

Valuation Fundamentado

STO
XOS

POR HELOÍSA CRUZ

Curso Online, agosto de 2019

Valuation Fundamentado

STO
XOs

POR HELOÍSA CRUZ

Curso Online, agosto de 2019

Valuation Fundamentado

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

Heloisa Cruz, CFA

STOXOS®
POR HELOISA CRUZ

Apresentação

Conheça a Heloisa, seus investimentos e os
objetivos deste curso

Principais motivos que me fizeram chegar a este curso



Análise de empresas e ações

Certificações

Experiência no mercado

Consultoria

Atualmente...

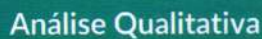


CFA Institute
HELOISA GURGEL
NEVES CRUZ, CFA
CFA CHARTERHOLDER



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

Através de um exemplo (case) real, ensinar os participantes a analisar os fundamentos de uma empresa, incluindo os vários aspectos quantitativos e qualitativos, de modo a proporcionar maior autonomia nas decisões de investimentos



- ## Análise Quantitativa

- Análise de
 - Resultados
 - Indicadores
 - Múltiplos
- Valuation por
 - Múltiplos
 - FCD (DCF)
 - Modelo de desconto de dividendos (Dividend Discount model)



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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, conseqüentemente, 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 contrários (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

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

INTANGÍVEIS (in e off-balance)

Muito importante na análise dos retornos e seus potenciais, bem como das vantagens competitivas das 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

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

- ☒ Neste, uma receita é reconhecida quando o bem é vendido ou o serviço realizado
- ☒ Há aqui um esforço para "casar" o custo do bem/serviço com a receita
- ☒ 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

CATEGORIAS DE DESPESAS

- ☒ **Despesas operacionais:** em teoria, proporcionam benefício apenas no período em questão. Por exemplo o custo das matérias primas
- ☒ **Despesas financeiras:** Custo do capital de terceiros. O mais comum são os juros
- ☒ **"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 decompõe 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%	-7%	-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	(446,0)	(455,6)	(430,9)	(396,7)	(407,6)		2%	-5%	-8%	3%
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	(140,1)	(118,8)	(233,5)	(185,2)	(217,8)		-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%

STOXOS

Fonte: Springs Global

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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

STOXOS

1 Não exaustivo

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

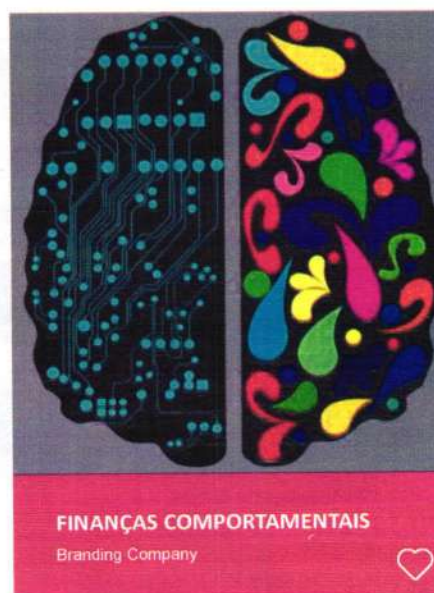
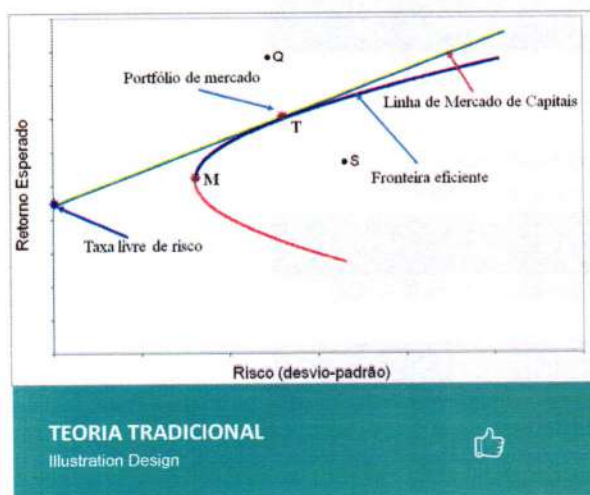
Finanças Comportamentais

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

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

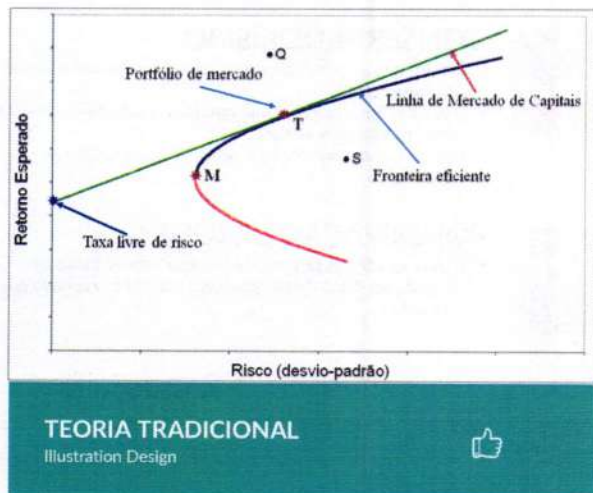
SISTEMAS DE PENSAMENTO

Nossos sistemas de pensamento



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.

