

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS**

ANDRÉ LUÍS DA SILVA BORBA

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
COMO UMA FERRAMENTA DE APOIO AO INVESTIDOR DO MERCADO DE
CAPITAIS**

**Porto Alegre
2007**

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS

ANDRÉ LUÍS DA SILVA BORBA

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
COMO UMA FERRAMENTA DE APOIO AO INVESTIDOR DO MERCADO DE
CAPITAIS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

PORTO ALEGRE

2007

ANDRÉ LUÍS DA SILVA BORBA

**A UTILIZAÇÃO DA ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
COMO UMA FERRAMENTA DE APOIO AO INVESTIDOR DO MERCADO DE
CAPITAIS**

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final.....

Aprovado em.....de de.....

BANCA EXAMINADORA

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli – Universidade Federal do Rio Grande do Sul

AGRADECIMENTOS

Não posso classificar este trabalho como individual. Foram muitas as pessoas que, de alguma forma, contribuíram para meu desenvolvimento profissional e pessoal.

Por isso, dedico essa conquista aos meus queridos e amados pais, Miguel e Cissa, que sempre se sacrificaram muito para que eu tivesse todas as condições de estudar e me desenvolver como pessoa. Também aos meus irmãos Fábio (in memorian), e Juliano e a minha enteada Raquel e a minha filha Ingrid. A minha irmã Mônica, pelo exemplo de coragem e dedicação para buscar seus sonhos. Aos meus avós paternos (in memorian) Luís e Almedorina e meus avós maternos (in memorian) Enésia e Amaro, que me serviu de exemplo na minha infância, do qual herdei o gosto pela leitura e a vontade de aprender e estudar.

Agradeço a todos os professores, funcionários e colegas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, especialmente aos professores da área de Finanças, que muito contribuíram com meu desenvolvimento pessoal e profissional.

Agradeço ao meu orientador Prof. Dr. Oscar Claudino Galli, por ter me despertado o interesse por este assunto tão interessante que é a avaliação de empresas e pela dedicação e paciência em me orientar a dar os meus primeiros passos nesta área.

Por fim, e mais importante, divido esse momento de felicidade com meu grande e único amor, Vicenta Maria, a pessoa que dá sentido à minha vida e que esteve ao meu lado, me apoiando, me dando afeto, amor, carinho e amizade.

RESUMO

O mercado de capitais sempre despertou grande fascinação nas pessoas pela ilusão do enriquecimento fácil e rápido. Muitas são as histórias de investidores que fizeram verdadeiras fortunas nas bolsas de valores, entretanto também são muitas as histórias dos que perderam muito dinheiro nas bolsas. Por esse motivo faz-se necessário a utilização de métodos adequados para analisar as ações das empresas para que sejam escolhidas as que apresentarem maiores probabilidades de valorização. Basicamente existem dois métodos de análise de ações: a análise gráfica e a análise fundamentalista – que utiliza os fluxos de caixa descontados e a avaliação relativa com múltiplos comparativos; e a segunda, a técnica, busca identificar figuras nas cotações destas ações. Este trabalho de conclusão aborda um estudo sobre a viabilidade da utilização de indicadores fundamentalistas, mais especificamente os múltiplos comparativos, como ferramentas de apoio ao investidor no mercado de capitais brasileiro. Para efetuar tal estudo, foram testados seis múltiplos comparativos em dez ações negociadas na bolsa de valores de São Paulo. Os resultados obtidos da análise indicaram que há evidências de que esse tipo de ferramenta não deve ser utilizado como única fonte de informação para investidores. Os indicadores devem sempre ser analisados e interpretados em conjunto com outros indicadores e aspectos relativos à empresa. Também é necessário nunca perder de vista que, em qualquer análise que esteja sendo realizada, existem duas dimensões que jamais podem ser ignoradas: o potencial de retorno seja de lucros ou de fluxo de caixa, e o risco embutido nessa projeção.

PALAVRAS-CHAVE: ações, indicadores fundamentalistas, avaliação de empresas, avaliação relativa, múltiplos comparativos, análise fundamentalista.

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	8
1.1. FORMULAÇÃO DO PROBLEMA.....	9
1.2 OBJETIVOS	11
1.2.1 OBJETIVO GERAL.....	11
1.2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS	12
1.3 JUSTIFICATIVA	12
2. REVISÃO DA LITERATURA	14
2.1. VISÃO GERAL DA BOLSA DE VALORES.....	14
2.2 AÇÕES.....	14
2.3 TIPOS DE AÇÕES	15
2.4 RISCOS.....	17
2.5. VALOR DE MERCADO X VALOR CONTÁBIL.....	18
2.6 TIPOS DE ORDENS	19
2.7. ANÁLISE TECNICA X ANÁLISE FUNDAMENTALISTA	24
2.8 DIVIDENDOS	24
2.9 ESPECULADORES X INVESTIDORES.....	25
2.10.VOLUME DE RECURSOS APLICADOS EM POUPANÇA..	26
2.11 VOLUMES DE RECURSOS APLICADOS EM FUNDOS INVESTIMEN... ..	28
2.12 HOME BROKER.....	31
2.13 PREÇO JUSTO.....	32
2.14 MÉTODO TOP-DOWN.....	33
2.15 MÉTODO BOTTOM-UP	34
2.16 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	34
2.17 MÚLTIPLOS COMPARATIVOS.....	35
2.18 AVALIAÇÃO RELATIVA.....	37
2.18.1.ONIPRESENÇA DA AVALIAÇÃO RELATIVA.....	42
2.18.-.MOTIVOS DA POPULARIDADE E ARMADILHAS POTENCIAIS.....	43
2.18.3-VALORES PADRONIZADOS E MÚLTIPLOS.....	45
2.18.4-MÚLTIPLOS DE LUCROS.....	46

2.18.5-MÚLTIPLOS DE VALOR CONTÁBIL OU DE VALOR DE REP.....	47
2.18.6-MÚLTIPLOS DE RECEITAS.....	48
2.18.7-MÚLTIPLOS SETORIAIS.....	49
2.18.8-OS FATORES FUNDAMENTAIS POR TRÁS DOS MÚLTIPLOS.....	50
2.18.9-O USO DE EMPRESAS SIMILARES.....	53
2.18.10-ESCOLHENDO EMPRESAS SIMILARES.....	53
2.18.11-ESTABELECENDO AS DIFERENÇAS ENTRE EMPRESAS.....	55
2.18.12-AMPLIANDO O UNIVERSO DE EMPRESAS SIMILARES.....	56
2.19-ANÁLISE GRÁFICA.....	56
3-ANÁLISE FUNDAMENTALISTA.....	58
3.1-INDICADORES.....	58
3.1.1-INDICADORES DE MERCADO.....	59
3.1.1.1-PREÇO/LUCRO.....	59
3.1.1.2-DIVIDEND YELD	62
3.1.1.3-DIVIDENDO PAGO POR AÇÃO.....	63
3.1.1.4-PREÇO POR VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO.....	63
3.1.2-INDICADORES FINANCEIROS.....	64
3.1.2.1-LUCRO POR AÇÃO.....	64
3.1.2.2-VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO.....	64
4-METODOLOGIA	65
4.1-SELEÇÃO DAS AÇÕES	67
4.2-SELEÇÃO DOS INDICADORES.....	73
4.3-PERÍODO ANALISADO	74
4.4- CAPITAL	74
4.5- CORRETAGEM E EMOLUMENTOS	75
TABELAS	76
RESULTADOS	87
CONCLUSÕES	89
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS.....	91

1 INTRODUÇÃO

Este trabalho busca demonstrar alguns conceitos da análise fundamentalista aplicadas ao investimento em ações no mercado de capitais brasileiro, buscando demonstrar a eficiência desse método de analisar ações buscando com isso minimizar as incertezas dos investidores individuais e institucionais e buscando alcançar uma boa rentabilidade, procurando superar o índice Ibovespa (índice que reúne os 63 papéis mais negociados na Bolsa de Valores de São Paulo, terceiro quadrimestre de 2007).

Segundo Deschatre (1997, p. 01), a rapidez na tomada de decisões no mercado de capitais é fundamental para que os investidores consigam obter retorno significativo em termos de capital. Apesar de a rapidez ser importante para os investidores, pois o mercado muda muito rapidamente, o que realmente interessa é a qualidade da tomada de decisão, ou seus fundamentos. Nesse sentido, no quadro reinante de incertezas, se os aplicadores não tiverem os instrumentos adequados que permitam maximizar seus ganhos, eles poderão ser surpreendidos por decisões ou fatos econômicos que prejudiquem sobremaneira o desempenho de seu investimento (o Cruzado e o Plano Collor são exemplos clássicos).

A Bolsa de Valores não é um jogo. É necessário utilizar técnicas comprovadas para aumentar as probabilidades de se obter sucesso nos investimentos e obter uma boa rentabilidade. O mercado passa a ser mais estimulante e gratificante à medida que os investidores imbuídos de capacidade analítica aprendem a utilizar essas técnicas de análise de mercado.

Uma carteira de investimentos em ações pode ser selecionada de duas maneiras: analisando-se as companhias que mantêm regularmente negociação nos pregões (análise do patrimônio por ação, ativos, lucros futuros e capacidade de geração de dividendos) ou estudando-se a demanda e a oferta de papéis representativos de tais empresas nos pregões através da análise estatística de preços e volumes negociados.

O primeiro tipo de análise é denominado análise fundamentalista; o segundo análise técnica.

Será feito uma revisão bibliográfica sobre o assunto para que fiquem claros os conceitos utilizados e após será feito uma análise de alguns dos indicadores fundamentalistas mais utilizados por analistas em uma carteira de ações simulada.

1.1 FORMULAÇÃO DO PROBLEMA

A cultura do consumo predomina no Brasil e, das poucas pessoas que podem e querem investir a maioria só aplica em poupança que, apesar do baixo risco também apresenta um rendimento baixíssimo (TR + 0.5% ao mês), que praticamente serve apenas para igualar ou superar muito pouco as taxas de inflação, ou seja, o ganho real é praticamente zero, servindo apenas para juntar dinheiro e se proteger das perdas decorrentes da inflação.

Como alternativas temos os fundos de investimentos e as ações que, apesar de oferecerem uma oportunidade de ganhos mais elevados, possuem um maior risco, e como a maioria das pessoas é avessa ao risco, ainda são poucos os que se aventuram nesses tipos de investimentos, além disso, nesses fundos de investimentos ainda é cobrada uma taxa de administração pelas instituições financeiras que os administram e, ainda são tributados pelo imposto de renda quando do resgate das cotas, no percentual de 15% dos ganhos.

O problema surge na hora do investidor escolher a sua carteira de ações: qual seria o melhor método ou conjunto de métodos de análise a escolher de modo a minimizar os riscos de perder dinheiro e, ao mesmo tempo, aumentar as probabilidades de se obter uma boa rentabilidade? Como escolher as ações que possuem maiores probabilidades de valorização?

Segundo Medeiros (1990, p. 79), para minimizar os riscos de investir em ações de empresas deficitárias, os investidores têm a possibilidade de constituir uma carteira de ações, isto é, um conjunto de ações de diferentes empresas, de tal modo que um prejuízo eventual de alguma seja compensado com os lucros de outras.

Este trabalho procurará buscar uma orientação para estes problemas demonstrando como a utilização da análise fundamentalista, que analisa os fundamentos da empresa, poderá auxiliar para que o investidor possa escolher as ações que apresentem os melhores indicadores e melhores perspectivas de rentabilidade para o futuro, procurando minimizar o risco de perda e maximizar as chances de obter um bom rendimento na carteira de ações escolhida.

Procurará, também, orientar o investidor a não comprar ações somente porque outros investidores estão comprando (efeito manada) e procurar escapar das “bolhas especulativas”, ou seja, ações que sobem indiscriminadamente de preço sem um motivo concreto, sem estarem atreladas aos fundamentos econômicos da empresa, até o momento em que os compradores das ações deixam de comprá-las e os preços despencam (a bolha estoura).

Segundo Medeiros (1990, p. 80 e 81), alguns dos fatores subjetivos e conjunturais que influem na cotação das ações em bolsas de valores, podendo determinar seus preços no mercado são:

- a. A lei da oferta e da procura, como conseqüência da disponibilidade de capitais para investir, em relação às ações oferecidas no mercado.
- b. A confiança que merecem os administradores da companhia.
- c. A imagem da empresa no mercado.
- d. A confiança na política econômica do governo.
- e. A política de incentivos fiscais com relação às ações de sociedades de capital aberto.
- f. A liquidez da ação, pois o investidor quer ter a certeza de que pode revender seus títulos no momento que julgar conveniente ou necessário.

g. Outros fatores que podem levar os preços a níveis exageradamente altos ou irrisoriamente baixos: de ordem cíclica; decorrentes de fenômenos políticos; emocionais e caracterizados por euforia ou depressão psicológica coletiva.

Como uma ação é a menor parte do capital de uma empresa então para investir em ações é preciso avaliar essa empresa assim como avaliamos um imóvel na hora de comprar um, vendo, por exemplo, a localização, o número de quartos, orientação solar, qualidade do material empregado na construção entre outros detalhes. Então fazendo uma analogia com o imóvel, que é mais conhecido das pessoas e a maioria sabe o que avaliar, deve avaliar uma empresa antes de comprar ações da mesma, e uma das formas de avaliá-la é usando os indicadores fundamentalistas que nos informarão se essa empresa tem bons fundamentos econômicos e oferece uma boa perspectiva de obtermos um bom rendimento com suas ações no futuro.

1.2 OBJETIVOS

O presente trabalho visa atingir os seguintes objetivos identificados a seguir:

1.2.1 OBJETIVO GERAL

Este trabalho tem como objetivo principal realizar um estudo sobre os resultados da utilização de indicadores da análise fundamentalista – múltiplos comparativos - na rentabilidade dos investidores em ações.

1.2.2 OBJETIVOS ESPECIFICOS

Como meio de aprofundar o estudo foram criados objetivos específicos, focados em características específicas do objetivo geral, listados abaixo:

- a) Identificar o indicador fundamentalista que apresente melhores resultados relacionados à rentabilidade;
- b) Comparar resultados obtidos com os indicadores fundamentalistas com os resultados obtidos por outras possibilidades de investimento e com indicadores econômicos;
- c) Reunir diversos conceitos em análise fundamentalista para sua divulgação.

1.3 JUSTIFICATIVA

Tendo como base as informações anteriormente citadas, podemos verificar a importância de boas e adequadas informações e de um método apropriado ou conjunto de métodos de análise para auxiliar os investidores individuais e institucionais na tomada de decisão relativa aos seus investimentos visando minimizar as incertezas presentes no mercado de capitais e, ao mesmo tempo, procurando maximizar a sua rentabilidade. Através deste estudo, procura-se demonstrar e entender como a análise fundamentalista pode auxiliar os participantes do mercado de capitais buscando maximizar a rentabilidade dos investidores e reduzir as incertezas.

Segundo Pova (2007, p. 11), a chamada precificação de ativos é a parte mais fascinante do mundo de finanças. O mais intrigante do termo inglês *valuation*, também fartamente utilizado no Brasil por investidores, analistas e gestores de recursos, é que não existe resposta ou metodologia que possa ser considerada como a única correta.

O objetivo mais importante do avaliador é através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo. É necessário nunca perder de vista que, em qualquer análise que esteja sendo realizada, existem duas dimensões que jamais podem ser ignoradas: o potencial de retorno, seja de lucros ou seja de fluxo de caixa, e o risco embutido nessa projeção.

2 REVISÃO DA LITERATURA

Esta seção apresentará uma breve revisão bibliográfica sobre o investimento em ações e sobre alguns conceitos referentes à análise fundamentalista.

2.1 VISÃO GERAL DA BOLSA DE VALORES

As ações são compradas e vendidas em várias bolsas de valores o que assegura credibilidade dos preços praticados aumentando a transparência. Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2002, p. 48 e 49), o mercado de ações consiste em um mercado primário e um secundário. No mercado primário as ações são trazidas pela primeira vez ao mercado e vendidas diretamente aos investidores pela empresa. No mercado secundário, as ações são negociadas entre os investidores.

2.2 AÇÕES

Segundo Anhaia (2006, p. 80) ação é um título de participação e de renda variável, a ação oferece rendimentos aos seus detentores através do comportamento da sua valorização e da participação nos lucros, distribuídos na forma de dividendos. O preço das ações mais do que o de outros ativos depende dos resultados futuros da empresa da qual integram o capital social. Investir em ações é assumir certo grau de

risco com relação às variações de suas cotações no mercado. A remuneração esperada é proporcional ao risco envolvido no investimento, que pode estar relacionado a ações preferenciais ou a ações ordinárias.

