KARINA RAMIRES**

**A ANÁLISE DE INVESTIMENTOS DE B. GRAHAM, W. BUFFETT E P. FISHER  
APLICADA AO MERCADO DE CAPITAIS BRASILEIRO**

Monografia de Conclusão de Curso apresentada como requisito parcial para a obtenção do grau de Especialista em Mercado de Capitais, pelo Programa de Pós-Graduação em Administração da Escola de Administração, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

*“I never attempt to make money on the stock market.  
I buy on the assumption that they could close the market  
the next day and not reopen it for five years.”*

Warren E. Buffett

## **RESUMO**

Diante do crescente interesse das pessoas em entenderem como fazer para selecionar ativos que irão resultar em retornos sólidos ao longo dos anos, se analisou o tópico de análise de investimento, análise fundamentalista e especialmente os métodos e critérios de 3 dos mais reconhecidos investidores norte-americanos. Benjamin Graham, Warren Buffett e Philip Fisher em várias oportunidades colocam métodos e critérios que fazem parte de sua rotina na análise e seleção de ativos que irão compor seus portfólios. Aqui descrevemos estes princípios, os comparamos em uma tabela resumida e propomos àqueles que podem ser aplicados de maneira mais objetiva. A partir desta lista de métodos quantitativos e com ajuda do programa Económica, filtraram-se os ativos, listados na BM&F Bovespa, que poderiam ser alvos destes investidores dentro do mercado brasileiro.

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>1</b>
<b>2</b>	<b>PROBLEMA DE PESQUISA .....</b>	<b>2</b>
<b>3</b>	<b>JUSTIFICATIVA DO TEMA .....</b>	<b>4</b>
<b>4</b>	<b>OBJETIVOS .....</b>	<b>6</b>
4.1	OBJETIVO GERAL.....	6
4.2	OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	6
<b>5</b>	<b>ANÁLISE DE INVESTIMENTOS.....</b>	<b>7</b>
5.1	ANÁLISE FUNDAMENTALISTA .....	7
<b>5.1.1</b>	<b>Indicadores econômicos financeiros .....</b>	<b>9</b>
5.1.1.1	Índices .....	9
5.1.1.2	Capital de giro .....	12
5.1.1.3	Análise de alavancagem .....	13
5.1.1.4	Análise de rentabilidade .....	15
5.2	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO .....	16
5.3	ANÁLISE DE MÚLTIPLOS DE VALOR DA EMPRESA.....	19
<b>5.3.1</b>	<b>Análise técnica .....</b>	<b>21</b>
<b>5.3.2</b>	<b>Princípios de investimento de Benjamin Graham.....</b>	<b>23</b>
<b>5.3.3</b>	<b>Princípios de investimento de Warren Buffett .....</b>	<b>26</b>
<b>5.3.4</b>	<b>Princípios de investimento de Philip Fisher.....</b>	<b>31</b>
<b>6</b>	<b>PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS .....</b>	<b>34</b>
<b>7</b>	<b>RESULTADOS.....</b>	<b>39</b>
<b>8</b>	<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS.....</b>	<b>44</b>
<b>9</b>	<b>REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....</b>	<b>45</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Dentro do escopo do tema Mercado de Capitais, uma das questões mais pertinentes é a análise de investimentos fundamentalista. Como encontrar o investimento que irá gerar o maior retorno no longo prazo, é um desafio cada vez mais perseguido pelos investidores.

Neste trabalho se encontram diversos métodos de análise, entre fundamentalista e técnica, porém com foco na análise fundamentalista. Buscou-se explorar as filosofias de investimento, especialmente, de três investidores renomados norte-americanos, que a partir de seu sucesso e experiência demonstraram que alguns princípios de investimento podem ser ensinados e utilizados por qualquer um disposto a aprender.

A partir da análise dos métodos utilizados por Benjamin Graham, famoso pela criação do *value investing* ou investimento em valor, Philip Fisher, por seus investimentos em ações de crescimento e Warren Buffet, conhecido como o oráculo de Omaha (cidade onde nasceu e vive até hoje), coloca-se um comparativo entre seus métodos.

A partir desta análise extraímos uma série de critérios e parâmetros para aplicar estas técnicas ao mercado brasileiro, filtrando dados a partir do programa Economatica. Dois filtros foram criados devido ao fato de a primeira tentativa, com os filtros literalmente retirados da bibliografia dos investidores, ter sido restrito demais a ponto de não sobrarem investimentos que satisfizessem todos os requisitos apresentados.

## 2 PROBLEMA DE PESQUISA

A principal discussão dentro do estudo do mercado de capitais é como é possível prever quais as ações que proporcionarão os maiores retornos ao longo do tempo. Diversos tipos de análises já foram criadas e testadas e a conclusão mais provável é que de fato não há uma resposta única e simplificada.

É razoável supor, entretanto, que exista um conjunto apropriado de métricas e análises que juntas irão fornecer fundamentos mais coerentes e confiáveis para a complexa tarefa de investir capital. São muitos os métodos já aplicados e testados desde que o mercado acionário existe, especialmente nos mercados mais maduros como o americano. Investidores experientes e reconhecidos podem ter a chave para esta difícil tarefa; e a observação das técnicas, métricas e até mesmo intuição utilizada por eles pode servir de lição para aqueles que buscam entender a dinâmica deste mercado.

Sempre haverão crises mundiais devido a fatores externos ao mercado de capitais, como política, guerras, desastres naturais entre outros que terão impacto direto no mercado acionário, podendo, em um primeiro momento, fazer cair por terra toda a análise e racionalidade aplicada pelos investidores em suas decisões de investimento. E até mesmo surpresas inerentes a fatores endógenos ao próprio ambiente das empresas como uma aquisição hostil, erro relevante de administração, e até mesmo má fé de seus administradores. Porém, na maior parte do tempo, em economias estáveis ou no longo prazo podemos nos valer da racionalidade para escolher as melhores opções de investimento.

Neste contexto, percebe-se a necessidade de investigar e entender os critérios de análise e métricas utilizados pelo mercado para escolha dos investimentos mais atraentes. Existem hoje no mercado investidores reconhecidos por sua capacidade de encontrar ativos para investimentos que geram resultados acima da média do mercado no longo prazo, com base em alguns princípios concretos e bem definidos moldados por anos de experiência. Este conhecimento dentro de análises financeiras, contábeis e até mesmo de aspectos de gestão de negócios revela uma oportunidade de estudo para aqueles que buscam conhecimento sobre a dinâmica do mercado de capitais de hoje.

Isto posto, coloca-se uma questão em estudo: quais são os métodos de avaliação de ações para investimento utilizados por investidores norte-americanos altamente reconhecidos

perante a comunidade especialista em mercado de capitais e como resultariam estes métodos aplicados no mercado brasileiro?



### 3 JUSTIFICATIVA DO TEMA

Entender como os alguns dos mais reconhecidos nomes do mercado de capitais obtiveram sucesso investindo em ações e buscar aprender seus pensamentos e prerrogativas é uma maneira de munir-se de conhecimento para desenvolver nossas próprias estratégias. Parte essencial do estudo do mercado de capitais é conhecer alguns de seus principais personagens, que conseguiram ao longo do tempo construir sua carreira de maneira concreta e bem-sucedida.

São inúmeros os temas que a análise de investimentos trata e diversas as métricas utilizadas pelo mercado. Análise fundamentalista, técnica, de múltiplos, de balanços/contábil, etc, são ferramentas amplamente utilizadas e com adeptos que as defendem, sempre afirmando que esta é mais eficaz do que aquela. Para podermos abordar esta discussão é necessário entender porque alguns investidores obtém melhores resultados que outros.

Nos anos recentes a evidência que o tema “investimento no mercado de capitais” atingiu pode ser verificada pela quantidade de publicações e crescente interesse entre pessoas físicas que vem aumentando sua participação em operações na BM&F Bovespa. O interesse de pessoas mesmo fora do ambiente acadêmico, que buscam agregar conhecimento sobre o mercado de capitais e especialmente do mercado de ações, como uma maneira de alcançar sua independência financeira, cresce sustentado por autores e ícones como Warren Buffett, George Soros, Benjamin Graham, Damodaran (com publicações sobre métodos de avaliação de empresas), etc.

Também é importante levar em conta a aplicação deste conhecimento no mercado em foco, o brasileiro, em contraponto ao mercado americano de onde os investidores em estudo agiram. Warren Buffett, conhecido por sua habilidade em identificar empresas subavaliadas no mercado que garantem altos e contínuos retornos no longo prazo Benjamin Graham, o pai o “*value investing*”, Philip Fisher, que fez fortuna com seus métodos de investimento de “detetive”, que seleciona ações com imenso potencial de lucro avaliando os administradores da companhia assim como seus produtos e políticas (ROSS, 2000). Estes são investidores com diferentes visões e perspectivas, porém que obtiveram amplo reconhecimento por seus resultados, mostrando que não existe apenas uma maneira de se obter sucesso nos investimentos, mas sim combinações de diferentes métodos.

A análise dos critérios de investimento destes reconhecidos investidores norte-americanos e a comparação entre os diferentes métodos utilizados por eles para análise de ativos é relevante pela possibilidade de, analisando estes fundamentos e considerando o contexto do mercado e economia brasileira, poder propor uma carteira direcionada à este mercado.

## 4 OBJETIVOS

De acordo com a justificativa e o problema identificados, formula-se o objetivo geral e específico, sintetizando o propósito do estudo e desenvolvendo as particularidades, respectivamente.

### 4.1. OBJETIVO GERAL

Analisar as diferentes metodologias de decisão de investimentos de Benjamin Graham, Philip Fisher e Warren Buffett e aplicá-las ao mercado brasileiro.

### 4.2. OBJETIVOS ESPECIFICOS

- a) Pesquisar os princípios de investimento de Benjamin Graham, Philip Fisher e Warren Buffett;
- b) Fazer uma tabela comparativa entre seus métodos de investimentos;
- c) Selecionar os critérios, a partir da tabela, para compor uma carteira no mercado brasileiro;
- d) Utilizar filtros para identificar as ações de quais empresas seriam selecionadas através deste método;
- e) Criar uma carteira sugerida baseada em seus princípios de investimento.

## 5. ANÁLISE DE INVESTIMENTOS

De maneira geral, a análise de investimentos é a base da tomada de decisão quanto à alocação de capital. Para Graham (2003), uma operação de investimento no mercado de capitais é aquela em que, após uma análise profunda, promete a segurança do principal e um retorno adequado. Isto significa que para fazer um investimento são necessárias ferramentas e métodos de estudo que nos indiquem quais são as ações com maior chance de apresentarem retornos atraentes no futuro. O princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague por um ativo mais do que ele realmente vale (DAMODARAN, 2007).

Enquanto muitos investidores buscam apenas comprar na alta e vender na baixa, àqueles que seguem os princípios de Benjamin Graham de investimento em valor (value investing) buscam comprar uma ação em um nível que é sensivelmente menor que o seu valor intrínseco ou inerente (CALANDRO, 2009).