NOVA ABORDAGEM

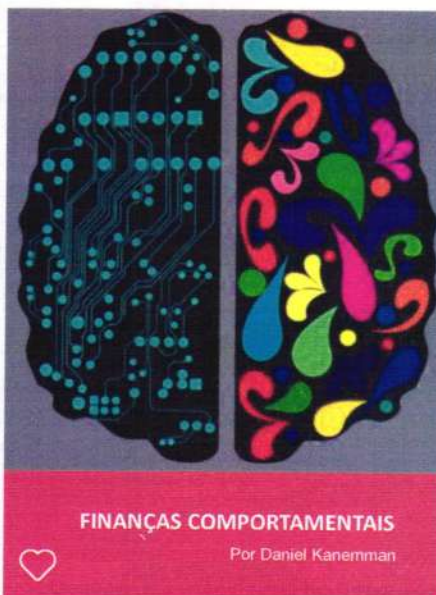
Quanto maior o autoconhecimento do investidor, maior as chances de ele trabalhar em uma zona que lhe dá conforto e, consequentemente, ser bem-sucedido. Nem todo investidor ganha dinheiro do mesmo jeito.

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

- 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%

VIÉS HEURÍSTICO (atalhos mentais)

FC1: Agentes financeiros cometem erros por acreditarem em suposições. Ex: performance histórica é a melhor forma de prever a futura
TTF2: assume que participantes usam ferramentas estatísticas apropriadamente

01

REPRESENTATIVIDADE

- Refere-se à tendência dos tomadores de decisão se basearem em estereótipos
- Assumem que eventos recentes se repetirão no futuro
- Investidores procuram comprar ações "quentes" e evitar perdedoras recentes

02

APOSTA ERRÔNEA

- Predição inapropriada que uma tendência irá se reverter
- É como uma crença na reversão à média
- "a lei dos números pequenos"

03

AUTOCONFIANÇA EXCESSIVA

- Investidor superestima suas habilidades perceptivas
- Investidor acredita que sua habilidade de vencer o mercado é muito acima da média, e acaba criando intervalos de confiança excessivamente pequenos

04

CONSERVADORISMO

- Ocorre quando uma escala de valor é fixada com base em padrões recentes
- É pensar: "uma empresa que reportou resultados ruins vai os reportar ruins para sempre"
- Não revisar as estimativas o suficiente para refletir as novas informações

05

PONDERAÇÃO ERRÔNEA

- Ocorre quando as pessoas dão o peso indevido para as informações disponíveis, distorcendo assim o resultado das previsões

06

MEDO DO DESCONHECIDO

- Pessoas preferem assumir prejuízos desnecessários a correrem certos riscos
- "O primeiro prejuízo é o menor deles"
- É o que leva a Stop Loss precipitados

SUBORDINAÇÃO À FORMA

FC1 A percepção de risco e retorno é influenciada pela forma como os problemas são apresentados
TTF2: assume que os agentes vêm todas as decisões através das transparentes e objetivas lentes de risco e retorno

01

AVERSÃO À PERDA

- Contraria a TTF, segundo a qual o investidor é perfeitamente racional
- Mostra que os investidores sentem muito mais a dor da perda que o prazer de um ganho equivalente

02

AUTO-CONTROLE

- Por medo de gastar o principal investidores tendem a preferir ações que pagam dividendos, por considerar dividendos como renda, e não como principal

03

AVERSÃO AO ARREPENDIMENTO

- Como é muito doloroso assumir que errou, o investidor evita "realizar prejuízo"
- É o conceito por trás do **COMPORTAMENTO DE MANADA**. O investidor evita posições *contrarians* porque, se houver erro, será de todo mundo

04

ILUSÃO MONETÁRIA

- A reação natural é utilizarmos valores nominais e desconsiderarmos a inflação
- Nesse caso, em economias inflacionárias temos uma percepção de retornos maiores

05

CONTABILIDADE MENTAL

- Faz com que o indivíduo tome decisões financeiras separadamente, mostrando muitas vezes inconsistência. Por exemplo o cara compra TV no crediário mas investe na previdência a baixas taxas

30

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.


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.



INFORMAÇÕES DE MERCADO

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



Informações de mercado

- 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"



Notícias

- 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
- Frequente 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? Frequente 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 multimarca 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

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.springs.com/ri>

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.

Destaques escolhidos pela empresa: não é aqui que você costuma encontrar as más notícias

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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	3T17	(A)/(B)	3T18	3T17	(C)/(D)	3T18	3T17	(E)/(F)
	(A)	(B)	%	(C)	(D)	%	(E)	(F)	%
Cama, mesa e banho	281,7	258,1	9,1%	8.148	8.320	(2,1%)	34,6	31,0	11,4%
Utility bedding	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

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, tínhamos 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.

OUTRAS INFORMAÇÕES A BUSCAR NO RELEASE

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

Stock Picking

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

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 Ampla alcance	Atenção e disciplina Seletividade

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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.

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.