Segundo Halfeld (2001, p.35), ações são títulos negociáveis, que representam parcela mínima do capital de uma empresa.

2.3 TIPOS DE AÇÕES

Basicamente existem dois tipos de ações: as ordinárias (ON) e as preferenciais (PN).

Segundo Ross, Westerfield e Jordan (2002, p. 197), as ações ordinárias são a parcela de capital próprio que não têm prioridade em relação ao pagamento de dividendos nem nos casos de falência.

Segundo Pinheiro (2001, p.112-113), as ações preferenciais têm como característica fundamental a prioridade sobre as ações ordinárias no recebimento de dividendos e de receber, no caso de dissolução da sociedade a sua parte. As ações ordinárias têm como característica principal o direito a voto. Numa sociedade anônima é por meio do voto que o acionista tem o direito legal de controle da organização.

Segundo Halfeld (2001, p.37), PN = ação preferencial nominativa: ação sem direito a voto na Companhia que dá privilégios no recebimento de participações no lucro (dividendos); e ON = ação ordinária nominativa: ação com direito a voto. Geralmente possui poucos negócios na Bolsa, resultando em preços menores que a PN. Isto ocorre porque ainda existem muitas ações de controle, em mãos dos fundadores.

Segundo Ross et al. (1995, p.292), as ações preferenciais representam capital próprio de uma empresa, mas diferem das ações ordinárias porque possuem prioridade

em relação ao pagamento de dividendos e aos ativos da empresa em caso de liquidação. A preferência significa apenas que o titular de ações preferenciais recebe um dividendo antes que os portadores de ações ordinárias recebam qualquer remuneração.

De acordo com o art. 202 da Lei das Sociedades por Ações, os acionistas têm direito de receber como dividendo obrigatório, em cada exercício, a parcela dos lucros estabelecida no estatuto.

Cabe ao estatuto (ou contrato social, no caso das sociedades por cotas) a determinação da parcela dos lucros a ser distribuída aos acionistas, observadas as restrições estabelecidas na lei.

Segundo Elton et al. (2004, p. 31), à primeira vista, uma ação preferencial lembra um título de renda fixa com prazo infinitamente longo. Promete dar ao titular pagamentos periódicos semelhantes a cupons, mas que são chamados de dividendos, e não de juros. Não há devolução de principal neste caso, porque a ação preferencial é quase sempre um título de duração infinita. A ação preferencial é realmente um instrumento de rendimento fixo, porém, o não-pagamento do dividendo prometido não resulta em inadimplência pela empresa. Geralmente, quando uma empresa deixa de pagar dividendos, esses dividendos são acumulados, e todos os dividendos preferenciais acumulados devem ser pagos antes de ser possível pagar quaisquer dividendos às ações ordinárias.

A ação preferencial ocupa uma posição intermediária em relação a obrigações e ações ordinárias em termos de preferência quanto ao pagamento de resultados e em termos de devolução do capital, caso a empresa seja liquidada. Além disso, na verdade muitas ações preferenciais não possuem duração ilimitada, pois costumam ser resgatáveis antecipadamente, e muitas das emissões são conversíveis em ações ordinárias a critério do investidor. Evidentemente, a combinação entre possibilidade de resgate antecipado e possibilidade de conversão permite ao emitente forçar a conversão da ação. Essas características afetam o risco e a rentabilidade com a aplicação em ações preferenciais.

A ação ordinária representa um direito de propriedade sobre os resultados e os ativos de uma sociedade anônima. Após serem feitos os pagamentos devidos aos portadores de títulos de dívida da empresa, a administração pode distribuir os lucros restantes aos acionistas, sob a forma de dividendos, ou retê-los na empresa.

A característica especial da ação ordinária (diferentemente de apenas possuir a empresa) está no fato de que a responsabilidade do titular de ações ordinárias é limitada. Se uma empresa quebrar, o acionista ordinário não poderá perder mais do que seu investimento original nas ações. O credor não poderá executar os bens pessoais dos acionistas para recuperar seus direitos.

2.4 RISCOS

Nos investimentos em ações, além dos riscos de mercado e operacional a que as ações expõem seus detentores, Assaf Neto (2000, p. 202) identifica o risco da empresa.

Diz o autor que tal risco está associado ao risco econômico e ao risco financeiro.

- risco econômico – inerente à própria atividade da empresa e às características do mercado em que opera. Esse risco independe da forma como a empresa é financiada, restringindo-se às decisões de ativos. É identificada na possibilidade de não se verificar os resultados operacionais esperados. Exemplos de risco econômico: aumento da concorrência, evolução tecnológica, elevação dos juros, qualidade, etc.;

- risco financeiro – reflete o risco associado ao endividamento da empresa, ou seja, à capacidade da empresa em liquidar seus compromissos financeiros assumidos. Empresas com reduzido nível de endividamento apresentam baixo nível de risco financeiro; altos graus de endividamento, por outro lado, ao mesmo

tempo em que podem promover maior capacidade de alavancar os resultados, denotam maior risco financeiro. Assaf Neto (2000, p. 202)

Segundo Lemgruber et al. (2001, p.103) diz que “Risco está presente em qualquer operação no mercado financeiro. Risco é um conceito ‘multidimensional’ que cobre quatro grupos: risco de mercado, risco operacional, risco de crédito e risco legal”.

Independentemente do tipo de título, se de renda fixa ou de renda variável, se de dívida ou de participação, da instituição que o emitiu, da segmentação do mercado a qual pertence, em maior ou menor escala o fator risco sempre está presente nas aplicações em ativos.

2.5 VALOR DE MERCADO X VALOR CONTÁBIL

Os preços dos títulos flutuam ao sabor de fatores psicológicos, e não fatores lógicos, existentes no mercado. Por vezes, as companhias estão dando os melhores dividendos e lucros e o mercado já está em queda livre, antevendo problemas potenciais que o afetam (Deschatre, 1997, p.2).

Segundo Halfeld (2001, p.138), *Market Cap* é o valor de mercado da empresa. Este valor é calculado a partir da multiplicação da quantidade de ações da empresa pelo preço de mercado dessas ações.

Valor contábil é o valor do patrimônio líquido da empresa, isto é, a diferença entre o ativo total e o passivo exigível da empresa. Vem a ser o capital próprio, ou o capital dos acionistas da empresa, conforme calculado pela contabilidade. Note que ele pode ser muito diferente do valor de mercado da empresa.

Segundo Ross et al. (1995, p. 53), podemos aprender muita coisa com um exame cuidadoso dos balanços e das demonstrações do resultado. Entretanto, uma

característica muito importante de uma empresa, que não pode ser encontrada em uma demonstração contábil, é o seu valor de mercado.

Preço de mercado – o preço de mercado da ação de uma empresa é o preço que os compradores e vendedores estabelecem quando negociam essa ação. O valor de mercado do capital próprio de uma empresa é o resultado do produto entre o preço de mercado de uma ação e o número de ações existentes.

Às vezes, a expressão “valor justo de mercado” é empregada para descrever os preços alvos para o mercado. O valor justo de mercado é o montante pelo qual as ações trocariam de mãos, entre um comprador e um vendedor, quando ambos tivessem conhecimento dos fatos relevantes. Assim, os preços de mercado representam palpites quanto ao verdadeiro valor dos ativos de uma empresa. Num mercado de ações eficiente, os preços de mercado refletem todos os fatos relevantes sobre uma empresa, e assim os preços de mercado revelam o verdadeiro valor dos ativos da empresa.

2.6 TIPOS DE ORDENS

Segundo Elton et al. (2004, p. 38), um indivíduo que deseje comprar ou vender um título deve entrar em contato com um representante de vendas numa corretora e emitir uma ordem.

A negociação nos mercados de ações do Brasil é geralmente feita em lotes de tamanho padronizado. Um lote padrão, para a maioria das ações ordinárias ou preferenciais, envolve 100 ações. Um lote fracionário é uma quantidade diferente de 100 ações, como a de 27 ações. As ordens podem envolver tanto um lote padrão quanto um lote fracionário. Assim, uma ordem de 227 ações é formada por dois lotes padrão e um lote fracionário de 27 ações. Em geral, os lotes fracionários envolvem custos de transação mais elevados.

Os investidores podem escolher o tipo de ordem que dão a seus corretores.

Ordens a Mercado. Este é o tipo mais comum de ordem emitida por um investidor individual na bolsa de Nova Iorque. Uma ordem a mercado é uma ordem de compra ou de venda ao melhor preço disponível no momento. Por exemplo, suponhamos que a ação da IBM esteja cotada a \$ 80 para compra e \$ 80,25 para venda. Esta faixa de preço significa que há investidores no mercado dispostos a pagar \$ 80 para comprar uma ação e outros investidores dispostos a vender a \$ 80,25 por ação. Assim, um investidor que desse uma ordem a mercado para comprar uma ação e tivesse sua ordem executada ao preço de venda pagaria \$ 80,25 por ação, ou \$ 8.025 por 100 ações, mais corretagem. De maneira análoga, uma ordem de venda a mercado que fosse executada ao preço de compra resultaria no recebimento de \$ 80 por ação, menos corretagem. Os preços de compra ou de venda podem diferir das cotações anunciadas para compra ou para venda. Assim, um investidor que usa uma ordem a mercado garante a sua execução, mas com alguma incerteza quanto ao seu preço.

Ordem com limite. Este é um tipo de ordem de compra ou de venda a preço máximo ou mínimo. Um exemplo de ordem com limite poderia ser uma ordem de venda de 100 ações a \$ 25. O investidor que desse essa ordem com limite garantiria que a venda ocorreria no mínimo a \$ 25. O investidor poderia receber mais do que \$ 25 se, por exemplo, a cotação de oferta de compra fosse superior a \$ 25 quando a ordem chegasse a seu local de execução. Se a ordem com limite estiver entre as cotações de oferta de compra e de venda, ela tenderá a ser executada rapidamente. Se estiver fora desse intervalo, será registrada e executada se o preço de negócios realizados igualar-se ou passar por ele. Por exemplo, se as cotações fossem de \$ 24 para compra e \$ 24,125 para venda, uma ordem com limite de venda de 100 ações a \$ 25 não seria imediatamente executada. Em lugar disso, a ordem com limite ficaria registrada. Negócios realizados a \$ 25 não garantirão a execução da venda das ações do investidor, pois podem existir outras ordens a esse preço. Mas negócios realizados a um preço acima de \$ 25 significarão que todas as ordens de venda a \$ 25 terão sido executadas. As ordens com limite controlam o preço pago ou recebido, mas o investidor não tem como saber quando e se a ordem será executada. Uma ordem com limite pode

ser utilizada por um investidor que vê o preço variar dentro de uma faixa e procura vender ou comprar a ação a um preço favorável dentro dessa faixa, e está disposto a correr o risco de que a ordem não seja executada.

Vendas a descoberto. Os investidores podem vender títulos que não possuem. Este tipo de negócio é conhecido como venda a descoberto. Quando um investidor vende um título a descoberto, há a venda física do título. Como o investidor não o possui, a corretora o toma emprestado de outro investidor ou o empresta ao investidor. Este aluguel exige credibilidade de quem está tomando emprestado as ações e garantias fornecidas. São contratos registrados na CBLC Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia. Os títulos que são emprestados normalmente provêm do estoque de títulos que a corretora mantém em nome de outros investidores. Os títulos mantidos numa corretora pelos investidores são conhecidos como títulos custodiados. Por exemplo, um investidor poderia querer fazer a venda a descoberto de 100 ações da Petrobrás. Se a corretora possuísse 100 ações da Petrobrás em custódia, e o proprietário dessas ações tivesse dado à corretora permissão para usar os títulos em vendas a descoberto, eles seriam vendidos. Se a corretora não possuísse as ações que quisesse vender, tomaria as ações emprestadas de alguém, geralmente outra corretora. O investidor cujas ações são obtidas por empréstimo e vendidas normalmente não saberia que a transação se realizou, e certamente não saberia quem tomou as ações emprestadas. Como as ações são fisicamente vendidas, a empresa emitente das ações não pagaria dividendos ao investidor cujas ações tivessem sido emprestadas, e sim ao comprador das ações. Para que o investidor cujas ações foram emprestadas não seja prejudicado pela venda a descoberto, ele deve receber os dividendos. A pessoa que vendeu as ações a descoberto é responsável por providenciar os fundos necessários para que o indivíduo cujas ações foram emprestadas possa receber quaisquer dividendos pagos às ações que foram vendidas a descoberto.

Numa data futura, o vendedor a descoberto recompra as ações e restitui os títulos que haviam sido emprestados. Portanto, os ganhos e as perdas de capital são de magnitudes iguais, mas de sinais contrários, para um vendedor a descoberto em comparação com um comprador de ações. Como o vendedor a descoberto paga

dividendos à pessoa cujas ações foram emprestadas e os ganhos ou perdas de capital para o vendedor a descoberto são exatamente o oposto dos resultados para um comprador, o retorno para o vendedor a descoberto é o negativo do retorno para o comprador.

O motivo tradicional para a realização de uma venda a descoberto é a expectativa do vendedor de que o preço das ações caia, e assim ele consiga lucro com a venda. Por exemplo, suponha que as ações da Petrobrás estejam sendo negociadas a \$ 60 e o investidor ache que elas irão cair a \$ 50. Se o investidor vender os títulos a descoberto, e sua previsão estiver certa, então ele recomprará os títulos quando estes tiverem caído a \$ 50 e obterá lucro de \$ 10 por ação. Entretanto, há outros motivos para uma venda a descoberto. O principal é reduzir a sensibilidade de uma carteira aos movimentos do mercado. Os títulos sobem e descem por causa de condições gerais de mercado, bem como eventos específicos ao título ou a um subconjunto de títulos. Como o retorno de vendas a descoberto é o oposto do retorno de uma compra, uma carteira que inclua vendas a descoberto além de posições compradas reduz a exposição a movimentos do mercado.

Ordens com stop. Um quarto tipo de ordem é aquela que é ativada somente quando o preço da ação atinge ou ultrapassa um limite predeterminado. O preço que ativa a operação é do tipo stop. Assim que um negócio se realiza a esse preço, a ordem passa a ser a mercado. Por exemplo, uma ordem de stop de perda a \$ 40 é ativada somente quando os negócios de outros investidores se realizam a \$ 40 ou menos. Se um negócio se realiza a \$ 40 ou menos, a ordem é ativada e se transforma numa ordem a mercado. Portanto, a ordem com stop de perda pode ser encarada como uma ordem a mercado condicional. Ela se transforma numa ordem de compra a mercado quando os negócios de outros investidores são feitos a preços iguais ou superiores ao preço de stop. Por exemplo, uma ordem de compra com stop a \$ 50 converte-se numa ordem a mercado quando ocorrem negócios a \$ 50 ou acima disso.

As ordens com stop de perdas são usadas para se tentar garantir um ganho. Por exemplo, consideremos um investidor que tivesse comprado ações a \$ 20 e

posteriormente visse o preço subir a \$ 50. O investidor poderia dar uma ordem de stop de perda a \$ 45. Se o preço da ação cair, o investidor ainda poderá esperar um ganho de ($\$ 45 - \$ 20 = \$ 25$). Se o preço continuar a subir, então o investidor continuará de posse das ações e se beneficiará com essa alta. Uma ordem de stop de perda poderia ser apropriada se o investidor acreditasse que a ação está sobreavaliada e poderia cair, mas pensasse que pode subir um pouco mais antes que outros investidores cheguem à mesma conclusão. Neste caso, o investidor poderia emitir uma ordem de stop de perda elevando o preço de stop caso as ações continuassem a subir. Tal como ocorre com todas as ordens a mercado, o preço aos quais as ações serão efetivamente negociadas é incerto, pois os preços de negócios realizados podem cair abaixo do preço de stop antes da execução da ordem.

Uma ordem de compra a stop é comumente usada em conjunto com uma venda a descoberto. Recorde que uma venda a descoberto é a venda de um título que o investidor não possui. Como a ação precisa ser reposta em data futura, um aumento de preço prejudica o vendedor a descoberto. Uma ordem de compra com stop ajuda a limitar o prejuízo que o vendedor a descoberto poderia sofrer.

Duração do período pelo qual uma ordem permanece válida. No caso de outros tipos de ordens além da ordem a mercado, um investidor precisa especificar o prazo pelo qual a ordem continuará sendo válida. Uma ordem por um dia instrui o corretor a executar a ordem até o final do dia. Se essa ordem não tiver sido executada até o final do dia, ela será automaticamente cancelada. Se o investidor não especificar o prazo, supõe-se que seja uma ordem por um dia. Uma ordem por uma semana ou um mês é uma instrução ao corretor no sentido de que a ordem deve ser executada até o final da semana ou o final do mês; caso contrário, a ordem é cancelada. As ordens válidas até serem canceladas permanecem válidas até que o investidor as cancele explicitamente. Por fim, as ordens de execução ou cancelamento instruem o corretor a executá-las imediatamente ou cancelá-las.