O mercado possui diversos agentes que interferem nos valores das ações negociadas em bolsa, e, também, diversos fatores, tanto macro quanto micro econômicos que influenciam as decisões de compra e venda destes agentes. Por esta razão os preços dos ativos flutuam diariamente e dificilmente estão refletindo o valor intrínseco das companhias. No campo teórico observamos a teoria dos mercados eficientes, que vem afirmar que um mercado será eficiente se as novas informações disponíveis nele forem rápida ou imediatamente refletidas nos preços das ações (COPELAND *et al.*, 2002, p.90). Para o mesmo autor, ainda que o mercado seja ocasionalmente ineficiente, os administradores devem tomar decisões de negócio admitindo a eficiência de mercado e concentrando-se na elevação de longo prazo de seu fluxo de caixa livre, o que poderá refletir em maiores preços por ação.

Nesta seção de Análise de Investimentos focaremos nos diferentes métodos utilizados para a avaliação de investimentos, especificamente em ações.

### 5.1 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

A Análise Fundamentalista possibilita a avaliação de ativos através da mensuração de seu valor intrínseco, considerando o estudo de variáveis que possam influenciar ou modificar seus valores, decorrentes das condições de mercado e da economia, tanto local como globalmente. Ela é a base com que trabalham os investidores que analisaremos neste

trabalho. Outros renomados investidores, como Peter Lynch, que comandou o Fidelity Magellan entre os anos de 1977 e 1990, de modo a atingir, nesta época, o melhor desempenho já registrado por um fundo mútuo, acreditava que ninguém deveria investir em uma companhia, não importando a qualidade de seus produtos ou o movimento no estacionamento da loja (aspectos evidentes de sucesso para qualquer pessoa comum), sem estudar seus balanços financeiros ou sem estimar seu valor comercial (ZWEIG, 2003).

A análise fundamentalista analisa tópicos que se relacionam com o desempenho da empresa para concluir sobre suas perspectivas utilizando toda a informação disponível no mercado sobre determinada empresa (MARTINS, 2008). Segundo Winger e Frasca (1995), esta análise tem três fatores como alicerces: a análise da empresa; a análise do setor industrial em que a empresa está inserida, e a análise geral da economia. O primeiro seria a análise dos dados concretos da empresa, como demonstrações financeiras e contábeis, histórico da companhia, capital humano, fontes de recursos e outros aspectos que já fazem parte do modelo da empresa. O segundo é a análise do setor industrial em que esta companhia está inserida, coletando dados do mercado, competidores, oportunidades e riscos do negócio entre outras perspectivas. O terceiro seria a análise macroeconômica que fornece o contexto onde o cenário, tanto da empresa como do setor, está inserido. Dentro desta análise está a observação de fatores como taxa de juros, inflação esperada, crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do país ou países em que a empresa opera, cenário político, oferta e demanda e outros fatores relevantes ao desempenho da companhia.

Thomason (2005), aborda os pontos fortes por trás da Análise Fundamentalista ao classificá-los em quatro categorias principais:

- a) *As tendências de longo prazo:* dentre os benefícios da Análise Fundamentalista, podemos considerar o horizonte de longo prazo para os investimentos, dentre os mais benéficos em termos de lucratividade e retorno esperados para aqueles investidores pacientes.
- b) *A questão do valor:* acrescido do fator de longo prazo, a análise ajuda o investidor a identificar e descobrir o valor das empresas, de seus ativos, de seus balanços, de seus lucros constantes, dentre outros.
- c) *O discernimento dos negócios:* apesar de ser intangível, a capacidade de se entender o negócio da empresa em que o investidor está investindo é ponto crucial da análise. O bom conhecimento das atividades da empresa proporciona ao

investidor obter expectativas de ganhos da empresa, além de prevenir que os mesmos aloquem recursos em empresas que não sejam lucrativas. Adicionalmente a Análise Fundamentalista permite que o investidor entenda os valores que movem as empresas de determinado tipo de indústria (área de atuação), o que permite identificar oportunidades com ações consideradas de alto risco, baixo risco, direcionadas pelo valor, pelas rendas, pelo crescimento, consideradas cíclicas ou não cíclicas, apenas para citar algumas; e

- d) *A capacidade da identificação, discernimento e conhecimento*: entender a distinção entre empresas e negócios é fundamental para o investidor, da mesma maneira que classificá-las em categorias ou grupos para que se possa determinar exatamente as singularidades de cada empresa, o que pode representar grandes diferenças em termos na avaliação de potenciais investimentos.

### 5.1.1. Indicadores econômicos financeiros

#### 5.1.1.1. Índices

Os índices são, no contexto das Demonstrações Financeiras, a relação entre contas ou grupo de contas que revelam determinados aspectos da situação econômica ou financeira de uma empresa. Os principais aspectos revelados pelos índices são, dentro da situação financeira, a estrutura e liquidez da companhia, e, dentro da situação econômica, a rentabilidade da mesma (MATARAZZO, 2010).

Listaremos primeiramente os principais índices de **estrutura de capitais**, que revelam em grandes linhas as decisões financeiras da companhia em termos de obtenção e aplicação de recursos. Quanto menores forem estes índices, melhor.

- a) **Participação de Capitais de Terceiros**: Indica quanto a empresa tem tomado de recursos de terceiros para cada R\$ 100 de capital próprio investido. Quanto menor for este indicador, melhor, pois indica o nível de dependência de capital de terceiros.

$$\frac{\text{Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)}}{\text{Capital Próprio}} \times 100$$

### Patrimônio Líquido

- b) Composição do Endividamento: Indica qual o percentual de obrigações de curto prazo em relação às obrigações totais. Quanto menor for este indicador melhor.

$$\frac{\text{Passivo circulante}}{\text{Capital de Terceiros (Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo)}} \times 100$$

- c) Imobilização do Patrimônio Líquido: Indica quanto a empresa aplicou no seu Ativo Permanente para cada R\$ 100 de seu Patrimônio Líquido. Quanto menor for este indicador melhor.

$$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

- d) Imobilização de Recursos Não Correntes: Indica o percentual de recursos não correntes a empresa aplicou no Ativo Permanente. Quanto menor for este indicador melhor.

$$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido + Exigível a Longo Prazo}} \times 100$$

Abaixo estão listados os índices relacionados à **Liquidez**, que procuram medir quão sólida é a base financeira da empresa. Uma empresa com bons índices de liquidez, pode ter boa capacidade de pagar suas dívidas, porém não necessariamente isto ocorre, dado que o pagamento de dívidas também está relacionado a outras variáveis não medidas por este índice, como prazo, renovação de dívidas, etc.

- a) Liquidez Geral: Indica quanto a empresa possui em seu Ativo Circulante e Realizável a Longo Prazo para cada R\$ 1,00 de dívida total. Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Ativo Circulante + Realizável a Longo Prazo}}{\text{Dívida Total}} \times 100$$

Passivo Circulante + Exigível a Longo Prazo

- b) **Liquidez Corrente:** Indica quanto a empresa possui no Ativo Circulante para cada R\$ 1,00 de Passivo Circulante (dívidas de curto prazo). Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

- c) **Liquidez Seca:** Indica quanto a empresa possui em seu Ativo Líquido para cada R\$1,00 de Passivo Circulante (dívidas de curto prazo). Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Disponível + Aplicações Financeiras + Clientes de rápida conversibilidade em dinheiro}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Os índices de **Rentabilidade** avaliam o grau de êxito econômico da empresa através da rentabilidade dos capitais investidos.

- a) **Giro do Ativo:** Indica quanto a empresa vendeu para cada R\$ 1,00 de investimento total. Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$$

- b) **Margem Líquida:** Indica Quanto empresa tem de lucro para cada R\$ 100 vendidos. Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$$

- c) **Rentabilidade do Ativo:** Indica quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100 de investimento total.

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$$



- d) Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE): Indica quanto a empresa obteve de lucro para cada R\$ 100 de Capital Próprio investido. Quanto maior este índice, melhor.

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$$

#### 5.1.1.2 Capital de giro

O Capital de giro é um elemento fundamental na análise da força financeira de uma companhia sendo resultado da diferença entre os ativos e passivos circulantes de uma empresa. O Capital de giro representa o conjunto de valores necessários para a empresa fazer seus negócios girarem, serem operacionais. Nele encontra-se a capacidade da companhia executar seus negócios cotidianos com conforto e sem escassez, de financiar sua própria expansão e de se recuperar de perdas sem incorrer em desastres (GRAHAM, 2010).

É interessante ressaltar que toda empresa deve manter um mínimo possível de capital de giro, pois os ativos circulantes tem que ser capaz de cobrir os passivos circulantes, e é claro com alguma margem de segurança. Desequilíbrios no capital de giro da empresa podem levar, nos casos mais extremos, à insolvência e à falência (GRAHAM, 2010). O capital de giro para operacionalizar uma empresa pode vir de diferentes fontes, tais como:

- Capital Próprio
- Empréstimos/Financiamentos - de curto e de longo prazo
- Descontos de duplicatas e cheques
- Fornecedores
- Adiantamento de Clientes
- Lucros

Cada tipo de negócio possui uma Necessidade de Capital de Giro (NCG), que está relacionada ao ciclo de caixa e nível de vendas da empresa. A NCG reflete o montante que a empresa necessita tomar para financiar seu Ativo Circulante em decorrência das atividades de comprar, produzir, vender. Ela é calculada da seguinte maneira:

$$\text{NCG} = \text{Valor das Contas a Receber} + \text{Valor em Estoque} - \text{Valor das Contas a Pagar}$$

A NCG envolve o ciclo financeiro e o volume de vendas de uma empresa, a cada venda, existirá uma necessidade de capital de giro. O Ciclo Financeiro é o período que a empresa leva para que os recursos financeiros retornem ao caixa e pode ser representado por:

$$[(\text{PM.Estoques} + \text{PM.Recebimentos}) - \text{PM.Pagamentos}]$$

É possível também calcular a NCG através dos prazos médios, conforme abaixo:

$$\text{NCG} = [\text{CFA} / (\text{P} \times \text{F})]$$

- CFA = Ciclo Financeiro Ajustado às Vendas =  $[(\text{PMEa} + \text{PMR}) - \text{PMPa}]$
- PMEa = Prazo Médio de Estoques Ajustado às Vendas
- PMR = Prazo Médio de Recebimento
- PMPa = Prazo Médio Pagamento Ajustado às Vendas Fornecedores e Despesas (impostos, salários, etc)
- P = Período de tempo
- F = Faturamento Mensal

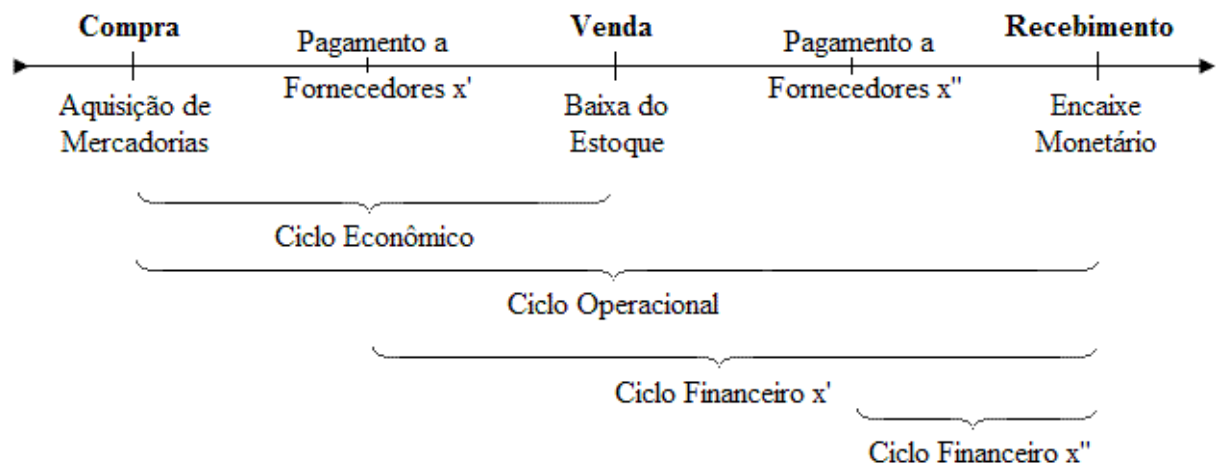


Figura 1 – Ciclos Econômico, Operacional e Financeiro.  
Fonte: PORTAL DE CONTABILIDADE (2011).

