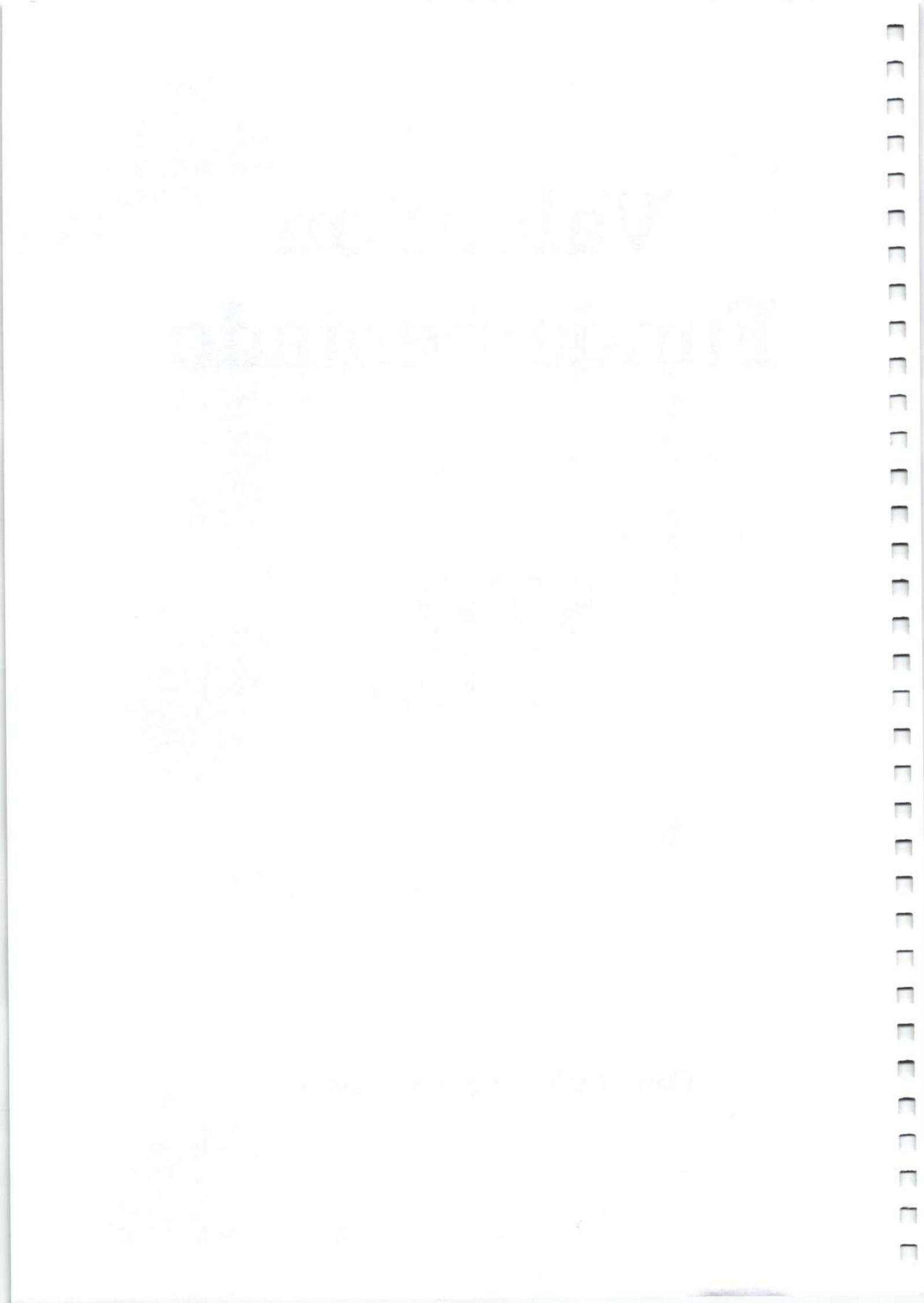


Valuation Fundamentado



POR HELOÍSA CRUZ

Curso Online, agosto de 2019



Valuation Fundamentado



Curso Online, agosto de 2019

Introduction

Objectives

The objectives of this study were to:

1. To describe the clinical presentation of patients with primary progressive aphasia (PPA) and semantic dementia (SD).
2. To compare the cognitive profile of PPA and SD.
3. To compare the language profile of PPA and SD.
4. To compare the functional outcome of PPA and SD.

Primary progressive aphasia (PPA) and semantic dementia (SD) are two distinct neurodegenerative syndromes that share some common features. Both syndromes are characterized by progressive language difficulties, memory loss, and other cognitive impairments. However, they differ in their underlying mechanisms and clinical course. In this study, we aimed to compare the cognitive profile, language profile, and functional outcome of PPA and SD to better understand these syndromes and provide better care for patients with them.

This study involved a retrospective analysis of medical records of patients diagnosed with PPA or SD at a neurology clinic. The study included 50 patients with PPA and 50 patients with SD. The patients were assessed using a standardized cognitive assessment battery, a language assessment battery, and a functional assessment scale.

Valuation Fundamentado

Iniciação à ARTE da avaliação de empresas, na busca por grandes assimetrias

Heloisa Cruz, CFA



STOXOS®
POR HELOÍSA CRUZ

1.0XOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOX

Apresentação

Conheça a Heloisa, seus investimentos e os objetivos deste curso

PENSE COMO UM INVESTIDOR

Ser um investidor é muito mais que ser um detentor de ações.

A vida te traz muitas informações quando você está apenas atento, ainda que não esteja procurando

CONHEÇA as empresas em que você investe



GASTE sola de sapato: visite operações, faça reuniões com a diretoria



NÃO SIGA o mercado: adquira o hábito de pensar sozinho



ENTENDA a diferença entre Valor e Preço



BASEIE sua política de riscos na margem de segurança



PERGUNTE a funcionários, clientes, fornecedores, sempre que tiver oportunidade,



PENSE em investimentos o tempo todo. As melhores oportunidades surgem sem procurar



SEJA GANANCIOSO E MEDROSO no momento oposto à maioria

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

5

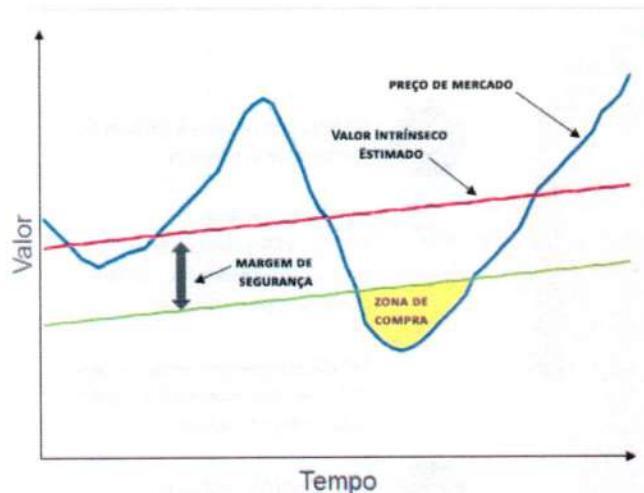
THINK LIKE AN
INVESTOR

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

6

MARGEM DE SEGURANÇA

A margem de segurança é a diferença entre o "valor intrínseco" de uma ação e o máximo preço que o investidor deveria carregar determinada ação.



- O conceito de risco de um bom investidor depende muito da definição de uma margem de segurança definida por ele.
 - O mercado se torna irracional com frequência, e é aí que aparecem as grandes oportunidades
 - A margem de segurança te permite aceitar
 - alguns resultados piores,
 - alguns problemas não recorrentes,
 - erros de análise
 - piora no cenário macroeconômico
 - E, enfim, dormir tranquilo mesmo quando as coisas estão um pouco piores

FILOSOFIA DE INVESTIMENTOS

Para escolher uma filosofia de investimento, você precisa entender suas características pessoais e financeiras, bem como suas crenças sobre como os mercados trabalham - e falham

Características pessoais

- **Paciência:** investidores menos pacientes devem buscar estratégias de prazo mais curto
 - **Aversão a risco:** estratégias como trading de resultados ou cases de *turnaround* podem não ser bons
 - **Pensador individual ou em grupo:** existem estratégias para quem se sente mais confortável junto ao consenso, e outras para quem vai bem contra ele
 - **Tempo disponível para acompanhar o mercado:** quanto menor, tanto mais as estratégias devem ser de longo prazo (*buy-and-hold*)
 - **Idade:** quanto mais próximo da aposentadoria, menor a propensão a risco

Sinais de Filosofia errada

- **Teste do sono:** Você não dorme à noite pensando nas suas posições
 - **Teste da mudança de vida:** se variações diárias nos preços te fazem repensar seus planos, é melhor reduzir o risco
 - **Repensar tudo:** se a cada opinião contrária, você repensa o investimento todo, está na hora de rever a estratégia

Uma filosofia de investimento que não corresponda às suas necessidades ou às suas opiniões sobre o mercado levará a decisões erradas e perdedoras

TIPOS DE FILOSOFIA DE INVESTIMENTOS

Quanto maior o autoconhecimento do investidor, maior as chances de eles trabalhar em uma zona que lhe dá conforto e, consequentemente, ser bem-sucedido. Nem todo investidor ganha dinheiro do mesmo jeito.

	Momentum	Contrarian	Oportunista
Curto prazo (dias a semanas)	<ul style="list-style-type: none"> Indicadores técnicos de Momentum Trading de notícias 	<ul style="list-style-type: none"> Indicadores técnicos contrarians (BTC, notícias) 	<ul style="list-style-type: none"> Arbitragens Fluxo muito forte em alguma direção
Médio prazo (meses a poucos anos)	<ul style="list-style-type: none"> Força relativa Trading de informação (compra ações com a CVM 358) 	<ul style="list-style-type: none"> Estratégias de Market timing Trading de informação (compra na sequência de uma notícia ruim e espera meses o papel voltar) 	<ul style="list-style-type: none"> Arbitragens de pares, fundos com desconto para o NAV, etc.. Arbitragem de M&A
Longo Prazo (anos)	<ul style="list-style-type: none"> Investimento passivo em crescimento (empresas com PEG razoável) 	<ul style="list-style-type: none"> Value investing passivo (ações com múltiplos baixos) Contrarian Value Investing (ações que perderam e estão com muitas notícias ruins) 	<ul style="list-style-type: none"> Investimento ativo em crescimento (pequenas participações em pequenas empresas com alto potencial) Ativista: empresas mal geridas para assumir controle

Fonte: Damodaran Investment Philosophies

10 MANDAMENTOS DE GRANDES INVESTIDORES FUNDAMENTALISTAS

1. Seja quantitativo (e entenda contabilidade)
2. Entenda valor (e o valor presente do fluxo de caixa livre)
3. Avalie a estratégia adequadamente (e entenda como o negócio ganha dinheiro)
4. Compare efetivamente (expectativas com fundamentos)
5. Pense probabilisticamente (há pouquíssimas certezas absolutas)
6. Atualize suas visões/ opiniões efetivamente (crenças são hipóteses a serem testadas, não tesouros a serem protegidos)
7. Cuidado com vieses comportamentais (minimizando limitações para o bom pensar)
8. Saiba a diferença entre informação e influência
9. Faça dimensionamento de posição (maximização dos lucros onde há um EDGE)
10. Leia (e mantenha sua mente aberta)



Contabilidade Básica

Princípios básicos de contabilidade para sustentar análises

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

11

LEIS GERAIS DA CONTABILIDADE

A contabilidade preza sempre pelo conservadorismo em marcações de valor, e a padronização de regras facilita a compreensão pelos leitores

Lei da entidade

O Balanço Social é da entidade, e nenhum acionista pode se sobrepor às assembleias, estatutos sociais e leis

Lei da Continuidade

Assume-se a hipótese que a empresa viverá para sempre, marcando os valores a custo (IFRS flexibiliza isso)

Lei da Realização de Receita e Despesa

O processo de venda deve ser realizado inteiramente num mesmo período, bem como custos e despesas associados

Lei da Moeda Comum

Os balanços devem ser expressos sempre na mesma unidade monetária

Lei da Objetividade, Consistência e Materialidade

Balanços devem ser padronizados, com critérios uniformes e os fatos devem ser materiais. Fatos não contabilizáveis devem ser retratados nas NOTAS EXPLICATIVAS

BALANÇO PATRIMONIAL¹

Demonstração que apresenta tudo o que a empresa tem a pagar e a receber

Ativo	Passivo
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Caixa/Aplicações	Obrigações sociais e trabalhistas
Contas a Receber	Fornecedores
Estoques	Impostos a pagar
Impostos a Recuperar	Empréstimos e financiamentos
Outros	Provisões / Outros
Ativo Não Circulante	Passivo não Circulante
Realizável	Patrimônio líquido
Investimentos	Capital Social
Imobilizado	Reservas
Intangível	Lucros acumulados

BALANÇO PATRIMONIAL: questões que gostaríamos de ver respondidas

Demonstração que apresenta tudo o que a empresa tem a pagar e a receber (em outras palavras, fala sobre o passado), mas não nos dá percepção qualitativa ou sobre futuro.

ATIVOS	PASSIVOS
Quais são os ativos da empresa? Quanto valem esses ativos? Qual o risco desses ativos?	Ativos Atuais Dívida Qual o valor da dívida? Qual o risco da dívida
Quais são os ativos que permitirão à empresa crescer? Quanto valem esses ativos?	Ativos de crescimento Equity Qual o valor do equity? Qual o risco do equity?

Para responder a essas perguntas, a contabilidade nos oferece 3 relatórios:

Balanço Patrimonial: resume o que a empresa tem e o que deve;

Demonstrativo de Resultados, que reporta quanto a empresa ganhou no período de análise;

Demonstrativo de Fluxo de Caixa, que reporta as entradas e saídas de caixa no período analisado

BALANÇO PATRIMONIAL: como ele deveria ser

O balanço deveria separar ativos e passivos de forma mais funcional, para que pudéssemos separá-los de acordo com o propósito

ATIVOS		PASSIVOS	
Ativos reais de vida longa (terrenos, prédios, maquinários, etc..)	Ativos Fixos	Passivo Circulante	Valores a pagar a fornecedores, funcionários, impostos diferidos
Estoques, contas a receber, caixa, outros ativos de vida curta	Ativo Circulante	Dívida	Dívidas com bancos, debêntures, bonds
Investimentos em ações e participações em outras empresas	Investimentos Financeiros	Outros passivos de longo prazo	Obrigações de fundos de pensão <i>unfunded</i> , provisões, etc.
Ativos que não são físicos, como patentes e marcas	Ativos Intangíveis	Equity	Medida contábil do valor do patrimônio líquido.

DESTINO

ORIGEM

As contas do PASSIVO referem-se à ORIGEM do dinheiro (capital próprio ou de terceiros), enquanto as do ATIVO referem-se ao DESTINO desses recursos



Fonte: Damodaran Investment Philosophies - Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

15

PRECEITOS SUBJACENTES AO BP

Contadores prezam pelo conservadorismo. No Brasil, o valor dos ativos tende a ficar ainda mais subestimado, por conta da persistente alta inflação que tivemos.

Crença no valor Patrimonial como melhor estimativa de valor

- A não ser que haja forte motivo para fazer diferente, contadores consideram custo a melhor estimativa do valor de um ativo.

Descrença no Valor de Mercado ou valor estimado

- O valor de mercado de um ativo é visto como muito volátil e muito manipulável, especialmente quando o valor é estimado com base nos fluxos de caixa projetados

Preferência por SUBestimar o valor a SUPERestimá-lo

- Quando há mais de uma abordagem possível para a estimativa do valor de um ativo, a convenção é utilizar o menor deles.