Conhecer o setor de atuação

Análise do setor de atuação da empresa

Análise competitiva

Conhecimento de dados setoriais, como crescimento, capacidade, sazonalidade

Projetar a performance

Projetar receita, lucro, dividendos e outras linhas dos Demonstrativos Financeiros

Avaliar os dados obtidos

Infelizmente é muito difícil simplesmente criar um ranking.

Aqui é uma etapa em que se coloca inteligência na análise

Entender o Negócio

Análise da empresa, estrutura do negócio

Realizar análises qualitativas e quantitativas

Selecionar o modelo de valuation

Escolher o modelo que se quer trabalhar (em função do tempo e do propósito com o Valuation)

Tirar conclusões

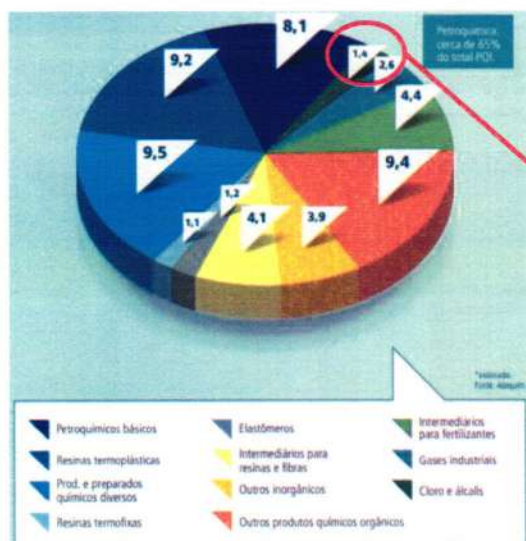
Recomendação de investimentos,

Opiniões sobre o valuation

Decisões estratégicas

Analizando o Setor

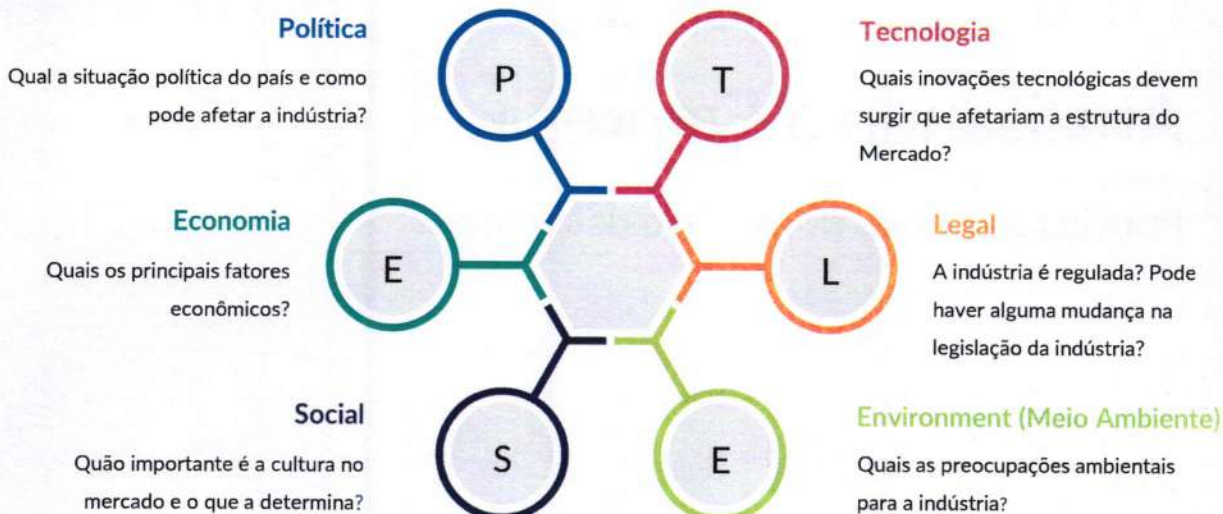
Entendendo os ambientes de mercado e competitivo e de mercado



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



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

57

Intensidade Competitiva: 5 FORÇAS DE PORTER

A intensidade competitiva do setor definirá a rentabilidade futura da empresa



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

58

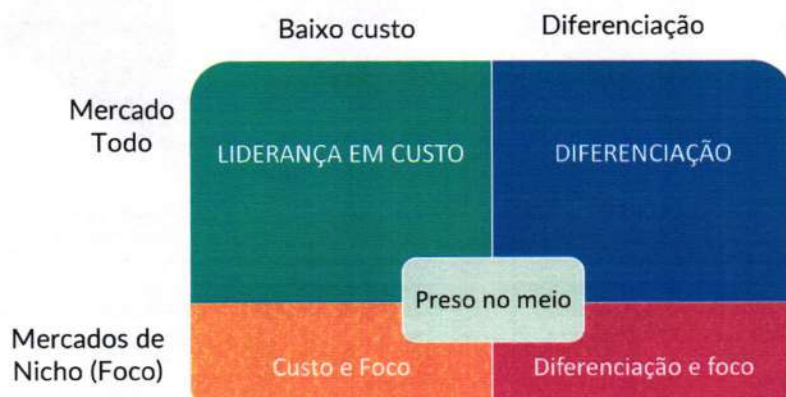
Analizando a Empresa

Principais análises do negócio da empresa

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

ALVO ESTRATÉGICO



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)

- Patentes?
- Marca forte?
- Boa reputação entre os clientes?
- Muitas linhas de produtos?
- Ampla cobertura de Mercado?
- Competência Industrial?
- Marketing eficiente?
- Sistemas de gestão
- Competências de TI?
- Reputação de marcas
- Competência de gestão de portfólio
- 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?