### 5.1.1.3 Análise de alavancagem

A alavancagem aqui representa o uso de dívidas para aumentar o lucro da empresa. Por exemplo, uma companhia pode buscar um financiamento de R\$ 100 milhões a 7% e utilizar esse dinheiro, ganhando 12%, o que significa que está lucrando 5% além do seu custo de capital. Como consequência, a empresa tem um lançamento de R\$ 5 milhões em seu resultado financeiro, aumentando o lucro e o retorno sobre o patrimônio. Existe, é claro, um nível de endividamento que não é saudável e que pode representar um risco para o negócio, em épocas de crise ou em que haja uma retração do volume de crédito oferecido pelos bancos. Abaixo os principais índices para análise de alavancagem:

- a) Grau de Alavancagem Financeira (GAF) = Rentabilidade do Patrimônio Líquido (ROE) / Retorno sobre o Ativo (RSA).

Interpretação do índice: mede o quanto da dívida de uma empresa em relação ao seu capital próprio está sendo utilizada para o financiamento das suas atividades. Quanto maior esse índice, maior o risco de insolvência.

- b) Índice de endividamento total = Exigível total / Ativo total.

Interpretação do índice: mede a proporção de ativos totais da empresa financiados pelos credores. Quanto maior esse índice, maior o risco de insolvência. O ideal é que esteja sempre abaixo de um.

- c) Índice de endividamento sobre patrimônio líquido = Exigível total / Patrimônio líquido.

Interpretação do índice: mede o endividamento da empresa. Quanto maior for esse índice, maior o risco de insolvência. O ideal é que esteja sempre abaixo de um.

- d) Índice de cobertura de juros = Lucro antes dos juros e do imposto de renda (Lajir) / Despesas anuais com juros.

Interpretação do índice: mede a capacidade da empresa em realizar o pagamento dos juros de empréstimos contratados. Quanto maior o índice, maior a capacidade da empresa de pagar os juros devidos.

#### 5.1.1.4 Análise de rentabilidade

O Retorno sobre o capital investido, conhecido como ROIC (*Return on Invested Capital*), é uma ferramenta analítica melhor para a compreensão do desempenho de uma empresa do que outras medidas de retorno (como retorno sobre o patrimônio ou o retorno sobre o ativo), pois se concentra no desempenho operacional efetivo (COPELAND *et al.*, 2002). O ROIC é calculado da seguinte maneira:

$$\text{ROIC} = \frac{\text{Lucro operacional líquido} - \text{impostos ajustados}}{\text{Capital investido}}$$

O Retorno sobre o Ativo, ou seja, quanto a empresa gera de lucro para cada R\$ 100 investidos, mostra a rentabilidade do negócio. Quanto maior o índice, maior a eficiência.

$$\frac{\text{LADF}}{A} = \frac{\text{Lucro antes das Despesas Financeiras}}{\text{Ativo Operacional}} \%$$

O papel do Retorno sobre o Patrimônio Líquido, também conhecido por ROE (Retorno n Equity), é mostrar qual a taxa de rendimento do capital próprio. Essa taxa pode então ser comparada com a de outros produtos no mercado, como poupança, CDBs, ações, aluguéis, fundos de investimento, etc. O ROE é calculado como:

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$$

O Custo da Dívida revela quanto a empresa paga de juros para cada R\$ 100 tomados junto a instituições financeiras. Se este custo é maior que o retorno sobre o ativo, ou seja, se a empresa paga, para cada dólar tomado, mais do que rende seu investimento no negócio, isto quer dizer que os acionistas “bancam” a diferença com sua parte de lucro ou até com seu próprio capital. Porém, se o custo da dívida é menor que o retorno sobre o ativo, os acionistas ganham a diferença (MATARAZZO, 2010).

$$\frac{DF}{PE} = \frac{\text{Despesas Financeiras}}{\text{Passivo gerador de encargos}} \%$$

## 5.2 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O valor intrínseco de uma companhia baseado no seu fluxo de caixa descontado pode ser usado para avaliar oportunidades específicas de investimento ou a estratégia de uma companhia ou unidade de negócios (COPELAND *et al.*, 2002). Nesta análise, o valor de um ativo é igual aos fluxos de caixa previstos para este ativo, trazidos a valor presente por uma taxa que reflita o grau de risco destes fluxos de caixa (DAMODARAN, 2007).

Para Copeland *et al.* (2002), existem alguns passos a serem seguidos para a avaliação de uma empresa conforme esse método:

- Analisar o desempenho histórico da empresa;
- Projetar o desempenho futuro e o correspondente fluxo de caixa;
- Estimar o custo de capital;
- Estimar o valor da perpetuidade;
- Calcular e interpretar resultados.

Dados estes passos, para prosseguir com a análise de dados de desempenho histórico de uma empresa de capital aberto podem ser usados todos os recursos disponíveis nos órgãos reguladores, no caso do Brasil, na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), e também nos websites de Relações com Investidores das Empresas.

Para o passo seguinte, abaixo estão listadas duas formas de mensurar o fluxo de caixa de uma empresa (DAMODARAN, 2004).

1) Somar o fluxo de caixa de todos os portadores de diferentes direitos na companhia – ou seja, de todos os investidores em ações, na forma de dividendos ou recompra de ações. Adicionar estes fluxos aos dos portadores de dívidas – juros e pagamentos da dívida líquida.

2) Estimar os fluxos de caixa da empresa antes dos pagamentos de dívida, mas após as necessidades de reinvestimentos terem sido atendidas, conforme abaixo:

Lucros antes dos juros e dos impostos (1- alíquota de IR)

- (Despesas de capital – Depreciação)
- Variação no capital de giro não-monetário

= Fluxo de caixa livre da empresa (FCF)

A capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa, e, portanto, sua capacidade de criação de valor, é movida pelo crescimento de longo prazo (do faturamento e dos lucros) e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao custo do seu capital. Para uma análise mais apurada é preciso usar também as medidas operacionais e estratégicas chamadas de vetores de valor, pois apenas as medidas financeiras de curto prazo podem indicar tardiamente mudanças na criação de valor (Copeland et al., 2002).

Após definidos os fluxos de caixa projetados para o futuro, a determinação de valor de uma empresa é feita através do desconto destes, usando a fórmula abaixo:

$$VA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

onde:

FCt = Fluxo de Caixa da empresa esperado no período t

r = taxa de desconto (reflete o risco inerente ao fluxo de caixa estimado)

n = vida útil do ativo

Os fluxos de caixa esperados devem ser descontados por uma taxa que reflita o custo de financiar determinado ativo. A taxa pela qual se descontam os fluxos futuros é chamada de Custo Médio Ponderado do Capital, também conhecida como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*). A WACC leva em consideração o custo do capital próprio e de terceiros da empresa ponderando a participação destes capitais na operação da companhia conforme seu perfil de dívida, como demonstrado abaixo:

$$WACC = \text{Custo do patrimônio líquido (Patrimônio líquido / (Dívida + Patrimônio líquido))} + \\ \text{Custo da dívida (Dívida / (Dívida + Patrimônio líquido))}$$

O custo de dívida mensura o custo de empréstimo atual, ajustado para os benefícios tributários do empréstimo. O custo do patrimônio líquido representa a taxa de retorno exigida por investidores em ações na empresa e é uma função do risco não diversificável em um investimento, que, por sua vez, é mensurado por um beta. (DAMODARAN, 2004).

O beta é um índice que mede a variação de uma ação em relação a uma carteira de

mercado, perfeitamente diversificada. No caso brasileiro, o IBOVESPA é o referencial mais utilizado. O coeficiente  $\beta$  é usado para medir o risco não diversificável, isto é, fatores de mercado que afetam todas as empresas, como, por exemplo, guerra, inflação e crises internacionais.

Ou seja, este índice irá tentar mensurar quanto um ativo está sujeito às variações não controláveis do mercado e do ambiente. É um índice que mede a relação entre o retorno de um ativo e o retorno do mercado. Desta forma, o prêmio por risco será sempre multiplicado por este coeficiente, exigindo um prêmio maior por risco quanto maior a variação do ativo em relação à carteira de mercado.

O beta da carteira de ações padrão, IBOVESPA, é sempre igual a 1, uma vez que ela é a base para o cálculo comparativo. O beta desta carteira é o beta médio de todos os títulos disponíveis. Desta forma, concluímos que, quando o beta for igual a um ( $\beta=1$ ), o ativo será chamado de “ativo médio”, pois sua variação tende a acompanhar perfeitamente o mercado. Quando o IBOVESPA valoriza 10%, por exemplo, o ativo valoriza na mesma proporção. Quando o beta for menor que um ( $\beta < 1$ ), diz-se que o ativo é defensivo, pois possui oscilações inferiores ao mercado e no mesmo sentido. Quando o IBOVESPA valoriza 10%, o ativo tende a valorizar menos do que 10%. Já no caso de o beta ser maior do que um ( $\beta > 1$ ) ele é chamado agressivo, pois possui oscilações maiores que as do mercado e no mesmo sentido. Por exemplo, uma ação com  $\beta=2,0$  tende a valorizar/desvalorizar o dobro do que o mercado (IBOVESPA, 2011).

Um dos principais fatores a influenciar a tomada de decisão na escolha do ativo que se irá investir é a análise do risco. Um modelo bastante usado no mercado financeiro é o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM), que pode ser definido também como a remuneração pela espera mais a remuneração pelo risco. Segundo Damodaran (1997), o CAPM é construído sobre a premissa de que a variância de retornos é a medida de risco apropriada, mas apenas aquela porção de variação que não é diversificável é recompensada.