Apesar de conservadorismo parecer bonito, o ideal é sempre tentar conhecer o valor justo para os ativos, empresas, etc., para evitar perder bons investimentos.

O conservadorismo deve ser usado na tomada de decisão, não nos cálculos.



Fonte: Damodaran Investment Philosophies

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

16

INTANGÍVEIS (in e off-balance)

Muito importante na análise dos retornos e seus potenciais, bem como das vantagens competitivas da empresas, o intangível precisa ser entendido para auxiliar no conhecimento e projeções. Infelizmente, intangíveis criados em casa não fazem parte balanço

				
RECURSOS HUMANOS ex: Google Empresas de tecnologia Empresas que estão na ponta da inovação tecnológica	REDE DE FRANQUIAS Ex: Mc Donald's Especialmente no Brasil, por questões tributárias, montar uma rede de franquias proporciona grandes ganhos	PESQUISA & DESENVOLV CREATIVE IDEAS Uma empresa que faz bons investimentos em P&D tende a capturar grandes ganhos, o também chamado "Prêmio da Inovação"	PROPAGANDA & MARKETING CREATIVE IDEAS Empresas de bens de consumo chegam a investir mais de 20% de sua receita em P&M, para tentar diferenciar-se de seus concorrentes..	MARCAS & PATENTES CREATIVE IDEAS Só aparece no balanço quando oriundas de aquisições.

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS¹

Demonstração que apresenta a "competência" do valor gerado pelo acionista

Nome da conta	Significado
Receita Bruta	Valor pago pelos clientes
-Descontos, devoluções e impostos	Impostos: (PIS, COFINS, ISS, ICMS)
=Receita líquida	Receita base do IFRS
- Custo dos produtos/serviços	Custos são valores diretamente ligados ao produto vendido, Depreciação tende a estar incluída aqui
=Lucro Bruto	
-Despesas operacionais	Compreende despesas gerais e administrativas, despesas de vendas, outras despesas/receitas operacionais e equivalência patrimonial
= Resultado operacional (EBIT)	
- Resultado Financeiro	Aqui se encaixam as receitas com o caixa aplicado, despesas de juros e bancárias, variação cambial e eventualmente, descontos comerciais, trading de commodities
= Resultado antes de impostos	
-Imposto de renda e CSLL	Provisionados – diferidos (importa o IR efetivamente pago)
Lucro Líquido	Resultado, que é quem paga nossos dividendos

¹ Não exaustivo

PRECEITOS SUBJACENTES AO DRE

Principais regras aplicadas neste demonstrativo, que conta a história do período (trimestre ou ano, no caso de companhias abertas).

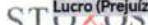
REGIME DE COMPETÊNCIA	CATEGORIAS DE DESPESAS
<ul style="list-style-type: none"> <input checked="" type="checkbox"/> Neste, uma receita é reconhecida quando o bem é vendido ou o serviço realizado <input checked="" type="checkbox"/> Há aqui um esforço para "casar" o custo do bem/serviço com a receita <input checked="" type="checkbox"/> Por exemplo, para um produto que foi vendido num determinado ano, o custo do insumo daquele produto passa pelo resultado no mesmo trimestre, independente de quando foi adquirido 	<ul style="list-style-type: none"> <input checked="" type="checkbox"/> Despesas operacionais: em teoria, proporcionam benefício apenas no período em questão. Por exemplo o custo das matérias primas <input checked="" type="checkbox"/> Despesas financeiras: Custo do capital de terceiros. O mais comum são os juros <input checked="" type="checkbox"/> "Despesas" de Capital (CAPEX): espera-se que gerem benefícios por múltiplos períodos de tempo. Exemplo: compra de máquinas ou terrenos.



ANÁLISE VERTICAL DO DRE

Cada item do demonstrativo de Resultados se compõe em um % da receita líquida, de modo a permitir comparar resultados em anos diferentes com facilidade (também nos passa uma ideia de margens)

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO - R\$ Milhões	2014	2015	2016	2017	U12M	2014	2015	2016	2017	U12M
Receita Operacional Bruta	2.573,7	2.707,3	2.817,9	2.687,2	2.714,9	123%	119%	122%	122%	120%
Deduções de Vendas	(481,7)	(440,2)	(506,6)	(488,5)	(459,6)	-23%	-19%	-22%	-22%	-20%
Receita Operacional Líquida	2.092,0	2.267,1	2.311,3	2.198,7	2.255,3	100%	100%	100%	100%	100%
Custo dos Produtos Vendidos	(1.542,3)	(1.657,1)	(1.692,3)	(1.621,1)	(1.678,2)	-74%	-73%	-73%	-74%	-74%
Materiais	(956,1)	(1.044,8)	(1.065,7)	(979,1)	(1.033,6)	-46%	-46%	-46%	-45%	-46%
Custo de Conversão e Outros	(506,9)	(539,8)	(554,9)	(574,2)	(575,5)	-24%	-24%	-24%	-26%	-26%
Depreciação	(79,3)	(72,4)	(71,7)	(67,8)	(69,0)	-4%	-3%	-3%	-3%	-3%
Lucro Bruto	549,7	610,0	619,0	577,6	577,2	26%	27%	27%	26%	26%
Receitas (Despesas) Operacionais	(446,0)	(455,6)	(430,9)	(396,7)	(407,6)	-21%	-20%	-19%	-18%	-18%
De Vendas	(303,9)	(294,8)	(280,7)	(272,8)	(274,7)	-15%	-13%	-12%	-12%	-12%
Gerais e Administrativas	(133,5)	(148,7)	(145,4)	(142,4)	(152,2)	-6%	-7%	-6%	-6%	-7%
Outras, Líquidas	(8,6)	(12,1)	(4,8)	18,6	19,3	0%	-1%	0%	1%	1%
Provisão para desvalorização de ativos				(19,1)	-	0%	0%	-1%	0%	0%
Resultado Operacional	103,7	154,3	168,9	180,9	169,6	5%	7%	7%	8%	8%
Resultado Financeiro	(140,1)	(118,8)	(233,5)	(185,2)	(217,8)	-7%	-5%	-10%	-8%	-10%
Despesas Financeiras - juros e encargos	(110,3)	(150,7)	(171,4)	(142,9)	(129,2)	-5%	-7%	-7%	-6%	-6%
Despesas Bancárias, Impostos, Descontos e Outros	(58,6)	(63,5)	(61,0)	(59,6)	(52,2)	-3%	-3%	-3%	-3%	-2%
Receitas Financeiras	16,3	25,8	22,8	27,0	27,3	1%	1%	1%	1%	1%
Variações Cambiais Líquidas	12,5	69,7	(23,9)	(9,7)	(63,7)	1%	3%	-1%	0%	-3%
Resultado Antes dos Impostos	(36,4)	35,6	(64,6)	(4,3)	(48,2)	-2%	2%	-3%	0%	-2%
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	3,3	(8,3)	2,3	(1,5)	(3,9)	0%	0%	0%	0%	0%
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	4,0	(4,7)	55,9	27,5	59,6	0%	0%	2%	1%	3%
Resultado Líquido Proveniente das Operações Continuadas	(29,1)	22,6	(6,3)	21,6	7,5	-1%	1%	0%	1%	0%
Resultado Proveniente das Operações Descontinuadas de Controladas	-	-	-	-	-	0%	0%	0%	0%	0%
Lucro (Prejuízo) Líquido do Período	(29,1)	22,6	(6,3)	21,6	7,5	-1%	1%	0%	1%	0%



ANÁLISE HORIZONTAL DO DRE

O objetivo da análise horizontal é entender como cada uma das variáveis se comportam ao longo do tempo (outra forma de fazer a análise seria considerar que o ano 1 é base 100 e acumular).

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO - R\$ Milhões	2014	2015	2016	2017	U12M	2014 x 2015	2015 x 2016	2016 x 2017	2017 x 2018
Receita Operacional Bruta	2.573,7	2.707,3	2.817,9	2.687,2	2.714,9	5%	4%	-5%	1%
Deduções de Vendas	(481,7)	(440,2)	(506,6)	(488,5)	(459,6)	-9%	15%	-4%	-6%
Receita Operacional Líquida	2.092,0	2.267,1	2.311,3	2.198,7	2.255,3	8%	2%	-5%	3%
Custo dos Produtos Vendidos	(1.542,3)	(1.657,1)	(1.692,3)	(1.621,1)	(1.678,2)	7%	2%	-4%	4%
Materiais	(956,1)	(1.044,8)	(1.065,7)	(979,1)	(1.033,6)	9%	2%	-8%	6%
Custo de Conversão e Outros	(506,9)	(539,8)	(554,9)	(574,2)	(575,5)	6%	3%	3%	0%
Depreciação	(79,3)	(72,4)	(71,7)	(67,8)	(69,0)	-9%	-1%	-5%	2%
Lucro Bruto	549,7	610,0	619,0	577,6	577,2	11%	1%	-7%	0%
Margem Bruta	26,3%	26,9%	26,8%	26,3%	25,6%	0,6 p.p.	-0,1 p.p.	-0,5 p.p.	-0,7 p.p.
Receitas (Despesas) Operacionais									
De Vendas	(303,9)	(294,8)	(280,7)	(272,8)	(274,7)	-3%	-5%	-3%	1%
Gerais e Administrativas	(133,5)	(148,7)	(145,4)	(142,4)	(152,2)	11%	-2%	-2%	7%
Outras, Líquidas	(8,6)	(12,1)	(4,8)	18,6	19,3	41%	-60%	-484%	4%
Provisão para desvalorização de ativos			(19,1)	-	-				
Resultado Operacional	103,7	154,3	168,9	180,9	169,6	49%	9%	7%	-6%
Resultado Financeiro						-15%	97%	-21%	18%
Despesas Financeiras - juros e encargos	(110,3)	(150,7)	(171,4)	(142,9)	(129,2)	37%	14%	-17%	-10%
Despesas Bancárias, Impostos, Descontos e Outros	(58,6)	(63,5)	(61,0)	(59,6)	(52,2)	8%	-4%	-2%	-12%
Receitas Financeiras	16,3	25,8	22,8	27,0	27,3	58%	-12%	18%	1%
Variações Cambiais Líquidas	12,5	69,7	(23,9)	(9,7)	(63,7)	458%	-134%	-60%	559%
Resultado Antes dos Impostos	(36,4)	35,6	(64,6)	(4,3)	(48,2)	-198%	-282%	-93%	1010%
Impostos Correntes - CSSL e IRPJ	3,3	(8,3)	2,3	(1,5)	(3,9)	-353%	-128%	-164%	161%
Impostos Diferidos - CSSL e IRPJ	4,0	(4,7)	55,9	27,5	59,6	-216%	-1302%	-51%	117%
Resultado Líquido Proveniente das Operações Continuadas	(29,1)	22,6	(6,3)	21,6	7,5	-178%	-128%	-441%	-65%
Resultado Proveniente das Operações Descontinuadas de Controladas	-	-	-	-	-				
Lucro (Prejuízo) Líquido do Período	(29,1)	22,6	(6,3)	21,6	7,5	-178%	-128%	-441%	-65%

DEMONSTRATIVO DE FLUXO DE CAIXA¹

Equivale a um filme da conta bancária da empresa, acusando tudo o que passou por ali

Fluxo de caixa operacional

- Fluxo de caixa líquido das operações
- Depois de impostos
- Depois de juros
- Depois da variação de ativos e passivos operacionais
- Antes de despesas não-caixa, como amortização e depreciação

Fluxo de caixa de investimentos

- Inclui investimentos e desinvestimentos em ativos reais (CAPEX)
- Inclui as diversas formas de M&A

Fluxo de caixa das atividades de financiamento

- Aqui inclui amortização e emissão de dívidas
- Emissões de ações
- Pagamento de dividendos

Finanças Comportamentais

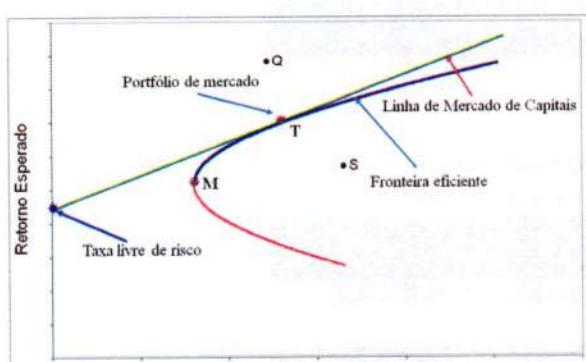
Conceitos de sociologia e psicologia incorporados à especificação de ativos, porque as pessoas não são 100% racionais o tempo todo

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

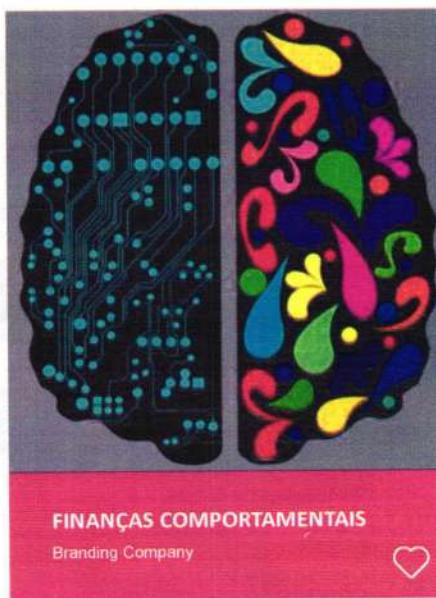
23

SISTEMAS DE PENSAMENTO

Nossos sistemas de pensamento



TEORIA TRADICIONAL
Illustration Design

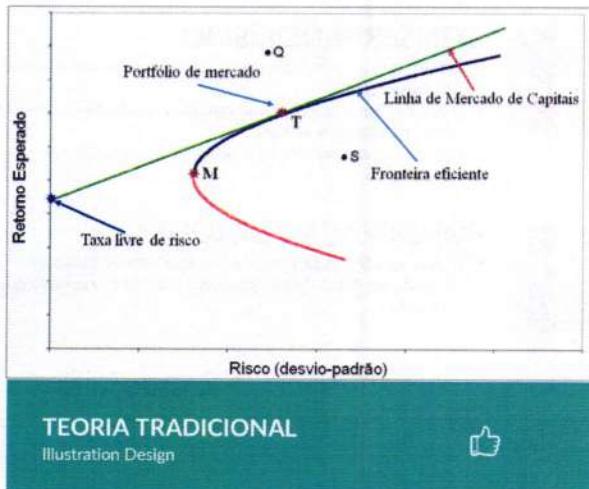


FINANÇAS COMPORTAMENTAIS
Branding Company



TEORIA DOS MERCADOS EFICIENTES

Nossos sistemas de pensamento



O que assume

Que os mercados são eficientes e, consequentemente, todas as informações públicas estão devidamente precificadas. Logo, não é possível conseguir retornos acima da média

Por que é falha

Porque pessoas diferentes reagem de maneira diferente às mesmas informações. O fato de alguns fundos performarem acima do mercado (geração de alpha), é uma prova disso.

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

25

NOVA ABORDAGEM

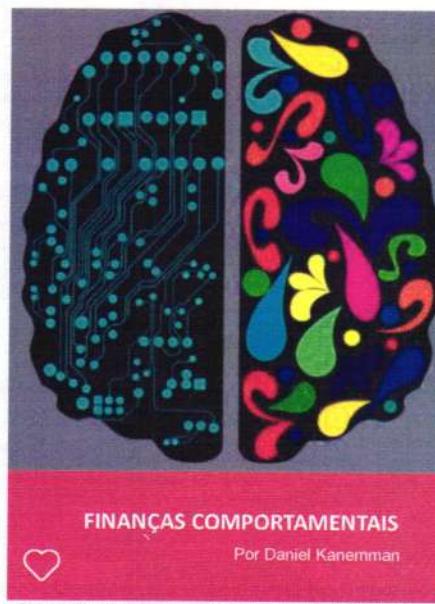
Quanto maior o autoconhecimento do investidor, maior as chances de ele trabalhar em uma zona que lhe dá conforto e, consequentemente, ser bem-sucedido. Nem todo investidor ganha dinheiro do mesmo jeito.