Weakenesses (Fraquezas)

- 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 portfólio ruim?
- Perda da direção corporativa?
- Lutas internas entre divisões?
- Perda do controle corporativo?
- Estrutura organizacional e sistemas de controle inapropriados?
- Excesso de conflitos e politicagem?
- Gestão financeira fraca?

Oportunidades

- 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 das empresas em nova área/ produto?
- Buscar novo mercado em crescimento?

Threatens (Ameaças)

- 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



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 **marginem 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. E 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?

TESE DE INVESTIMENTOS E MAPEAMENTO DE RISCOS

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

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

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

Margem Bruta
Margem EBIT
Margem EBITDA
Margem Líquida



RETORNO

ROA
ROE
ROIC
ROCE



ENDIVIDAMENTO

Solvência de caixa
Liquidez corrente
Liquidez seca
Dívida bruta/PL
Alavancagem
Índice de cobertura de juros



CICLO

Capital de Giro/RL
Giro do Ativo
Giro do PL
CAPEX/ Depreciação



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

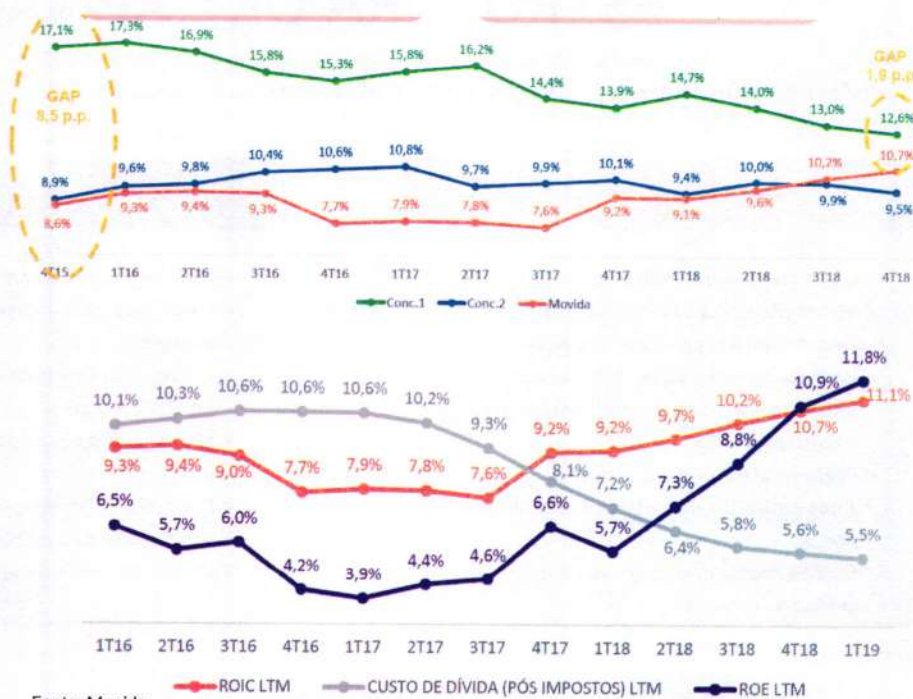
A rentabilidade é medida pelo resultado obtido por unidade de dinheiro colocado no negócio. Indica quão bem estão usando os recursos existentes

Diferença: eficiência da empresa

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 $ROIC = \frac{EBIT (1 - \text{taxa de imposto})}{\text{Imobilizado} + \text{Capital de Giro}}$	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 $ROCE = \frac{EBIT (1 - \text{taxa de imposto})}{PL + \text{Dívida Líquida}}$	Além do capital investido, considera na análise todos os outros ativos da empresa. A diferença entre o ROCE e o ROIC são as ineficiências.

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 precifica isso: que essa diferença de geração de valor não mudará.



Fonte: Movida

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



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 e 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

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

INDICADORES DE CICLO

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

Indicador	Conceito
$\text{Eficiência do Capital de Giro} = \frac{\text{Receita Líquida}}{\text{Capital de Giro}}$	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 1 Na 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

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 melhoras ou pioras na rentabilidade só com informações tangíveis



RESULTADO NORMALIZADO

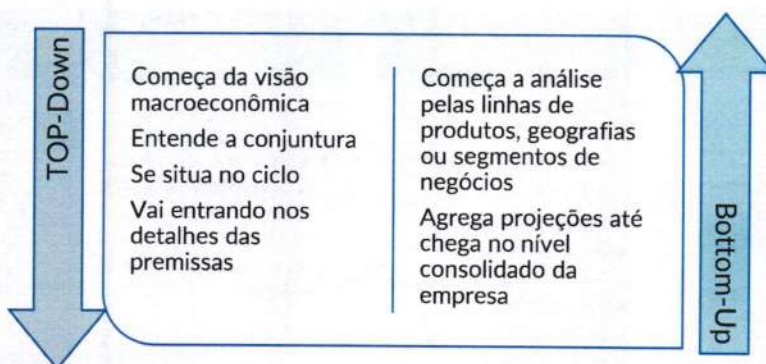
Buscar entender qual seria ele (separar os não-recorrentes).