Existem basicamente quatro diferentes tipos de ordens segundo Ross, Westerfield e Jordan (2000): ordem a mercado, com limite, a descoberto e stop. Uma

ordem a mercado é uma ordem de compra ou venda ao melhor preço disponível. Já uma ordem com limite indica qual o preço máximo ou mínimo que o investidor está disposto a pagar ou receber.

2.7 ANÁLISE TÉCNICA X ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Analistas empregam técnicas com o intuito de prever o possível resultado futuro da empresa objeto do investimento em ações.

Oliveira e Pacheco (2005) dizem que o estudo do comportamento passado dos preços e de volumes negociados dos ativos com a finalidade de aferir a tendência do preço futuro da ação, denominada de análise técnica ou análise gráfica, assim como a análise fundamentalista que adota como base de estudo para a avaliação dos títulos as demonstrações contábeis, os planos de investimentos e os aspectos conjunturais do setor de atuação da empresa e da economia, são técnicas muito utilizadas pelos investidores em títulos de renda variável com o propósito de mensurar possíveis riscos de perdas ao investirem em tais ativos.

2.8 DIVIDENDOS

Segundo Halfeld (2001, p. 40), é o valor distribuído aos acionistas em dinheiro. Geralmente é um percentual dos lucros da empresa.

Segundo Ross et al. (1995), o pagamento de dividendos é decidido pelo conselho de administração.

Eis algumas características importantes dos dividendos:

- Até que um dividendo seja declarado pelo conselho de administração de uma empresa, não se trata de uma exigibilidade da empresa. Uma empresa jamais será inadimplente em relação a um dividendo não declarado. Em conseqüência, as empresas não podem falir por não pagarem dividendos. O montante do dividendo – e mesmo se é pago ou não – resulta de decisões baseadas no julgamento empresarial do conselho de administração.
- O pagamento de dividendos pela sociedade anônima não é uma despesa da empresa. Os dividendos não são dedutíveis para fins de imposto de renda de pessoa jurídica. Em síntese, os dividendos são pagos com os lucros da empresa, depois do imposto de renda.

2.9 ESPECULADORES X INVESTIDORES

Segundo Halfeld (2001, p.47 – 48), especuladores são os participantes do mercado que aceitam correr riscos, visando a um ganho financeiro, geralmente aplicando com objetivos de curto prazo. Costumam entrar e sair do mercado com grande velocidade. Ao contrário do que muitas pessoas pensam, eles não são os vilões do mundo financeiro. Eles são importantes para o aperfeiçoamento dos mercados. Trazem liquidez, permitindo a quem deseja comprar ações encontrá-las com facilidade; ou a quem deseja vender ações, assim fazê-lo em poucos minutos.

Já os investidores são os participantes do mercado que costumam fazer aplicações visando ao longo prazo.

Os verdadeiros vilões do mundo financeiro são os manipuladores, ou seja, pessoas ou grupos que têm tanto poder que são capazes de conduzir os preços na direção que desejam. Entretanto, as Bolsas e a Comissão de Valores Mobiliários têm vários instrumentos para impedir a presença de tais indivíduos.

2.10 VOLUME DE RECURSOS APLICADOS EM POUPANÇA

O estoque de recursos aplicado (saldo) em caderneta de poupança ultrapassou a barreira inédita dos R\$ 200 bilhões em maio de 2007. A informação foi confirmada pelo Banco Central – em junho, os depósitos continuaram a crescer, atingindo o patrimônio de R\$ 203,626 bilhões.

De janeiro até final de junho, mais de R\$ 8 bilhões entraram na caderneta de poupança. Em todos os meses de 2007, houve mais depósitos do que retiradas.

Em janeiro, as aplicações líquidas de recursos (depósitos menos saques) na poupança somaram R\$ 214 milhões, subindo para R\$ 1,18 bilhão em fevereiro. Em março, abril, maio e junho, respectivamente, as aplicações superaram as retiradas em R\$ 1,54 bilhão, R\$ 2 bilhões, R\$ 1,36 bilhão e R\$ 2,41 bilhões.

Os números evidenciam a continuidade de um ritmo positivo da caderneta de poupança. A aplicação mantém uma seqüência de nove meses de entrada líquida. Em todo o primeiro semestre, a poupança captou R\$ 8,77 bilhões. Vale lembrar que em março o CMN (Conselho Monetário Nacional) fez uma mudança do cálculo da TR (Taxa Referencial), que corrige as aplicações, o que trouxe um prognóstico de diminuição do rendimento da aplicação. Estima-se que a perda seja de 0,5% por ano.

A trajetória de queda na taxa básica de juro brasileira, atualmente (junho/2007) em 12,00% ao ano, tem reduzido o interesse dos investidores em ativos cuja remuneração está diretamente atrelada à taxa Selic, como os fundos referenciados DI e de Renda Fixa. E, deste modo, aumentando a atratividade relativa da popular caderneta de poupança. O aumento do volume de aplicações em caderneta de poupança significa, na prática, mais recursos para o financiamento da casa própria. Isso porque as regras exigem que os bancos apliquem, pelo menos, 65% dos recursos captados por meio da poupança em crédito habitacional, conforme consulta nos sites: Yahoo Finanças e G1.globo.com/Economia e BACEN.

A tabela abaixo obtida no Site do BACEN – disponível em <http://www.bcb.gov.br/fis/SFH/port/est2007/09/quadro14.pdf>. – nos mostra a evolução dos saldos, evolução e captação líquida da poupança de dezembro de 2000 até setembro de 2007.

QUADRO 1.4**Poupança Mensal****Saldo e Captação Líquida**

R\$ mil (*)

Ano/Mês	Saldo		Total Nominal	Evolução Nominal (%)		Captação líquida		
	SBPE	RURAL		No mês	No Ano	SBPE	RURAL	Total
2000-Dez	91.430.450	20.310.891	111.741.341	-	-	2.293.239	34.375	2.327.614
2001-Dez	97.146.250	21.552.598	118.698.848	-	6,23	1.448.343	114.850	1.561.193
2002-Dez	112.423.444	27.219.068	139.642.512	-	17,64	(329.775)	(2.088)	(331.863)
2003-Dez	115.258.021	27.799.406	143.057.427	-	2,45	1.910.750	469.691	2.380.441
2004-Dez	126.853.217	31.413.354	158.266.571	-	10,63	2.911.990	632.732	3.544.722
Set	128.817.665	32.480.065	161.297.750	-	1,92	(483.414)	(221.481)	(704.895)
Out	129.435.301	32.446.444	161.881.745	0,36	2,28	(264.962)	(265.789)	(530.751)
Nov	130.817.842	32.493.867	163.311.709	0,88	3,19	527.507	(176.211)	351.296
Dez	135.411.681	33.322.740	168.734.421	3,32	6,61	3.745.828	606.886	4.352.714
2006-Jan	134.293.188	33.698.239	167.991.427	(0,44)	(0,44)	(2.016.469)	139.819	(1.876.650)
Fev	135.483.395	33.716.155	169.199.550	0,72	0,28	381.572	(190.512)	191.060
Mar	132.892.545	33.563.936	166.456.481	(1,62)	(1,35)	(3.389.087)	(362.151)	(3.751.238)
Abr	132.424.593	33.469.801	165.894.394	(0,34)	(1,68)	(1.276.118)	(307.396)	(1.583.513)
Mai	131.757.070	33.498.663	165.255.733	(0,38)	(2,06)	(1.396.396)	(169.564)	(1.565.960)
Jun	133.000.365	33.770.430	166.770.795	0,92	(1,16)	385.082	49.003	434.085
Jul	135.024.888	34.348.599	169.373.487	1,56	0,38	1.184.682	355.448	1.540.130
Ago	135.591.732	34.623.491	170.215.223	0,50	0,88	(316.897)	39.715	(277.182)
Set	138.282.036	35.093.059	173.375.095	1,86	2,75	1.830.805	240.363	2.071.168
Out	140.126.787	35.566.783	175.693.570	1,34	4,12	998.028	245.338	1.243.366
Nov	143.261.711	36.158.238	179.419.949	2,12	6,33	2.280.029	366.991	2.647.020
Dez	150.412.546	37.523.193	187.935.739	4,75	11,38	6.298.505	1.136.747	7.435.252
2007-Jan	150.681.495	38.583.131	189.264.626	0,71	0,71	(603.778)	821.161	217.383
Fev	152.538.172	39.144.528	191.682.700	1,28	1,99	886.267	305.175	1.191.442
Mar	154.473.446	39.796.549	194.269.995	1,35	3,37	1.119.649	430.001	1.549.650
Abr	157.092.572	40.411.695	197.504.267	1,66	5,09	1.691.458	358.413	2.049.871
Mai	159.033.669	40.986.442	200.020.111	1,27	6,43	1.035.907	332.275	1.368.182
Jun	161.814.341	41.811.673	203.626.014	1,80	8,35	1.845.017	568.909	2.413.926
Jul	165.420.652	42.878.099	208.298.751	2,29	10,84	2.695.181	818.046	3.513.227
Ago	168.744.947	44.017.344	212.762.291	2,14	13,21	2.377.808	880.468	3.258.276
Set	173.102.122	45.030.997	218.133.119	2,52	16,07	3.431.836	757.099	4.188.935

Fonte: DESQ/DINFO

2.11 VOLUME DE RECURSOS APLICADOS EM FUNDOS DE INVESTIMENTOS

Conforme o site G1.Globo.com, os fundos de investimento tiveram o melhor ano da história em termos de ingresso de recursos, até o terceiro trimestre de 2006 com

crescimento de 300%, em relação ao mesmo período do ano de 2005, segundo dados da Anbid (Associação Nacional dos Bancos de Investimentos).

A captação líquida atingiu R\$ 66,8 bilhões no acumulado do ano, até o terceiro trimestre, o que representa um crescimento de 300% em relação ao mesmo período de 2005.

Os dados da Anbid também mostram o avanço do setor no ranking mundial.

Considerando apenas os dados do encerramento do primeiro trimestre de 2006, o Brasil atingiu a 11^a posição na indústria global de fundos em volume de recursos, superando a Espanha.

No segundo semestre de 2005, o País ocupava o 13^o lugar no ranking.

Até o dia 11 de dezembro de 2006 as aplicações já haviam superado os resgates em R\$ 68,85 bilhões no acumulado do ano, um avanço de 213,5% sobre os R\$ 21,96 bilhões angariados em intervalo correspondente de 2005.

Com isso, o patrimônio líquido (PL) alocado em fundos de investimento sobe para R\$ 904,18 bilhões, alta de 26,7% sobre os R\$ 713,63 bilhões de igual intervalo de 2005. Na posição de dezembro de 2006, o Brasil estava entre os dez maiores mercados de fundos, em termos de volume administrado.

Os fundos multimercados foram o destaque na captação líquida, com R\$ 50,11 bilhões. Isso equivale a 72,8% de toda a captação no acumulado do ano, de acordo com a Anbid. As carteiras de Previdência, cujas aplicações ultrapassaram em R\$ 13,14 bilhões os saques de janeiro a 11 de dezembro, vieram em seguida. Também atraíram novos aportes os Fundos de Investimento em Direitos Creditórios (FIDC), os quais captaram R\$ 8,97 bilhões, e as carteiras de ações, com R\$ 8,35 bilhões.

Em contrapartida, os fundos de Renda Fixa foram os que perderam mais recursos no período: R\$ 12,21 bilhões em termos líquidos. Tal movimento contradiz a tendência natural dessa categoria de captar mais em períodos de redução da Selic, já que sua composição privilegia títulos prefixados. Para justificar esta sangria de recursos, o vice-presidente da Anbid, Marcelo Giufrida explica que muitos produtos

antes classificados como renda fixa mudaram seu perfil de investimento, transformando-se em fundos Multimercados com o intuito de oferecer uma rentabilidade mais atrativa a seus cotistas.

Como enfatizou o executivo, os investidores confirmaram a expectativa da Anbid ao buscar retornos maiores e produtos mais sofisticados, tendo em vista o longo período de queda dos juros e a estabilidade econômica.

Assim, os fundos Referenciados DI, que acompanham o movimento do juro básico, captaram menos do que resgataram, ficando no vermelho em R\$ 1,68 bilhão. Além disso, tiveram captação líquida negativa os fundos atrelados ao câmbio (-R\$ 682 milhões) e dívida externa (-R\$ 526 milhões).

Quanto à rentabilidade anual, a liderança ficou com os fundos de ações, cujas subcategorias tiveram valorização de 12,53% até 40,82% no acumulado do ano, até 11 de dezembro de 2006. As diferentes classes dos fundos Multimercados exibiram desempenho que variaram de 7,18% a 19,96%. A categoria do Referenciado DI ganhou 14,27%. Entre os fundos de Renda Fixa, as altas oscilaram de 14,62% a 15,94%. Nas carteiras de Previdência, a maior taxa foi de 20,23%. Por outro lado, tiveram perda no valor de suas cotas os fundos atrelados ao câmbio, como a categoria Câmbio Sem Alavancagem (-4,38%) e Previdência Cambial dólar (-5,43%).

O patrimônio líquido dos fundos de investimentos seguiu a seguinte evolução listada abaixo, conforme consultado no site da Anbid:

Dezembro de 2006	R\$ 913,727 bilhões
Janeiro de 2007	R\$ 939,918 bilhões
Fevereiro de 2007	R\$ 953,658 bilhões
Março de 2007	R\$ 966,519 bilhões
Abril de 2007	R\$ 993,294 bilhões
Mai de 2007	R\$ 1,018950 trilhão
Junho de 2007	R\$ 1,040684 trilhão
Julho de 2007	R\$ 1,056278 trilhão
Agosto de 2007	R\$ 1,054295 trilhão

Setembro de 2007 R\$ 1,077459 trilhão

Outubro de 2007 R\$ 1,102885 trilhão

O patrimônio líquido de outubro de 2007 está composto conforme tabela abaixo (em R\$ milhões), conforme a ANBID:

Curto Prazo	29.004,74
Referenciado DI	170.598,02
Renda Fixa	360.087,84
Multimercados	270.663,08
Cambial	691,49
Dívida Externa	712,66
Ações	126.187,53
Privatização	31.233,52
Previdência	88.619,22
FIDC	25.086,90
Total Doméstico	1.102.885,00

2.12 HOME BROKER

Graças à proliferação dos sistemas de home brokers (compra e venda de ações pela internet), é cada vez maior o número de internautas que atuam na Bolsa de Valores, pois negociar ações pela internet se transformou em algo tão fácil quanto sacar dinheiro em um caixa automático.

Quando o sistema foi lançado, em abril de 1999, apenas seis corretoras ofereciam aos clientes a possibilidade de comprar e vender ações via web. Naquele

ano, os home brokers, como os investidores virtuais são conhecidos, movimentaram R\$ 118 milhões. Em 2003, os investidores movimentaram a cifra recorde de R\$ 1,3 bilhão, mais do que o dobro de 2002. Em janeiro de 2004, 43 corretoras oferecem o sistema e o giro financeiro é dez vezes maior e os serviços ficaram mais sofisticados.

Os corretores descrevem dois movimentos para justificar esse crescimento dos clientes pela internet. Um deles é geral, um aumento do interesse pelas aplicações na Bolsa de Valores de São Paulo, a Bovespa. Com a queda dos juros, as ações se tornaram uma alternativa mais atraente de investimento, com retornos bem acima de outras aplicações no ano passado. O outro movimento é próprio do sistema de home broker. Com o avanço tecnológico, ficou mais fácil pesquisar a situação das empresas e comprar ações. Tudo pode ser feito pela web. Em sites de bancos, corretoras e consultorias, o navegador da internet pode ler recomendações de investimentos e para quem quiser mais dados sobre uma determinada empresa poderá pesquisar nos sites com informações para investidores mantidos pela própria companhia. O home broker é mais uma ferramenta para aproximar o público do mercado de capitais. Graças a ele, muitos investidores de fora do eixo Rio - São Paulo descobriram que também podem negociar ações. (Revista Istoé dinheiro nº 331, p. 40).