Sistema 2

aloca atenção às atividades mentais laboriosas que o requisitam, incluindo cálculos complexos

Exemplos

- Procurar uma mulher de cabelos brancos
 - Manter uma velocidade de caminhada mais rápida que o natural para você
 - Estacionar em uma vaga apertada
 - Preencher um formulário de impostos
 - Contar o número de ocorrências da letra A em uma página de texto
 - Comprar a ação de uma empresa que você não conhece ao ver uma queda de 10% (para o investidor fundamentalista)



Sistema 1

opera rapidamente, com pouco ou nenhum esforço e nenhuma percepção de controle voluntário

Exemplos

- Exemplos
 - Detectar que um objeto está mais distante que outro
 - Orientar em relação à fonte de um som repentino
 - Completar a expressão “pão com ...”
 - Fazer cara de aversão ao ver uma foto horrível
 - Responder $2+2=?$
 - Comprar a ação de uma empresa que você conhece ao ver uma queda de 10%

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

MERCADOS INEFICIENTES

Os vieses comportamentais por parte de investidores, bem como seus setups mentais, os levam a reagir de maneira diferente no recebimento das mesmas informações (ou a receber informações diferentes)

*FC: Erros e diferentes estruturas de problemas afetam os preços no Mercado. Ex: nem todos têm acesso a Bloomberg
TTF: assume que o Mercado é eficiente*

01

EFEITOS DA REPRESENTATIVIDADE

- Como investidores tendem a comprar ganhadores recentes e vender perdedores, algumas ações ficam sobreavaliadas; outras, subavaliadas

02

EFEITOS DO CONSERVADORISMO

- Como os investidores tendem a não ajustar os modelos "o suficiente" a uma nova notícia, tipicamente os resultados seguintes tendem a ser uma sequência de surpresas, positivas ou negativas

03

EFEITO MANADA

- Decisão tomada a partir da decisão de outros agentes financeiros
- Ocorre em momentos de incerteza (falta de informação ou informações contraditórias)
- "Não sei porque a ação está caindo, mas ela sabe e deve ser um bom motivo"

INSIGHTS DO LIVRO: RÁPIDO E DEVAGAR

1. "O melhor que podemos fazer é um compromisso: aprender a reconhecer situações nas quais os erros são prováveis, e nos esforçar mais para evitar erros significativos quando as apostas são altas."

2. "Há um consenso geral entre os pesquisadores de que quase todos os stock pickers, sabendo ou não - e poucos deles sabem - , estão jogando um jogo de azar".

3. "A maioria de nós vê o mundo como mais benigno do que realmente é, nossos próprios atributos como mais favoráveis do que realmente são. Com isso, as metas que adotamos são mais alcançáveis do que provavelmente seriam. Nós tendemos a exagerar nossa capacidade de prever o futuro, o que estimula o excesso de confiança otimista. Em termos de suas consequências para as decisões, o viés otimista pode muito bem ser o mais significativo dos vieses cognitivos".

4. "Acompanhar de perto as flutuações diárias é uma proposta perdedora, porque a dor das pequenas perdas frequentemente excede o prazer dos igualmente pequenos ganhos. Uma vez por trimestre é suficiente para investidores individuais. Além de melhorar a qualidade de vida emocional, a prevenção deliberada da exposição a resultados de curto prazo melhora a qualidade de decisões e resultados."

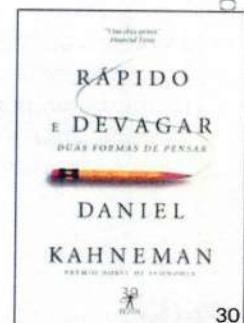
5. "A pesquisa sugere uma conclusão surpreendente: para maximizar a precisão da previsão, as decisões finais devem ser deixadas para fórmulas, especialmente em ambientes de baixa validade".

6. "Histórias de como empresas surgem e caem acertam os leitores oferecendo o que a mente humana precisa: uma simples mensagem de triunfo e fracasso que identifica causas claras e ignora o poder

determinativo da sorte e a inevitabilidade da regressão. Essas histórias induzem e mantêm uma ilusão de compreensão, transmitindo lições de pouco valor duradouro para os leitores que estão ansiosos para acreditar neles".

7. "Sucesso = talento + sorte; Grande Sucesso = um pouco mais de talento + muita sorte."

8. "O cerne da ilusão é que acreditamos que entendemos o passado, o que implica que o futuro também deve ser cognoscível, mas na verdade entendemos o passado menos do que acreditamos que fazemos."



Entendendo a Empresa

Como montar a análise qualitativa, buscando entender todo o entorno da empresa, que é o que vai fazer com que os resultados sejam melhores ou piores no curto, médio e longo prazo.

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

31

PRINCIPAIS FONTES DE INFORMAÇÃO

Durante a compilação do business case, é importante buscar diversas fontes de informação. Sendo todas verídicas, é natural que conversem entre si.



DIVULGADAS PELA EMPREESA

As fontes primárias de informação devem ser as primeiras a serem consultadas.



- **Formulário de Referência** – relatório mais completo divulgado pela empresa, traz bastantes dados setoriais e operacionais, além de informações de ativos/ passivos off-balance e partes relacionadas
 - **ITR - DFP** – dados de balanço auditados, informação completa e sem vieses. No ITR/ DFP temos as notas explicativas, que são de fundamental importância
 - **Earnings Release** – relatório que apresenta os dados de balanço e gerenciais. De leitura tipicamente agradável, tende a ser positivamente enviesado
 - **Teleconferências** – Para quem participa online, é possível fazer perguntas mesmo sendo PF. As gravações e apresentações costumam ficar no site
 - **Reuniões presenciais** – APIMEC, Sell side
 - **Visitas à empresa e operações** – é possível inclusive para pessoas físicas, ainda que não sempre
 - **CVM 358** – Divulgado mensalmente, mostra como os *insiders* estão operando a ação

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1519

ANÁLISES DE SELL SIDE

O analista de Sell Side tem como principal tarefa gerar recomendações para investidores (individuais ou institucionais), através de relatórios.



- Tipicamente oferecem uma boa quantidade de informações, especialmente de mercado
 - São bons como base de geração de ideias
 - É sempre importante procurar por conflitos de interesse (por exemplo: se banco vai ser mandatado para uma oferta da companhia (follow-on) e, antes disso, o analista solta um relatório muito positivo)
 - Provedores de relatórios
 - Bancos/ corretoras (Itaú, Bradesco, Santander, Ágora, etc..)
 - Independentes (Eleven Financial, Nordresearch, Empíricus, Suno, etc..)

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

INFORMAÇÕES DE MERCADO

Como veremos mais adiante, é importante entender não apenas a empresa, mas também o setor de atuação



- Associações de classe. Ex: ABIQUIM, ABIMAQ, ABPO, ABCR, etc..
 - Agências Reguladoras: ANTT, Anatel, ARSESP
 - Relatórios setoriais do BNDES
 - Site de RI dos pares (concorrentes), inclusive internacionais
 - Relatórios de agências de rating, consultoria, etc..

NOTÍCIAS

As notícias podem chegar por vários meios, não só os tradicionais. É importante ser cuidadoso pois há abundância de "Fake News"



- Jornais e revistas de perfil econômico ou não:
Valor, Exame, Veja, Estadão, Folha, o Globo
 - Agências internacionais de notícias: Bloomberg,
WSJ, Reuters
 - Acompanhamento de blogs de jornalistas bem-informados
 - Fontes alternativas: Twitter, entidades de classe,
etc..
 - Acompanhamento de analistas políticos

DISCUSSÃO COM OUTROS ANALISTAS

Trocar informações com outros analistas é importante para reforçar a tese de investimentos ou encontrar furos nela

Discussão
com outros
analistas

- Participe da nossa comunidade Stoxos, em que discutimos com outros ex-alunos as informações
- Acompanhe profissionais da área no Twitter, LinkedIn, etc..
- Leia cartas mensais/ periódicas de seus fundos preferidos (e dos mais relevantes para o Mercado). Não deixe de ler a carta da Dynamo e a do Verde
- Frequentre o máximo possível de reuniões como APIMECs, onde é possível interagir e conhecer outros investidores

PESQUISA DE CAMPO

Quanto mais palpável for o conhecimento da empresa, mais fácil será sua análise e avaliação

Pesquisa
de Campo

- Natura? Vire um consultor
- Movida? Alugue um carro
- Raia? Carrefour? Pão de Açúcar? Frequentre a loja
- CCR? Ande pelas rodovias / Aeroportos, ou pergunte a quem o faz
- JSL? Pergunte para aquele seu amigo que trabalha com logística de uma empresa
- Springs? Vá a uma loja de roupa de camas multimarcas e veja como o vendedor fala das diferenças

Aprendendo a ler os Releases de uma Companhia

Como não se deixar influenciar por qualquer viés que a empresa tenha posto no Release

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

39

PONTOS DE ATENÇÃO NA LEITURA DO RELEASE

O Release é o documento gerencial de divulgação de resultados. Além dos dados auditados, apresenta também informações não auditadas, mas que costumam ajudar no entendimento e nas projeções



1. Tente entender se os resultados foram ou não recorrentes
2. Busque outras informações de mercado além das fornecidas pela empresa
3. Compare os números com suas projeções proprietárias
4. Entenda as dinâmicas do resultado: Aumento ou redução de margens, despesas, capital de giro, recuperação/ perda de mercado
5. Busque por indicações de como está o trimestre em curso: preços dos produtos/ serviços, utilização da capacidade, e outros específicos de cada empresa (rolagem de dívida, integração de M&A, etc..)
6. Consulte o ITR, que é auditado, em caso de dúvidas

DESTAQUES DO RELEASE

No release, a empresa pode escrever o que quiser. Na capa, tipicamente vamos encontrar as principais boas notícias do trimestre.

A teleconferência tipicamente é quando a alta gestão da empresa fala e discute mais os assuntos. Vem muita coisa boa de lá. Mesmo quem não consegue ouvir ao vivo, pode ouvir depois. Costuma ficar gravado no site.

Teleconferência: Ouvir sempre que possível

Teleconferência de Resultados

Data: 14/11/2018
Horário: 11h (Brasília) / 8h (US-ET)

Em Português:
+55 11 3193-1001
/ +55 11 2820-4001

Em Inglês:
+1 800 492-3904 (Toll free)
+1 646 828-8246

Senha: Springs Global
Para acesso ao webcast em português
[clique aqui](#) ou acesse o website
<http://www.springer.com/978-1-4614-6530-1>

Os principais destaques do desempenho da Springs Global no 3T18 foram:

- Receita líquida de R\$ 629,5 milhões, 10,7% acima do terceiro trimestre de 2017 (3T17);
 - Lucro bruto de R\$ 145,1 milhões, com margem bruta de 23,0%;
 - EBITDA^(a) de R\$ 66,4 milhões, com margem EBITDA de 10,6%;
 - Resultado operacional alcançou R\$ 47,2 milhões;
 - Crescimento de 9,1% da receita de produtos da linha Cama, mesa e banho, da unidade de negócio América do Sul – Atacado;
 - Crescimento de 26,2% da receita da unidade de negócio América do Norte – Atacado;
 - Crescimento de 12,9% da receita *sell-out*^(b) da unidade de negócio América do Sul – Varejo;
 - As vendas no e-commerce cresceram 167% entre anos;
 - Uma das 150 Melhores Empresas para Você Trabalhar do guia Você S.A.; e
 - Nossas marcas - Santista, MMartan e Artex - foram novamente vencedoras do Prêmio ÉPOCA Reclame AQUI.

**ESTOXA
S**

RESUMO DO RESULTADO

Geralmente há uma tabela com o resumo dos dados. Release não é um documento de suspense. A partir do resumo é que você começa a descobrir as perguntas que precisa fazer ao longo do relatório.

Em R\$ milhões	3T18	3T17	(A)/(B)	9M18	9M17	(C)/(D)
	(A)	(B)	%	(C)	(D)	%
Receita líquida	629,5	568,8	10,7%	1.682,0	1.625,4	3,5%
Lucro bruto	145,1	154,3	(6,0%)	425,7	426,1	(0,1%)
Margem Bruta %	23,0%	27,1%	(4,1 p.p.)	25,3%	26,2%	(0,9 p.p.)
EBITDA	66,4	70,0	(5,1%)	174,8	184,8	(5,4%)
Margem EBITDA %	10,6%	12,3%	(1,8 p.p.)	10,4%	11,4%	(1,0 p.p.)
Resultado Operacional	47,2	51,6	(8,6%)	118,3	129,6	(8,7%)
Número de lojas	232	227	2,2%	232	227	2,2%

Aqui temos uma ideia geral dos números. Quando o Lucro/EBITDA aparecerem como "ajustados" ou "recorrentes", tentem entender a diferença entre eles e o contábil (auditado)

DADOS OPERACIONAIS DA RECEITA

Os resultados dependem dos dados operacionais. Então faz sentido começar a análise por eles. A empresa está vendendo mais? Por que? Em qual negócio/produto?

Linha de Produtos	Receita líquida (R\$ milhões)			Volume (ton)			Preço médio (R\$/Kg)		
	3T18 (A)	3T17 (B)	(A)/(B) %	3T18 (C)	3T17 (D)	(C)/(D) %	3T18 (E)	3T17 (F)	(E)/(F) %
Cama, mesa e banho	281,7	258,1	9,1%	8.148	8.320	(2,1%)	34,6	31,0	11,4%
<i>Utility bedding</i>	212,9	169,0	26,0%	10.889	11.893	(8,4%)	19,6	14,2	37,6%
Produtos intermediários	66,5	78,4	(15,2%)	5.940	7.652	(22,4%)	11,2	10,2	9,3%
Varejo	68,4	63,3	8,1%						
Total	629,5	568,8	10,7%	24.977	27.865	(10,4%)	25,2	20,4	23,5%

Tentar entender as dinâmicas operacionais e comerciais

A evolução entre períodos costuma influenciar a variação de rentabilidade

STOXOS®

Fonte: Springs Release 3T18

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

43

MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO/ COMENTÁRIOS

MENSAGEM DA ADMINISTRAÇÃO

Apresentamos com muito orgulho os resultados do 3T18, sendo este o quinto trimestre com evolução sequencial nos resultados, apresentando novamente recorde de lucro e de EBITDA, tudo graças à nossa GENTE!

Finalizamos o trimestre com uma frota de cerca de **89 mil carros** e faturamento de **R\$657 milhões** com **EBITDA de R\$119 milhões**. Foram R\$41 milhões de resultado líquido neste trimestre com margem líquida¹ de 13%, acumulando **R\$108 milhões nos 9M18** e cerca de **R\$128 milhões nos últimos doze meses**. O maior destaque foi a evolução do **indicador mais importante**: nossa rentabilidade, com ROIC LTM alcançando mais de 10%, **mais de 2 p.p. acima do mesmo período do ano passado**. Combinado com custos de dívida em queda, houve um **aumento da criação de valor da Companhia**. Finalizamos, em outubro, o aumento de capital da Companhia com **integralização de 100%** dos R\$312,6 milhões propostos tornando nosso balanço ainda mais robusto.