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 FCFF 	<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	Difícilmente 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 Analisar a estrutura de custos da empresa	Idealmente evitar colocar ganhos relevantes de alavancagem operacional

O Valor do Dinheiro no Tempo

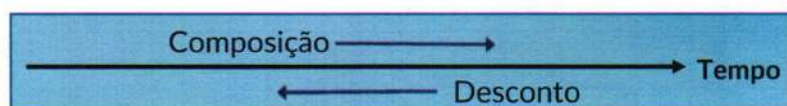
Principal conceito para um investidor é o custo de oportunidade de seu dinheiro, ou seu valor em momentos diferentes de tempo

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

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 primeiro 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

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)

$$E(R_i) = R_F + \beta_i \times [E(R_M) - R_F]$$

$$K_E = R_f + \beta_i \times ERP$$

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
- ρ_{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 = Pré de 10 anos + 5% 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

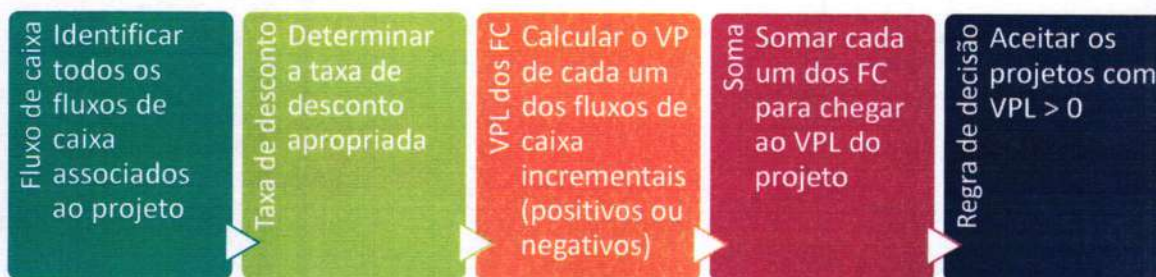
- Usa-se o valor de Mercado do equity pois o retorno que se espera é em cima do preço da ação, dado que o acionista dificilmente compra a ação pelo valor patrimonial

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



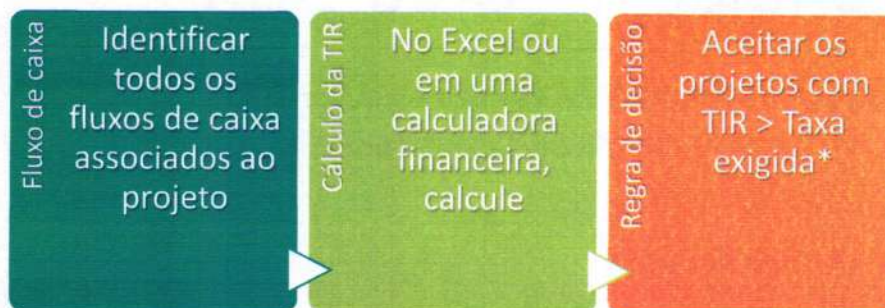
O Valor Presente Líquido é a soma de todos os fluxos de caixa trazidos a valor presente.

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.

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

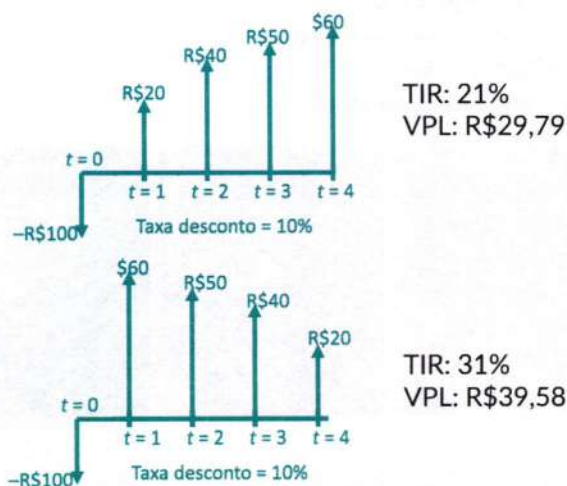
FC – Fluxo de Caixa
t – cada momento no tempo
N – número de períodos



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

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.

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

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.