2.13 PREÇO JUSTO

É onde tudo começa. Os analistas procuram calcular o “preço justo” de uma ação, isto é, quanto ela deveria valer se refletisse a situação real da empresa. O trabalho diário desses profissionais é avaliar se as cotações das ações estão muito acima ou muito abaixo do “preço justo”. Uma ação cujo “preço justo” seja muito superior a sua cotação terá maiores probabilidades de subir do que uma que esteja sendo negociada pelo que vale. Saber o preço de negociação de uma ação é fácil, basta

consultar a página da Bolsa na internet. Já calcular o “preço justo” requer contas bem mais complexas. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

Segundo Pova (2007, p. 287), a decisão de compra de uma ação abrange diferentes análises, do tipo top down (influência diferenciada do cenário econômico nos diversos setores) e bottom-up (cálculo do preço justo de uma empresa em função das variáveis que influenciam resultados). Analistas usam técnicas como o fluxo de caixa descontado, além dos chamados múltiplos comparativos como P/L (relação preço/lucro) e P/VPA (preço/valor patrimonial).

2.14 MÉTODO TOP-DOWN

O chamado método top-down (“de cima para baixo”, em inglês) parte de uma análise geral da economia e procura avaliar quais os efeitos da conjuntura nas empresas. É preciso fazer projeções econômicas, estimando, por exemplo, o crescimento do produto interno bruto (PIB) e o comportamento das taxas de juro. O primeiro número pode indicar se a empresa vai vender menos ou mais no futuro. O segundo mostra, especialmente para as empresas endividadas, quanto do resultado será consumido para pagar os bancos. Em seguida, os analistas se debruçam sobre o mercado de cada empresa. Escolhido o setor que terá melhores perspectivas, resta saber qual das empresas negociadas na bolsa é a melhor alternativa. Para isso, é preciso analisar os resultados individuais da empresa, como receita, lucro e endividamento, e calcular o valor da empresa. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

2.15 MÉTODO BOTTOM-UP

O método *bottom-up* (“de baixo para cima”, em inglês) é o inverso do método *top-down*. Em vez de analisar a economia, os analistas buscam as características das empresas que as tornam únicas. Uma tecnologia que garante uma maior margem de lucro, um porte que faz dela a principal empresa do setor, o fato de ter sócios com mais capital que os concorrentes, por exemplo, são fatores que podem tornar a empresa imune aos altos e baixos da economia. Depois de descobrir as melhores empresas, os analistas procuram as que serão mais beneficiadas pelo momento da economia, de expansão ou retração. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

2.16 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Esse método parte de uma projeção de quanto a empresa vai crescer e lucrar no futuro, normalmente nos próximos dez anos. São feitas estimativas para o faturamento, o lucro e o fluxo de caixa, considerando as características da companhia e as previsões para a economia brasileira e mundial. Colocam-se todas as premissas como crescimento da economia, taxa de câmbio e taxa de juro na conta. O cálculo é refeito toda vez que uma dessas premissas muda. Com essa estimativa, os especialistas conseguem medir o valor futuro da empresa. Deflacionada (ou descontada, como se diz no jargão do mercado) para o presente, a conta mostra qual seria o valor de mercado “ideal” da companhia hoje. Esse valor total, dividido pelo número de ações da empresa é o “preço justo” da ação. Se o “preço justo” de uma ação for de 100 reais, mas ela estiver sendo negociada a 50 reais na bolsa, teoricamente ela tem um potencial de valorização de 100%. Entretanto, como as transações se dão em torno de expectativas

do mercado essa valorização pode ou não acontecer. Se os agentes que compõem o mercado trabalharem com expectativas positivas em relação a uma determinada empresa, suas ações deverão subir de preço. Se, ao contrário, as expectativas forem ruins, as cotações devem cair. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

2.17 MÚLTIPLOS COMPARATIVOS

Esse método é semelhante ao do fluxo de caixa descontado. A diferença é que ele não olha o valor da empresa como um todo, mas procura antecipar indicadores de desempenho e rentabilidade. O analista compara os resultados da empresa em estudo com os de suas concorrentes. O principal múltiplo analisado é o que compara o lucro a ser gerado por ação de uma empresa com seu preço no pregão. Chamado relação preço-lucro (P/L), esse número mostra em quantos anos o investidor vai recuperar todo o capital investido na ação recebendo os lucros que a empresa vai gerar. Por exemplo, se a ação custar cinco reais e o lucro anual por ação for de um real, a relação preço-lucro será de cinco, indicando que a aplicação será paga em cinco anos. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

Segundo Pova (2007, p. 287-289), a definição de que o P/L representa quantos anos o investidor precisa para recuperar o seu investimento (conceito de Payback) é muito simplória. Nesta lógica, por exemplo, se o valor de mercado da empresa (número de ações x preço da ação) atinge \$ 50 milhões e a projeção do lucro líquido para 2008 é de \$ 10 milhões, o P/L 2008 seria cinco (50/10) e se a empresa repetisse os \$ 10 milhões anuais de lucro durante os próximos cinco anos, os acionistas veriam de volta o dinheiro aplicado. Intuitivamente, chegamos a errônea conclusão de que quanto menor o P/L, necessariamente mais atrativa a compra daquela ação. Porém, esta tradicional

versão desconsidera fatores como o artificialismo de alguns lucros contábeis e a alta probabilidade de os resultados serem diferentes (maiores ou menores) no futuro.

Todo o valor dos múltiplos comparativos de ações embute dois conceitos básicos: o risco total da empresa e o potencial de crescimento de lucros. Exemplificando: o risco total do investimento em ações da Telemar, sob a ótica do aplicador, será composto pelo risco Brasil + risco setor de telecomunicações (em particular, telefonia fixa) + risco empresa (gestão, endividamento, liquidez dos papéis, entre outros). Portanto, de forma geral, os múltiplos apresentam relação inversa com o risco total da empresa – quanto menor o risco percebido, maior tende a ser o múltiplo, e direta com o crescimento futuro de lucros – quanto maior a expectativa de crescimento, maior o múltiplo.

O raciocínio intuitivo mostra que quanto menor o risco e maior o crescimento, mais o investidor estará disposto a pagar pela ação. Outros fatores (de acordo com o tipo de múltiplo), como margens e retornos do negócio, também são importantes.

Mesmo considerando o superior crescimento potencial de nossa economia no longo prazo, por que o mercado pagava, em setembro de 2006, por exemplo, por ações brasileiras (Ibovespa) um P/L 2007 de apenas 10 contra cerca de 17 para empresas norte-americanas (S&P500)?(Povoa, 2007, p. 288).

A resposta é: enquanto o governo brasileiro remunerava na mesma época os investidores a 7,5% em uma emissão externa soberana de títulos de trinta anos, o norte americano rolava seus títulos de mesmo prazo a 5%, dada a diferença percebida de risco.

Uma ação A, com $P/L = 30$, pode estar relativamente barata em relação a uma ação B de $P/L = 3$, dependendo das variáveis envolvidas de risco, retorno e crescimento de lucros da empresa. Atenção também à usual falta de fundamento na comparação intertemporal de múltiplos. Exemplo: “o mercado já pagou, no passado, P/L máximo de dez por uma ação e hoje este múltiplo está em apenas cinco. Logo, o papel pode dobrar de preço no longo prazo”.

Será que as principais variáveis que determinam o P/L justo para a empresa não mudam ao longo dos anos? Portanto, cuidado com simplificações. Múltiplo baixo não é sinônimo de ação barata, da mesma forma que múltiplo alto não deve sugerir, necessariamente, recomendação de venda.

2.18 AVALIAÇÃO RELATIVA

Segundo Damodaran (2002, p. 488), na avaliação intrínseca, o objetivo é encontrar ativos que estão precificados abaixo do que deveriam estar, dadas as suas características de fluxo de caixa, crescimento e risco. Na avaliação relativa, o enfoque filosófico está em encontrar ativos que são baratos ou caros em relação a ativos “similares” precificados pelo mercado no momento. Por conseguinte, é inteiramente possível que um ativo que é caro com base em seu valor intrínseco possa ser barato com base em seu valor relativo.

Segundo Damodaran (2007, p.163), na avaliação de fluxo de caixa descontado, o objetivo é identificar o valor de um ativo, considerando-se o seu fluxo de caixa, crescimento e características de risco. Na avaliação relativa, o objetivo é avaliar um ativo com base na forma como ativos similares são precificados correntemente pelo mercado. Conseqüentemente, há dois componentes na avaliação relativa. O primeiro é que, para avaliar ativos em bases relativas, os preços devem ser padronizados, em geral, pela conversão deles em múltiplos de alguma variável comum. Embora essa variável comum se altere de um ativo para outro, geralmente toma a forma de lucros, valor contábil ou receitas para ações publicamente negociadas. O segundo componente é encontrar ativos similares, o que é desafiador, porque não há dois ativos exatamente iguais. Com ativos reais, como antiguidades e cartões de beisebol, as diferenças podem ser pequenas e facilmente controláveis quando se precificam os ativos. No

contexto da avaliação de ações das empresas, os problemas são complexos, já que empresas no mesmo segmento podem diferir em risco, potencial de crescimento e fluxos de caixa. Como controlar essas diferenças ao comparar um múltiplo entre várias empresas torna-se uma questão-chave.

Embora a avaliação relativa seja fácil de usar e intuitiva, também é facilmente mal utilizada.

Na avaliação relativa, avaliamos um ativo com base na precificação de ativos similares no mercado. O comprador potencial de uma casa decide quanto pagar por um imóvel analisando os preços pagos por imóveis similares na vizinhança. Na mesma linha, um potencial investidor em uma ação tenta estimar o seu valor examinando a precificação de mercado de ações similares.

Incorporados nessa descrição estão os três passos essenciais da avaliação relativa. O primeiro passo é identificar ativos comparáveis que sejam precificados pelo mercado, uma tarefa mais fácil de realizar com ativos reais, como imóveis, do que com ações. Com mais frequência do que se imagina, analistas usam outras empresas do mesmo segmento como comparáveis, estabelecendo uma comparação de uma empresa de software com outras empresas do ramo ou um serviço público com outros da mesma categoria; porém, questiona-se se essa prática realmente gera empresas similares. O segundo passo é escalonar os preços de mercado em relação a uma variável comum para gerar preços padronizados que sejam comparáveis. Embora isso possa ser dispensável quando comparamos ativos idênticos, torna-se necessário quando comparamos ativos em tamanho ou unidades. Mantidas as demais premissas, uma casa ou apartamento menor devem vendidos a um preço inferior ao de uma residência maior. No contexto das ações, essa equalização geralmente requer a conversão do valor de mercado do patrimônio líquido ou da empresa em múltiplos de lucros, valor contábil ou receitas. O terceiro e último passo nesse processo é ajustar as diferenças entre os ativos, ao comparar os seus valores padronizados. Novamente, recorrendo ao exemplo de uma casa, um imóvel mais novo com confortos mais modernos deve ter um preço maior que outro similar mais antigo, precisando de uma

reforma. No caso das ações, as diferenças em precificação podem ser atribuídas a todos os fundamentos da avaliação de fluxo de caixa descontado. Empresas de crescimento mais elevado, por exemplo, devem ser negociadas a múltiplos mais altos que as de crescimento inferior no mesmo segmento.

Há uma grande diferença filosófica entre a avaliação de fluxo de caixa descontado e a relativa. Na avaliação de fluxo de caixa descontado, tentamos estimar o valor intrínseco de um ativo com base na sua capacidade de gerar fluxos de caixa no futuro. Na avaliação relativa, julgamos quanto vale um ativo, analisando o que o mercado está pagando por ativos similares. Se o mercado estiver em média correto na forma como precifica os ativos, a avaliação de fluxo de caixa descontado e a avaliação relativa devem convergir. Se, contudo, o mercado estiver sistematicamente superestimando ou subestimando um grupo de ativos ou um segmento inteiro, as avaliações de fluxo de caixa descontado podem divergir das relativas.

Segundo Povia (2007, p. 289 – 292), um método muito usado para precificação é realizá-la de forma relativa. Em outras palavras: em vez de se chegar ao que definimos como valor intrínseco, a *valuation* relativa procura precificar uma empresa a comparativos padronizados de mercado.

A grande dificuldade, porém, começa na comparação de companhias diferentes. Empresas têm estágios de crescimento diversos, risco embutido, rentabilidade etc. Antes de entender o que cada múltiplo indica e os seus principais determinadores, é fundamental estabelecer regras básicas que ajudarão a evitar comparações incorretas:

Tempo do múltiplo:

Há três possibilidades básicas:

Múltiplo passado: utiliza pelo menos uma referência do passado. Exemplo: se estivermos em 2007, a relação preço/lucro 2006 utiliza o preço corrente da ação e o lucro de 2006. O múltiplo passado raramente é utilizado, por não poder explicar o futuro.

Múltiplo corrente: utiliza a referência do ano corrente. Exemplo: se estivermos em 2007, o P/L 2007 será a relação entre o preço corrente e o lucro projetado para o ano de 2007 em questão.

Múltiplo futuro: utiliza a referência de um ano futuro. Exemplo: se estivermos em 2007, o P/L 2008 será a relação entre o preço corrente da ação e o lucro projetado para 2008.

Observação: se estivermos, por exemplo, no primeiro trimestre de 2007, podemos considerar o P/L 2007 como um múltiplo futuro e o P/L 2006 como um múltiplo corrente. Normalmente, as expressões correntes e o múltiplo possuem uma relação mais forte com o grau de previsibilidade do lucro a ser analisado.

Comparações de dimensões iguais:

Um dos erros conceituais mais graves cometidos por analistas é a incongruência de numerador e denominador nos múltiplos. Como exemplos de múltiplos que comparam o que pode ser comparado, temos:

$$\frac{P - (\text{valor.do.acionista})}{L - (\text{valor.do.acionista})}$$

$$\frac{FV - \text{valor.da.firma}}{EBITDA - \text{valor.da.firma}}$$

$$\frac{P - \text{valor.do.acionista}}{VPA - \text{valor.do.acionista}}$$

Em outras palavras: é coerente estabelecer comparativos entre dimensões relativas ao acionista (no caso preço) com rubricas do balanço que também sejam relacionadas a valor de mercado. O mesmo torna-se aplicável ao valor da firma em relação aos números de empresa.

Neste caso, a consistência dos múltiplos pode nos auxiliar muito nas conclusões acerca do preço justo de companhias e firmas. Em contrapartida, muitas relações inconvenientes não respeitam as dimensões devidas. Exemplos:

$$\frac{P - \text{valor.do.acionista}}{\text{VENDAS} - \text{valor.da.firma}}$$

$$\frac{EV - \text{valor.da.firma}}{\text{VPA} - \text{valor.do.acionista}}$$

As vendas são produzidas pelo capital investido, tanto pelos acionistas quanto pelos credores. O valor de mercado de uma companhia representa apenas o que resta para o acionista. Da mesma forma, o valor patrimonial advém de aumentos de capital ou retenção de lucros realizados pelo acionista. Enquanto isto, o valor da firma soma o endividamento devido aos credores e o valor de mercado da companhia.

A forma correta de atingir uma relação consistente dos múltiplos apresentados seria:

$$\frac{FV - \text{valor.da.firma}}{\text{VENDAS} - \text{valor.da.firma}}$$

$$\frac{P - \text{valor.do.acionista}}{\text{VPA} - \text{valor.do.acionista}}$$

O momento do ciclo da empresa ou da economia em geral é fundamental na análise dos múltiplos. Temos que tomar cuidado na identificação dos chamados pontos de inflexão de lucratividade da empresa e qual será a reação do mercado neste processo.

Por exemplo: imaginemos que estamos ao final de 2006 e que uma empresa de telefonia celular esteja passando por profunda reestruturação, o que a levará a sair de

um lucro por ação de \$ 1 em 2006, para \$ 5 em 2007 e para \$ 40 em 2008 (exageramos no aumento do lucro por ação apenas para facilitar o entendimento, pois um aumento nessas proporções é praticamente impossível de ocorrer em uma empresa real). O preço da ação encontra-se em \$ 100; portanto, o P/L 2006 corrente estaria em 100, e os P/Ls futuros, respectivamente de 2007 e 2008, estariam atingindo 20 e 2,5.

Um analista menos cuidadoso não consideraria a recomendação de compra da ação se não realizasse uma projeção mais longa, pelo menos até 2008. A falta de visão mais ampla pode levar uma análise de múltiplos a ser enganosa.

2.18.1 ONIPRESENÇA DA AVALIAÇÃO RELATIVA

Segundo Damodaran (2007, p.164), apesar do foco na avaliação de fluxo de caixa descontado em salas de aula e na teoria, há evidência de que a maioria dos ativos é avaliada em bases relativas.

A maioria dos relatórios de pesquisa de ações baseia-se em múltiplos: razões preço/lucro, razões valor da empresa/Ebitda e razões preço/vendas são apenas alguns exemplos. Em um estudo informal com 550 relatórios de pesquisa de ações no início de 2001, as avaliações relativas ultrapassaram as descontadas em uma proporção de quase dez para um. Embora muitas delas incluíssem as tabelas obrigatórias de fluxos de caixa, valores foram estimados e recomendações feitas analisando-se empresas comparáveis e utilizando-se múltiplos. Assim, quando analistas sustentam que uma ação esta subestimada ou o contrário, estão em geral fazendo ou julgando com base em uma avaliação relativa.