Copeland *et al.* (2002) mostram que no modelo CAPM, o custo de oportunidade é igual ao retorno dos títulos livres de risco mais o risco sistemático da empresa, representado pelo beta, multiplicado pelo prêmio de mercado. Para Damodaran (1997), “o retorno esperado sobre os investimentos compreende a recompensa, e a variância nos retornos esperados compreende os riscos do investimento”.

Assim, no CAPM, a variância é a única medida de risco. Na situação em que os investidores tiverem que escolher entre dois investimentos com mesmo desvio-padrão e retornos diferentes, irão escolher aquele de maior retorno esperado. Deste modo, o CAPM procura mensurar o retorno que um ativo deve proporcionar aos seus investidores para recompensar o risco assumido, em relação ao risco do mercado e ao retorno proporcionado por ativos livres de risco.

O risco sistêmico ou risco não-diversificável vem de fatores macroeconômicos gerais que afetam as empresas como um todo. Para exemplificar, pode-se citar a variação do câmbio, a inflação, a política monetária, a taxa de juros básica entre outros. Já o risco não sistêmico, é individual a cada empresa e pode ser eliminado pela diversificação de investimentos.

A ideia inserida no cálculo do CAPM é a de compensar o investidor pelo capital próprio investido no negócio, levando consideração dois elementos: remuneração pela espera e remuneração pelo risco. Na fórmula do CAPM, temos:

$$K_i = R_f + \beta_i (R_m - R_f)$$

Onde:

$R_f$  = prêmio pago ao ativo livre de risco (espera).

$R_m - R_f$  = Prêmio por risco.

$\beta$  = Medida do risco do ativo em relação à uma carteira padrão.

### 5.3 ANÁLISE DE MÚLTIPLOS DE VALOR DA EMPRESA

A análise fundamentalista abrange a avaliação de múltiplos de mercado aliando o componente preço (valor da empresa ou de mercado) aos indicadores financeiros da empresa. Este tipo de análise é amplamente utilizado pela rapidez com que pode ser calculado e pela facilidade de comparação dos múltiplos de uma empresa com seus pares de mesmo segmento.

Este cálculo requer duas informações de base: uma estimativa do valor da empresa ou seu ativo operacional no numerador e uma estimativa de receita, lucros ou valor contábil do ativo no denominador (DAMODARAN, 2007). A estimativa do valor de uma empresa é basicamente seu valor de mercado do patrimônio líquido mais o valor de mercado da sua dívida (DAMODARAN, 2007)



Abaixo estão listados os indicadores fundamentalistas geralmente mais utilizados por analistas, P/VPA, P/LPA, VE/EBITDA, e *Dividend yield*:

- Preço/Valor Patrimonial por Ação (P/VPA): indica quanto o mercado paga para cada real que os acionistas investiram na empresa. Por exemplo, se o P/VPA da companhia é 1,5, isso significa que o mercado está disposto a pagar R\$ 1,5 por cada R\$ 1 que os acionistas investiram na empresa. O mesmo raciocínio vale para P/VPA inferiores a 1, nesse caso o mercado aplica um desconto no capital investido pelos acionistas (MATARAZZO, 2010).
- Preço/Lucro Líquido por ação (P/LPA ou P/E): expressa o valor de mercado da empresa em termos de seu lucro líquido. Assim como o P/VPA, quanto maior o indicador mais cara a ação está em relação a sua geração de lucro, e vice-versa no caso de um indicador menor. Ele indica o número de anos necessários para que o investidor recupere o investimento com os resultados obtidos por ação. É recomendável fazer uma análise comparativa do P/LPA da empresa com o de outras companhias do mesmo setor para observar se esta está barata ou cara quando comparada a seus pares.
- VE/EBITDA (EV/EBITDA): Esse múltiplo relaciona o valor da empresa com a sua capacidade de geração de caixa (fluxo de caixa), o EBITDA, que é uma medida aproximada do fluxo de caixa operacional da empresa, pois exclui depreciação e despesas financeiras. Esse múltiplo não se aplica a empresas financeiras, pois para essas companhias endividamento financeiro (e despesas financeiras) faz parte de suas atividades normais. Assim, este múltiplo indica, o número de anos necessários para que o fluxo de caixa operacional da empresa compense o capital investido.
- *Dividend Yield* (ou retorno de dividendos): é calculado como a divisão entre o dividendo pago por ação em um determinado período, geralmente 12 meses, e a última cotação da ação. Empresas que possuem um *dividend yield* alto tendem a ser as escolhidas por investidores que preferem retorno garantido a ganhos de capital.

A análise através de múltiplos não representa uma visão completa da operação da empresa, mas oferece suporte à avaliação da mesma. Este método possui, portanto, pontos positivos e negativos. Como vantagens desta abordagem podemos citar a simplicidade e rapidez na precificação e necessidade de poucas informações. Nas falhas ou desvantagens

desta análise é importante a menção de quatro pontos de atenção:

- Diferença nos fundamentos das empresas comparáveis;
- Qualidade das informações (empresas não auditadas e que não publicam suas demonstrações financeiras);
- Especificidades de cada transação (empresa, linha de negócio, carteira de clientes, ativos imobilizados, etc);
- Efeito manada (todo o setor pode estar super ou subavaliado).

Podemos concluir, dadas estas ressalvas que a melhor utilização deste tipo de análise é a avaliação comparativa dos índices com os pares de mercado aliado a uma análise mais detalhada dos fundamentos da empresa.

### **5.3.1 Análise técnica**

O conceito da Análise Técnica pode ser entendido pelo princípio do comportamento das ações, tomando em consideração padrões de desempenho anteriores do mercado. O comportamento é direcionado por meio da oferta e demanda de ações transacionadas no mercado, assim como a evolução das cotações. As transações de compra e venda, refletem para o analista técnico (também conhecido como grafista) os preços e volumes negociados no mercado, o que possibilita o acompanhamento para projeções futuras sobre a tendência dos preços (ASSAF NETO, 2001).

Essa tendência pode ser entendida como tendência de mercado, pela qual os preços passados e suas movimentações/variações determinam probabilidades sobre evoluções futuras. Portanto, podemos deduzir que a Análise Técnica foca exclusivamente as oscilações e tendências do mercado, na visão proposta por (ASSAF NETO, 2001).

A Análise Técnica é um método que considera a estatística gerada pelas atividades do mercado, como: preços históricos e quantidades de volume negociados, por meio de gráficos e outras ferramentas utilizadas para se determinar os padrões que possam sugerir as atividades futuras. Vale considerar que os históricos de performance dos papéis negociados, assim como o histórico do próprio mercado em si, seriam indicações de performances futuras esperadas pelo analista técnico, segundo (INVESTOPEDIA, 2011).

De maneira sucinta e objetiva, Fortuna (2001) caracteriza a análise por meio da utilização de gráficos, compostos por barras ou ponto Figura, tendo como embasamento os volumes e preços negociados no mercado em período anterior, conotando a importância desse meio de análise para acurar o *market timing* (momento em que se deve comprar ou vender uma ação).

Mendelsohn, (2000) argumenta que a Análise Técnica não considera em seu estudo os fatores econômicos que afetam o mercado, de certo, ela utiliza outros processos analíticos para identificar tendências atuais ou futuras, prever sinais nos preços para determinar o momento em entrar ou sair do mercado. Esses processos analíticos são ilustrados pela Figura 3, representada a seguir:

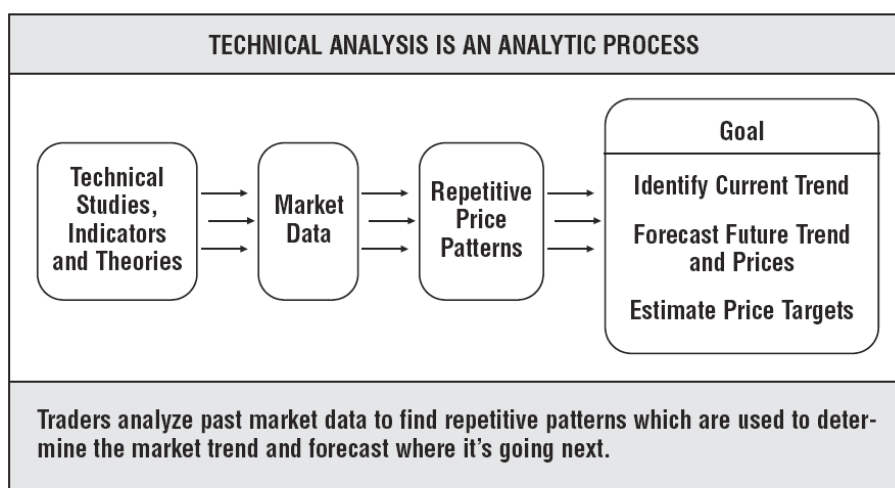


Figura 3 – Fluxograma simples: o processo analítico da Análise Técnica, representado pelo fluxo de informações.

Fonte: (MENDELSON, 2000)

Os grafistas buscam identificar padrões de comportamento e os motivos que levam os investidores a reagirem de determinada maneira ao longo do tempo, através da análise das tendências dos preços. Logo, pode-se interpretar que os grafistas buscam entender esse raciocínio, para então tentar prever qual será a tendência dos preços.

Podemos encontrar outra definição similar, na combinação das ciências exatas com as ciências humanas na formulação do conceito da Análise Técnica, proposta por (KAHN, 2007): segundo o autor, a Análise Técnica é baseada exclusivamente nos dados gerados pelo mercado e pela atividade de compra e venda das pessoas no mercado. Os dados jamais serão

revisados posteriormente, o que implicaria dizer que os analistas técnicos não gastam seu tempo tentando adivinhar o valor destes dados.

A Análise Técnica objetiva determinar as probabilidades da movimentação dos preços futuros para que os analistas possam escolher os melhores posicionamentos para se tomar as devidas ações, de compra, de venda. Ademais, seu propósito é auxiliar os investidores a tomarem decisões de investimento, na alocação de seus capitais em determinados papéis, setores ou em determinados grupos de ativos.

A base da Análise Técnica reside na determinação de preços futuros dos ativos. Para isso, considera os seguintes fatores: volumes históricos e movimentos nos preços. Não há a necessidade de se analisar ou estudar os fatores fundamentais, pois estes já fazem parte dos preços, portanto, o objetivo da análise é a busca de tendências futuras sobre o movimento dos preços (FAERBER, 2006).

### **5.3.2 Princípios de investimento de Benjamin Graham**

Benjamin Graham buscava empresas “baratas” para investir. Suas duas principais abordagens eram comprar uma ação que estivesse sendo negociada por menos de dois terços do valor do ativo líquido e comprar ações com baixos índices de P/L – Preço / Lucro (HAGSTROM, 2008). O mercado está sempre reagindo a fatores macroeconômicos, resultados trimestrais diferentes do esperado, notícias, fatores psicológicos, como medo ou ganância, entre outros eventos que levam as ações das empresas negociadas em bolsa a flutuarem constantemente, especialmente as que possuem um volume de negociação diário relevante.