Em setembro, contávamos com **R\$794 milhões em caixa** e estamos em todo o Brasil com **184 pontos de RAC e 60 de Seminovos**. Comparando os 9M18 aos 9M17, tivemos uma **melhora de cerca de R\$28 milhões** quando somadas as linhas de carros roubados, batidos e inadimplência – esta última se tornando **a melhor do setor** – resultado da melhoria de sistemas e ganhos em eficiência e prevenção. Em termos relativos, estes itens saíram de **13% para 8% de nossa receita líquida de serviços**. Além disso, tivemos iniciativas que já geraram ganhos nas frentes de **otimização de custos** com o **Programa Desperdício Zero** que foi estruturado em RAC e será expandido também para GTF.

Espaço em que o management coloca um pouco de opinião / expectativas. Costuma trazer alguma informação de mercado interessante. Nem sempre faz parte do release e às vezes só repete a informação do meio.

Fonte: Movida Release 3T18

STOXOS

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

○
44

OUTRAS INFORMAÇÕES A BUSCAR NO RELEASE [SOX](#)

A análise dos números tem que ser central à análise fundamentalista. Em última instância, é o lucro o objetivo do investidor, então é importante olhar tudo o que impacta o lucro.



- Evolução de margens (Bruta, EBIT, EBITDA, Líquida) – consolidadas e por segmento de negócio
 - Não recorrentes relevantes em quaisquer linhas
 - Despesas financeiras injustificáveis (que seriam muito maiores que a dívida Bruta x custo de dívida)
 - Grau de alavancagem
 - Dívidas de curto prazo
 - Variação do capital de giro
 - Comparação entre Capex (investimentos) e depreciação
 - Olhar também o ITR e o DFP

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

45

Stock Picking

Considerando as cerca de 350 empresas da bolsa, como eu escolho uma para investir?

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

46

AVALIAÇÃO DO CICLO POR HOWARD MARKS

Entender o momento do ciclo em que estamos vivendo nos ajuda a definir alocação (quanto % em bolsa) e a aumentar a seletividade na escolha dos ativos

	Bolsa cara	Bolsa Barata
Economia	Vibrante	Lenta
Credores	Entusiasmados	Reticentes
Mercado de Capitais	Frouxo	Apertado
Capital	Difícil	Disponível
Covenants de dívida	Fáceis	Restritivos
Taxa de juros	Baixa	Alta
Spreads	Largos	Apertados
Investidores	Otimistas	Pessimistas
Donos de ativos	Felizes por tê-los	Buscando a saída
Vendedores	Poucos	Muitos
Mercados	Cheios	Pedindo atenção
Fundos	Surgem novos diariamente Muitos fechados	Abertos a qualquer um Só os melhores captam
Performance recente	Forte	Fraca
Preços dos ativos	Altos	Baixos
Retorno esperado	Baixo	Alto
Risco	Alto	Baixo
Características populares	Agressividade Amplio alcance	Atenção e disciplina Seletividade

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

STOXOS® 51

PROCESSO DE SCREENING

A maioria das corretoras / casas de Research disponibilizam um stock guide, que pode servir de referência para a geração de ideias

Ticker	Preço (R\$/ação)	Valor Justo	Upside	P/E 18	EV/EBITDA 18	P/B	Div. Yield
ABCD3	7,50	22,50	200%	5x	3x	0,6x	20%
EFGH3	5,00	10,00	100%	60x	5x	0,5x	0
IJKL3	8,00	10,00	25%	50x	25x	1,5x	0,5%
MNOP3	11,00	10,00	-9,9%	20x	8x	1x	1%
QRST3	15,00	10,00	-33%	12x	10x	3x	7%
UVWX3	10,00	10,00	0%	20x	15x	2x	2%

Procure aqui números que saltem aos olhos. Investigar o motivo de estarem assim é o papel do analista.

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

STOXOS® 52

O PROCESSO DE ESCOLHA

É normal o investidor desistir do case ao longo do processo, por entender que, em alguma etapa, encontrou algo que impede o investimento.



Analisando o Setor

Entendendo os ambientes de mercado e competitivo e de mercado

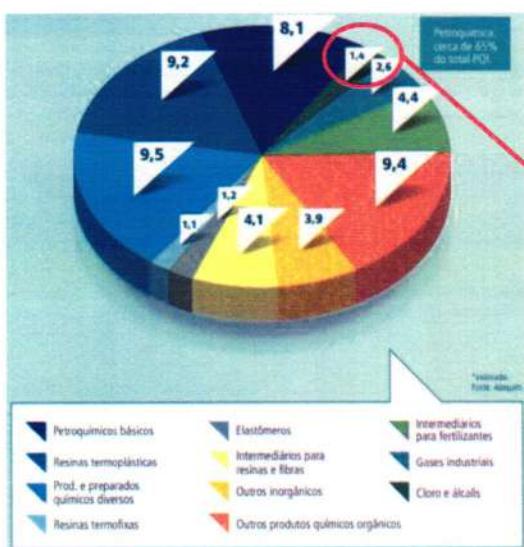
O PROCESSO DE ANÁLISE DO SETOR

O setor é o contexto em que a empresa está inserida. Não faz sentido tentar entender a empresa sem ter claro esse contexto, bem como suas principais variáveis.



CONHEÇA O SUBSETOR

Um subsetor mais específico ajuda a poder comparar melhor empresas, margens, e ter uma visão mais clara de competição, bem como dados setoriais



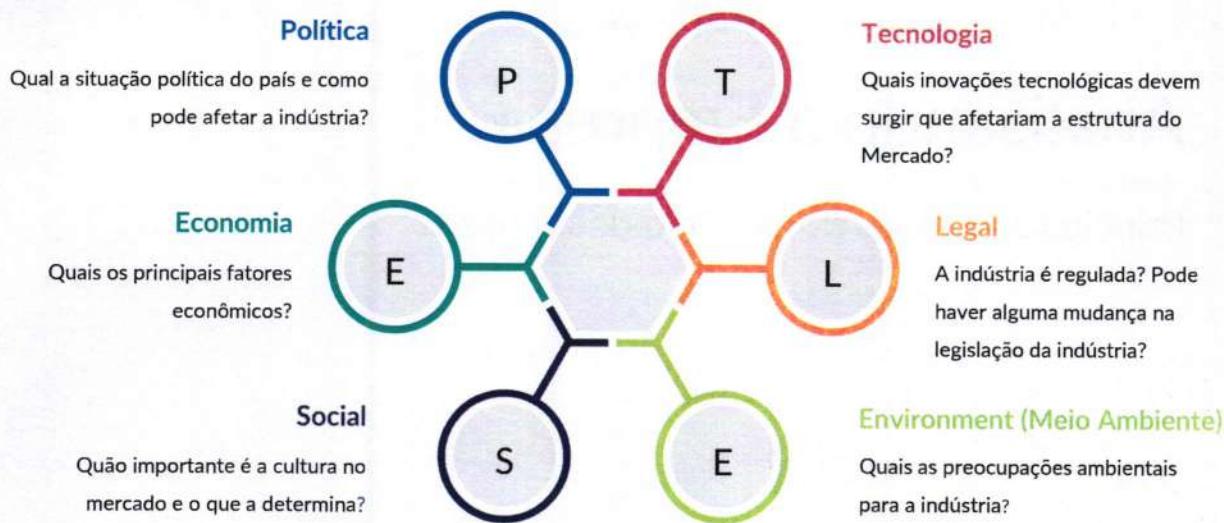
Setor Químico: Faturamento 2016 (US\$ bilhões)

Aqui se encaixa a Unipar (CLORO E ÁLCALIS). Se analisarmos apenas o pequeno grupo de empresas aqui enquadradas, teremos comparações mais próximas

Em caso de "tradables", pode fazer sentido buscar análises globais do setor

ANÁLISE PESTLE

Conhecer o meio em que a empresa se encontra ajuda a entender riscos potenciais e endereçar as dúvidas adequadamente



Intensidade Competitiva: 5 FORÇAS DE PORTER

A intensidade competitiva do setor definirá a rentabilidade futura da empresa



Analisando a Empresa

Principais análises do negócio da empresa

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

ANÁLISE DO POSICIONAMENTO

Independente de qual seja a estratégia da empresa, é importante saber se ela foca em custos ou diferenciação, para acompanhar os resultados e entender seu mercado competitivo e decisões tomadas



Para entender se a empresa possui alguma vantagem competitiva, é importante analisar sua estratégia e compará-la com os resultados obtidos

ANÁLISE SWOT

A análise SWOT mapeia pontos relevantes que ajudam a entender a empresa de maneira qualitativa.

WEAKNESSES (Fraquezas)

Impedem a empresa de trabalhar num nível ótimo. São áreas que a empresa precisa melhorar para se manter competitiva.

OPPORTUNITIES (Oportunidades)

Referem-se a fatores externos que a empresa tem para aumentar suas receitas, reduzir despesas, aquisições ou, de alguma outra forma, aumentar o seu valor.



STRENGTHS (Forças)

Lista onde uma empresa é muito melhor que seus concorrentes.
Ex: marca forte, clientes fiéis, patentes, TI, gestão diferenciada, entre outros.

THREATS (Ameaças)

Fatores que podem de alguma maneira causar mal à organização. Tipicamente fatores externos

ANÁLISE SWOT – “Folha de cola”

Perguntas a serem respondidas para uma avaliação mais profunda das forças

Strengths (Forças)	Weaknesses (Fraquezas)	Oportunidades	Threatens (Ameaças)
<ul style="list-style-type: none"> • Patentes? • Marca forte? • Boa reputação entre os clientes? • Muitas linhas de produtos? • Amplia cobertura de Mercado? • Competência Industrial? • Marketing eficiente? • Sistemas de gestão • Competências de TI? • Reputação de marcas • Competência de gestão de portfolio • Vantagem de custo/diferenciação? • Expertise em gestão de novos negócios? • Estilo de gestão apropriado? • Estrutura organizacional adequada? • Sistemas de gestão adequados? • Habilidade na gestão das mudanças estratégicas? • Estratégia corporativa bem desenvolvida? • Boa gestão financeira? 	<ul style="list-style-type: none"> • Linha de produtos pequena e obsoleta? • Custos de produção crescentes? • Declínio em inovações de P&D? • Competências fracas em marketing? • Sistemas fracos de gestão de matéria prima? • Reputação ruim? • Estrutura de custos inchada? • Perdeu a boa-vontade dos clientes? • Sistemas de informação inadequados? • Recursos humanos inadequados? • Falta de acesso aos canais de distribuição? • Falta de acesso aos recursos naturais? • Perdeu proteção de patente? • Crescimento sem foco? • Gestão de portfolio ruim? • Perda da direção corporativa? • Lutas internas entre divisões? • Perda de controle corporativo? • Estrutura organizacional e sistemas de controle inapropriados? • Excesso de conflitos e politicagem? • Gestão financeira fraca? 	<ul style="list-style-type: none"> • Expandir o negócio principal? • Explorar novos segmentos? • Chegada de novas tecnologias? • Remoção de barreiras internacionais de comércio? • Explorar demanda reprimida? • Alargar novos segmentos de mercado? • Aumentar vantagem de diferenciação ou de custo? • Diversificação para novo segmento de crescimento? • Crescer para mercados estrangeiros? • Aplicar as habilidades de P&D em novas áreas? • Entrar em novos negócios relacionados? • Integrar verticalmente? • Superar barreiras de entrada? • Reduzir a rivalidade na indústria? • Fazer aquisições lucrativas? • Usar as marcas da empresas em nova área/ produto? • Buscar novo mercado em crescimento? 	<ul style="list-style-type: none"> • Ataques no negócio principal? • Aumento na competição doméstica? • Mudanças nos hábitos dos consumidores? • Surgimento de produtos substitutos? • Novas regulações? • Aumento de barreiras internacionais • Aumento na competição internacional? • Queda nas barreiras de entrada? • Aumento na rivalidade da indústria? • Novas formas de competição na indústria? • Existência de invasores corporativos • Aumento na competição regional? • Mudanças em fatores demográficos? • Mudanças em fatores econômicos? • Desaceleração da economia? • Aumento de custo de mão-de-obra? • Crescimento lento do mercado

MODELO DE NEGÓCIO



OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

63

15 PONTOS DE PHILIP FISHER PARA AÇÕES DE CRESCIMENTO

1. A empresa possui produtos ou serviços com potencial de mercado suficiente para viabilizar um aumento considerável nas vendas por diversos anos?
2. A administração está determinada a continuar a desenvolver produtos ou processos que aumentariam ainda mais o potencial do total de vendas caso o potencial de crescimento das linhas de produção mais atraentes do momento já tenham sido explorados exaustivamente?
3. Quais são os efetivos esforços da empresa em P&D em relação ao seu porte?
4. A empresa possui um time comercial acima da média?
5. A empresa possui uma margem de lucro considerável?
6. O que a empresa faz para manter ou melhorar as margens de lucro?
7. A empresa possui boas relações trabalhistas com o quadro de pessoal?
8. A empresa conta com boas relações com seus executivos?
9. A empresa conta com certa profundidade em relação à sua gestão?
10. Quão boa é a autoanálise da empresa e o seu controle contábil?
11. Há outros aspectos da empresa, peculiares ao segmento de atuação envolvido, que possam dar ao investidor dicas importantes sobre como a empresa pode sobressair com relação à competitividade?
12. A empresa possui uma estratégia de curto ou de longo prazo em relação aos lucros e resultados?
13. Será que num futuro previsível, o crescimento da empresa exigirá uma emissão tão grande de ações, a ponto de a diluição de ações cancelar os benefícios desse crescimento antecipado?
14. A empresa fala abertamente com os investidores sobre os seus negócios quando as coisas vão bem, mas cala-se em situações conturbadas e diante de decepções?
15. A empresa conta com uma diretoria de integridade inquestionável?



OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

64

TESE DE INVESTIMENTOS E MAPEAMENTO DE RISCOS

Tese de investimentos

Comece amplo, fale sobre o mercado: quais são as grandes tendências macroeconômicas impactando a empresa e a indústria?

Posicionamento: Como a empresa se posicionou dentro dessa tendência?

O que torna essa empresa duradoura? Vale mencionar algum ponto da estratégia que seja diferencial

Diferenciais da companhia: motivos pelo qual acredita que a empresa conseguirá manter/crescer margens e receitas, de acordo com

Free Options (opções de graça): Oportunidades que existem de fato para a empresa, mas que por não estarem definidas, não devem ser incorporadas ao valor da mesma

Valuation

O investidor deve ter uma visão bem clara do motivo de investir e dos riscos associados a cada empresa, para saber reagir a notícias e oscilações nas ações quando necessário

Mapeamento de riscos

Riscos mapeados na análise PESTLE

Passivos fora do balanço (que podem ser grandes)

Riscos de Mercado (5 forças Porter)

Riscos de governança, especialmente em empresas com ações ON e PN

Riscos do *valuation*: premissas do *valuation* que pode estar estimadas erroneamente

Riscos relacionados a Oferta x Demanda

Analizando os Números

Como utilizar os balanços publicados no suporte à decisão de investimentos

INDICADORES FINANCEIROS

O objetivo dos indicadores é tornar a análise quantitativa mais objetiva, e menos sujeita aos vieses do analista



			
MARGEM	RETORNO	ENDIVIDA-MENTO	CICLO
Margem Bruta	ROA	Solvência de caixa	Capital de Giro/RL
Margem EBIT	ROE	Liquidez corrente	Giro do Ativo
Margem EBITDA	ROIC	Liquidez seca	Giro do PL
Margem Líquida	ROCE	Dívida bruta/PL	CAPEX/ Depreciação
		Alavancagem	
		Índice de cobertura	
		de juros	

INDICADORES DE MARGENS

As margens servem para medir desempenho relativo. Oscilações nas margens devem ter sua recorrência entendida para possibilitar projeções

Indicador	Conceito
$Margem Bruta = \frac{Lucro Bruto}{Receita Líquida}$	Dar uma ideia de eficiência operacional. Aqui temos apenas a Receita e os custos de produção.
$Margem EBIT = \frac{EBIT}{Receita Líquida}$	Aqui são consideradas também as despesas operacionais da empresa (vendas, administrativas e outras). É o resultado antes de despesas financeiras.
$Margem EBITDA = \frac{EBITDA}{Receita Líquida}$	Semelhante à Margem EBIT, mas aqui temos a volta (soma) da depreciação e amortização, dado que esta não possui efeito caixa.
$Margem Líquida = \frac{Lucro Líquido}{Receita Líquida}$	Margem para o acionista, após o pagamento de despesas operacionais, financeiras e impostos.