As técnicas de fluxo de caixa descontado são mais comuns em aquisições e finanças corporativas. Embora o empirismo causal sugira que quase toda aquisição é suportada por uma avaliação de fluxo de caixa descontado, o valor pago é

freqüentemente determinado por meio de um múltiplo. Na avaliação de aquisições, muitos modelos de fluxo de caixa descontado são, em essência, avaliações relativas disfarçadas, porque os valores terminais são calculados por múltiplos.

A maioria das regras práticas dos investimentos baseia-se nos múltiplos. Por exemplo, muitos investidores consideram baratas as empresas que negociam a menos do que o valor contábil, bem como as ações transacionadas a razões P/L menores que as taxas de crescimento esperado.

Considerando-se que a avaliação relativa é tão dominante na prática, seria um erro descartá-la como uma ferramenta rústica.

2.18.2 MOTIVOS DA POPULARIDADE E ARMADILHAS POTENCIAIS

Alguns dos motivos da popularidade dos múltiplos segundo Damodaran (2007 p.164 e 165):

O uso de múltiplos e comparáveis demanda menos tempo e recursos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado. As avaliações de fluxo de caixa descontado requerem substancialmente mais informações do que a avaliação relativa. Para analistas que enfrentam restrições de tempo e limitação de acesso a informações, a avaliação relativa oferece uma alternativa mais rápida.

É mais fácil vender. Em muitos casos, analistas, principalmente, e vendedores utilizam as avaliações para vender ações a investidores e gestores de carteiras. É muito mais fácil vender uma avaliação relativa do que outra de fluxo de caixa descontado. Afinal, as avaliações de fluxo de caixa descontado podem ser difíceis de explicar aos clientes, especialmente quando se trabalha com escassez de tempo – muitos argumentos de televendas são dirigidos a investidores que tem apenas alguns minutos

a dedicar. As avaliações relativas, por outro lado, adaptam-se perfeitamente a mensagens curtas de vendas. Usando uma terminologia política, é muito mais fácil discorrer sobre uma avaliação relativa do que sobre um fluxo de caixa descontado.

É mais fácil defender. É comum analistas serem convocados a defender as premissas das suas avaliações perante superiores, colegas e clientes. As avaliações de fluxo de caixa descontado, com as suas longas listas de premissas explícitas, são muito mais difíceis de defender do que as relativas, nas quais o valor utilizado por um múltiplo geralmente resulta daquilo que o mercado está pagando por empresas similares. Pode-se argumentar que a maior parte da responsabilidade em uma avaliação relativa fica com os mercados financeiros. De certa forma, desafiamos os investidores que fazem objeção à avaliação relativa a confrontar o mercado, se não gostarem do valor.

Imperativos do mercado. É muito mais provável que a avaliação relativa reflita a tendência corrente do mercado, já que tenta medir o valor relativo e não o intrínseco. Assim, em um mercado em que todas as ações de internet têm os seus preços elevados, a avaliação relativa deve gerar valores superiores a essas ações que os modelos de fluxo de caixa descontado. De fato, por definição, as avaliações relativas geralmente produzem valores mais próximos aos preços de mercado do que as de fluxo de caixa descontado, entre todas as ações. Isso é particularmente importante para aqueles investidores cujo trabalho é julgar o valor relativo e que são, eles próprios, julgados em bases relativas. Vamos considerar, por exemplo, os gestores de fundos mútuos de tecnologia. Esses gestores serão julgados com base no desempenho dos seus fundos em relação a outros fundos de tecnologia. Conseqüentemente, serão recompensadas se escolherem ações de tecnologia subavaliadas em relação a outras de tecnologia, mesmo que todo o segmento esteja superavaliado.

Os pontos fortes da avaliação relativa também são as suas fraquezas. Primeiro, a facilidade com que uma avaliação relativa pode ser elaborada, juntando-se um múltiplo e um grupo de empresas comparáveis, da mesma forma pode resultar em estimativas inconsistentes de valor, em que as principais variáveis, tais como risco, crescimento ou potencial de fluxo de caixa, são ignoradas. Segundo, o fato de que

múltiplos refletem as tendências de mercado também implica que o uso de avaliação relativa para estimar o valor de um ativo pode resultar em valores altos demais, quando o mercado está superavaliando empresas comparáveis, ou baixos demais, quando ocorre o contrário. Terceiro, embora haja margem para viés em qualquer tipo de avaliação, a falta de transparência em relação às premissas básicas nas avaliações relativas torna-as particularmente vulneráveis à manipulação. Um analista tendencioso, com poder de escolha do múltiplo em que a avaliação se baseia e das empresas comparáveis, pode essencialmente garantir que praticamente qualquer valor seja justificável.

2.18.3 VALORES PADRONIZADOS E MÚLTIPLOS

Segundo Damodaran (2007, p.165), ao comparar ativos idênticos, podemos confrontar os seus preços. Entretanto, comparar ativos que não são exatamente similares pode ser um desafio. Se tivermos de comparar o preço de dois prédios de tamanho diferente na mesma localidade, o menor com o seu preço mais baixo parecerá mais barato, a menos que se contorne a diferença de tamanho com o cálculo do preço por metro quadrado. A confusão aumenta, quando se comparam ações de empresas de capital aberto. Afinal, o preço por cota de uma ação é uma função tanto do valor da ação de uma empresa quanto do número de suas ações em circulação. Assim, uma divisão de ações (*stock split*) que dobra o número de unidades reduzirá pela metade o preço das ações. Para comparar o valor de empresas similares no mercado, necessitamos padronizar os valores de alguma forma, escalonando-os em relação a uma variável comum. Em geral, os valores podem ser padronizados em relação aos lucros gerados pelas empresas, ao valor contábil ou ao custo de reposição das próprias empresas, às receitas geradas ou a indicadores específicos de um segmento.

Segundo Damodaran (2002, p. 488), para comparar as avaliações de ativos “similares” no mercado, precisamos padronizar os valores de alguma forma. Eles podem ser padronizados em relação aos lucros que geram, ao valor contábil, ao valor de reposição em si ou ao lucro bruto que geram. Todos os métodos são muito utilizados e têm muitos defensores.

2.18.4 MÚLTIPLOS DE LUCROS

Uma das formas mais simples de analisar o valor de qualquer ativo é como um múltiplo dos lucros gerados por ele. Ao comprar ações, é comum levar em conta o preço pago como um múltiplo do lucro por ação gerado pela empresa. Este índice preço/lucro pode ser estimado utilizando o lucro por ação corrente (que é chamado de índice preço/lucro histórico) ou o lucro por ação esperado no próximo ano (chamado de P/L futuro). Ao comprar uma empresa (e não apenas o patrimônio líquido dela) é comum analisar o valor dela como um múltiplo do lucro operacional (LAJIR) ou do fluxo de caixa operacional (EBITDA). Embora um múltiplo mais baixo seja melhor do que um mais alto, estes múltiplos serão afetados pelo potencial de crescimento e risco da empresa que está sendo adquirida.

Segundo Damodaran (2007, p. 165), uma das maneiras mais intuitivas de pensar no valor de qualquer ativo é como um múltiplo dos lucros que o ativo gera. Ao se comprar uma ação, é comum analisar o preço pago como um múltiplo dos lucros por ação (LPA) gerados pela empresa. Essa razão preço/lucro pode ser estimada por meio de lucros por ação correntes, produzindo um P/L corrente, lucros nos primeiros quatro trimestres, resultando em um P/L passado, ou lucros por ação esperados no próximo ano, fornecendo um P/L futuro.

Ao adquirir um negócio, em oposição apenas ao patrimônio líquido do negócio, é comum examinar o valor da empresa como um múltiplo do lucro operacional (Ebit) ou os lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização (Ebitda). Embora, para um comprador do patrimônio líquido ou da empresa, um múltiplo mais baixo seja melhor do que outro, mais alto, estes múltiplos serão afetados pelo potencial de crescimento e risco do negócio objeto da aquisição.

2.18.5 MÚLTIPLOS DE VALOR CONTÁBIL OU DE VALOR DE REPOSIÇÃO

Segundo Damodaran (2002, p. 488 e 489), embora os mercados favoreçam uma estimativa do valor de uma empresa, os contadores muitas vezes apresentam uma estimativa muito diferente do valor contábil dela. Esta última estimativa é estabelecida pelas regras contábeis e é fortemente influenciada pelo que foi originalmente pago pelo ativo e por outros ajustes contábeis (como depreciação) feitos desde então. Os investidores muitas vezes analisam a relação entre o preço que eles pagam por uma ação e o valor contábil do patrimônio líquido (ou valor líquido), como uma medida de super ou subvalorização da ação; o índice preço/valor contábil resultante pode variar muito entre os setores, dependendo mais uma vez do potencial de crescimento e da qualidade dos investimentos em cada um. Ao se avaliarem empresas, este índice é estimado através do valor destas e o valor contábil de todos os ativos (em vez de apenas do patrimônio líquido). Para aqueles que acreditam que o valor contábil não é uma boa medida do verdadeiro valor dos ativos, uma alternativa é utilizar o custo de reposição dos ativos; o índice do valor da empresa em relação ao custo de reposição é chamado Tobin's Q.

Segundo Damodaran (2007, p.165), enquanto os mercados financeiros fornecem uma estimativa do valor de um negócio, em geral os contadores dão outra estimativa de valor bem diferente para o mesmo negócio. A estimativa contábil do valor é determinada por regras de contabilidade e fortemente influenciada pelo preço original pago pelos ativos e quaisquer ajustes contábeis (tal como a depreciação) feitos a partir de então. É comum investidores analisarem a relação entre o preço que pagam por uma ação e o valor contábil da ação (ou patrimônio líquido), como um indicador de quanto uma ação está super ou subavaliada; a razão preço/valor contábil resultante pode variar amplamente conforme o segmento, dependendo novamente do potencial de crescimento e da qualidade do investimento em cada um. Ao avaliar negócios, estimamos essa razão pelo valor de mercado da empresa ou valor das operações da empresa (líquido de caixa) e o valor contábil de todos os ativos ou capital (em vez de apenas o patrimônio líquido).

2.18.6 MÚLTIPLOS DE RECEITAS

Segundo Damodaran (2002, p. 489), tanto os lucros, quanto o valor contábil são medidas contábeis e são influenciadas por regras e princípios contábeis. Um método alternativo, que é muito menos afetado por estes fatores, é analisar a relação entre o valor de um ativo e o lucro bruto que ele gera. Para investidores em ações, este índice é o índice preço/vendas, no qual o valor de mercado por ação é dividido pela receita bruta gerada por ação. Para o valor da empresa, este índice pode ser modificado como o índice valor/vendas, no qual o numerador é o valor total da empresa. Este índice, mais uma vez, varia amplamente entre os setores, em grande parte como uma função das margens de lucro de cada setor. A vantagem destes múltiplos, no entanto, é a de que se torna muito mais fácil comparar empresas em diferentes mercados, que utilizam diferentes sistemas de contabilidade.

Segundo Damodaran (2007, p. 165), tanto os lucros quanto o valor contábil são indicadores contábeis e determinados por regras e princípios da contabilidade. Uma abordagem alternativa, bem menos afetada pelas opções contábeis, é utilizar a razão do valor de um negócio para as receitas geradas. Para investidores de ações, essa é a razão preço/vendas, em que o valor de mercado das ações é dividido pelas receitas geradas pela empresa. Para o valor da empresa, essa razão pode ser modificada como a razão valor das operações da empresa/vendas em que o numerador torna-se o valor de mercado dos ativos operacionais. Novamente, essa razão varia amplamente conforme o segmento, muito em função das margens de lucro. A vantagem de utilizar múltiplos de receitas, entretanto, é que isso facilita bastante a comparação entre empresas de mercados diferentes, com sistemas contábeis diferentes, em vez da comparação entre lucros ou múltiplos de valor contábil.

2.18.7 MÚLTIPLOS SETORIAIS

Segundo Damodaran (2007, p. 165 e 166), se, de um lado, os lucros, o valor contábil e os múltiplos de receitas podem ser calculados para empresas em qualquer segmento e por todo o mercado, por outro lado há alguns múltiplos que são específicos de um segmento. Por exemplo, quando as empresas de internet surgiram no mercado no final da década de 1990, possuíam lucros negativos e receita e valor contábil desprezíveis. Os analistas que buscavam um múltiplo para avaliá-las dividiam o valor de mercado de cada uma delas pelo número de hits gerados pelos seus sites web. Empresas com valor inferior de mercado por cliente eram consideradas subestimadas. Empresas de TV a cabo foram pelo valor de mercado por assinante, independentemente da longevidade e da lucratividade desses assinantes.

Embora haja condições que justifiquem os múltiplos setoriais, também há risco por dois motivos. Primeiro, como não podem ser calculados para outros segmentos ou para o mercado todo, os múltiplos setoriais podem resultar em super ou subavaliações persistentes de alguns segmentos em relação ao restante do mercado. Por isso, investidores que jamais pensariam em pagar por uma empresa 80 vezes as suas receitas podem não ter o mesmo escrúpulo em pagar \$ 2.000 por Page hit (no site web), em grande parte por não terem noção do que está alto, baixo ou na média por esse indicador. Segundo, é muito mais difícil relacionar os múltiplos setoriais aos fundamentos, que são um ingrediente essencial no uso adequado de múltiplos. Por exemplo, um visitante ao site web de uma empresa traduz-se em receitas e lucros mais altos? A resposta não só variará de uma empresa para outra, como também será difícil prever o futuro.

2.18.8 OS FATORES FUNDAMENTAIS POR TRÁS DOS MÚLTIPLOS

Segundo Damodaran (2002, p. 489 e 490), uma razão comumente dada para a avaliação relativa é a de que ela exige muito menos pressupostos do que a avaliação de fluxo de caixa descontado. Trata-se de um conceito errôneo. A diferença entre a avaliação de fluxo de caixa descontado e a avaliação relativa é que os pressupostos que um analista formula devem ser explícitos na primeira e podem permanecer implícitos na segunda. É importante que saibamos quais são as variáveis que orientam os múltiplos, tendo em vista que estas são as variáveis que temos que controlar quando formos comparar estes múltiplos entre as empresas.

Para sabermos o que há por trás dos múltiplos de valor da empresa e das ações, devemos voltar aos modelos de fluxo de caixa descontado razoavelmente simples para valor da empresa e das ações, e utilizando-os para derivar nossos múltiplos. Portanto, o

modelo de fluxo de caixa descontado de ações mais simples, que é o modelo de desconto de dividendos de crescimento estável, indica que o valor das ações é:

$$\text{Valor das ações} = P_0 = \frac{DPA_1}{k_e - g_n}$$

Onde DPA_1 é o dividendo esperado no próximo ano, k_e é o custo do capital próprio e g_n é a taxa de crescimento estável esperada. Dividindo os dois lados pelo lucro, obtemos o modelo de fluxo de caixa descontado do índice de preço/lucro (P/L) de uma empresa de crescimento estável:

$$\frac{P_0}{LPA_0} = PL = \text{indice.de.pagamento} * \frac{(1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Dividindo os dois lados pelo valor contábil do patrimônio líquido, podemos estimar o índice de preço/patrimônio líquido de uma empresa de crescimento estável:

$$\frac{P_0}{\text{patrimonio.liquido}} = P/VPA = \frac{ROE * \text{indice.de.pagamento} * (1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Onde ROE é o retorno sobre patrimônio líquido. Dividindo pelas vendas por ação, o índice preço/vendas de uma empresa de crescimento estável pode ser estimado como uma função de sua margem de lucro, índice de pagamento e crescimento esperado:

$$\frac{P_0}{VENDAS_0} = P/V = \text{margem.de.lucro} * \text{indice.de.pagamento} * \frac{(1 + g_n)}{k_e - g_n}$$

Podemos fazer uma análise similar a partir da perspectiva da avaliação da empresa. O valor de uma empresa em crescimento estável pode ser definido como:

$$\text{valor.da.empresa} = V_0 = \frac{FCFF_1}{k_c - g_n}$$

$FCFF$ é o fluxo de caixa livre da empresa e k_c é o custo de capital. Dividindo os dois lados pelo fluxo de caixa livre esperado da empresa temos o múltiplo Valor/FCFF de uma empresa de crescimento estável:

$$\frac{V_0}{FCFF_1} = \frac{1}{k_e - g_n}$$

Tendo em vista que o fluxo de caixa livre da empresa é o lucro operacional pós-imposto de renda descontado em relação às despesas de capital e às necessidades de capital circulante da empresa, os múltiplos de LAJIR, LAJIR pós-imposto de renda e EBITDA também podem ser estimados de forma similar.