Dentro deste contexto é difícil encontrar ações no mercado que estejam sendo negociadas ao valor justo da companhia que representam. Em algumas situações, um otimismo exagerado pode levar algumas ações para um preço bem superior ao seu valor intrínseco. Em outras o medo dos investidores pode empurrar os preços para um patamar inferior ao seu valor intrínseco. São exatamente estas distorções que tornam o mercado atraente para investidores como Graham.

Benjamin Graham acreditava ser possível lucrar com as forças de correção de um mercado ineficiente. Ao longo do tempo os ativos tenderiam a refletir o seu valor intrínseco (HAGSTROM, 2008). Porém mesmo com esta crença, Graham só fazia um investimento

quando conseguisse adquiri-lo a um preço que lhe garantisse uma “margem de segurança”, na realidade, este era o conceito central de seus investimentos. A margem de segurança é a diferença entre o valor intrínseco da companhia, que Graham calculava com base em seus métodos de análise, e o preço de mercado da empresa. Esta diferença fornecia um espaço para que, mesmo que em sua análise Graham assumisse alguma premissa que não fosse correta ou mesmo pela dificuldade em prever os lucros de uma empresa realmente, ainda assim houvesse um espaço considerável, ou um colchão de garantia, para evitar perdas e até mesmo obter ganhos em seu investimento. Não existe uma convenção que estabelece quanto se deve ter de margem de segurança para tomar uma decisão de investimento, isto se dá com base nas características e estratégia de cada investidor.

Graham coloca alguns de seus principais métodos de investimento em sua obra “O Investidor Inteligente” de 1976 e que continuam sendo uma importante referência para os investidores dos dias de hoje. Nesta obra o autor coloca que, para obter sucesso, o investidor deve ter uma estratégia baseada nos seguintes princípios: ser razoável, confiável e promissora e que seja impopular no mercado. Ele aponta duas estratégias diferentes, a primeira delas é a mais recomendada para o investidor que não pode se dedicar integralmente a cuidar de seu portfólio de investimentos e possui uma dedicação limitada a eles. Esta estratégia é para o chamado “investidor defensivo”, abaixo estão listados os critérios para este investidor:

- Seu portfólio deve ter no mínimo 25% e no máximo 75% de investimento em ações, o restante deve ser aplicado em renda fixa, com baixo risco;
- Sua carteira de ações deve ter no mínimo 10 e no máximo 30 papéis;
- Evitar ações de crescimento;
- Deve estabelecer uma periodicidade para revisar e rebalancear o portfólio;

Para a escolha das ações que irão compor o portfólio deste mesmo investidor, Graham sugere alguns critérios:

1. Empresas de grande porte com valor de mercado acima de R\$ 2 bilhões;
2. Condição financeira estável e segura com o passivo exigível a longo prazo não podendo exceder o volume do capital de giro (ativo circulante líquido) e o ativo circulante sendo 2 vezes maior do que o passivo circulante;
3. Empresa com lucros positivos e com crescimento de pelo menos 33% no lucro por ação acumulado nos últimos 10 anos;

4. Empresa pagadora de dividendos, tendo pago dividendos ininterruptamente nos últimos 20 anos;
5. Índice P/L (Preço/Lucro) inferior a 15 vezes o lucro por ação médio dos últimos 3 anos;
6. Índice P/VPA (Preço/Valor Patrimonial por Ação) inferior a 1,5 do Valor Patrimonial por Ação (book value);

Já para a segunda estratégia, a do “investidor inteligente” é para o investidor com possibilidade de dedicação exclusiva para os investimentos e as regras sofrem mudanças, conforme listadas abaixo:

1. Sem restrição de porte para a empresa;
2. Condição financeira adequada, avaliada por ativo circulante 1,5 vezes maior do que o passivo circulante e passivo exigível a longo prazo não pode ser superior a 1,1 vezes o capital de giro (ativo circulante líquido);
3. Estabilidade de lucros positivos nos últimos 5 anos;
4. Histórico de dividendos com algum dividendo pago nos períodos mais recentes;
5. Lucro por ação do último ano superior ao de cinco anos atrás;
6. Baixo índice de P/VPA (preço da ação/valor patrimonial por ação) com valor inferior a 1,2 o Valor Patrimonial da Ação (*Book Value*).

Para o investidor inteligente, o autor sugere também algumas táticas como a compra de barganhas, ou seja, empresas com valor de mercado inferior ao ativo circulante líquido menos o exigível a longo prazo.

Outra tática seria a compra de ações *blue chips* (que estejam passando por momentos de impopularidade). As *blue chips* são ações de empresas bem estabelecidas, de grande porte, nacional e internacional, com comprovada lucratividade, principalmente a longo prazo, e com poucas obrigações, resultando em situação econômica e financeira positiva. Também é possível para o investidor inteligente adquirir posições em companhias que estejam em situações especiais como fusões e aquisições, falências entre outras que requerem, é claro, um conhecimento profundo do negócio e suas condições.

### 5.3.3 Princípios de investimento de Warren Buffett

Warren Buffett, hoje um dos homens mais ricos do mundo, faz seus investimentos apenas em companhias que operem negócios que ele entenda e que façam sentido econômico para ele. Ele busca, resumidamente, empresas com histórico financeiro bem sucedido, administradores qualificados, uma grande vantagem competitiva e uma marca de alto reconhecimento, que gerem uma forte lembrança de marca nos consumidores. Abaixo estão listadas oito regras de Buffett, em uma visão geral, para investir (ROSS, 2000):

1. Tenha um lembrete escrito ou mental de seu plano de investimento e a disciplina para segui-lo;
2. Seja flexível o suficiente para mudar ou evoluir sua estratégia de investimento quando julgar necessário, dadas mudanças nas condições de mercado;
3. Estude as vendas e resultados de uma companhia e como eles são derivados;
4. Foque em um candidato à compra. Entenda os produtos e serviços da empresa, sua posição na indústria em que opera e como ela se compara aos demais competidores;
5. Saiba o máximo possível sobre os administradores da companhia;
6. Quando encontrar uma ação de grande valor, não se deixe dissuadir pelas previsões para o mercado acionário ou para a economia.
7. Mantenha uma posição de caixa se não encontrar investimentos de valor baseados nos seus critérios. Muitos investidores mais emocionais cometem o erro de comprar ativos a preços muito elevados relativos ao valor.
8. Defina o que você conhece e o que não conhece e se atenha àquilo que conhece.

Se analisarmos de maneira mais detalhada os princípios de investimento de Buffett, perceberemos que eles se dividem basicamente em quatro diferentes categorias (HAGSTROM, 2008):

- Princípios de negócios: analisa se o negócio da empresa é simples e fácil de entender, se possui histórico operacional consistente e se tem perspectivas

favoráveis no longo prazo;

- Princípios de gestão: analisa se a administração é racional, se é honesta com seus acionistas e se resiste ao imperativo institucional – expressão adotada por Buffett para definir quando uma empresa age de maneira a seguir o que as outras empresas de seu segmento estão fazendo, sem uma análise independente e de longo prazo do que este projeto poderá acarretar no futuro.
- Princípios financeiros: busca empresas com altas margens de lucros, verifica se para cada dólar retido a empresa criou pelo menos um dólar de valor de mercado, concentra-se no retorno sobre o patrimônio líquido, não no lucro por ação;
- Princípios de valor: determina o valor do negócio e compra somente quando o preço estiver com um desconto significativo em relação a seu valor.

Dentre estes princípios, o mais importante fator da análise é a determinação do valor do ativo. Para se estimar o valor intrínseco de uma empresa existem variados métodos. Buffett utiliza o modelo de desconto de dividendos de John Burr Williams, criado há mais de 60 anos. Basicamente, ele estima os lucros totais (para Buffett o fluxo de caixa líquido ajustado pelos dispêndios de capital) que deverão ocorrer ao longo da vida do negócio e depois traz a valor presente estes valores. Este método é eficaz quando é possível prever com certo grau de segurança o desempenho futuro da empresa, e é por esta razão que Buffett escolhe empresas fáceis de compreender e cujos lucros futuros sejam tão previsíveis, tão certos, quanto os lucros das obrigações (HAGSTROM, 2008).

Dentro do princípio de negócios, é importante chamar atenção para a importância primária que Buffett atribui à facilidade de entendimento do negócio. Apesar de ser grande amigo de Bill Gates, dono da empresa de tecnologia Microsoft, Buffett nunca investiu em companhias de tecnologia por não conseguir entender este negócio e por consequência não conseguir visualizar como estará o desempenho de tal empresa em 10 ou 20 anos à frente. Também vale lembrar que empresas de tecnologia investem pesado em pesquisa e desenvolvimento e que, portanto, em ciclos de vendas baixas, suas despesas podem passar a representar parte percentual significativa de suas receitas, reduzindo o lucro líquido da companhia.

Um princípio relevante para Buffett é a busca de uma empresa que possua uma



vantagem competitiva de longo prazo. Normalmente esta vantagem competitiva está ligada a basicamente 3 fatores diferentes. O primeiro seria a venda de um produto diferenciado, apoiado por um forte esforço de publicidade e propaganda, como por exemplo, Coca-Cola, Proctor & Gamble e Budweiser. A segunda seria a oferta de um serviço diferenciado e único no mercado, como American Express, por exemplo. A terceira é conseguir ter um custo menor do que seus competidores para vender a um preço mais barato produtos que o mercado tenha demanda constante e duradoura, por exemplo, Wal-Mart e Costco (BUFFETT; CLARK, 2008).

O potencial de sucesso de uma empresa que possui algum tipo de vantagem competitiva sólida e duradoura ou o monopólio de um segmento de mercado é consideravelmente maior do que uma empresa que luta num mercado de competidores mais simétricos.

Uma empresa com um produto ou serviço diferenciado, tende a investir menos pesquisa e desenvolvimento de novos produtos e conseqüentemente tem normalmente um menor nível de endividamento. A Coca-Cola é um exemplo de empresa que é reconhecida por um único produto com reconhecimento de marca e de produto tão fortes que lhe possibilita retornos constantes por um horizonte imensurável de tempo, e são empresas como esta que participam do portfólio de Buffett (BUFFETT; CLARK, 2008).

Uma maneira de se observar se uma empresa opera em um setor muito competitivo é se a margem bruta em que operam as empresas deste segmento é alta (algo acima de 40%) ou se são baixas (menores do que 40%). Geralmente, quanto mais semelhantes e comparáveis os produtos vendidos por empresas concorrentes menor é o espaço para a diferença entre preço de custo e de venda e conseqüentemente, menor é sua margem bruta (BUFFETT; CLARK, 2008).

O Lucro Líquido de uma companhia também serve de termômetro para se verificar se esta empresa tem uma vantagem competitiva forte. Geralmente se uma empresa mostra uma margem líquida histórica performando acima de 20%, existe uma boa chance de que ela tenha uma vantagem competitiva relevante diante do mercado. Da mesma maneira, se uma empresa apresenta margem líquida abaixo de 10% ela provavelmente enfrenta uma competição forte no setor onde atua (BUFFETT; CLARK, 2008).