INDICADORES DE RENTABILIDADE

A rentabilidade é medida pelo resultado obtido por unidade de dinheiro colocado no negócio. Indica quão bem estão usando os recursos existentes

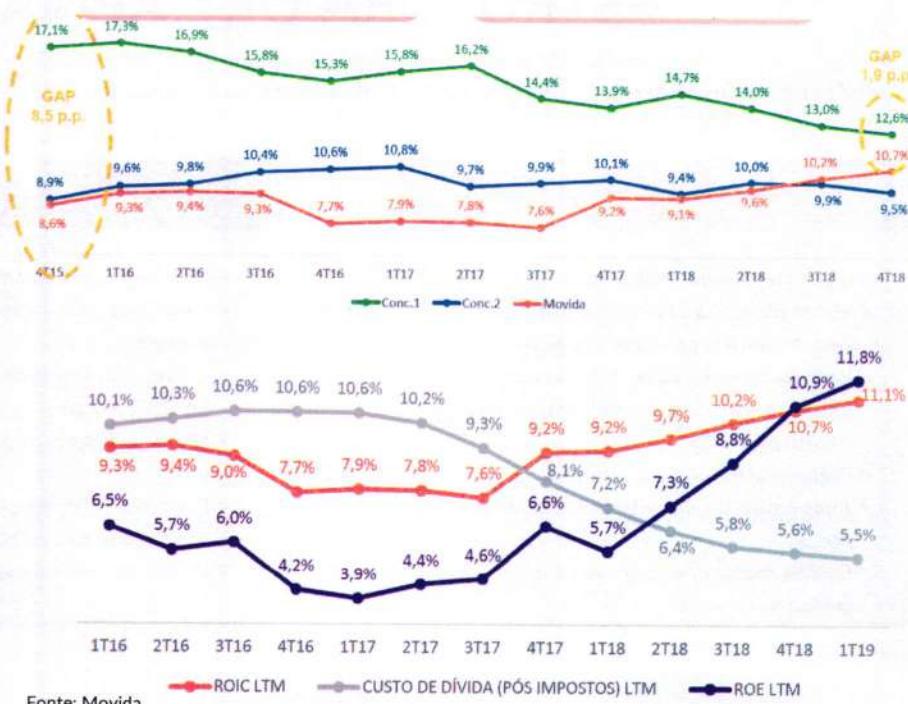
Indicador	Conceito
Retorno Sobre o Ativo $ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo total}}$	Tentar entender quão eficiente a gestão da empresa é com o uso dos seus ativos. Empresas de serviços tendem a ter um ROA maior
Retorno sobre o Patrimônio Líquido $ROE = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$	Aqui é considerado o retorno para o acionista. Em empresas "maduras", deveria necessariamente ser maior que o custo de Equity
Retorno sobre o Capital Investido $ROIC = \frac{\text{EBIT} (1 - \text{taxa de imposto}\%)}{\text{Imobilizado} + \text{Capital de Giro}}$	Ver quão eficiente a empresa é em seus investimentos (CAPEX+Capital de giro). No longo prazo, tem que ser maior que o custo Capital da firma.
Retorno sobre o capital $ROCE = \frac{\text{EBIT} (1 - \text{taxa de imposto}\%)}{\text{PL} + \text{Dívida Líquida}}$	Além do capital investido, considera na análise todos os outros ativos da empresa. A diferença entre o ROCE e o ROIC são as ineficiências.

Diferença: eficiência da empresa

ROIC DE LOCADORA DE VEÍCULOS

Provavelmente um dos indicadores mais discutidos recentemente, o ROIC é uma excelente medida de geração de valor para o acionista. Nesse caso específico, explica a diferença atual de valuation entre as empresas.

O mercado atualmente especifica isso: que essa diferença de geração de valor não mudará.



Fonte: Movida

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

COMO O CENÁRIO COMPETITIVO AFETA O ROIC/ROCE

Empresas com alguma vantagem competitiva conseguem trabalhar com retornos maiores. Manter essas vantagens (moats, em inglês) deve ser um esforço constante.

Capacidade de controlar os...

custos

- Uma empresa que tem fraco poder de barganha com fornecedores tem menos capacidade de controlar custos

preços

- Uma empresa com fraco poder de barganha com os clientes é menos capaz de controlar os preços
- Se houver barreiras menores à entrada de uma indústria, as empresas do setor não conseguirão controlar os preços
- Se houver uma forte ameaça de substitutos, uma empresa tem menos capacidade de controlar os preços
- Uma empresa em uma indústria com intensa rivalidade não conseguirá controlar os preços



afeta o ROIC da empresa

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

ESTRUTURA DE CAPITAL

MITO: devemos evitar empresas endividadas a todo custo

REAL: um endividamento saudável e barato é interessante tanto para pessoas quanto para empresas



Dívida

- ✓ Custo menor para a empresa,
- ✓ Menor risco para o investidor, dado que o credor é um dos primeiros a receber
- ✓ Pode ter garantias (ativos, ou "pai rico") que reduzem o risco para o investidor, barateando o custo para a Cia
- ✓ Pagamento de juros é obrigatório
- ✓ Juros da dívida reduz a base de cálculo do IR/CS
- ✓ Endividamento é limitado por covenants ou apetite do mercado



Equity

- ✓ Mais caro para a empresa
- ✓ Maior risco para o investidor (último a receber sua parte)
- ✓ Último instrumento de capital a ser resgatado pelo investidor
- ✓ Não há obrigação de pagar dividendos (normalmente)
- ✓ Dividendos não reduzem a base de cálculo do IR/CS (Juros sobre Capital Próprio sim)
- ✓ Podem ter direito a voto

STOXOS®

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

72

INDICADORES DE ENDIVIDAMENTO

Excesso de endividamento é um dos maiores riscos que uma empresa pode carregar. Ao comprar empresas financeiramente alavancadas, é importante saber como a empresa vai sair daquela situação.

Indicador	Conceito
$Solvência\ de\ caixa = \frac{Caixa}{Passivo\ Circulante}$	Indica a quantidade de caixa disponível para arcar com as obrigações de curto prazo
$Liquidez\ Corrente = \frac{Ativo\ Circulante}{Passivo\ Circulante}$	Aqui mede-se a capacidade de a empresa pagar suas obrigações de curto prazo
$Liquidez\ Seca = \frac{AC - Estoques}{Passivo\ Circulante}$	Mais rigoroso, por não considerar que o estoque é instantaneamente vendável
$Endividamento = \frac{Dívida\ Bruta}{PL}$	Mostra quão relevante é o capital de terceiros no negócio da empresa
$Alavancagem = \frac{Dívida\ Líquida}{EBITDA}$	Mede a dívida em relação à capacidade de geração de caixa. É o queridinho dos analistas, e aquele que mais se fala
$Cobertura\ de\ juros = \frac{EBIT}{despesa\ de\ juros}$	Mede a capacidade da empresa de pagar os juros de sua dívida.

INDICADORES DE CICLO

Mostram quanto eficiente a empresa é na utilização de seus ativos, e como ela está investindo.

Indicador	Conceito
Eficiência do Capital de Giro $\frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Capital de Giro}}$	Mostra a importância do capital de giro para a empresa. Valores mais altos mostram eficiência de crescimento independente de K de giro
$\frac{\text{Capex}}{\text{Depreciação}}$	Indica se a empresa está numa fase expansionista ou não. Empresas maduras deveriam rodar pouco acima de 1. Valores muito abaixo de 1 precisam ser analisados, pois a empresa pode não estar repondo seus ativos, o que poderá gerar problemas operacionais futuros. Empresas em crescimento deveriam rodar muito acima de 1Na perpetuidade: Capex=depreciação, por conceito
$\text{Giro do Ativo} = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Ativo total}}$	Mostra a eficiência da empresa no uso dos ativos

ANÁLISE COMBINADA DE DADOS E INDICADORES

Para analisar os indicadores financeiros é importante ter uma clara visão sobre o contexto em que aquele resultado está inserido.



CONJUNTURA ECONÔMICA

- Se estamos em uma recessão, é normal que os indicadores de retorno estejam menores e os de alavancagem, maiores



SETOR DE ATUAÇÃO

- Em alguns setores o crédito a cliente faz parte do negócio (como imobiliário e bens de consumo duráveis), então espera-se indicadores piores de giro e alavancagem



HISTÓRICO DA EMPRESA

- Muitas vezes, a melhor análise que se pode fazer de um determinado indicador é compará-lo a seus indicadores históricos, para entender a evolução e, assim, traçar prognósticos.
 - Vale comparar com concorrentes se esses tiverem uma empresa semelhante em todos os seus negócios



NOTAS EXPLICATIVAS

- Tem muita informação nas notas explicativas. É importante ler
 - Várias vezes será necessário o ajuste de contas ou indicadores para ficar com o número normalizado.
 - Receitas e despesas não recorrentes são os principais ajustes, mas não os únicos.

Projetando Resultados Futuros

Criando um modelo financeiro consistente para dar suporte às análises

CONCEITOS GERAIS PARA A PROJEÇÃO

A definição de premissas tem características de arte e artesanato ao mesmo tempo. É preciso garantir que não haja exageros para nenhum lado: nem para o otimismo, nem para o pessimismo.



GUIDANCE DA EMPRESA

Deve ser ouvido e respeitado, mas avaliado e questionado

É apenas mais uma referência e também está sujeito a erros



ANÁLISE DO PASSADO

Ainda que tudo tenha mudado, vale entender o que aconteceu no passado, para avaliar riscos e oportunidades

Entender quão "não-recorrentes" são os eventos classificados pela empresa como não recorrentes



PROJEÇÕES

Tentar descobrir o que seriam as margens "normalizadas"

Partir do referencial atual. Projetar melhorias ou pioras

na rentabilidade só com informações tangíveis



RESULTADO NORMALIZADO

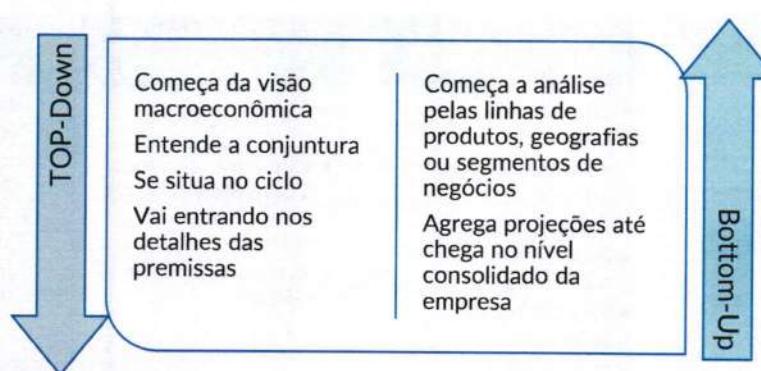
Buscar entender qual seria ele (separar os não-recorrentes).

É a partir dele que você deveria trabalhar

Para quem vai trabalhar com modelos trimestrais, sazonalidade entre trimestres pode ser relevante

RECEITA: TOP-DOWN x BOTTOM-UP

As projeções devem combinar premissas macroeconômicas com premissas granuladas de informações corporativas



PROJEÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS (DRE)

A definição de premissas coerentes é a base de um valuation bem feito. Vale a pena traçar diferentes cenários para entender como o valor justo varia com premissas mais pessimistas ou otimistas (sensibilidade).

Receita	Custos e despesas	Receitas e despesas financeiras	Impostos
<ul style="list-style-type: none"> Separar o crescimento de volumes e preços Limitar os volumes à capacidade industrial Considerar a capacidade da empresa de repassar inflação nos preços Avaliar crescimento do mercado potencial Não colocar crescimento acelerado por mais de 4-5 anos 	<ul style="list-style-type: none"> Separar custos fixos de custos variáveis Sempre que possível, separar depreciação Quando houver uma matéria prima muito importante, colocar preço e consumo específico Avaliar economias de escala (alavancagem operacional) 	<ul style="list-style-type: none"> Colocar o custo da dívida o mais próximo possível do real Entender quais outras contas afetam esse número (despesas bancárias, descontos comerciais) Avaliar variação cambial para o período seguinte (se considerar importante acertar o resultado) 	<ul style="list-style-type: none"> Avaliar prejuízos acumulados que possam gerar abatimentos de impostos Conhecer eventuais benefícios fiscais e saber suas durações Trabalhar com alíquota efetiva, fazendo-a convergir para a regulatória

PROJEÇÃO DAS PRINCIPAIS CONTAS (FLUXO DE CAIXA E BALANÇOS)

Outras variáveis importantes para o fluxo de caixa, além da DRE, impactam o FCF de maneira relevante e devem ser motivos de atenção a cada resultado.

Capex & Depreciação	Contas do capital de giro	Montar Fluxo de Caixa	Montar Balanço
<ul style="list-style-type: none"> • Capex tipicamente é guiado pela empresa • Capex não deveria ser menor que a depreciação, exceto casos específicos • Separar Capex de manutenção e de crescimento • No ano da perpetuidade, convém colocar capex = depreciação 	<ul style="list-style-type: none"> • Tipicamente projeta-se <ul style="list-style-type: none"> • Contas a receber • Estoques • Fornecedores • Projetar em função da Receita • Entender qual o patamar normalizado 	<ul style="list-style-type: none"> • Calcular todas as linhas que variam • Estruturar de modo a conseguir projetar o caixa no período seguinte • Já calcular o FCFE e o FCF 	<ul style="list-style-type: none"> • Projetar ativos e passivos ajuda a encontrar erros estruturais • Ativo = Passivo não só histórico, mas também no projetado

CURTO PRAZO X LONGO PRAZO

Projeções de curto prazo devem respeitar a melhor estimativa do analista. O objetivo é sempre tentar ser realista e, na dúvida, conservador.