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

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 $t=n$

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

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

GORDON GROWTH MODEL

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

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

Onde

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

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

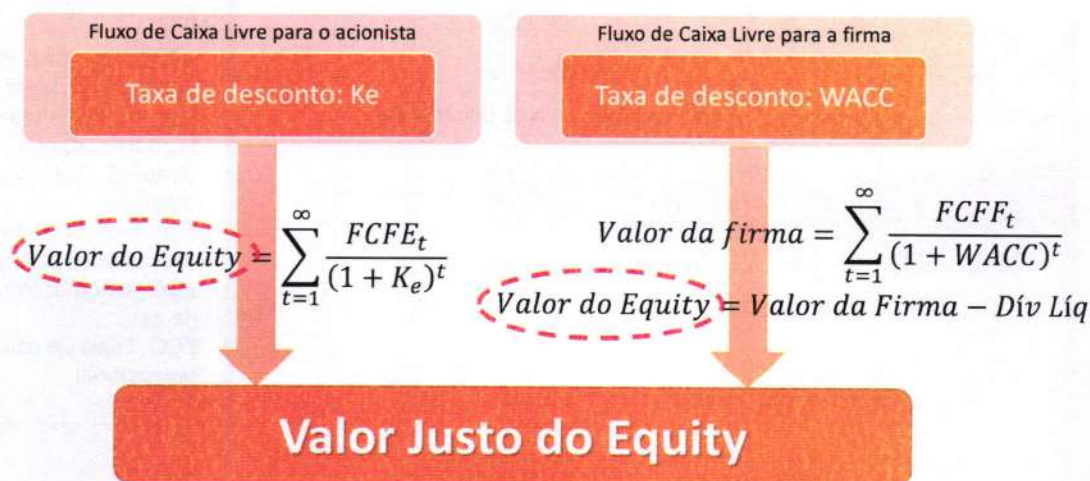
t	0	1	2	3
D	R\$ 1,00	R\$ 1,10	R\$1,21	
r=15%	g=10%			

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

O objetivo aqui é fazer uma conta rápida, mais 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



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

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

- $FCFF = EBIT (1-IR\%) + \text{DespNC} - \text{Capex} - \Delta \text{Giro}$
- $FCFF = EBITDA (1-IR\%) + \text{Depr} (IR\%) - \text{Capex} - \Delta \text{Giro}$

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

- **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
- **ΔC_{giro} :** Variação no capital de giro
- **FCO:** Fluxo de caixa operacional

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

- FCFE = LL + DespNC – Capex – Δ CGiro + Net Borrowings

- $FCFE = FCO - \text{Capex} + \text{Net Borrowing}$

- **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
- **Δ 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

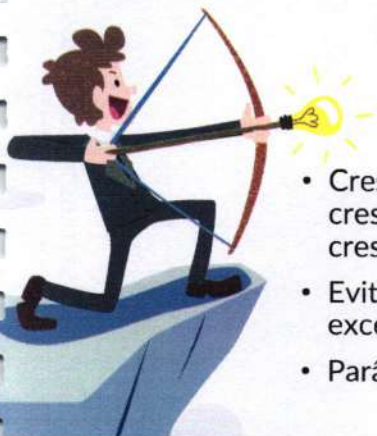
Fluxos de caixa	Cálculo da Perpetuidade
$\text{Valor da Firma} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}}{(WACC-g)} \times \frac{1}{(1+WACC)^n}$	
$\text{Valor do Equity} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1+K_E)^t} + \frac{FCFE_{n+1}}{(K_E-g)} \times \frac{1}{(1+K_E)^n}$	

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

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

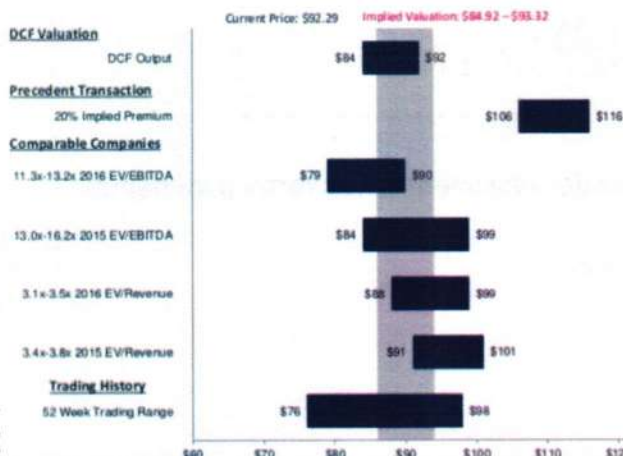
- A empresa não consegue mais ganhos relevantes de produtividade e seu ROIC tende a se aproximar do WACC (não a subir exageradamente, tampouco tender a zero)
 - ROIC muito maior que WACC faz sentido se houver barreiras de entrada:
 - Por qualidade (Apple, Renner, marcas de luxo)
 - Por tamanho (Itaú, 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

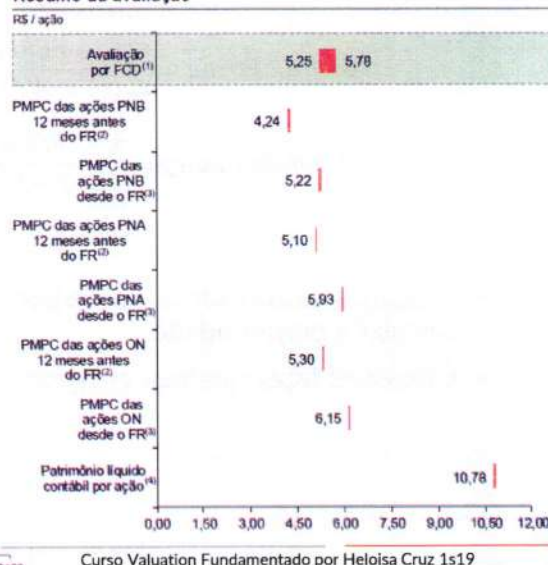
O campo de futebol é uma representação gráfica que ajuda a comparar o "valor justo" da empresa pelas diferentes metodologias, para concluir com base em mais informações