Esta análise não sugere que voltemos a utilizar a avaliação de fluxo de caixa descontado, mas fornece uma idéia das variáveis que podem fazer com que estes múltiplos variem entre as empresas de um mesmo setor. Um analista que é cego a estas variáveis poderia concluir que uma ação com um índice de preço/lucro de 8 é mais barata do que uma com um P/L de 12, quando a verdadeira razão pode ser que esta última tem um crescimento esperado mais elevado, ou que uma ação com um índice de preço/patrimônio líquido (P/VPA) de 0,7 é mais barata do que uma com um índice de P/VPA 1,5, quando a verdadeira razão pode ser o fato de que esta última tem um retorno sobre patrimônio líquido muito mais elevado.

2.18.9 O USO DE EMPRESAS SIMILARES

Segundo Damodaran (2002, p.491), a maior parte dos analistas que utilizam os múltiplos, os utiliza em combinação com empresas similares para chegar a conclusões sobre se as empresas estão sendo avaliadas adequadamente. Correndo o risco de ser simplista, a análise começa com duas decisões: o múltiplo que será utilizado na análise e o grupo de empresas que formarão o grupo de empresas similares. O múltiplo é calculado para cada uma das empresas similares, obtendo-se a seguir a média. Para avaliar uma empresa isolada, o analista então compara seu múltiplo com a média calculada; se ela for significativamente diferente, o analista faz um julgamento subjetivo sobre se as características específicas da empresa (crescimento, risco,...) podem explicar a diferença. Portanto, uma empresa pode ter um índice de preço/lucro (P/L) de 22 em um setor no qual o P/L médio é de apenas 15, mas o analista pode concluir que esta diferença pode ser justificada pelo fato de que a empresa tem um potencial de crescimento mais alto do que a empresa média do setor. Se, de acordo com o julgamento do analista, a diferença sobre o múltiplo não puder ser explicada pelos fatores fundamentais, a empresa pode ser vista como supervalorizada (se o seu múltiplo for mais alto do que a média) ou subvalorizada (se o seu múltiplo for mais baixo do que a média).

2.18.10 ESCOLHENDO EMPRESAS SIMILARES

Segundo Damodaran (2002, p. 491 e 492), o cerne deste processo é a possibilidade de reunir empresas similares. De uma perspectiva de avaliação, uma empresa similar é uma empresa com fluxos de caixa, potencial de crescimento e risco semelhantes. Se a avaliação fosse simples, o valor de uma empresa seria analisado observando-se como uma empresa idêntica – em termos de risco, crescimento e fluxos de caixa – é precificada. Na maior parte das análises, no entanto, uma empresa similar é definida como sendo uma empresa do mesmo setor daquela que está sendo analisada. Se há empresas suficientes no setor para que isto possa ser feito, esta lista será reduzida mais ainda utilizando-se outros critérios; por exemplo, apenas empresas de tamanho similar serão levadas em consideração. Implicitamente, o pressuposto formulado aqui é o de que empresas do mesmo setor têm perfis similares de risco, crescimento e fluxo de caixa e por isto podem ser comparadas com muito mais legitimidade. Este método é mais difícil de ser aplicado em duas condições:

Existem relativamente poucas empresas em um setor. Na maior parte dos mercados fora dos Estados Unidos, o número de empresas de capital aberto de um setor em particular, especialmente se ele for definido estritamente, é pequeno.

As diferenças em relação a perfis de risco, crescimento e fluxo de caixa através das empresas de um setor são grandes. Portanto, pode haver centenas de empresas de softwares de computadores nos Estados Unidos, mas as diferenças entre estas empresas também são grandes.

Portanto, a opção que se apresenta é simples: definir um setor de forma ampla aumenta o número de empresas similares, mas também resulta em um grupo mais diversificado.

2.18.11**ESTABELECENDO AS DIFERENÇAS ENTRE EMPRESAS**

Segundo Damodaran (2002, p. 492 e 493), tendo em vista que é impossível encontrar empresas idênticas à empresa que está sendo analisada, temos que encontrar formas de estabelecer as diferenças entre as empresas. A vantagem dos modelos de fluxo de caixa descontado apresentados anteriormente é a de que temos uma idéia clara do que são os determinantes fundamentais de cada múltiplo e, por isso, do que devemos controlar. O processo de controlar estas variáveis pode ser muito simples, modificando os múltiplos para levar em consideração diferenças em uma variável-chave ou muito complexo, analisando as diferenças em mais de uma variável.

Vamos começar pelo processo mais simples. Aqui, o múltiplo básico é modificado para levar em consideração a variável mais importante que determina este múltiplo. Portanto, o índice preço/lucro (P/L) é dividido pela taxa de crescimento esperada de LPA da empresa para se chegar ao que é chamado de índice de P/L ajustado ao crescimento. Similarmente o índice preço/patrimônio líquido (P/VPA) é dividido pelo retorno sobre o patrimônio líquido (ROE) para se chegar a um índice de valor e o índice de preço/vendas pela margem líquida. Estes índices modificados são então comparados entre as empresas de um setor. Implicitamente, o pressuposto formulado é o de que estas empresas podem ser comparadas em todas as outras dimensões de valor além da que está sendo controlada.

Quando as empresas variam em relação a mais de um fator, se torna difícil modificar os múltiplos para levar em consideração as diferenças entre elas. No entanto é possível fazer regressões dos múltiplos em relação às variáveis e, então, utilizar estas regressões para chegar aos valores previstos para cada empresa. Este método funciona razoavelmente bem quando o número de empresas similares é grande e a relação entre o múltiplo e as variáveis é forte. Quando estas condições não existem, alguns fatores externos podem fazer com que os coeficientes se modifiquem significativamente, tornando as previsões muito menos confiáveis.

2.18.12 AMPLIANDO O UNIVERSO DE EMPRESAS SIMILARES

Segundo Damodaran (2002, p. 494), procurar por empresas similares no setor no qual uma empresa opera é uma prática razoavelmente limitante, especialmente quando há relativamente poucas empresas no setor ou quando uma empresa opera em mais de um setor. Tendo em vista que a definição de uma empresa similar não é a de uma empresa que esteja no mesmo setor, mas a de uma que tenha as mesmas características de crescimento, risco e fluxo de caixa que a empresa analisada, não está claro porque temos que nos manter em um setor específico. Uma empresa de software deve ser comparável a uma montadora de automóveis se conseguirmos estabelecer as diferenças nos fatores fundamentais.

2.19 ANÁLISE GRÁFICA

Método mais recente, que não é universalmente aceito por todos os analistas e investidores. Esse método analisa apenas o preço das ações. A rigor, o “grafista”, que é como se chama um profissional da análise gráfica, não precisa nem saber se a ação é de um banco privado ou de uma siderúrgica estatal. O que esse analista faz é observar se as cotações estão subindo ou caindo. Com base na análise desses movimentos, é possível prever altas ou baixas futuras. A análise gráfica tem uma limitação, que é a de funcionar apenas para ações que são muito negociadas. Papéis sem liquidez têm

movimentos de mercado insuficientes para sustentar uma análise. (Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31).

3 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Segundo Deschatre (1997, p. 10), os benefícios decorrentes do emprego da técnica fundamentalista estão essencialmente relacionados a dois importantes índices, retirados dos balanços e demonstrativos das empresas que são objetos do estudo. Estes índices servem como parâmetros, indicando se determinada ação está “cara” ou não em determinado momento. São eles: o lucro por ação e o valor patrimonial da ação (o primeiro é resultado da divisão do lucro da empresa no período pela quantidade de ações existente no mercado no mesmo período; o segundo, o resultado da divisão do patrimônio líquido pela mesma quantidade de ações). Tais índices mostram, com precisão – quando comparados com as ações na bolsa -, se as ações estão “caras” ou “baratas” de acordo com as oscilações do momento (relação preço/lucro).

3.1 INDICADORES

Segundo Halfeld (2001, p. 138), é importante salientar que esses indicadores nunca podem ser olhados isoladamente. Uma boa análise fundamentalista deve reunir todos eles. Adicionalmente, estudos estratégicos sobre o futuro da companhia, sobre seus concorrentes e sobre o mercado consumidor devem integrar a análise.

Para o presente estudo foram selecionados os seguintes indicadores fundamentalistas por serem os principais índices usados pelos analistas que se utilizam dos múltiplos comparativos para avaliar ações, conforme consultado no site Infomoney:

3.1.1 INDICADORES DE MERCADO (12m):

3.1.1.1 PREÇO/LUCRO (P/L) (X) – é o índice básico da estatística financeira. Seu valor é obtido através da divisão do preço atual de mercado pelo resultado por ação dos últimos doze meses. Inúmeros estudos com a finalidade de determinar quais os papéis mais promissores tomam esse índice como base. Esses estudos, em sua maioria, são válidos por um prazo curto (um ano), já que o comportamento dos preços no mercado de capitais, aliado às incertezas da economia, inviabiliza qualquer tentativa de se fazer alguma inferência para prazos maiores (Deschatre, 1997, p.10).

Segundo Halfeld (2001, p. 137), trata-se de um indicador muito popular no mercado de ações. Revela quantas vezes o preço de uma ação supera o lucro anual por ação que a empresa está gerando para cada uma delas. Ele é medido em anos e mostra em quanto tempo o preço a ser pago por uma ação poderá ser “devolvido” ao investidor, sob a forma de lucros. Também conhecido como payback da ação. Quanto menor o P/L, mais “barata” está a ação, em relação ao seu lucro.

Segundo a Revista Exame, edição 836, 2005, p.30 e 31, o principal múltiplo analisado é o que compara o lucro a ser gerado por ação de uma empresa com seu preço no pregão. Chamado relação preço-lucro, esse número mostra em quantos anos o investidor vai recuperar todo o capital investido na ação recebendo os lucros que a empresa vai gerar. Por exemplo, se a ação custar 5 reais e o lucro anual por ação for de 1 real, a relação preço-lucro será de cinco, indicando que a aplicação será paga em cinco anos.

Segundo Ross et al. (1995, p. 110-112), os analistas financeiros freqüentemente relacionam o lucro e o preço da ação, como é evidenciado pela intensa utilização do chamado índice preço/lucro (ou índice P/L).

$$\text{Preço da ação} = \frac{\text{LPA}}{r} + \text{VPLOC}$$

Dividindo por LPA, nos dá:

$$\frac{\text{Preço da ação}}{\text{LPA}} = \frac{1}{r} + \frac{\text{VPLOC}}{\text{LPA}}$$

Onde:

LPA = lucro por ação

VPLOC = valor presente líquido das oportunidades de crescimento

r = taxa de desconto

O lado esquerdo da fórmula é o índice preço/lucro. A equação mostra que o índice P/L está relacionado ao valor presente líquido das oportunidades de crescimento. A título de exemplo, consideremos o caso de duas empresas, cada uma delas tendo acabado de declarar lucro por ação igual a R\$ 1,00. Entretanto, uma das empresas dispõe de muitas oportunidades de crescimento valiosas, enquanto a outra não tem qualquer oportunidade de crescimento. Suponhamos que as ações da empresa com as oportunidades de crescimento estejam sendo negociadas a R\$ 16,00, e as ações da outra por R\$ 8,00. O lucro por ação igual a R\$ 1,00 aparece no denominador do índice P/L de ambas as empresas. Portanto, o índice P/L da empresa com oportunidades de crescimento é igual a 16, enquanto o da outra é de somente 8.

Esta explicação parece funcionar bem na realidade. As ações de empresas da indústria eletrônica e outros setores de tecnologia avançada geralmente são negociadas com índices P/L muito altos, porque se reconhece que têm taxas de crescimento muito elevadas. Na realidade, algumas ações de setores de tecnologia avançada são negociadas a preços muito altos muito embora jamais tenham obtido qualquer lucro. Inversamente, as ações das empresas de transporte ferroviário, serviços de utilidade pública e da indústria siderúrgica são negociadas a índices muito mais baixos, em função de suas perspectivas de crescimento serem muito mais limitadas.

Há dois fatores adicionais que explicam o índice P/L. O primeiro é a taxa de desconto, r. A fórmula anterior mostra que o índice P/L está negativamente relacionado

à taxa de desconto da empresa. Já indicamos que a taxa está positivamente relacionada ao risco ou variabilidade do valor da ação. Portanto, o índice P/L está inversamente relacionado ao risco da ação. Para se perceber que este é um resultado que faz sentido, considere-se o caso de duas empresas, A e B, ambas se comportando como “vacas leiteiras” (empresas que distribuem todos os lucros em formas de dividendos). O mercado de ações espera que ambas tenham um lucro de R\$ 1,00 por ação para sempre. Entretanto, o lucro da empresa A é conhecido com certeza, enquanto o lucro da empresa B é bastante variável. Um investidor racional tende a pagar mais pela ação da empresa A em virtude da ausência de risco. Se uma ação da empresa A a um preço superior ao da ação da empresa B, e ambas tiverem o mesmo LPA, é claro que o índice P/L da empresa A será mais elevado.

O segundo fator adicional está ligado à escolha de métodos contábeis pela empresa. Segundo as normas contábeis vigentes, as empresas têm um razoável espaço de manobra. Por exemplo, considere-se a contabilização de estoques, onde se pode adotar o método PEPS ou o método UEPS. Num ambiente inflacionário, o método PEPS (primeiro a entrar, primeiro a sair) subavalia o custo efetivo dos produtos estocados, e com isso inflaciona o lucro apurado. No método UEPS (último a entrar, primeiro a sair), o estoque é avaliado com base em custos mais recentes, o que quer dizer eu o lucro apurado, neste caso, é menor do que o seu nível correspondente no método PEPS. Assim, o método UEPS é mais conservador do que o PEPS.

A título de exemplo, considere-se o caso de duas empresas, C e D. A empresa C utiliza UEPS e declara lucro de R\$ 2,00 por ação. A empresa D adota as premissas contábeis menos conservadoras do método PEPS e apura um lucro de R\$ 3,00 por ação. O mercado sabe que as duas empresas são idênticas e avalia ambas a R\$ 18,00 por ação. Assim, o índice preço/lucro é 9 ($R\$ 18,00/R\$ 2,00$) para a empresa C e 6 ($R\$ 18,00/R\$ 3,00$) para a empresa D. Portanto, a empresa que adota os princípios mais conservadores apresenta o índice P/L mais alto.

Nesta discussão, argumentou-se que o índice P/L é função de três fatores diferentes. O índice de uma empresa tende a ser elevado se: (1) possui muitas

oportunidades de crescimento, (2) apresenta risco baixo e (3) o lucro é apurado de uma maneira conservadora.

Segundo Ross et al. (1995, p. 53), uma das maneiras de calcular o índice P/L é dividindo o preço corrente de mercado pelo lucro por ação do exercício mais recente.

3.1.1.2 DIVIDEND YELD (DIVIDENDOS/PREÇO DA AÇÃO) (cot fim) (%)

– indicador que expressa a relação entre os proventos pagos em dinheiro por uma empresa nos últimos doze meses e a cotação das ações desta empresa no mercado de ações. É calculado como a divisão entre o dividendo pago por ação nos últimos doze meses e a última cotação da ação. Empresas que possuem um dividend yield alto tendem a ser as escolhidas por investidores que preferem retorno garantido a ganhos de capital.

Segundo Halfeld (2001, p. 138), revela o percentual do preço da ação que voltou ao acionista sob a forma de dividendos, no último balanço.

Para escolher os papéis, os gestores avaliam o indicador Dividend Yield, que representa o valor do dividendo pago em relação ao preço do papel. Quanto maior, melhor. (Istoé dinheiro número 331, p. 39).

Segundo Ross et al. (1995, p. 54), a remuneração de uma ação com dividendos é calculada anualizando-se o último pagamento de dividendos de uma empresa e dividindo-se o resultado pelo preço corrente de mercado.

As taxas de remuneração com dividendos estão relacionadas às percepções do mercado quanto às perspectivas de crescimento das empresas no futuro. As empresas com perspectivas de crescimento rápido geralmente apresentam níveis de remuneração com dividendos mais reduzidos.

3.1.1.3 DIVIDENDO PAGO POR AÇÃO (\$) – mede quanto foi distribuído, em reais, na forma de proventos no período em questão (site infomoney).

3.1.1.4 PREÇO POR VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO (P/VPA) (X) – este indicador mede a relação entre a última cotação de fechamento de uma ação e o valor patrimonial por ação deste mesmo papel, usando informações do último balanço patrimonial divulgado pela empresa.

Segundo Halfeld (2001, p. 138), é a comparação entre o valor de mercado da empresa (preço) e o valor patrimonial da empresa (patrimônio líquido).