Indicador	Curto Prazo (próx 2-3 anos)	Longo prazo
Receita	Respeitar as dinâmicas de Preços e Volumes	Mesmo em empresas de crescimento acelerado, decrescer isso ao longo dos anos para um máx de inflação + PIB
Preços unitários	Podem ter algum reajuste extraordinário (p.ex. em função de estar há anos sem reajustar, commodity com preço listado, etc..); caso contrário, usar inflação nos modelos nominais	Dificilmente crescem acima da inflação. No caso de algumas commodities, inclusive decrescem
Volumes	Entender a demanda do setor de atuação e posicionamento da empresa	Sempre limitar crescimento a 90% de utilização da capacidade. Acima disso, é preciso colocar investimentos para uma nova fábrica
Custos e despesas	Pode haver algum ganho de alavancagem operacional, mas é preciso ter clareza operacional do que causaria esse ganho Analise a estrutura de custos da empresa	Idealmente evitar colocar ganhos relevantes de alavancagem operacional

O Valor do Dinheiro no Tempo

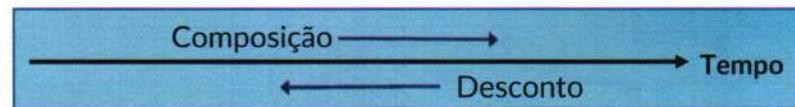
Principal conceito para um investidor é o custo de oportunidade de seu dinheiro, ou seu valor em momentos diferentes de tempo

O VALOR DO DINHEIRO NO TEMPO

O objetivo é resolver o problema de comparar (ou somar) valores (ou fluxos de caixa) em diferentes momentos no tempo

$$\text{Valor Futuro (FV)} = \text{Valor Presente (PV)} \times (1 + i)^t$$

de períodos
Taxa de desconto



O conceito do valor do dinheiro no tempo é central para a análise de investimentos, como veremos mais adiante

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

83

Valor do Dinheiro no Tempo PRINCÍPIOS BÁSICOS

O objetivo é resolver o problema de comparar (ou somar) valores (ou fluxos de caixa) em diferentes momentos no tempo

- 1 Não se pode somar ou subtrair fluxos de caixa que ocorrem em momentos diferentes sem levá-los ao mesmo ponto no tempo.
- 2 Uma vez no mesmo ponto no tempo, podemos adicionar ou subtrair os fluxos de caixa equivalentes resultantes.
- 3 Se dois ou mais fluxos de caixa ocorrerem no mesmo ponto, podemos somá-los ou subtraí-los.
 - Daí conclui-se que podemos adicionar os fluxos de caixa , se considerarmos as diferenças de tempo
- 4 O período de tempo associado aos fluxos de caixa deve coincidir com o período de tempo associado à taxa de desconto ou composição (use taxas periódicas para composição e desconto).

Preste muita atenção ao momento do tempo em que você precisa da resposta

O Valuation tipicamente é feito usando esse conceito e trazendo os fluxos de caixa a valor presente

84

FLUXOS DE CAIXA E TAXA DE DESCONTO

O objetivo é resolver o problema de comparar (ou somar) valores (ou fluxos de caixa) em diferentes momentos no tempo

Fluxos de caixa NOMINAIS

- Taxas nominais (c/ inflação)

Fluxos de caixa REAIS

- Taxas reais (s/ inflação)

WACC

- Utilizada em FCFF (Fluxo de Caixa Livre para a Firma)

K_E

- Utilizada em FCFE (Fluxo de Caixa para o acionista/Equity)

A principal alternativa ao uso da taxa de desconto e do Valor Presente Líquido é o uso da TIR como forma de avaliar a atratividade da empresa para investimento

CAPM – Capital Asset Pricing Model

O CAPM é o modelo mais comum de cálculo do custo do equity (K_E)

$$E(R_i) = R_F + \beta_i \times [E(R_M) - R_F] \quad K_E = R_f + \beta_i \times ERP$$

Onde

- $E(R_i)$ = Retorno esperado para a ação *i*
- R_F = Taxa livre de risco (eu uso o pré de 10 anos)
- β_i * = Beta da ação *i*
- $E(R_M)$ = retorno esperado do Mercado (iBovespa, tipicamente)
- $E(R_M) - R_F$ = ERP = Equity risk premium (prêmio do ativo de risco) ou prêmio do risco de mercado

Suposições

- Investidores têm aversão a risco
- Investimento é baseado no modelo de média-variância
- O risco importante é o risco sistemático

Apesar de a teoria sugerir o uso do beta, muitos analistas optam por não utilizá-lo – por considerá-lo como uma medida equivocada de risco.

O CÁLCULO DO BETA

Apesar de ser classicamente utilizado, não acredito ser a melhor maneira de avaliar riscos, dado que mede a volatilidade do papel, e não o risco.

O Beta é muito mais uma medida de volatilidade do que uma medida de risco

$$\beta_i = \frac{\sigma_i}{\sigma_M} \times \rho_{iM}$$

Onde

- σ_i = desvio padrão da ação i
 - σ_M = desvio padrão do mercado
 - r_{iM} = correlação entre a ação i e o mercado

Problemas da estimativa do β

- Frequência de duração dos dados. Para períodos diferentes, chegamos em betas diferentes
 - Ajuste dos betas (para alavancagem)
 - Indicador de mercado correto. Qual índice adequado?

Apesar de ser uma métrica bastante conhecida, não é unanimidade entre os analistas.

Minha opção: $K_E = \text{Pré de 10 anos} + 5\% \text{ de ERP} = 15\%$

WACC – Weighted Average Cost of Capital (custo médio ponderado do capital)

Usados com o Fluxo de caixa para a firma, é a taxa de desconto mais frequentemente aplicada

$$WACC = K_E \times \left(\frac{E}{E+D} \right) + K_D \times \left(\frac{D}{E+D} \right) \times (1 - t)$$

Onde

- K_E = Custo do equity (capital próprio)
 - K_D = custo da dívida
 - E = Market Cap (valor de mercado)
 - D = dívida líquida
 - t = alíquota efetiva de IR

Suposições

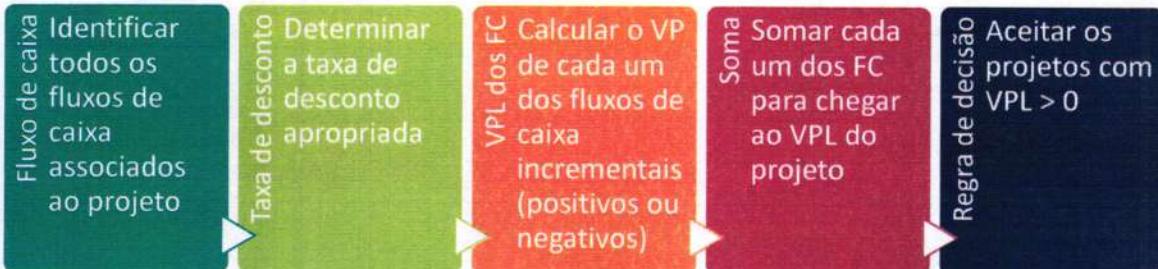
- Usa-se o valor de Mercado do equity pois o retorno que se espera é em cima do preço da ação, dado que o acionista dificilmente compra a ação pelo valor patrimonial

VALOR PRESENTE LÍQUIDO DO PROJETO (VPL)

Usado tipicamente para medir a agregação de valor ao acionista (pelo projeto ou empresa)

$$VPL = \sum_{t=0}^N \frac{FC_t}{(1+i)^t}$$

FC – Fluxo de Caixa
t – cada momento no tempo
i – Custo de capital
N – número de períodos



O Valor Presente Líquido é a soma de todos os fluxos de caixa trazidos a valor presente.

Fonte: CFA Institute

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

TAXA INTERNA DE RETORNO (TIR)*

Usado tipicamente para medir a agregação anual de valor ao acionista (pelo projeto ou empresa), para cada real investido. A grande vantagem é não depender de beta, WACC, Ke, CAPM, etc.

$$VPL = \sum_{t=0}^N \frac{FC_t}{(1+TIR)^t} = 0 \quad \begin{array}{l} \text{FC – Fluxo de Caixa} \\ \text{t – cada momento no tempo} \\ \text{N – número de períodos} \end{array}$$



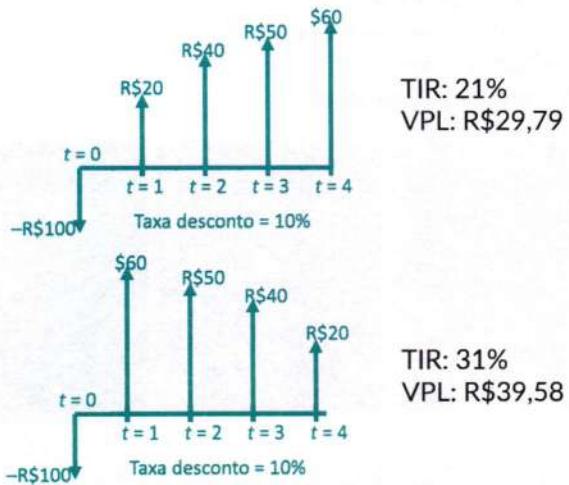
A TAXA INTERNA DE RETORNO é a taxa de desconto hipotética que zera o VPL do projeto

Fonte: CFA Institute *Taxa de retorno exigida. Tipicamente, o custo de capital da empresa

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

TIR x VPL: EXEMPLOS

Principais critérios de decisão de investimentos, devem ser avaliados cuidadosamente. Dependendo do objetivo do acionista, escolhe-se



A ordem dos fluxos de caixa altera de forma relevante o resultado do VPL e da TIR, sendo decisiva na escolha do melhor. Tipicamente, retornam o mesmo critério. Em caso de divergência, recomenda-se optar pelo maior VPL

Valuation por Fluxo de Caixa Descontado (FCD ou DCF)

Meu modelo preferido: em geral me permite trabalhar com quase todos os cenários.

ANÁLISES DE CONSISTÊNCIA NO MODELO

Verifique a consistência do modelo para garantir que não existem premissas impossíveis de serem cumpridas

- 01** **PROJETE O LONGO PRAZO**
Ainda que seu horizonte de valuation seja curto, projete no mínimo 15-20 anos para garantir que nenhuma variável foge ao controle (ex. Roic>100%, Imobilizado <0)
 - 02** **ANALISE GRAFICAMENTE**
Monte gráficos para uma análise visual das informações históricas e/ou projetadas
 - 03** **ESTABELEÇA CENÁRIOS**
(base, pessimista, otimista), para entender quais seriam as dinâmicas de resultados em cada um deles.
 - 04** **TESTE SUAS CONVICÇÕES**
Discuta seus números com a empresa, outros analistas, compare com projeções de sell side, consenso, etc.. É uma forma fácil de pegar erros de premissas ou eventualmente, ganhar convicções em suas projeções (mas não é

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

93

MITOS SOBRE O FLUXO DE CAIXA DESCONTADO



Objetivo

O principal objetivo do DCF é calcular o preço-alvo da ação



Detalhamento

Todo DCF deve conter o
máximo de detalhamento
e o maior número
possível de variáveis



Complexidade

Os modelos de valuation por múltiplos são mais simples e usam menos variáveis que DCF



Convergência

Todos os processos de DCF gerarão um só valor justo, e não depende de quem está comprando a empresa



Precisão

Todo DCF é preciso e gerará um valor exato para o preço da ação



Utopia

Os analistas devem estimar o valor da empresa nas condições ideais para, dentro do processo de precificação, chegar ao potencial de alta ou queda dessa ação. 94

ESCOLHA DO TIPO DE MODELO

Escolha o modelo a ser usado de acordo com o tipo de informação/ Valor ao acionista disponível

Modelo de Desconto de Dividendos

- História de pagamento de dividendos
 - Dividendos relacionados aos lucros
 - Perspectiva de minoritário

Modelos de Fluxo de Caixa Livre

- | |
|--|
| Pouco ou nenhum dividendo |
| Fluxo de caixa positivo relacionado ao lucro |
| Perspectiva do controlador |

Modelos de Residual Income

- Pouco ou nenhum dividendo
 - Fluxos de Caixa Livre negativos
 - Divulgação contábil de boa qualidade



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

50 XOSTOXTOSTOXTOSTOXOS

MODELO DE DESCONTO DE DIVIDENDOS

Para empresas com bom histórico (consistência e regularidade) de pagamento de dividendos, é um modelo suficientemente simples e facilmente compreendido.

$$V_0 = \sum_{t=0}^n \frac{D_t}{(1+r)^t} + \frac{P_n}{(1+r)^n}$$

t	0	1	2	3
D		R\$ 1,00	R\$ 1,10	R\$ 1,21
P				R\$ 20,00
r=10%				

Onde

- V_0 = Valor justo em $t=0$
 - D_t = Dividendo em t
 - r = taxa de retorno exigida ou K_e
 - P_n = Preço da ação em $t=n$

$$V_0 = \frac{1,00}{1,10} + \frac{1,10}{1,10^2} + \frac{1,21 + 20}{1,10^3} = 17,75$$



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

99 OXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS

GORDON GROWTH MODEL

Fórmula bastante simples, ajuda a entender qual seria o valor justo de uma ação com base no seu pagamento de dividendos.

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

t	0	1	2	3
D	R\$ 1,00	R\$ 1,10	R\$ 1,21	
r=15%	g=10%			

Onde

- V_0 = Valor justo em t=0
- D_t = Dividendo em t=0 a n
- r = taxa de retorno exigida ou Ke
- g = crescimento de dividendos

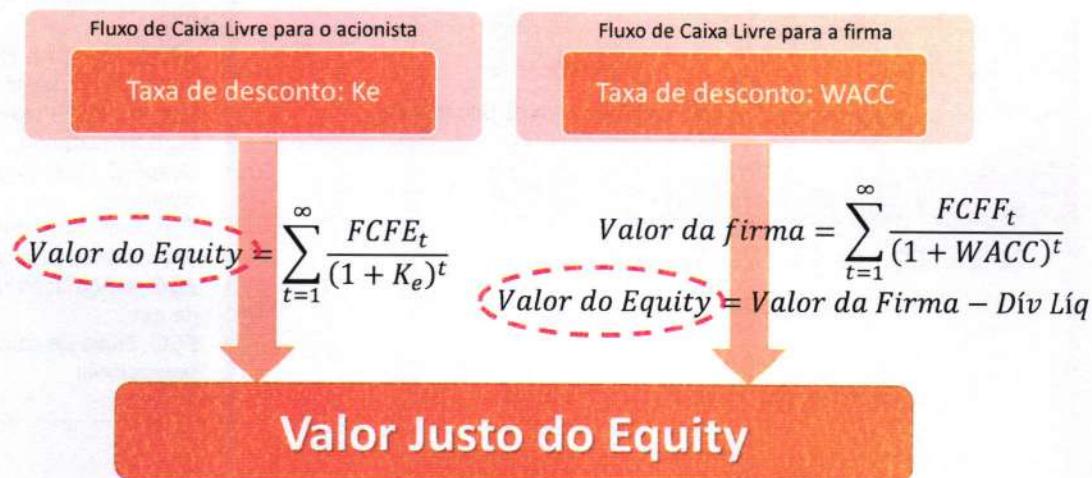
$$g = (1 - payout) \times ROE$$

$$V_0 = \frac{1,00 \times (1 + 10\%)}{15\% - 10\%} = \frac{1,10}{5\%} = 22$$

O objetivo aqui é fazer uma conta rápida, mas do que buscar um número preciso

FLUXO DE CAIXA LIVRE (FCL) OU FREE CASH FLOW (FCF)

O fluxo de caixa livre é, em última instância, o dinheiro que volta para a firma ou para o acionista. Portanto, uma medida boa no cálculo do valor justo da empresa



CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A FIRMA (FCFF)

Diferentes fórmulas levam ao Fluxo de Caixa livre para a firma. Escolha a que parecer mais conveniente ou de projeção mais confiável

Do Lucro Líquido

- $FCFF = LL + DespNC + Juros(1-IR\%) - Capex - \Delta CGiro$

Do EBIT e EBITDA

- $FCFF = EBIT(1-IR\%) + DespNC - Capex - \Delta CGiro$
- $FCFF = EBITDA(1-IR\%) + Depr(IR\%) - Capex - \Delta CGiro$