Modelo de Valuation usando FCD e Múltiplos



Valuation do Laudo para a OPA de UNIPAR

Resumo da avaliação



Valuation por Múltiplos

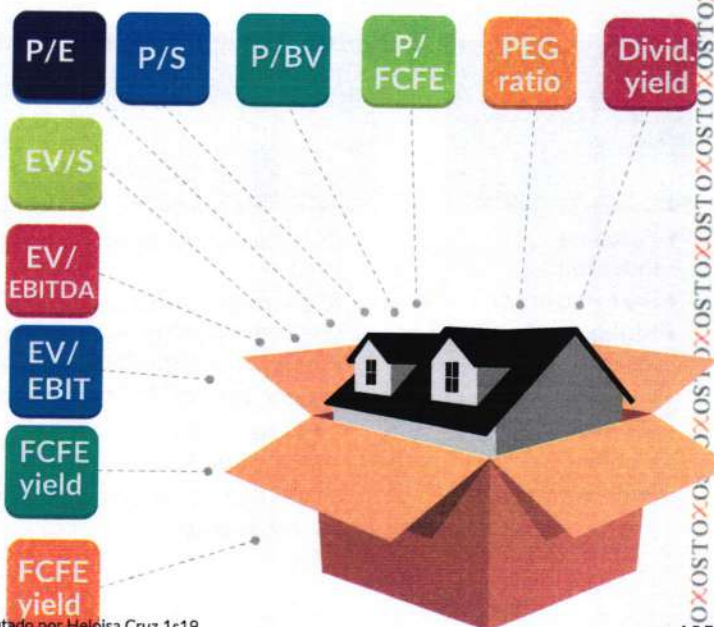
Forma simplificada de se chegar ao valor justo das empresas

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



Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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

Curso Valuation Fundamentado por Heloisa Cruz 1s19

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 um 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
$PEG\ ratio = \frac{P/E}{\text{growth}_{\text{Lucros}}}$	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 $PEG > 2$
$FCFE\ yield = \frac{\text{Free Cash Flow to Equity}}{\text{Market Cap}}$	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
$EV/EBITDA = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$	Compara o valor da Firma com a geração operacional de caixa (ou uma proxy dela). É um dos indicadores mais utilizados
$EV/EBIT = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBIT}$	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

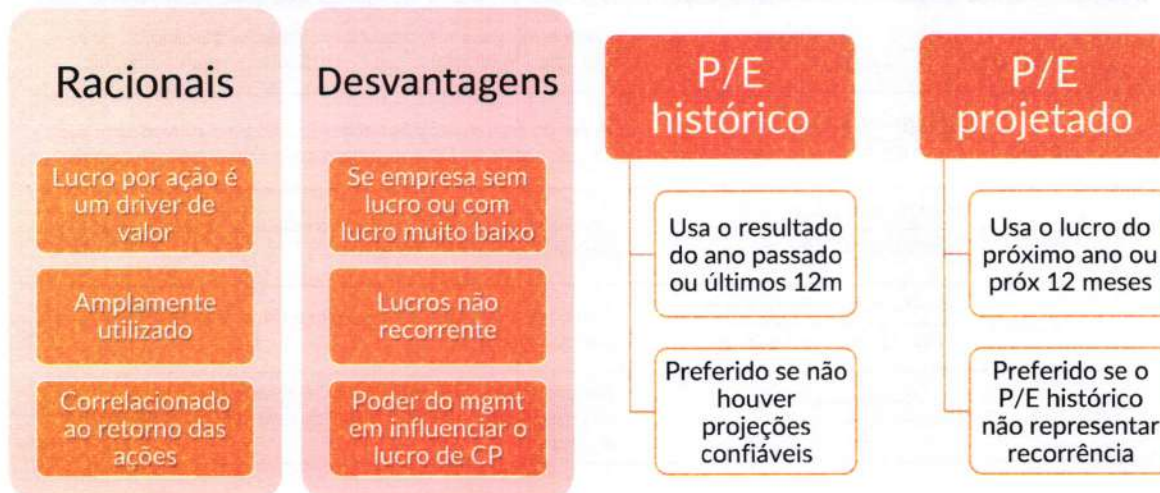
INDICADORES ESPECÍFICOS POR INDÚSTRIA¹

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 Basileia	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/m²	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 precificando a empresa acima do seu principal patrimônio

MÚLTIPLOS 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



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

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

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
- E 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

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

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

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

Onde

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

P/B histórico

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

PV_{ERE} = 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

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

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

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 K_e
- g = crescimento de lucros

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

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

Ratio é mais estável que o P/E

Endereça o problema de qualidade do resultado do P/E

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 grndes distorções

Do modelo Gordon

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

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 K_e
- 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

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

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

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 alocações 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