Segundo Ross (1995, p. 54), o índice preço-valor é calculado pelo quociente entre o preço de mercado da ação e o valor contábil do patrimônio líquido por ação.

Segundo Pova (2007, p. 297), alguns múltiplos ficaram famosos pela aparente simplicidade, sendo que a relação Preço/Valor Patrimonial pode ser incluída nesta lista. O múltiplo é interessante porque confronta no numerador uma variável altamente dependente de expectativas futuras (preço da ação) com um denominador formado pelo patrimônio líquido, que nada mais é do que o somatório de todos os recursos investidos pelos acionistas na empresa (incluindo dinheiro novo + lucros retidos).

3.1.2 INDICADORES FINANCEIROS (12m):

3.1.2.1 LUCRO POR AÇÃO (LPA) (\$) – é um indicador definido como a relação entre o lucro líquido da empresa em um determinado período e o seu número de ações. Deste modo, representa o montante em dinheiro gerado em lucro (ou prejuízo) em um período determinado de tempo para cada ação (ou lote de ações) emitida. (site infomoney).

3.1.2.2 VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO (VPA) (\$) – é calculado dividindo-se o patrimônio líquido pela quantidade total de ações (ou lote de ações) da empresa. Também é chamado de valor nominal da ação (site infomoney).

4 METODOLOGIA

Para o melhor entendimento do estudo, faz-se necessário destacar o método, a característica e a abordagem a ser adotada na pesquisa.

O método a ser utilizado será a pesquisa exploratória, pois, através do emprego do raciocínio lógico, a ser aplicado aos dados analisados, pode-se chegar a uma conclusão.

O estudo proposto terá como característica o procedimento sistemático, mediante a utilização de obras literárias e da imprensa em geral, o que caracteriza a técnica de pesquisa adotada, como bibliográfica, sendo a sua abordagem de natureza qualitativa, porque se reportará a conceitos de mercados e produtos financeiros, por exemplo. Em seu desenvolvimento buscará analisar os resultados obtidos com a utilização de indicadores da análise fundamentalista na rentabilidade dos investidores em ações. Para a realização do estudo serão escolhidas dez ações negociadas na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) que, apresentarem bons indicadores fundamentalistas relacionados aos lucros e dividendos em relação ao preço das ações. Com esta carteira de ações serão demonstradas as vantagens da utilização dos indicadores fundamentalistas na escolha de quais ações adquirir para a formação de uma carteira de ações.

INSTRUMENTOS DE COLETA DE DADOS:

A obtenção dos dados ocorrerá através de consultas e leitura de jornais, revistas, artigos científicos, dissertações, teses, bibliografia especializada e assuntos disponíveis em sites da internet.

ANÁLISE DE DADOS:

Para o atendimento dos objetivos propostos e obtenção de resposta à questão problema, o estudo utilizou-se de procedimentos qualitativos. As principais características da análise qualitativa são:

ANÁLISE QUALITATIVA:

A revisão da literatura que comporá a fundamentação teórica da pesquisa utilizar-se-á de múltiplas referências de autores e obras, tais como livros especializados

sobre gestão financeira e mercado financeiro, revistas, jornais, artigos, trabalhos científicos e material especializado divulgados através de páginas da internet.

Os dados obtidos a partir da revisão da literatura serão organizados em capítulos que, por suas vezes, constituirão categorias a propiciar melhor análise, fundamentação, compreensão e organização dos dados.

4.1 SELEÇÃO DAS AÇÕES

Segundo Elton et al. (2004, p.19), quase todo mundo possui uma carteira (um grupo de ativos). Essa carteira tende a conter ativos reais, como um automóvel, uma casa, ou uma geladeira, bem como ativos financeiros, tais como ações e títulos de renda fixa. A composição da carteira pode resultar de uma série de decisões aleatórias e independentes, ou pode ser o produto de planejamento deliberado.

Um investidor defronta-se com a necessidade de escolher entre numerosos ativos. Quando se consideram o número de ativos possíveis e as diversas proporções possíveis nas quais eles podem ser combinados, o processo de tomada de decisão pode parecer avassalador.

As ações escolhidas para a realização do estudo foram selecionadas por apresentarem bons indicadores fundamentalistas – múltiplos comparativos – principalmente relacionados sobre o retorno do capital investido sobre forma de ganhos de capital ou dividendos, ou seja, principalmente por apresentarem índice preço/lucro (P/LPA) e índice preço/valor patrimonial (P/VPA) baixo e dividend yield, dividendos pagos por ação e lucro por ação (LPA) alto (valores consultados no site da consultoria Economática em JUNHO/2007) em comparação com índices de empresas que atuam no mesmo setor da economia. Além disso, também foram levados em consideração o potencial de crescimento dos lucros, risco envolvido, tamanho da empresa, liquidez das

ações, entre outros fatores importantes. Em primeiro lugar as empresas foram separadas pelos setores nas quais atuam e após foi feita a escolha das que apresentaram os melhores indicadores para fazer parte da carteira. Foi formada uma carteira com 10 ações de variados setores da economia (**papel e celulose** - Aracruz, **financeiro** – Banco do Brasil, **energia e saneamento** - Copel, **consumo e varejo** – Souza Cruz, **industrial** – Eternit e Marcopolo, **siderúrgico** - Gerdau, **petróleo e gás** – Petrobras e Ipiranga, e **mineração** – Vale do Rio Doce). São elas com seus respectivos códigos de negociação e os indicadores selecionados listadas abaixo:

1. ARACRUZ PNB (PAPEL E CELULOSE)

ARCZ6

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	8.96	11.77	10.25	11.38
Preco / Valor Patrim (x)	2.66	2.81	2.19	2.43
Dividend Yld (cot fim) %	4.96	3.60	4.22	3.95
Dividendo Pgo p/ Ac \$	0.56576	0.47309	0.45085	0.46804
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	1.272	1.116	1.0425	
Valor Patrim p/ Acao \$	4.2796	4.6728	4.8729	

Fonte: Economática

Escolhida por ser uma das maiores empresas de papel e celulose do País – produto com alta demanda, por apresentar boa liquidez, índice P/L baixo, por apresentar boas perspectivas de crescimento nos lucros e por pagar bons dividendos.

2. BANCO DO BRASIL ON (FINANCEIRO)**BBAS3**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	8,02	8,74	10,93	13,70
Preco / Valor Patrim (x)	2,31	2,54	2,54	3,19
Dividend Yld (cot fim) %	3,46	7,53	6,47	4,39
Dividendo Pgo p/ Ac \$	0,63922	1,6064	1,4393	1,2235
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	2,3067	2,441	2,0331	
Valor Patrim p/ Acao \$	8,0102	8,3839	8,7395	

Fonte: Economática

Escolhido por ser o maior banco brasileiro, possuir um P/L baixo, por pagar bons dividendos, por pertencer a um setor que gera grandes lucros no Brasil e boas perspectivas de aumento nos lucros, boa liquidez.

3. COPEL PNB (ENERGIA E SANEAMENTO)**CPLE6**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	9,98	5,51	4,85	6,04
Preco / Valor Patrim (x)	1,05	1,07	0,99	1,23
Dividend Yld (cot fim) %	1,69	1,88	1,96	3,61
Dividendo Pgo p/ Ac \$	367,43/M	471,01/M	471,01/M	0,0010782
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	0,0021729	0,004541	0,0049514	
Valor Patrim p/ Acao \$	0,020675	0,0233	0,024334	

Fonte: Economática

Escolhido basicamente por apresentar um índice P/L baixo, por fornecer um produto com grande demanda, embora o risco seja grande devido aos altos investimentos necessários para atuar neste setor.

4. SOUZA CRUZ ON (CONSUMO E VAREJO)**CRUZ3**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	15,66	14,11	13,44	15,28
Preco / Valor Patrim (x)	5,66	6,92	6,53	7,43
Dividend Yld (cot fim) %	6,93	5,82	6,50	5,71
Dividendo Pgo p/ Ac \$	2,2881	2,2159	2,6965	2,6965
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	2,1084	2,696	3,0885	
Valor Patrim p/ Acao \$	5,8346	5,497	6,3558	

Fonte: Economática

Escolhido principalmente por pagar bons dividendos, por apresentar um índice P/L baixo, e lucros por ação crescentes, apresenta um risco elevado devido as campanhas contra o cigarro.

5. ETERNIT ON (INDUSTRIAL)**ETER3**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	11,56	12,20	14,24	21,08
Preco / Valor Patrim (x)	1,59	2,02	2,25	3,34
Dividend Yld (cot fim) %	8,10	5,10	7,95	5,01
Dividendo Pgo p/ Ac \$	0,40476	0,32857	0,57143	0,53333
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	0,43197	0,52816	0,50471	
Valor Patrim p/ Acao \$	3,1509	3,182	3,1894	

Fonte: Economática

Escolhida principalmente por pagar bons dividendos, por ser uma empresa do ramo de materiais de construção, área em expansão no Brasil, devido a aumento da facilidade no credito – aumento do prazo de financiamento imobiliário, por ser uma empresa de porte não muito grande, mas em grande expansão.

6. GERDAU MET PN (SIDERURGICO)**GOAU4**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	5,59	6,01	6,70	8,46
Preco / Valor Patrim (x)	1,73	1,70	1,76	2,22
Dividend Yld (cot fim) %	5,00	4,82	4,67	3,76
Dividendo Pgo p/ Ac \$	1,9667	2,12	2,26	2,30
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	7,0399	7,3123	7,224	
Valor Patrim p/ Acao \$	22,69	25,833	27,568	

Fonte: Económica

Escolhida por ser uma das principais empresas do setor no País e em grande expansão, apresenta um P/L baixo e um dividend Yld alto e lucro por ação alto e crescente. Produto de grande demanda no mercado.

7. PETROBRAS PN (PETRÓLEO E GÁS)**PETR4**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	7,46	8,35	8,66	8,90
Preco / Valor Patrim (x)	2,20	2,22	1,99	2,04
Dividend Yld (cot fim) %	2,32	4,20	4,50	3,82
Dividendo Pgo p/ Ac \$	1,00	2,0747	2,0747	1,8106
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	5,786	5,9081	5,3278	
Valor Patrim p/ Acao \$	19,65	22,232	23,193	

Fonte: Económica

Escolhida por ser a maior empresa do País, trabalhar com um produto de alta demanda mundial, pouco risco, grande perspectiva de aumento nos lucros, possui um P/L baixo e um bom lucro por ação.

8. MARCOPOLO PN (INDUSTRIAL)**POMO4**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	7,29	11,04	11,21	11,38
Preco / Valor Patrim (x)	1,36	2,49	2,50	2,54
Dividend Yld (cot fim) %	6,31	3,79	3,61	3,55
Dividendo Pgo p/ Ac \$	0,19	0,2254	0,2254	0,2254
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	0,41267	0,53893	0,55778	
Valor Patrim p/ Acao \$	2,2078	2,3904	2,5022	

Fonte: Económica

Escolhida por apresentar um P/L baixo, boa perspectiva de aumento nos lucros, produto de boa demanda, lucro por ação crescente, empresa em grande expansão, valor patrimonial crescente.

9. IPIRANGA PET PN (PETRÓLEO E GÁS)**PTIP4**

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preco / Lucro (x)	5,03	6,22	8,30	8,35
Preco / Valor Patrim (x)	1,20	1,29	1,62	1,63
Dividend Yld (cot fim) %	7,93	6,08	4,60	4,57
Dividendo Pgo p/ Ac \$	1,2887	1,1557	1,1557	1,1557
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	3,2322	3,0537	3,0305	
Valor Patrim p/ Acao \$	13,594	14,678	15,504	

Fonte: Económica

Escolhida por ter um P/L baixo, VPA crescente, pagar bons dividendos, trabalhar com produto de alta demanda, apresentar boas perspectivas de aumento nos lucros.

10. VALE RIO DOCE PNA (MINERAÇÃO) VALE5

Ind Mercado (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	2007.06.08
Preço / Lucro (x)	9,88	9,73	9,51	10,74
Preço / Valor Patrim (x)	3,58	3,34	3,52	3,97
Dividend Yld (cot fim) %	2,87	2,12	1,78	1,74
Dividendo Pgo p/ Ac \$	1,341	1,1467	1,1467	1,2648
Ind Financeiros (12m)	mar-06	dez/06	mar/07	
Lucro p/ Acao \$	4,7316	5,5587	6,7691	
Valor Patrim p/ Acao \$	13,049	16,182	18,29	

Fonte: Economática

Escolhida por ser a segunda maior empresa do Brasil, trabalhar com produtos de alta demanda mundial, e apresentar boas perspectivas de aumento nos lucros, baixo risco e grande liquidez. Possuir um P/L baixo e LPA e VPA crescente.

4.2 SELEÇÃO DOS INDICADORES

Para a realização desse trabalho foram selecionados os seguintes indicadores fundamentalistas por serem os mais utilizados por analistas que utilizam os múltiplos comparativos conforme consultado no site Infomoney :

INDICADORES DE MERCADO (12m)

- PREÇO/LUCRO (P/L) (X)
- DIVIDEND YELD (DIVIDENDOS/PREÇO DA AÇÃO) (COT FIM) (%)
- DIVIDENDO PGO POR AÇÃO (\$)
- PREÇO POR VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO (P/VPA) (X)

INDICADORES FINANCEIROS (12m)

- LUCRO POR AÇÃO (LPA) (\$)
- VALOR PATRIMONIAL POR AÇÃO (VPA) (\$)

4.3 PERÍODO ANALISADO

Para analisar os resultados da utilização dos indicadores foi selecionado o período de 02 de janeiro de 1998 até 31 de outubro de 2007 (nove anos e dez meses), utilizando como base para o estudo o histórico das cotações de fechamento das ações selecionadas obtido no site Infomoney com a utilização da ferramenta: Gráfico de desempenho relativo.

4.4 CAPITAL

Para testar os indicadores fundamentalistas foi utilizado um capital virtual de R\$ 2.707,00 (Dois mil setecentos e sete reais) que foi aplicado em dez empresas negociadas na BOVESPA, formando uma carteira com um lote de 100 ações para cada empresa.

4.5 CORRETAGEM E EMOLUMENTOS

Para calcular a corretagem das operações foi utilizada a tabela padrão da Companhia Brasileira de Liquidação e Custódia (CBLC), acrescidos 0.035% dos emolumentos da Bovespa. Emolumentos são o conjunto de despesas adicionais que a companhia de seguros cobra do segurado.

TABELA DE TAXA DE CORRETAGEM

Valor da Operação (R\$)	Taxa Corretagem
Até R\$ 135,07	2,70 (parte fixa)
Acima de R\$ 135,08 até R\$ 498,62	2%
Acima de R\$ 498,63 até R\$ 1.514,69	1,5% + R\$ 2,49
Acima de R\$ 1.514,70 até R\$ 3.029,38	1% + R\$ 10,06
Acima de R\$ 3.029,39	0,5% + R\$ 25,21

Fonte: Folhainvest

TABELAS

As tabelas abaixo foram elaboradas pelo autor com dados obtidos no site Infomoney – gráfico de desempenho relativo – e no site Debit.com.br.