Do FC Operacional

- $FCFF = FCO + Juros(1-IR\%) - Capex$

ONDE

- **FCFF:** Free Cash Flow to Firm ou Fluxo de Caixa Livre para a Firma
- **LL:** Lucro Líquido
- **DespNC:** Despesas não caixa*
- **Juros:** Despesas financeiras líquidas
- **IR%:** Alíquota efetiva de Imposto de renda
- **Capex:** Investimento em Imobilizado/ Intangíveis
- **$\Delta CGiro$:** Variação no capital de giro
- **FCO:** Fluxo de caixa operacional

CÁLCULO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O EQUITY (FCFE OU FCFL)

O FCFE mostra o que sobra do FCFF depois de pagar juros e tomar/amortizar empréstimos

Do Lucro Líquido

- $FCFE = LL + DespNC - Capex - \Delta CGiro + Net Borrowings$

Do FC Operacional

- $FCFE = FCO - Capex + Net Borrowing$

ONDE

- **FCFE:** Free Cash Flow to Equity ou Fluxo de Caixa Livre para a Firma
- **LL:** Lucro Líquido
- **DespNC:** Despesas não caixa*
- **Capex:** Investimento em Imobilizado/ Intangíveis
- **$\Delta CGiro$:** Variação no capital de giro
- **FCO:** Fluxo de caixa operacional

MODELOS DE FLUXO DE CAIXA EM MAIS ESTÁGIOS

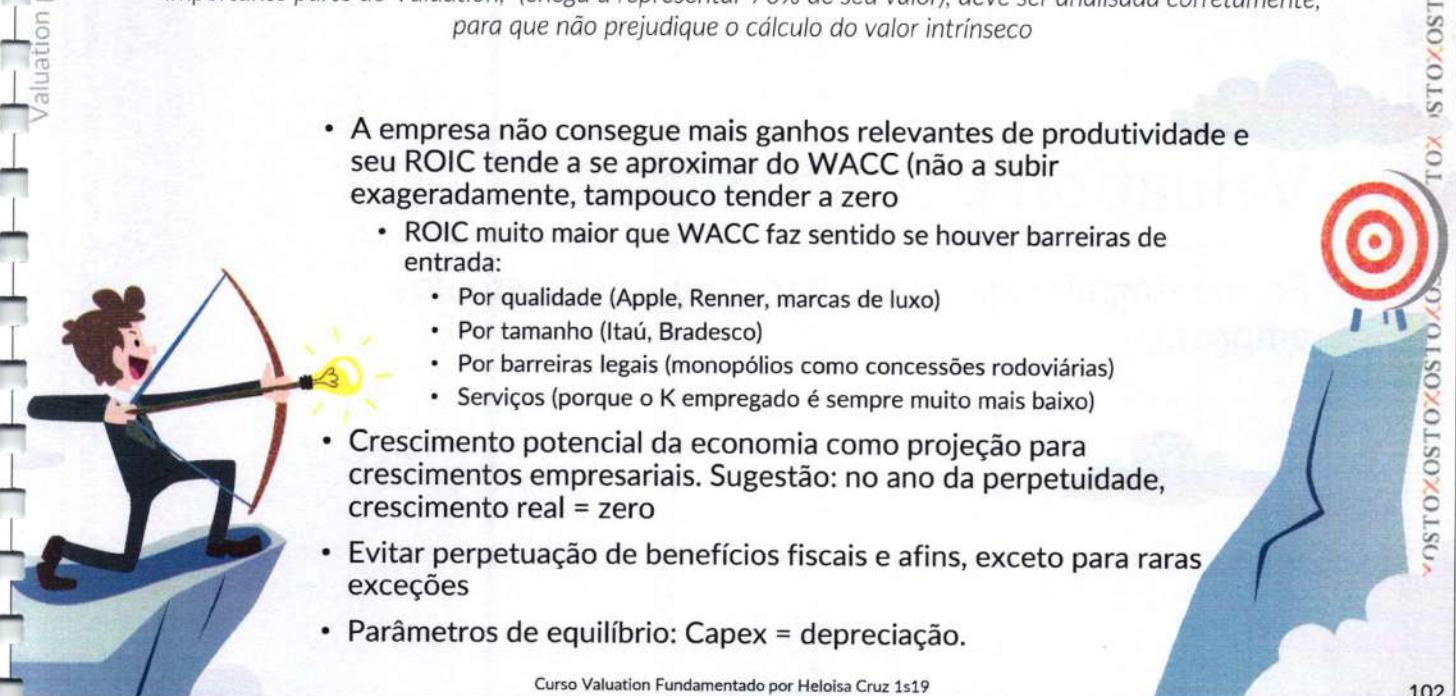
No final das contas, o valor da firma/equity é calculado com base nos fluxos de caixa recebidos

Fluxos de caixa	Cálculo da Perpetuidade
$Valor da Firma = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1 + WACC)^t}$	$+ \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC - g)} \times \frac{1}{(1 + WACC)^n}$
$Valor do Equity = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_E)^t}$	$+ \frac{FCFE_{n+1}}{(K_E - g)} \times \frac{1}{(1 + K_E)^n}$

- Tipicamente considera uma primeira fase de crescimento mais forte, para depois calcular a perpetuidade
- É possível fazer quantos estágios se quiser.

A PERPETUIDADE

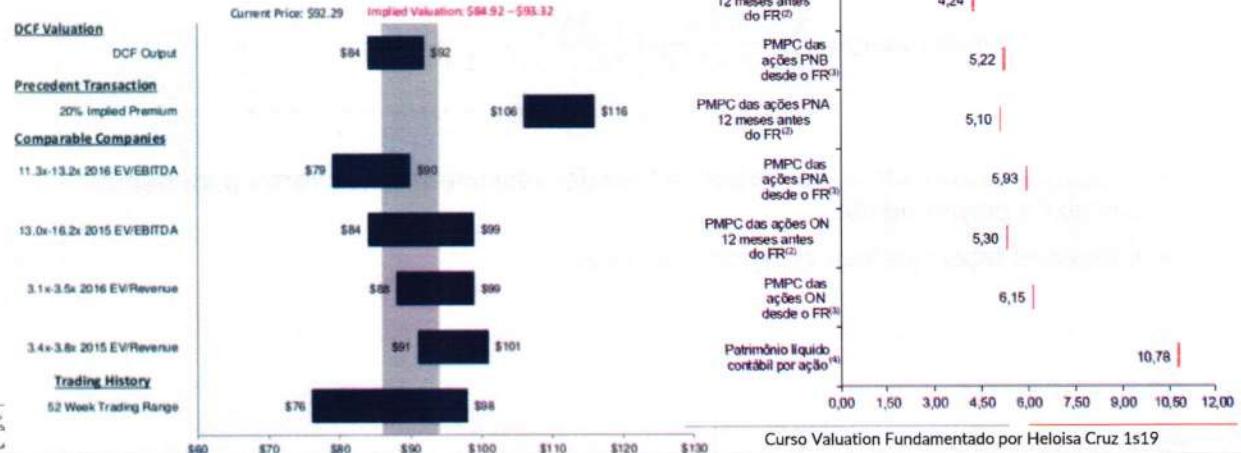
Importante parte do Valuation, (chega a representar 70% de seu valor), deve ser analisada corretamente, para que não prejudique o cálculo do valor intrínseco

- 
- A empresa não consegue mais ganhos relevantes de produtividade e seu ROIC tende a se aproximar do WACC (não a subir exageradamente, tampouco tender a zero)
 - ROIC muito maior que WACC faz sentido se houver barreiras de entrada:
 - Por qualidade (Apple, Renner, marcas de luxo)
 - Por tamanho (Itaú, Bradesco)
 - Por barreiras legais (monopólios como concessões rodoviárias)
 - Serviços (porque o K empregado é sempre muito mais baixo)
 - Crescimento potencial da economia como projeção para crescimentos empresariais. Sugestão: no ano da perpetuidade, crescimento real = zero
 - Evitar perpetuação de benefícios fiscais e afins, exceto para raras exceções
 - Parâmetros de equilíbrio: Capex = depreciação.

CONCLUSÃO DO VALUATION: CAMPO DE FUTEBOL

O campo de futebol é uma representação gráfica que ajuda a comparar o "valor justo" da empresa pelas diferentes metodologias, para concluir com base em mais informações

Modelo de Valuation usando FCD e Múltiplos



XOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOSTOXOS
103

Valuation por Múltiplos

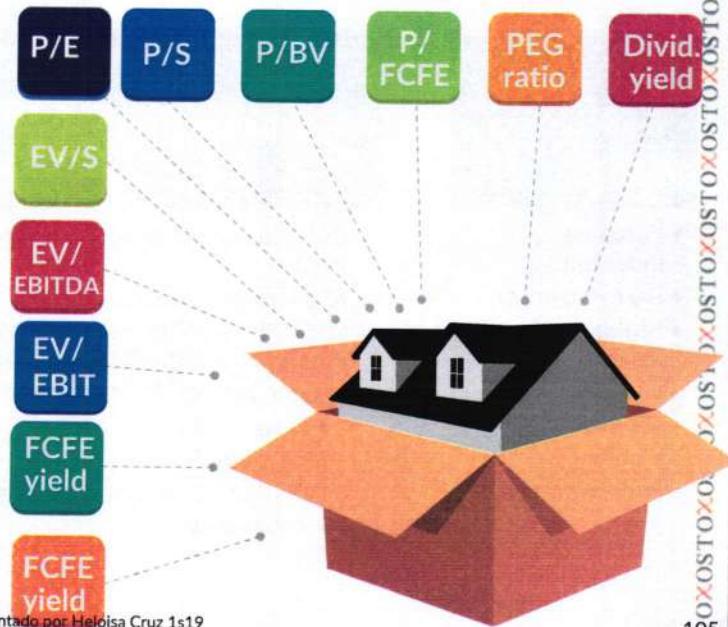
Forma simplificada de se chegar ao valor justo das empresas

OS MÚLTIPLOS DE MERCADO

Múltiplos de mercado são uma forma prática e rápida de avaliar uma empresa, comparar empresas e buscar oportunidades baratas

CONCEITOS

- Consideram a cotação da ação e alguma informação de resultados da companhia
- Forma mais rápida de avaliação de uma empresa; porém muitas vezes podem oferecer informações equivocadas
 - Em vários casos (por exemplo no caso de a empresa estar vindo de um turnaround), os múltiplos podem parecer esticados, porque os resultados ainda estão deprimidos
 - Empresas com crescimento forte devem ter múltiplos avaliados considerando-se sua situação geral



MÉTODOS DE AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

O "múltiplo justo" pode ser definido por comparação com pares ou com seu valor intrínseco



- O racional econômico é a lei do preço único, ou do valuation único entre empresas comparáveis
- Se uma empresa negocia a um múltiplo muito diferente de seu par, isso deveria convergir

Método dos comparáveis

- Compara o múltiplo atual da empresa com o múltiplo justo
- É possível definir um "múltiplo justo" para uma empresa com base em sua rentabilidade e crescimento, como veremos a seguir

Múltiplos justificáveis com base em projeções

MÉTODOS DE AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Pela lei do preço único (que se aplica mais ou menos), podemos comparar empresas do mesmo setor. Ou ainda, com os múltiplos históricos da própria companhia

Qual
benchmark
usar?

- Pares na indústria
 - Pares no setor
 - Múltiplos do mercado como um todo
 - Múltiplos histórico médios da empresa

Como comparar:

- Assuma que a Lei do Preço Único é válida
 - Avaliar riscos ou ajustes de crescimento (empresas que crescem mais possuem múltiplos mais altos)
 - Limitações do PEG ratio:
 - Assume relação linear
 - Não considera risco
 - Não considera a duração do crescimento



MÚLTIPLOS DE MERCADO (1/2)

Uma forma rápida de se avaliar a empresa é através de múltiplos de mercado. Estes possuem no numerador o preço da ação e no denominador uma valor contábil. Market Cap= capitalização de mercado = Preço da ação x Número de ações

Indicador	Conceito
$P/L = P/E = \frac{\text{Market Cap}}{\text{Lucro Líquido}}$	Principal de todos os indicadores, dá uma ideia de quantos anos a ação levaria para retornar o dinheiro investido.
$P/VPA = P/BV = \frac{\text{Market Cap}}{\text{Patr. Líquido}}$	Mostra se a empresa negocia a prêmio ou a desconto de seu valor patrimonial. Prêmio indica que o mercado acredita em sua capacidade de gerar retornos interessantes
$P/RL = P/S = \frac{\text{Market Cap}}{\text{Receita Líquida}}$	Muito útil para empresas "distressed" (em stress financeiro), e sem perspectiva de lucro no curto prazo. Também usado para empresas incipientes e com alto crescimento
$\text{PEG ratio} = \frac{P/E}{\text{growth}_{\text{Lucros}}}$	Dá uma perspectiva, para empresas com P/E (ou P/L) alto, se o crescimento implícito nos múltiplos é factível ou não. A ação está barata quando PEG<1 e cara quando PEG>2
$\text{FCFE yield} = \frac{\text{Free Cash Flow to Equity}}{\text{Market Cap}}$	Compara a geração de caixa para o acionista com o valor do Equity (Market Cap)

INDICADORES MERCADO (2/2)

EV = Enterprise value = Valor da Firma = Dívida Líquida + Market Cap. Os indicadores que usam EV no denominador, referem-se à empresa, e os de Market Cap, ao acionista.

Indicador	Conceito
$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBITDA}}$	Compara o valor da Firma com a geração operacional de caixa (ou uma proxy dela). É um dos indicadores mais utilizados
$EV/EBIT = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{EBIT}}$	Parecido com o indicador acima, mas é um proxy melhor para os casos em que D&A representam o Capex de manutenção
$EV/Sales = \frac{\text{Enterprise Value}}{\text{Receita Líquida}}$	Acho ele mais válido que o P/Sales já que a receita é um dinheiro que entra para a firma
$FCFF yield = \frac{\text{Free Cash Flow to Firm}}{\text{Div Líq} + \text{Market Cap}}$	Compara a geração de caixa para a firma com seu Valor Total (Dívida + Equity)
$\text{Dividend Yield} = \frac{\text{Dividendo pago}}{\text{Market Cap}}$	Dá uma ideia de retorno. Assemelha-se ao P/E, com a diferença que o dividendo efetivamente vai para o bolso do acionista

INDICADORES ESPECÍFICOS POR INDÚSTRIA¹

Além dos indicadores gerais, temos algumas medidas que se referem a indústrias específicas. Em geral, eles são tão importantes quanto os primeiros na análise da empresa.