O índice de endividamento sobre patrimônio líquido ( $\text{Exigível total} / \text{Patrimônio líquido}$ ) é uma das referências que podem sinalizar empresas com uma boa vantagem

competitiva. Normalmente, este índice deve estar abaixo de 80%. Também o percentual que o CAPEX representa do Lucro Líquido em 10 anos acumulados (CAPEX de 10 anos / Lucro Líquido de 10 anos). A razão para utilizar um período de 10 anos é ter uma base mais consistente. Historicamente, companhias com diferencial competitivo durável utilizam menos de 50% de CAPEX em relação ao Lucro Líquido.

Outro índice que aponta um diferencial na companhia é o Retorno sobre Patrimônio Líquido, que, quando acima da média do mercado ou maior do que 20% já é um bom indicador. Alto retornos sobre o Patrimônio líquido indicam que a companhia está fazendo bom uso do capital retido. Conforme o tempo passa este alto nível de retorno irá eventualmente agregar valor ao negócio e obter o reconhecimento do mercado (BUFFETT; CLARK, 2008).

Outro importante aspecto além do valor é o preço. Buffett costuma dizer que preço é o que você paga e valor o que você ganha em um negócio. Para comprar ações de uma empresa, Buffett precisa enxergar uma oportunidade ou desconto entre o valor intrínseco de um negócio e o preço em que ela está sendo negociada no mercado. Esta diferença é a chamada margem de segurança, que Benjamin Graham ensinou à Buffett.

Porém ainda mais importante do que ganhar dinheiro com as ações certas é evitar o prejuízo. Para Buffett, nunca perder dinheiro é a primeira regra em investimentos (TIER, 2005).

Quanto à composição do seu portfólio, Buffett não faz questão de diversificar seus investimentos, mas sim de colocar seu dinheiro em negócios que acredita, independente da quantidade. Ao limitar-se a sua atuação com algumas empresas, Buffett poderá otimizar e potencializar ao máximo o entendimento da funcionalidade de seus negócios, o que proporcionará a vantagem competitiva de fazer decisões de investimento de forma inteligente. Dessa forma, Buffett também restringe a ocorrência de erros, de decisões mal formuladas, que poderiam ser cometidas justamente pelo volume excessivo de informação de inúmeros negócios (HAGSTROM, 2005).

Outra consideração essencial para a seleção dos negócios refere-se à fuga perante ações mais negociadas do momento, que estejam em voga. Buffett direciona a atenção para empresas que demonstrem resultados quantitativos, historicamente comprovados, como referência ao longo dos anos pela crescente lucratividade de suas operações e que tenham negócios sólidos e consistentes perante o tempo, que não precisem ser constantemente

reinventados ou redirecionados para outros mercados ou para outro público consumidor, Buffett considera a volatilidade da orientação dos negócios da empresa como um ponto passível da ocorrência de erros (HAGSTROM, 2005).

Buffett também evita negócios que estejam passando por dificuldades e que precisem passar por uma reestruturação ou reengenharia para recuperar sua competitividade. Neste caso, Buffett escolhe ações que sejam mais caras, a preços razoáveis, e que representem negócios excelentes do que ações baratas, a preços ínfimos, de negócios medíocres ou medianos, (HAGSTROM, 2005).

Atualmente, devido ao volume financeiro que a Berkshire Hathaway administra em carteira, as possibilidades de investimento de Buffett apenas no mercado americano estão se tornando restritas o que abre espaço para o oráculo de Omaha, como é conhecido, buscar investimentos nos mercados emergentes. Ao olhar para o Brasil como alvo de investimentos, segundo a revista Istoé Dinheiro (edição de maio/2011), lista alguns dos requisitos básicos, de maneira objetiva, para as Companhias que podem ser candidatas a terem Buffett como acionista. Ele prefere companhias não muito caras, ou seja, que tenham uma relação P/L inferior a 14 vezes, a média dos mercados emergentes. Crescimento consistente nos lucros de no mínimo 50% nos últimos 5 anos, também indica a Buffett a capacidade da empresa prosperar tanto no mercado aquecido como em momentos de crise. Outras exigências são uma rentabilidade patrimonial mínima de 10% e investimentos anuais maiores que 5% do patrimônio líquido. Para o mercado, existem 4 empresas com perfil de acordo com que Buffett procura: Brasil Foods, especialmente por sua marca forte; Itaúsa, pela liderança do mercado doméstico; Marcopolo, pelo potencial de expansão global e Odontoprev por sua geração de caixa.

#### **5.3.4 Princípios de investimento de Philip Fisher**

Essencialmente para o investimento em ações existem 3 pontos básicos que precisam ser refletidos até mesmo pelo mais

Philip Fisher, ao cursar administração na universidade de Stanford, acompanhava um de seus professores a visitas periódicas a empresas na região de São Francisco. Nestes eventos os gestores das empresas contavam ao professor sobre suas operações, e este, muitas vezes

ajudava os administradores a solucionarem problemas. O próprio Fisher admite que estas visitas semanais lhe proporcionaram o treinamento mais útil já recebido por ele (HAGSTROM, 2008).

Com esta base, Philip passou a perceber que as pessoas poderiam realizar lucros superiores ao investir em empresas com potencial acima da média e alinhar-se com gestores mais capazes. Para identificar as empresas com estas características, Fisher desenvolveu um sistema de pontuação que avaliava um negócio com base em suas características e gestão.

Na parte das características das empresas, um dos principais aspectos que chamava a atenção de Philip, era sua capacidade de apresentar vendas crescentes ao longo dos anos e em taxas sempre superiores à média do setor. Geralmente, Fisher entendia que este crescimento acima da média era resultado da combinação de dois fatores: um alto comprometimento com pesquisa e desenvolvimento e uma organização eficaz de vendas (HAGSTROM, 2008). Para que uma ação fosse considerada barata ou superavaliada, sua referencia não era o índice de ganhos atual, mas sim o índice de lucro dos próximos anos. Esse era seu segredo para evitar prejuízos e obter lucros acima da média (TIER, 2005).

Outra análise importante de Fisher também era realizada na margem líquida das empresas, que deveria se manter ou aumentar ao longo do tempo, afinal, se as vendas crescem e a margem líquida não acompanha é sinal de que existe alguma ineficiência operacional nesta estrutura. Finalmente, Fisher focava também na análise de custos e controles contábeis.

No critério de avaliação de um negócio sob o ponto de vista da gestão o que chamava a atenção de Fisher era a qualidade da administração. Gestores competentes, ele acreditava, são capazes de desenvolver novos produtos e serviços que alavancam vendas e mantêm o alto nível de crescimento de suas empresas. Uma gestão de qualidade determina políticas para garantir ganhos consistentes no longo prazo, mesmo correndo o risco de reduzir o nível de lucros imediato, sem perder o foco nas operações diárias.

Fisher acreditava que não era possível justificar um investimento apenas pela leitura de seu relatório financeiro. Ele buscava descobrir o máximo possível sobre uma empresa através das pessoas que a conhecem bem, conversando com funcionários, fornecedores, pessoas relacionadas e até mesmo com concorrentes. Fisher apelidou esta técnica de busca de informações através de fontes alternativas de “*scuttlebutt method*”, que poderia ser traduzido como método dos boatos, ou seja, ouvir o que o mercado ou partes relacionadas com a

empresa comentam informalmente sobre ela. Este seria um método extremamente eficaz, segundo o investidor para se descobrir as fraquezas verdadeiras do negócio (FISHER, 2007).

Em relação a investimentos em ações, Fisher preferia investir em um pequeno número de ações com excelentes perspectivas, do que pulverizar sua carteira em negócios medianos apenas para minimizar seu risco. Seus investimentos eram sempre de longo prazo. Fisher dizia que haviam apenas três ocasiões específicas para se vender uma ação. A primeira é quando você percebe que cometeu um erro e que a empresa não atende a todos os seus critérios. A segunda quando a empresa passa a não corresponder mais a seus critérios (por exemplo: quando há uma mudança de gestão e um administrador menos competente assume). E a terceira é quando você se depara com uma oportunidade única e a única maneira de adquiri-la é vendendo algo antes.

Em seu livro *Common Stocks and Uncommon Profits* (Ações Ordinárias, Lucros Incomuns), Fisher coloca algumas questões que servem como pontos de atenção para os investidores que querem escolher em quais ações investirem.

- A companhia possui produtos e serviços com potencial de mercado suficiente para conseguir um crescimento considerável de suas vendas por pelo menos ainda muitos anos?
- Os administradores têm a determinação de continuar desenvolvendo produtos ou processos que ajudarão a continuar expandindo os níveis de vendas quando o potencial de crescimento dos produtos atualmente atraentes já tiverem sido bastante explorados?
- Quão efetivo são os esforços de pesquisa e desenvolvimento da companhia em relação ao seu porte?
- A companhia possui uma organização e vendas acima da média?
- A companhia possui uma margem líquida que valha a pena?
- O que a companhia está fazendo para manter ou melhorar sua margem líquida?
- A companhia possui excelentes relações trabalhistas com funcionários?
- A companhia possui uma excelente relacionamento com os executivos.
- Quão bons são os controles contábeis e análise de custos da companhia?

- Existem outros aspectos do negócio, peculiar à indústria envolvida, que poderão dar pistas importantes sobre o quanto a companhia se destaca diante de seus competidores?
- A companhia possui uma perspectiva de margens de lucro de curto ou de longo prazo?
- Num futuro esperado o crescimento da companhia irá necessitar de financiamento por *equity* de maneira que a emissão de ações cancele os benefícios dos acionistas por este crescimento antecipado?
- A companhia fala abertamente com os investidores sobre seus negócios quando estão indo bem, mas se recusa a falar quando problemas ou frustrações ocorrem?
- A companhia possui administradores de integridade inquestionável?

Estas questões mostram o caráter extremamente subjetivo e qualitativo das análises realizadas por Fisher, focando bastante na capacidade e integridade dos executivos da companhia. Outros pontos essenciais para o sucesso de uma companhia na visão de Fisher são os processos de produção, vendas e pesquisa que devem ter desempenho excepcional (FISHER, 2003).

Outra característica de seus investimentos era comprar ações apenas de negócios que fizessem parte de seu “círculo de competência”, ou seja, negócios que ele pudesse entender bem (HAGSTROM, 2008). Dentro desse círculo de competência ele procurava empresas que preenchessem suas quatro dimensões, com os seguintes atributos:

- Decisiva vantagem sobre a concorrência por ter os menores custos do setor e/ou ter capacidade financeira, de pesquisa, de produção ou marketing superiores;
- Administração excepcional – fundamental na opinião de Fisher para obtenção de resultados excepcionais;
- Características econômicas do negócio deveriam mostrar crescimento acima da média do setor e que o retorno sobre o ativo, a margem de lucro e o crescimento das vendas fossem contínuos por um longo período;
- O preço tinha de ser atraente.

## **6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS**

Com base na fundamentação teórica e pesquisa sobre os métodos utilizados pelos investidores previamente selecionados Benjamin Graham, Warren Buffett e Philip Fisher, serão descritos aqui os métodos utilizados para a realização dos objetivos propostos neste trabalho.

Inicialmente será colocada em evidência, em formato de tabela, a análise comparativa dos métodos utilizados pelos investidores com base na revisão bibliográfica percorrida sobre dentro do tópico análise de investimentos.