Construção do modelo

Garantindo que o modelo representa algo próximo à realidade

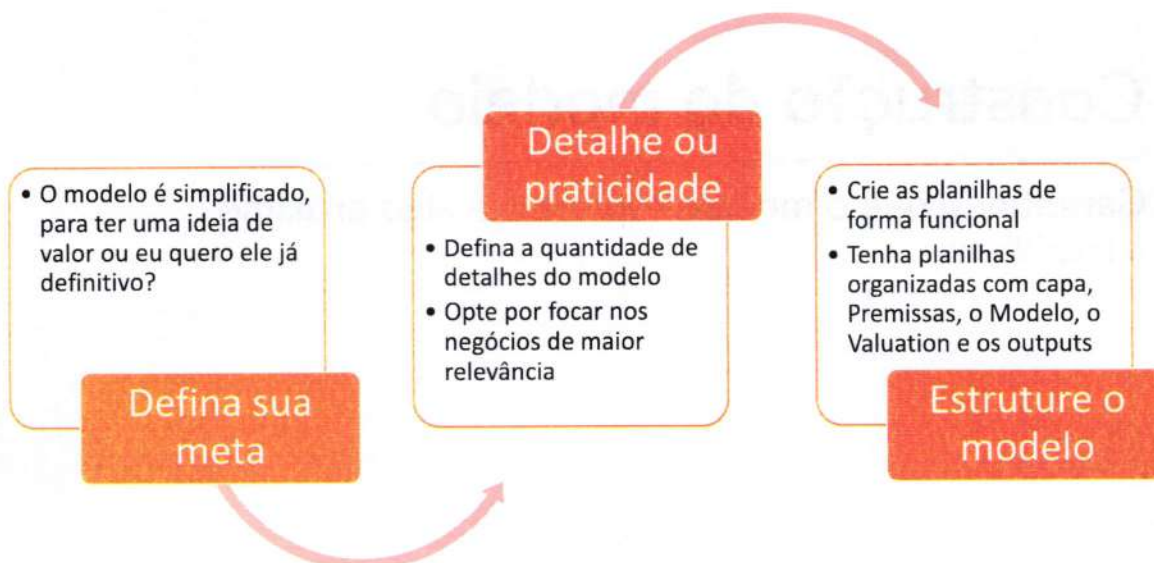
SIMPLIFICANDO AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

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	}	Outros
Títulos a receber e outros		
Ativo circulante		

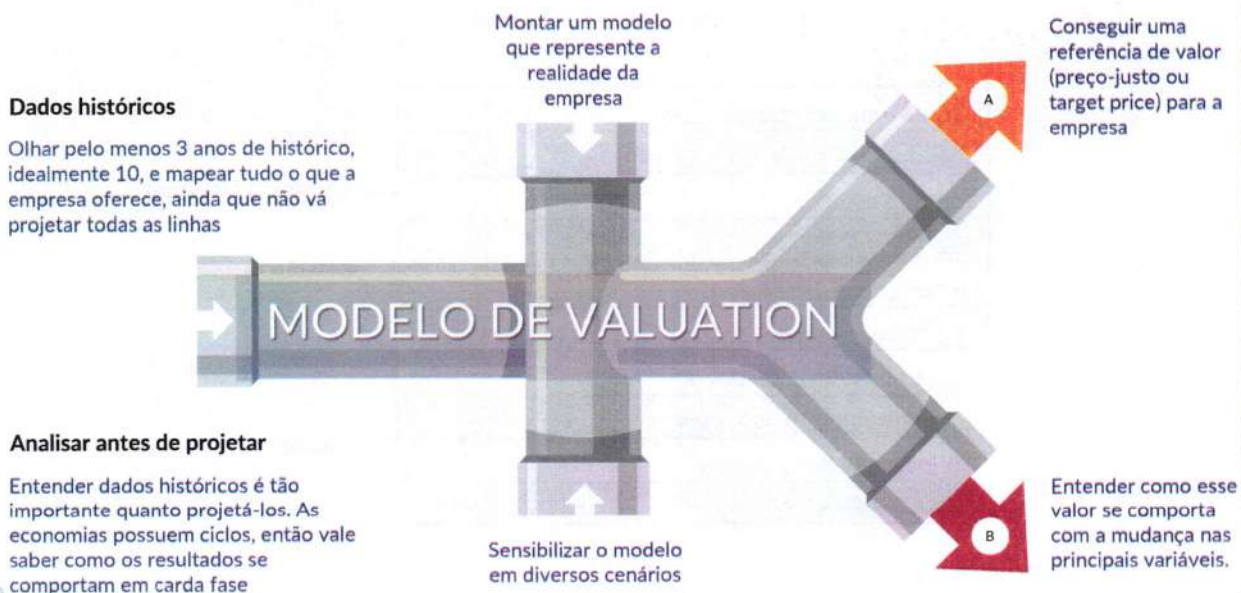
PLANEJAMENTO DO MODELO

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



QUALIDADE DOS INPUTS

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



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 carregio 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 CARREGIO, OU QUANDO A TIR IMPLÍCITA

QUANDO VENDER

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



Fonte: The most important things, Howard Marks

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 Valuation 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. Pova, 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



BOA JORNADA!

Para aumentar as suas opções e possibilidades

E estudar novas empresas, sempre

Mas não se esqueça de acompanhar o mercado

A leitura pode te levar a um outro patamar