Indicador	Indústria	Descrição
EBITDAX	Oil&Gas	EBITDA antes das despesas de exploração
Reservas provadas	Oil&Gas	Reservas de petróleo ou gás em condições de serem produzidas
Anos de reserva	Mineração	Indica o tamanho da reserva em relação à produção recente
VSO	Construtoras	Vendas/(Lançamentos + Estoques)
Utilização da capacidade	Empresas industriais	Nível atual de produção em relação à capacidade fabril
ARPU	Telecom	Receita média por usuário (Average Revenue per User)
Índice de inadimplência	Bancos	Operações de crédito com atraso superior a 90 dias
Índice de Basiléia	Bancos	Capital mínimo necessário para o banco absorver os riscos inerentes de sua atividade
SSS	Varejo	Same-Store-Sales, ou vendas nas mesmas lojas
Vendas/m ²	Varejo	Usada para comparar a evolução das vendas nas lojas, neutraliza o efeito "tamanho da loja"
EV/Carro	Locadoras Veículos	Ajuda a entender quanto estão precisando a empresa acima do seu principal patrimônio

MÚLTIPOS P/E (OU P/L)

O P/L ou P/E é o múltiplo mais comum, então costuma ser o primeiro a aparecer nas análises

Racionais

Lucro por ação é um driver de valor

Amplamente utilizado

Correlacionado ao retorno das ações

Desvantagens

Se empresa sem lucro ou com lucro muito baixo

Lucros não recorrente

Poder do mgmt em influenciar o lucro de CP

P/E histórico

Usa o resultado do ano passado ou últimos 12m

Preferido se não houver projeções confiáveis

P/E projetado

Usa o lucro do próximo ano ou próx 12 meses

Preferido se o P/E histórico não representar recorrência

P/E JUSTO

Sendo o P/E ou P/L o mais conhecido e utilizado dos múltiplos, utilizá-lo para o valuation é bastante intuitivo

Do modelo Gordon Growth

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

$$g = (1 - \text{payout}) \times \text{ROE}$$

Onde

- $V_0 = P_0 =$ Valor justo em $t=0$
- $D_t =$ Dividendo em t
- $r =$ taxa de retorno exigida ou K_e
- $g =$ crescimento de lucros
- $E_t =$ Lucro por ação (EPS) no período

P/E projetado

$$\frac{P_0}{E_1} = \frac{D_1/E_1}{r - g} = \frac{\text{payout}}{r - g}$$

P/E histórico

$$\frac{P_0}{E_0} = \frac{D_0(1 + g)/E_0}{r - g} = \frac{\text{payout}(1 + g)}{r - g}$$

VALOR PATRIMONIAL: P/B (OU P/VPA)

P/B ou P/VPA muito descontado em relação ao valor dos ativos (múltiplo muito menor que 1) pode indicar possibilidade de ativos não operacionais cuja venda pode gerar bons retornos ao acionista.

Racionais

- VPA costuma ser positivo
 - Mais estável que LPA
 - Apropriado p/ empresas do setor financeiro
 - Apropriado p/ empresas com prazo definido

Desvantagens

- Não reconhece ativos não-físicos
 - Enganoso se o nível de ativos varia
 - Pode ser enganoso pelas práticas contábeis
 - Menos útil se a idade dos ativos varia

Ajustes ao Book Value

- Ativos intangíveis
 - Contabilidade de estoques
 - Itens FORA DO BALANÇO
 - Valor justo



P/B JUSTO

Aqui define-se o prêmio ou desconto que a empresa deve ter para o valor de livros

$$\text{Do modelo Gordon Growth } V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

$$g = (1 - \text{payout}) \times ROE$$

Onde

- $V_0 = P_0$ = Valor justo em t=0
 - D_t = Dividendo em t=0 a n
 - r = taxa de retorno exigida ou Ke
 - g = crescimento de lucros

P/B histórico

$$\frac{P_0}{B_0} = \frac{ROE - g}{r - g} = 1 + \frac{PV_{ERE}}{B_0}$$

PV_{EPE} ≡ Present Value of expected residual earnings



Múltiplo de Receita P/Sales (ou P/RL)

Para empresas com problemas nos resultados, P/S pode ser uma opção de análise para encontrar grandes distorções

Racionais

Receita é um número menos manipulável

Receita é sempre positiva

Múltiplo apropriado para todo tipo de empresa

Mais estável que P/E

Desvantagens

Vendas ≠ Lucro ou Fluxo de Caixa

Numerador não é consistente com denominador

P/S não reflete diferenças de custos

Pode ser enganoso pelas práticas contábeis

Opinião

- Eu não gosto do indicador para avaliar empresas
- Mas acho muito útil no processo de screening para pescar algo que esteja muito errado, por exemplo por estar passando por um turnaround



P/S Justo

Para empresas com problemas nos resultados, P/S pode ser uma opção de análise para encontrar grandes distorções

Do modelo
Gordon
Growth

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

P/Sales histórico

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{E_0 / S_0 \times payout \times (1 + g)}{r - g}$$

$$\frac{P_0}{S_0} = \frac{\text{Margem Líquida} \times payout \times (1 + g)}{r - g}$$

Onde

- $V_0 = P_0$ = Valor justo em t=0
- D_t = Dividendo em t=0 a n
- E_t = Lucro no momento t
- r = taxa de retorno exigida ou Ke
- g = crescimento de lucros

$$g = (1 - payout) \times ROE$$



Múltiplo de Fluxo de Caixa (P/FC ou P/CF)

Para pessoas com foco mais longo, pode ser o múltiplo mais interessante a se analisar. O Fluxo de caixa já considera variação de capital de giro e Capex números relevantes para a análise

Racionais

- Fluxo de caixa é menos manipulável

Desvantagens

- Fluxo de Caixa pode ser distorcido
 - FCFE mais volátil e frequentemente negativo
 - Empresas começaram a gerenciar
 - Pode ser enganoso pelas práticas contábeis

Definições de Fluxo de Caixa

- CF: Lucro+ Depreciação+ Amortização+Depleção
 - CFO: Do demonstrativo de fluxo de caixa
 - FCFE: é o mais válido mas é volátil
 - EBITDA: melhor usado com EV (valor da firma)



P/FC JUSTO

Para empresas com problemas nos resultados, P/S pode ser uma opção de análise para encontrar grandes distorções

$$\text{Do modelo Gordon} \quad V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

P/Sales histórico

$$V_0 = \frac{FCFE_0 \times (1 + g)}{r - g} = \frac{D_1}{r - g}$$

$$\frac{P_0}{FCFE_0} = \frac{(1+g)}{r-g}$$

Onde

- $V_0 = P_0$ = Valor justo em t=0
 - D_t = Dividendo em t=0 a n
 - E_t = Lucro no momento t
 - r = taxa de retorno exigida ou
Ke
 - g = crescimento de lucros

$$g = (1 - \text{payout}) \times ROE$$



DIVIDEND YIELD

Primeiro critério de investimentos para muitos investidores, o Dividend Yield deve ser sempre analisado.

Racionais

É um componente do retorno

Dividendos são menos arriscados que futuros ganhos de capita;

Desvantagens

É só um dos componentes
do retorno

**Dividendos maiores
deslocam maiores retornos
futuros**

O mercado pode não gostar de dividendos

Do modelo Gordon Growth

$$V_0 = \frac{D_0 \times (1 + g)}{r - g}$$

$$\frac{D_0}{P_0} = \frac{r - g}{1 + g}$$



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

119

MÚLTIPLO DE EV/EBITDA

O múltiplo EV/EBITDA é especialmente relevante para uso em empresas que possuem muitos negócios no exterior, dado que a conversão de moedas impacta o lucro

Racionais

Útil para acompanhar empresas com diferentes alavancagens

Útil para acompanhar empresas com diferentes alocacões de capital

Geralmente positivo

Desvantagens

Exagera o fluxo de caixa

FCFF mais
fundamentado e
menos volátil

Questões relevantes

- EV/EBITDA justo se relaciona positivamente com:
 - FCFF growth
 - ROIC
 - E negativamente com WACC
 - Outros múltiplos de EV:
 - EV/FCFF
 - EV/EBITA
 - EV/EBIT
 - EV/Sales



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

120

Construção do modelo

Garantindo que o modelo representa algo próximo à realidade

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

121

SIMPLIFICANDO AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Simplifique o modelo de modo que sobrem apenas as linhas de interesse nas projeções para o Valuation ou no cálculo dos indicadores

Caixa e equivalentes de caixa	Caixa
Instrumentos financeiros derivativos	
Contas a receber	→ Contas a Receber
Estoques	Estoques
Ferramentais de terceiros	
Impostos de renda e contribuição social a recuperar	Impostos
Demais tributos a recuperar	
Ativos mantidos para venda	
Títulos a receber e outros	Outros
Ativo circulante	

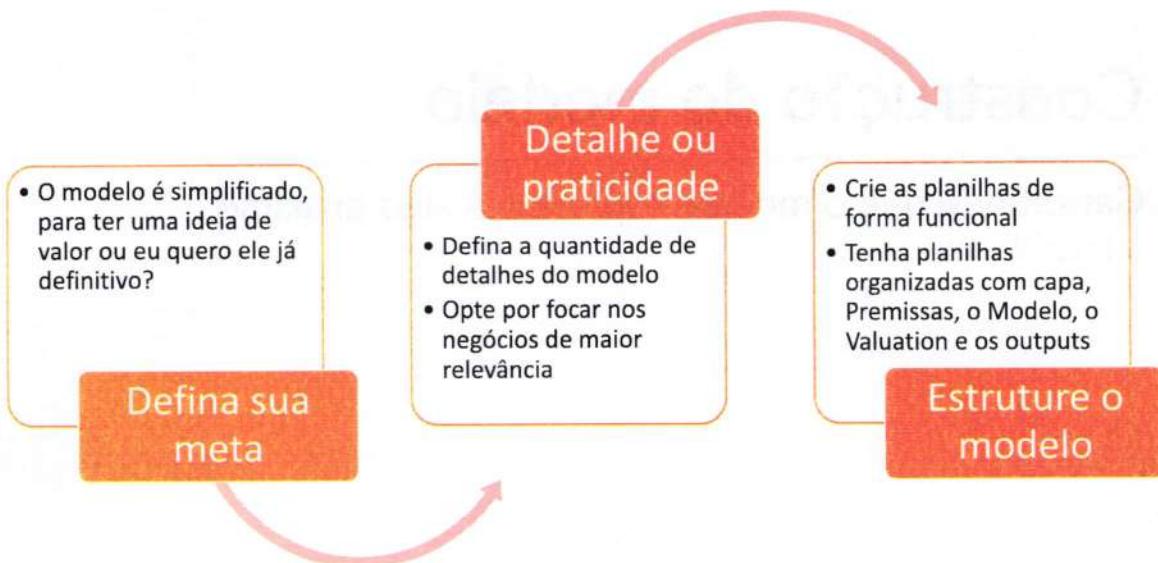
Fonte: Tupy

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

122

PLANEJAMENTO DO MODELO

Crie um modelo absolutamente funcional, que te ajude a entender o negócio, avaliar sensibilidades, entender cenários e probabilidades



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

123



QUALIDADE DOS INPUTS

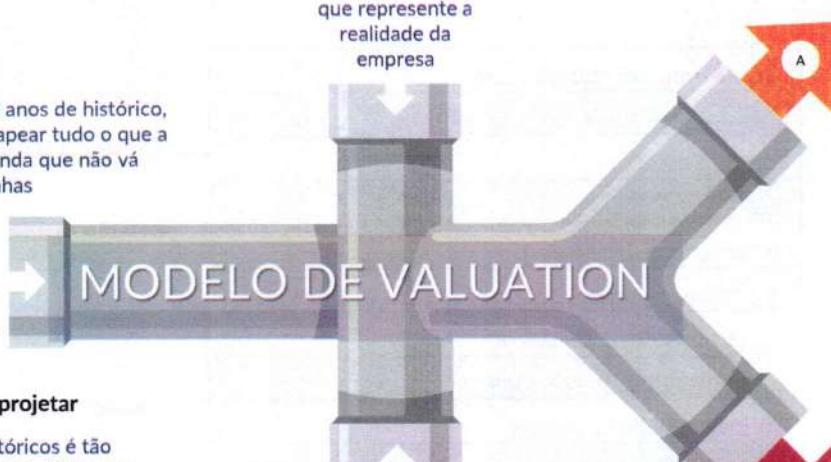
A qualidade do modelo está diretamente relacionada com os dados inseridos. No jargão do mercado, "TRASH IN, TRASH OUT!"

Dados históricos

Olhar pelo menos 3 anos de histórico, idealmente 10, e mapear tudo o que a empresa oferece, ainda que não vá projetar todas as linhas

Montar um modelo que represente a realidade da empresa

Conseguir uma referência de valor (preço justo ou target price) para a empresa



Analizar antes de projetar

Entender dados históricos é tão importante quanto projetá-los. As economias possuem ciclos, então vale saber como os resultados se comportam em cada fase

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19



124

MELHORES PRÁTICAS PARA MODELAGEM

Não basta fazer o modelo. Você tem que conseguir verificar suas contas e lembrar do que você fez depois de

- 1 Uma linha, uma fórmula. Evite colocar mais de uma fórmula em cada linha. Se for necessário, identifique por cores
- 2 Não use *hard-codes*, ou números no meio da célula.
- 3 Quanto mais simples melhor. Se a fórmula for complicada, quebre-a em várias etapas
- 4 Seja consistente nos sinais. Custos, despesas e Capex serão representados por números positivos ou negativos?
- 5 Nunca tenha o mesmo input em múltiplos lugares
- 6 Evite linkar arquivos
- 7 Crie checks pelo modelo para garantir consistência

Assuntos pós curso

Dúvidas gerais que vale a pena esclarecer.

MONTAGEM DA CARTEIRA

Existem vários vetores de diversificação, além dos setores. Diversifique sua carteira para minimizar o risco específico sempre que houver boas oportunidades.



QUANDO COMPRAR

Compre quando você encontrar uma ação suficientemente barata, cujo carregamento é interessante independente da situação do mercado como um todo.



1. Em ciclos de baixa, quando toda a bolsa está barata
 2. Quando algum institucional está se desfazendo de uma posição grande em uma ação
 3. Quando temos uma notícia muito ruim para uma empresa, mas que não muda a visão de longo prazo para a mesma
 4. Quando vemos sinal de um turnaround que está começando a dar certo
 5. ENFIM, QUANDO A DIFERENÇA ENTRE PREÇO E VALOR FOR SUFICIENTEMENTE GRANDE PARA COMPENSAR O CARREGO, OU QUANDO A TIR IMPLÍCITA

QUANDO VENDER

Compre quando você encontrar uma ação suficientemente barata, cujo carregamento é interessante independente da situação do mercado como um todo.

1. QUANDO A DIFERENÇA ENTRE PREÇO E VALOR FOR PEQUENA, NÃO COMPENSANDO O CARREGO
 2. Quando há uma mudança nos fundamentos para pior, de modo que o que você esperava da empresa não deve mais acontecer
 3. Quando você encontrou outra oportunidade melhor.



AS COISAS MAIS IMPORTANTES SÃO...

Compre quando você encontrar uma ação suficientemente barata, cujo carregó é interessante independente da situação do mercado como um todo.



CONCLUSÕES

A carteira de ações deve possuir diversificação em várias dimensões, de modo que riscos específicos não corram o risco de prejudicar sua performance de longo prazo.



1. Capriche no processo de stock picking
 2. Entenda a empresa que você está investindo; se o negócio dela não se tornar intuitivo ao longo de suas investigações, melhor abandonar o barco
 3. Entenda as dinâmicas dos resultados da empresa, e como a empresa ganha dinheiro
 4. Mapeie os principais riscos
 5. Avalie a empresa em vários cenários e tenha segurança que ela vale mais que está precificado na maioria deles (probabilisticamente)
 6. Mantenha a posição enquanto houver margem de segurança
 7. Venda quando você encontrou outra oportunidade melhor, ou se não há mais ganhos

Curso Valuación Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

131

BIBLIOGRAFIA

A carteira de ações deve possuir diversificação em várias dimensões, de modo que riscos específicos não corram o risco de prejudicar sua performance de longo prazo.

1. Povo, Alexandre (2012): Valuation – Como Precificar Ações
 2. Debastiani, Carlos Alberto (2016): Avaliando empresas, Investindo em ações
 3. Damodaran, Aswath
 - Valuation
 - Investment Philosophies
 - Narrative & Numbers
 4. Marks, Howard: The Most Important Thing Illuminated
 5. Lynch, Peter: One up on Wall Street (O jeito Peter Lynch de investir)
 6. Fisher, Philip: Ações Comuns, Lucros Extraordinários
 7. Material do CFA sobre os assuntos:
 - Finanças Comportamentais
 - Análise de Ações
 - Valuation