Abaixo segue tabela comparativa de métodos e critérios de investimento dos três investidores analisados:

Investidor	Warren Buffett	Benjamin Graham	Philip Fisher
<b>Conhecido por</b>	oráculo de Omaha	criador do value investing	investimentos em ações de crescimento (growth stocks)
<b>Métodos</b>	métodos quantitativos e qualitativos	métodos quantitativos	métodos qualitativos
<b>Perfil de Investimentos</b>	ações com grande diferencial competitivo ou marca muito forte	empresas subavaliadas no mercado com margem de segurança expressiva em relação a seu preço de mercado	ações de crescimento com management competente
<b>Estratégia de busca de ativos</b>	leitura de relatórios anuais	análise de balanço	conversas com o management e pessoas ligadas ao negócio (funcionários, fornecedores, clientes, concorrentes)
<b>Portfólio</b>	Pouco diversificado	Bastante diversificado	Pouco diversificado
<b>Horizonte de investimento</b>	Longo prazo	Se a ação não reagisse em um período de 2 anos, desfazia posição	Longo prazo
	Saber o máximo possível sobre os administradores da companhia	Indicador de barganha: valor de mercado inferior ao ativo circulante líquido menos o exigível a longo prazo	Apenas compra ações de negócios que ele conheça e entenda
	A companhia deve ter uma vantagem competitiva sólida e de longo prazo	Margem de Segurança (Poder de lucro/Selic)-100% ou (L/P/Selic) Poder de Lucro = Lucro Líquido/Valor de Mercado	Saber o máximo possível sobre os administradores da companhia - administração excepcional
	<b>DEMONSTRATIVO DE RESULTADO</b>	<b>INVESTIDOR DEFENSIVO</b>	Crescimento de vendas acima da média do setor
	empresas com margem bruta superior a 40% (indicação de vantagem competitiva)	Empresas de grande porte: valor de mercado superior a R\$ 2 bilhões	crescimento contínuo da margem líquida ao longo do tempo
	Relação Margem de Lucro Bruto/Despesas VGA estáveis ao longo do tempo (poucas variações abruptas)	Condição Financeira estável e segura: ativo circulante 2x maior que o passivo circulante	Decisiva vantagem sobre a concorrência por ter os menores custos do setor e/ou ter capacidade financeira, de pesquisa, de produção ou marketing superiores
	Empresas com baixa necessidade de Investimentos em P&D, Relação Gastos com P&D/Lucro Bruto	Estabilidade de lucros: valores positivos nos últimos 10 anos	o retorno sobre o ativo, a margem de lucro e o crescimento das vendas fossem contínuos por um longo período
	Empresas que apresentem uma relação Despesas de Depreciação/Lucro Bruto o mais baixo possível	Histórico de dividendos: dividendos pagos ininterruptamente nos últimos 20 anos	preço atraente
	Baixo nível de despesas com Juros/Lucro Operacional	Crescimento nos lucros: mínimo de 33% acumulado no LPA dos últimos 10 anos	
	Empresas com uma relação Lucro Líquido/Receita Total mais alta possível	Baixo índice P/L: valor inferior a 15x o LPA médio dos últimos 3 anos	
	Baixo nível de endividamento (inferior a 15% do lucro operacional ou EBIT)	Baixo índice P/MVA: valor inferior a 1,5 o valor patrimonial da ação (book value)	
<b>Critérios de escolha</b>	LPA (lucro por ação) maior do que 10 anos atrás; LPA com uma tendência de alta no longo prazo (que não oscilem excessivamente e que nem sejam negativos em certos períodos)	Obs: se a relação P/L x P/MVA for abaixo de 22,5, também satisfaz as duas condições acima	
	Margem Líquida acima de 20%	<b>INVESTIDOR INTELIGENTE</b>	
	<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>	Sem restrições de porte para a empresa	
	Empresas com baixo nível de endividamento (analisar os balanços patrimoniais dos últimos 7 anos e ver se o Ativo Disponível é satisfatório)	Condição Financeira estável e segura: ativo circulante 1,5x maior que o passivo circulante. O exigível a LP não pode ser superior a 1,1x o CDG (ACL)	
	Relação Estoque/Lucro Líquido em constante aumento ao longo do tempo	Estabilidade de lucros: valores positivos nos últimos 5 anos	
	Coefficiente de Liquidez, deve estar próximo de 1,00	Histórico de dividendos: algum dividendo pago nos períodos mais recentes	
	Quanto menor for a necessidade de ativos imobilizados, melhor	Crescimento nos lucros: LPA do último ano superior ao de 5 anos atrás	
	Retorno sobre o Ativo (Lucro Líquido/Ativo Total) não precisa ser extremamente alto, melhor é ter um Ativo Total extremamente alto e um RSA um pouco menor	Baixo índice P/MVA: valor inferior a 1,2 o valor patrimonial da ação (book value)	
	Alto índice de RSPL, quanto maior, melhor		
	Empresas que porventura tenham ações em tesouraria		
	Índice de endividamento sobre patrimônio líquido (Exigível total / Patrimônio líquido) menor do que 80%		
	10 anos de CAPEX/ 10 anos de lucro líquido menor que 50%		



Podemos observar que existem dentro deste resumo características comuns aos investidores analisados, algumas divergências e métodos tanto quantitativos quanto qualitativos de análise.

Para o objetivo proposto, de filtrar os ativos do mercado brasileiro, com base nos princípios descritos pelos investidores analisados, colocamos abaixo uma lista com aspectos quantitativos, mencionados na tabela anterior. Os aspectos quantitativos foram priorizados por sua objetividade e maior assertividade na hora de classificar os ativos. Entre os princípios para o investidor defensivo e o investidor inteligente, de Benjamin Graham, foram selecionados os princípios do investidor inteligente por serem menos restritivos. Em outras situações onde houvessem dois princípios sobre o mesmo tópico também foi selecionado o menos restritivo.

Num primeiro momento iremos utilizar as métricas estritamente como colocadas pela bibliografia dos investidores analisados. Seguem abaixo os parâmetros selecionados para o filtro:

- Margem Bruta superior a 40% nos últimos 3 anos;
- Margem Líquida acima de 20% nos últimos 3 anos;
- Relação de Lucro Bruto/Despesas de Vendas Gerais e Administrativas estáveis ao longo do tempo (poucas variações abruptas);
- Baixo nível de endividamento (inferior a 15% do lucro operacional ou EBIT);
- LPA relativamente estável e crescente nos últimos 5 anos;
- Algum dividendo pago nos últimos 5 anos;
- P/VPA: valor inferior a 1,2 o valor patrimonial da ação (book value);
- Ativo Circulante 1,5x maior do que o Passivo Circulante, sendo que o Exigível a Longo Prazo não pode ser superior a 1,1x o Capital de Giro (Ativo Circulante Líquido);
- Índice de Endividamento sobre Patrimônio Líquido ( $\text{Exigível Total} / \text{Patrimônio Líquido}$ ) menor do que 80%;
- 5 anos de CAPEX/ 5 anos de lucro líquido menor que 50%.

Se estas métricas não permitirem a seleção de ativos no final, ou seja, se nenhum ativo resistir a todos os filtros, se elaborará uma nova série de critérios flexionando os parâmetros e os adaptando a realidade do mercado brasileiro, ainda em consolidação e sem o

histórico longo com que trabalham os investidores no mercado americano, por exemplo. Alguns períodos podem ser adaptados à realidade do mercado brasileiro, assim como níveis de margens e exigência de índices. Abaixo segue a lista de critérios ajustada caso seja necessário flexibilizar a seleção para obtermos alguns ativos elegíveis:

- Margem Bruta superior a 25% nos últimos 3 anos;
- Margem Líquida acima de 10% nos últimos 3 anos ou que apresente um crescimento contínuo neste período;
- Relação de Lucro Bruto/Despesas de Vendas Gerais e Administrativas relativamente estáveis ao longo dos últimos 3 anos;
- Baixo nível de endividamento (inferior a 70% do lucro operacional ou EBIT no último ano);
- LPA relativamente estável ou crescente nos últimos 3 anos;
- Algum dividendo pago nos últimos 3 anos;
- P/VPA: valor inferior a 6,0 o valor patrimonial da ação (book value);
- Ativo Circulante 1,1x maior do que o Passivo Circulante;
- Índice de Endividamento sobre Patrimônio Líquido ( $\text{Exigível Total} / \text{Patrimônio Líquido}$ ) menor do que 100%;
- 3 anos de CAPEX/ 3 anos de lucro líquido menor que 100%.

Os dados serão extraídos do *software* Economática e selecionados a partir da sua posição de final do ano de 2010. Para análise de 5 anos serão utilizados os dados de 2006 a 2010.

## 7. RESULTADOS

Para a melhor analisar o desempenho da aplicação do método, vamos monitorar os ativos eliminados a cada etapa conforme tabela abaixo. Os primeiros itens a serem aplicados no filtro tem origem Operacional e os demais referem-se à aplicação de Índices.

Partimos de um universo de 646 ativos. O primeiro filtro foi efetuado com os seguintes parâmetros:

Critério	Número de ativos iniciais	Número de ativos finais	Variação
1) Margem Bruta superior a 40% nos últimos 3 anos	646	168	-74.0%
2) Margem Líquida acima de 20% nos últimos 3 anos	168	58	-65.5%
3) Relação de Lucro Bruto/Despesas de Vendas Gerais e Administrativas estáveis ao longo do tempo (poucas variações abruptas)	58	50	-13.8%
4) Baixo nível de endividamento (inferior a 15% do lucro operacional ou EBIT)	50	4	-92.0%
5) LPA relativamente estável e crescente nos últimos 5 anos	4	3	-25.0%
6) Algum dividendo pago nos últimos 5 anos	3	3	0.0%
7) PV/PA: valor inferior a 1,2 o valor patrimonial da ação (book value)	3	0	-100.0%
8) Ativo Circulante 1,5x maior do que o Passivo Circulante, sendo que o Exigível a Longo Prazo não pode ser superior a 1,1x o Capital de Giro (Ativo Circulante Líquido)	0	0	-
9) Índice de Endividamento sobre Patrimônio Líquido (Exigível Total / Patrimônio Líquido) menor do que 80%	0	0	-
10) 5 anos de CAPEX/ 5 anos de lucro líquido menor que 50%	0	0	-

Podemos observar que os ativos de um universo significativo de 646 foram drasticamente reduzidos a cada filtro introduzido. Apenas os seis primeiros filtros foram superáveis, após o sétimo não sobrou nenhum ativo com características suficientemente enquadradas nos estritos critérios sugeridos pelos investidores norte-americanos analisados.

Assim sendo, iremos reconduzir o experimento com os critérios adaptados e mais flexíveis já propostos no capítulo anterior. O objetivo deste segundo filtro é encontrar, pelo

menos um pequeno grupo de ativos que se enquadre, de maneira adaptada, aos critérios sugeridos por Graham, Buffett e Fisher.

	<b>Critério</b>	<b>Número de ativos iniciais</b>	<b>Número de ativos finais</b>	<b>Variação</b>
1)	Margem Bruta superior a 25% nos últimos 3 anos	646	318	-50.8%
2)	Margem Líquida acima de 10% nos últimos 3 anos ou que apresente um crescimento contínuo neste período	318	156	-50.9%
3)	Relação de Lucro Bruto/Despesas de Vendas Gerais e Administrativas relativamente estáveis ao longo dos últimos 3 anos	156	123	-21.2%
4)	Baixo nível de endividamento (inferior a 70% do lucro operacional ou EBIT no último ano)	123	26	-78.9%
5)	LPA relativamente estável ou crescente nos últimos 3 anos	26	17	-34.6%
6)	Algum dividendo pago nos últimos 3 anos	17	17	0.0%
7)	P/VPA: valor inferior a 6,0 o valor patrimonial da ação (book value)	17	11	-35.3%
8)	Ativo Circulante 1,1x maior do que o Passivo Circulante.	11	9	-18.2%
9)	Índice de Endividamento sobre Patrimônio Líquido (Exigível Total / Patrimônio Líquido) menor do que 100%	9	9	0.0%
10)	3 anos de CAPEX/ 3 anos de lucro líquido menor que 100%	9	7	-22.2%

A partir deste segundo filtro, apenas sete empresas permaneceram na listagem final, atendendo a todos os dez requisitos. Abaixo segue planilha com os dados de cada uma delas.

Nome	Código	Setor	1) Margem Bruta superior a 25% nos últimos 3 anos			2) Margem Líquida acima de 10% nos últimos 3 anos ou que apresente um crescimento contínuo neste período			3) Relação de Lucro Bruto/Despesas de Vendas Gerais e Administrativas relativamente estáveis ao longo dos últimos 3 anos			4) Baixo nível de endividamento (inferior a 70% do lucro operacional ou EBIT no último ano)	5) LPA relativamente estável ou crescente nos últimos 3 anos			6) Algum dividendo pago nos últimos 3 anos			7) P/VPA: valor inferior a 6,0 o valor patrimonial da ação (book value)	8) Ativo Circulante 1,1x maior do que o Passivo Circulante	9) Índice de Endividamento sobre Patrimônio Líquido (Exigível Total / Patrimônio Líquido) menor do que 100%	10) 3 anos de CAPEX/ 3 anos de lucro líquido menor que 100%
			Margem Bruta 2010 (%)	Margem Bruta 2009 (%)	Margem Bruta 2008 (%)	Margem Líq. 2010 (%)	Margem Líq. 2009 (%)	Margem Líq. 2008 (%)	LB/VGA 2010	LB/VGA 2009	LB/VGA 2008	DIV TOT BRUT / EBIT 2010	LPA 2010	LPA 2009	LPA 2008	Div. por ação 2010	Div. por ação 2009	Div. por ação 2008	P/VPA 2010	AC/PC 2010	ENDV/ PL 2010	CAPEX/ LL (2010-09-08)
Ambev	AMBV3	Alimentos e Beb	67	67	66	30	26	15	43%	43%	59%	68%	2.44	1.95	1.00	1.548	1.106	0.916	5.5	1.2	81%	41%
Bic Monark	BMKS3	Veiculos e peças	33	29	28	577	27	28	194%	139%	130%	0%	382.24	18.58	23.32	24.53	22.33	27.98	1	3.5	51%	0%
Eternit	ETER3	Minerais não Met	43	42	45	14	13	15	58%	54%	49%	19%	1.15	1.02	1.13	0.82	0.76	0.89	2.6	2.0	60%	85%
Eztec	EZTC3	Construção	47	40	48	38	32	31	24%	21%	38%	25%	1.70	1.14	0.69	0.27	0.13	0.07	1.8	4.1	24%	3%
Fleury	FLRY3	Outros	42	41	42	15	11	6	54%	57%	56%	54%	0.99	0.92	0.87	0.30	0.00	0.00	3.5	5.9	31%	99%
Graziotin	CGRA3	Comércio	51	51	52	13	12	14	71%	72%	72%	0%	1.54	1.32	1.42	0.73	0.43	0.36	1.1	2.9	44%	42%
M. Diasbranco	MDIA3	Alimentos e Beb	42	42	37	14	15	10	58%	60%	67%	67%	3.10	3.05	1.88	0.67	0.28	0.27	2.5	2.4	34%	95%

Pode-se observar que os sete ativos selecionados diante destes novos parâmetros abrangem diferentes setores, como alimentos e bebidas, veículos e peças, minerais não metálicos, construção, medicina e saúde e comércio.

A Ambev é uma empresa de grande porte, de operação nacional e internacional com faturamento superior a R\$8 bilhões em 2010. Dona de marcas fortes de cervejas como Skol, Brahma e Antartica, que figuram entre as 25 cervejas mais consumidas do mundo, a Ambev é um destaque no setor de bebidas no Brasil. Sua negociação diária em mercado gira em torno de R\$40 MM e seu *free float* é de 19,3%.

A Bic Monark é uma empresa de pequeno porte que fabrica bicicletas, há 40 anos. Sua negociação na BM&FBovespa é irrisória e seu *free float* em torno de 10%.

A Eternit é a empresa líder no mercado nacional na fabricação de telhas e caixas-d'água de fibrocimento e está presente no Brasil desde 1940. A empresa faz parte do Novo Mercado da BM&FBovespa, tem em torno de 60% de *free float*, porém uma negociação média diária em torno de apenas R\$600 mil.

A Eztec é uma empresa construção e incorporação imobiliária fundada em 1979 e com receita de R\$636 milhões em 2010. Listada no Novo Mercado, a Eztec possui *free float* de aproximadamente 30% e negocia diariamente em bolsa em torno de R\$6 milhões.

A Fleury é uma das empresas líderes no setor de saúde no Brasil, atuando no mercado a mais de 80 anos. No ano passado a Receita da empresa foi de aproximadamente R\$900 milhões, um crescimento de 14% em relação a 2009. A Fleury possui *free float* em torno de 40% e um volume médio diário de negociação de aproximadamente R\$3 milhões.

A Grazziotin é uma varejista de vestuário, calçados, perfumaria, cama, mesa e banho que comercializa seus produtos através das redes de lojas Grazziotin, Tottal, Por Menos e Franco Giorgi. A Companhia é de pequeno porte, com faturamento anual em torno de R\$300 milhões, porém tendo apresentado no ano de 2010 um crescimento de 18%. A Grazziotin possui *free float* de aproximadamente 35% e quase não possui liquidez diária de negociação em bolsa.

A M. Dias Branco, fundada há mais de 60 anos, atua na fabricação, comercialização e distribuição de produtos alimentícios derivados do trigo, especificamente: biscoitos e massas, farinha e farelo de trigo, bem como de margarinas e gorduras vegetais. A Companhia é líder nacional nos mercados de biscoitos e de massas no Brasil, em termos de volume de vendas (em toneladas) e em faturamento (em R\$), segundo dados da AC Nielsen. A M. Dias

Branco é listada no Novo Mercado, possui um *free float* em torno de 35% e negocia diariamente na BM&FBovespa em torno de R\$2 milhões.

Com exceção da Cia de Bebidas Brasileira (AMBEV), as demais empresas são todas de pequeno e médio porte, porém com baixo endividamento e indicadores financeiros interessantes. Dentro deste grupo de ações um dos principais impeditivos para a entrada de investidores nestes papéis seria o baixo índice de free float e liquidez de volume diário negociado.

## 8. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Considerando os resultados obtidos no capítulo anterior podemos fazer algumas observações interessantes. Ao buscarmos como base para a seleção de ativos, investidores norte-americanos, sendo os Estados Unidos um mercado maduro e com um longo histórico de companhias listadas em bolsa, percebemos que não podemos simplesmente replicar a técnica e os critérios utilizados por eles em um mercado em desenvolvimento com o Brasil. O nível de endividamento abaixo de 15% do EBIT da Companhia foi um dos mais representativos itens de corte para as empresas brasileiras, assim como a margem bruta das mesmas.

Analisando os itens de seleção, podemos levantar algumas hipóteses para explicar a razão de o mercado brasileiro possuir um grupo tão reduzido de ativos que atendem aos critérios propostos. Primeiramente, de fato não esperava-se encontrar um número grande de ativos que satisfizessem estas condições, porém, ainda assim foi surpreendente encontrar tamanha dificuldade em localizar ativos que seriam alvo destes investidores. Também foi interessante observar a diversidade de segmentos em que atuavam as empresas que, flexibilizando os critérios propostos, atenderam os requisitos mínimos filtrados.

O Brasil atualmente é foco de investidores do mundo inteiro que buscam empresas com alto potencial de crescimento, acompanhando o atrativo crescimento e momento econômico do país. Segundo a revista *The Economist* a BM&FBovespa é a quarta maior do mundo em valor de mercado e tem atraído um grande volume de capital externo pelo momento de maturação do mercado de capitais brasileiro. Diante deste grande interesse de investidores de economias mais desenvolvidas nas empresas de crescimento que o mercado brasileiro oferece, percebemos que, apesar do grande potencial de crescimento, os ativos em geral no Brasil não possuem um histórico longo e consistente. Com isto, existe a necessidade de ajustar-se também os critérios e parâmetros de seleção para a escolha do portfólio de investimento, conforme tentou-se simular com os filtros aplicados neste trabalho.

Fica aqui a proposta de se observar, se num prazo de 5 anos, os ativos selecionados pelo filtro ajustado de fato tiveram um desempenho superior ao da média de mercado.



## 9. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 4ª ed. São Paulo: Atlas, 2001.

BIANCHI FILHO, Valter. **Administração de Carteiras**. Especialização em Mercado de Capitais 2009. Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, Escola de Administração – EA, 2009.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2a Ed. São Paulo: Pearson Education do Brasil, 2007.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças Corporativas**. 2a Ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

FAERBER, Esmé. *All about Investing: The Easy Way to get Started*. New York: McGraw-Hill, 2006.

GRAHAM, Benjamin. **O Investidor Inteligente**. 2a ed. Rio de Janeiro: Editora Nova Fronteira S.A., 2003.

HAGSTROM, Robert G. **O Jeito Warren Buffet de Investir**. 2a ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2008.

MATARAZZO, Dante. **Análise Financeira de Balanços**. 7a ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 2010.

MENDELSON, Louis B. *Trend Forecasting with Technical Analysis: Unleashing the Hidden Power of Intermarket Analysis to Beat the Market*. Columbia: Marketplace Books, 2000.

PORTAL DE CONTABILIDADE. **Ciclos Econômico, Operacional e Financeiro**. Disponível em: <http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/ciclos.htm>. Acesso em: 10 de Maio 2011.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

THOMASON, William E. *Make Money Work for you Instead of you Working for it: Lessons of a Portfolio Manager*. Hoboken: John Wiley & Sons, 2005.

TIER, Mark. **Os Segredos de George Soros & Warren Buffett**. 5a ed. São Paulo: Editora Campus, 2005.

**Istoé Dinheiro**, 18 de maio de 2011, ano 14, nº 710.