Valorização acumulada anual de janeiro/98 até dezembro/2001

		%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE
	VALOR DA AÇÃO	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A
	EM 02.01.1998	31.12.1998	31.12.1999	31.12.2000	31.12.2001
ARCZ6	R\$ 1,10	-43,64%	176,36%	84,55%	167,27%
BBAS3	R\$ 1,48	0,00%	27,03%	-6,08%	70,95%
CPL6	R\$ 11,49	-40,91%	23,67%	16,45%	28,72%
CRUZ3	R\$ 2,19	-1,37%	96,80%	60,27%	267,58%
ETER3	R\$ 0,08	50,00%	237,50%	1150,00%	875,00%
GOAU4	R\$ 0,80	-36,25%	198,75%	142,50%	166,25%
PTIP4	R\$ 4,41	-51,93%	44,90%	23,58%	-0,91%
POMO4	R\$ 0,30	20,00%	136,67%	163,33%	273,33%
PETR4	R\$ 4,24	-47,88%	80,66%	83,02%	118,87%
VALE5	R\$ 0,98	-18,37%	186,73%	172,45%	259,18%
TOTAL	R\$ 27,07	-36,57%	61,32%	47,47%	82,90%
CDI ANO	1.585,62	28,45%	60,78%	88,64%	121,22%
DOLAR.COM	R\$ 1,12	8,04%	67,86%	74,11%	107,14%
IBOVESPA	10.479,00	-35,26%	63,10%	45,62%	29,57%

Valorização acumulada anual de janeiro/98 até outubro/2007

	%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE	%ACUM DE
	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A	02.01.98 A
	31.12.2002	31.12.2003	31.12.2004	31.12.2005	31.12.2006	31.10.2007
ARCZ6	378,18%	689,09%	706,36%	684,55%	1054,55%	1104,55%
BBAS3	62,16%	325,00%	528,38%	750,00%	1308,11%	2014,86%
CPLE6	-21,85%	6,35%	-7,83%	47,08%	108,70%	150,57%
CRUZ3	431,51%	929,68%	1218,72%	1048,40%	1505,48%	2137,90%
ETER3	1562,50%	1887,50%	3075,00%	3237,50%	7525,00%	10475,00%
GOAU4	440,00%	1310,00%	3040,00%	3616,25%	5225,00%	8647,50%
PTIP4	-38,55%	22,00%	160,32%	205,22%	330,84%	611,56%
POMO4	456,67%	580,00%	920,00%	830,00%	1883,33%	2866,67%
PETR4	111,32%	276,42%	407,55%	704,95%	1033,25%	1576,89%
VALE5	573,47%	1008,16%	1409,18%	1946,94%	2613,27%	5267,35%
TOTAL	99,00%	257,78%	402,96%	513,59%	790,17%	1247,51%
CDI ANO	162,11%	219,94%	271,67%	342,27%	408,49%	458,22%
DOLAR.COM	216,96%	158,93%	136,61%	107,14%	91,07%	55,36%
IBOVESPA	7,53%	112,20%	149,99%	219,27%	324,41%	523,32%

Valorização anual de janeiro/1998 até outubro/2007

	02/jan 1998 à	31/dez 1998 à	31/dez 1999 à	29/dez 2000 à	31/dez 2001 à	30/dez 2002 à	31/dez 2003	30/dez 2004 à	29/dez 2005 à	29/dez 2006 à
	31/dez	31/dez	29/dez	31/dez	30/dez	31/dez	30/dez	29/dez	29/dez	31/out
	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007
ARCZ6	- 43,64%	390,32%	-33,22%	44,83%	78,91%	65,02%	2,19%	-2,71%	47,16%	4,33%
BBAS3	0,00%	27,03%	-26,06%	82,01%	-5,14%	162,08%	47,85%	35,27%	65,66%	50,19%
CPLE6	- 40,91%	109,28%	-5,84%	10,54%	-39,28%	36,08%	-13,34%	59,58%	41,89%	20,06%
CRUZ3	-1,37%	99,54%	-18,56%	129,34%	44,60%	93,73%	28,07%	-12,92%	39,80%	39,39%
ETER3	50,00%	125,00%	270,37%	-22,00%	70,51%	19,55%	59,75%	5,12%	128,46%	38,69%
GOAU4	- 36,25%	368,63%	-18,83%	9,79%	102,82%	161,11%	122,70%	18,35%	43,29%	64,27%
PTIP4	- 51,93%	201,42%	-14,71%	-19,82%	-37,99%	98,52%	113,38%	17,25%	41,16%	65,16%
POMO4	20,00%	97,22%	11,27%	41,77%	49,11%	22,16%	50,00%	-8,82%	113,26%	49,58%
PETR4	- 47,88%	246,61%	1,31%	19,59%	-3,45%	78,13%	34,84%	58,60%	40,79%	47,97%
VALE5	- 18,37%	251,25%	-4,98%	31,84%	87,50%	64,55%	36,19%	35,63%	32,55%	97,82%
TOTAL	- 36,57%	61,32%	-8,59%	24,02%	8,81%	79,78%	40,58%	22,00%	45,08%	51,38%
CDI ANO	28,45%	25,17%	17,33%	17,27%	18,48%	22,07%	16,17%	19,00%	14,97%	9,78%
DOLAR. COM.	8,04%	55,37%	3,72%	18,97%	53,02%	-18,31%	-8,62%	-12,45%	-7,76%	-18,69%
IBOVESPA	- 35,26%	151,93%	-10,72%	-11,02%	-17,01%	97,33%	17,81%	27,71%	32,93%	46,87%

Valorização mensal de janeiro/2006 até junho/2006

	variação	variação	variação	variação	Variação	variação
CARTEIRA	dez/05	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06
AÇÕES	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06
ARCZ6	-7,53%	21,55%	10,00%	0,47%	2,61%	-1,27%
BBAS3	26,87%	6,64%	-0,94%	11,15%	-7,31%	-11,05%
CPLE6	12,60%	19,44%	-10,34%	7,75%	-17,03%	7,35%
CRUZ3	7,55%	15,60%	-5,28%	20,26%	-17,88%	-0,79%
ETER3	38,58%	-4,32%	24,86%	9,05%	-14,94%	4,88%
GOAU4	18,47%	12,38%	-7,53%	9,04%	-6,24%	0,75%
PTIP4	8,99%	8,66%	-4,39%	13,85%	-6,22%	7,01%
POMO4	1,43%	9,54%	-6,77%	1,38%	14,33%	-0,30%
PETR4	28,04%	-3,20%	-5,18%	8,63%	-4,82%	-1,86%
VALE5	16,80%	-9,09%	5,16%	0,18%	-4,77%	0,09%
TOTAL	16,54%	6,67%	-3,53%	9,47%	-8,36%	-0,05%
INDICADORES						
CDI ANO	1,43%	1,27%	1,23%	1,08%	1,28%	1,18%
DOLAR.COM	-4,74%	-4,52%	2,37%	-3,24%	11,00%	-6,90%
IBOVESPA	14,73%	2,23%	-3,28%	6,35%	-9,50%	0,28%
IGPM	0,92%	0,01%	-0,23%	-0,42%	0,38%	0,75%
TR	0,23%	0,07%	0,20%	0,08%	0,18%	0,19%
POUPANÇA	0,73%	0,57%	0,70%	0,58%	0,68%	0,69%
SELIC	1,43%	1,14%	1,42%	1,08%	1,28%	1,18%
TJLP	0,75%	0,75%	0,75%	0,67%	0,67%	0,67%

Valorização mensal de julho/2006 até dezembro/2006

	variação	variação	variação	variação	Variação	variação
CARTEIRA	jun/06	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06
AÇÕES	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06	dez./06
ARCZ6	-5,52%	2,83%	-1,99%	9,77%	8,02%	3,59%
BBAS3	-0,19%	0,00%	-1,04%	9,37%	17,80%	6,00%
CPLE6	7,62%	4,99%	6,33%	-0,43%	-4,70%	7,53%
CRUZ3	7,72%	2,98%	-4,13%	-2,66%	10,45%	5,97%
ETER3	0,00%	-2,33%	0,00%	0,71%	11,35%	29,51%
GOAU4	1,25%	-4,87%	-4,93%	7,10%	10,12%	4,64%
PTIP4	2,24%	-8,71%	2,40%	10,46%	-5,17%	9,01%
POMO4	17,96%	1,02%	1,01%	8,96%	16,21%	16,90%
PETR4	3,98%	-4,23%	-5,60%	5,93%	7,85%	9,93%
VALE5	-1,78%	-8,04%	1,24%	15,95%	7,85%	8,71%
TOTAL	2,90%	-2,28%	-1,84%	5,83%	7,12%	7,81%
INDICADORES						
CDI ANO	1,17%	1,25%	1,05%	1,09%	1,07%	0,93%
DOLAR COM	0,46%	-1,38%	1,40%	-1,38%	1,40%	-1,38%
IBOVESPA	0,18%	0,37%	0,29%	0,47%	0,75%	0,32%
IGPM	0,17%	0,24%	0,15%	0,18%	0,12%	0,15%
TR	0,67%	0,74%	0,65%	0,68%	0,62%	0,65%
POUPANÇA	1,17%	1,26%	1,06%	1,09%	1,02%	0,99%
SELIC	0,62%	0,62%	0,62%	0,57%	0,57%	0,57%
TJLP						

Varição mensal de janeiro/2007 até maio/2007

	variação	variação	variação	variação	Variação
CARTEIRA	dez/06	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07
AÇÕES	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07
ARCZ6	-9,61%	-5,92%	-3,61%	4,42%	4,60%
BBAS3	8,59%	-5,44%	2,38%	4,34%	14,22%
CPLE6	3,34%	-6,74%	-0,39%	12,90%	10,23%
CRUZ3	5,12%	-4,98%	14,01%	8,17%	6,03%
ETER3	10,00%	-5,37%	10,87%	18,47%	15,35%
GOAU4	0,38%	-0,12%	11,14%	13,02%	5,07%
PTIP4	9,21%	-0,48%	21,79%	3,38%	-8,08%
POMO4	5,04%	-4,00%	4,17%	1,44%	-0,63%
PETR4	-5,02%	-12,40%	12,38%	-1,29%	1,65%
VALE5	10,91%	-1,32%	8,80%	10,20%	4,44%
TOTAL	2,69%	-4,94%	9,63%	7,26%	4,76%
INDICADORES					
CDI ANO	1,08%	0,97%	0,95%	0,94%	1,02%
DOLAR.COM	-0,93%	0,47%	-3,29%	-0,97%	-5,88%
IBOVESPA	0,38%	-5,09%	8,11%	6,88%	6,77%
IGPM	0,50%	0,27%	0,34%	0,04%	0,04%
TR	0,22%	0,07%	0,18%	0,12%	0,16%
POUPANÇA	0,72%	0,57%	0,68%	0,62%	0,66%
SELIC	1,08%	0,87%	1,05%	0,94%	1,03%
TJLP	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%	0,54%

Varição mensal de junho/2007 até outubro/2007

	variação	variação	variação	variação	Varição
CARTEIRA	mai/07	jun/07	jul/07	ago/07	set/07
AÇÕES	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	out/07
ARCZ6	12,58%	-7,58%	4,23%	12,08%	-4,12%
BBAS3	6,17%	6,13%	-4,62%	11,94%	-0,35%
CPLE6	16,23%	-6,46%	2,73%	-8,22%	-1,97%
CRUZ3	-2,50%	-5,94%	-2,87%	19,80%	0,02%
ETER3	11,64%	-7,64%	-14,52%	-3,42%	3,30%
GOAU4	17,24%	-5,55%	-1,47%	3,07%	10,40%
PTIP4	7,95%	-3,14%	6,04%	15,77%	1,37%
POMO4	16,19%	14,07%	-3,95%	8,48%	1,15%
PETR4	12,40%	2,07%	-3,56%	20,01%	20,31%
VALE5	-1,26%	9,26%	0,10%	40,25%	-0,98%
TOTAL	8,78%	-1,26%	-1,35%	13,87%	5,08%
INDICADORES					
CDI ANO	0,90%	0,88%	0,99%	0,80%	0,84%
DOLAR.COM	0,52%	-2,59%	4,79%	-8,12%	-3,87%
IBOVESPA	4,06%	-0,39%	0,84%	14,10%	4,78%
IGPM	0,26%	0,28%	0,98%	1,29%	1,05%
TR	0,09%	0,14%	0,15%	0,03%	0,11%
POUPANÇA	0,59%	0,64%	0,65%	0,53%	0,61%
SELIC	0,91%	0,97%	0,99%	0,80%	0,93%
TJLP	0,54%	0,52%	0,52%	0,52%	0,52%

Varição mensal acumulada de janeiro/2006 até junho/2006

	Acumulado	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado
CARTEIRA	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05
AÇÕES	jan/06	fev/06	mar/06	abr/06	mai/06	jun/06
ARCZ6	-7,53%	12,40%	23,64%	24,22%	27,46%	25,84%
BBAS3	26,87%	35,29%	34,02%	48,97%	38,08%	22,81%
CPLE6	12,60%	34,50%	20,59%	29,94%	7,81%	15,74%
CRUZ3	7,55%	24,33%	17,77%	41,63%	16,30%	15,39%
ETER3	38,58%	32,58%	65,54%	80,52%	53,56%	61,05%
GOAU4	18,47%	33,13%	23,11%	34,24%	25,87%	26,81%
PTIP4	8,99%	18,42%	13,22%	28,90%	20,88%	29,35%
POMO4	1,43%	11,11%	3,58%	5,02%	20,07%	19,71%
PETR4	28,04%	23,94%	17,52%	27,66%	21,51%	19,25%
VALE5	16,80%	6,18%	11,67%	11,86%	6,53%	6,63%
TOTAL	16,54%	24,31%	19,92%	31,28%	20,30%	20,25%
INDICADORES						
CDI ANO	1,43%	2,71%	3,98%	5,10%	6,44%	7,70%
DOLAR.COM	-4,74%	-9,05%	-6,90%	-9,91%	0,00%	-6,90%
IBOVESPA	14,73%	17,29%	13,44%	20,65%	9,19%	9,49%
IGPM	0,92%	0,93%	0,69%	0,27%	0,65%	1,41%
TR	0,23%	0,30%	0,51%	0,59%	0,78%	0,98%
POUPANÇA	0,73%	1,31%	2,02%	2,62%	3,33%	4,05%
SELIC	1,43%	2,58%	4,04%	5,16%	6,51%	7,76%
TJLP	0,75%	1,50%	2,26%	2,96%	3,66%	4,36%

Varição mensal acumulada de junho/2006 até dezembro/2006

	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado	Acumulado	acumulado
CARTEIRA	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05
AÇÕES	jul/06	ago/06	set/06	out/06	nov/06	dez./06
ARCZ6	18,89%	22,25%	19,81%	31,52%	42,06%	47,16%
BBAS3	22,58%	22,58%	21,30%	32,67%	56,28%	65,66%
CPLE6	24,56%	30,77%	39,05%	38,46%	31,95%	41,89%
CRUZ3	24,29%	27,99%	22,70%	19,44%	31,93%	39,80%
ETER3	61,05%	57,30%	57,30%	58,43%	76,40%	128,46%
GOAU4	28,39%	22,13%	16,11%	24,35%	36,93%	43,29%
PTIP4	32,24%	20,73%	23,63%	36,55%	29,49%	41,16%
POMO4	41,22%	42,65%	44,09%	56,99%	82,44%	113,26%
PETR4	24,00%	18,75%	12,10%	18,75%	28,07%	40,79%
VALE5	4,74%	-3,69%	-2,49%	13,06%	21,93%	32,55%
TOTAL	23,74%	20,92%	18,70%	25,62%	34,56%	45,08%
INDICADORES						
CDI ANO	8,96%	10,32%	11,49%	12,70%	13,91%	14,97%
DOLAR.COM	-6,47%	-7,76%	-6,47%	-7,76%	-6,47%	-7,76%
IBOVESPA	10,82%	8,30%	8,95%	17,36%	23,53%	32,93%
IGPM	1,59%	1,96%	2,26%	2,74%	3,51%	3,16%
TR	1,16%	1,40%	1,56%	1,75%	1,88%	2,03%
POUPANÇA	4,75%	5,53%	6,22%	6,95%	7,62%	8,33%
SELIC	9,03%	10,04%	11,57%	12,79%	13,94%	15,06%
TJLP	5,01%	5,67%	6,33%	6,94%	7,55%	8,16%

Varição mensal acumulada de janeiro/2007 até maio/2007

	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado
CARTEIRA	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05
AÇÕES	jan/07	fev/07	mar/07	abr/07	mai/07
ARCZ6	33,02%	25,14%	20,63%	25,96%	31,75%
BBAS3	79,89%	70,11%	74,17%	81,72%	107,55%
CPLE6	46,63%	36,75%	36,21%	53,79%	69,53%
CRUZ3	46,96%	39,64%	59,20%	72,21%	82,58%
ETER3	151,31%	137,83%	163,67%	212,36%	260,30%
GOAU4	43,83%	43,66%	59,67%	80,46%	89,61%
PTIP4	54,16%	53,42%	86,85%	93,16%	77,56%
POMO4	124,01%	115,05%	124,01%	127,24%	125,81%
PETR4	33,72%	17,14%	31,64%	29,94%	32,08%
VALE5	47,01%	45,06%	57,83%	73,93%	81,66%
TOTAL	48,98%	41,61%	55,26%	66,53%	74,45%
INDICADORES					
CDI ANO	16,21%	17,34%	18,45%	19,57%	20,79%
DOLAR.COM	-8,62%	-8,19%	-11,21%	-12,07%	-17,24%
IBOVESPA	33,43%	26,64%	36,91%	46,33%	56,23%
IGPM	4,36%	4,64%	5,00%	5,04%	5,08%
TR	2,26%	2,33%	2,52%	2,65%	2,83%
POUPANÇA	9,11%	9,73%	10,49%	11,18%	11,92%
SELIC	16,31%	17,32%	18,55%	19,67%	20,90%
TJLP	8,75%	9,34%	9,93%	10,52%	11,12%

Varição mensal acumulada de junho/2007 até outubro/2007

	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado	acumulado
CARTEIRA	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05	dez/05
AÇÕES	jun/07	jul/07	ago/07	set/07	out/07
ARCZ6	48,32%	37,08%	42,87%	60,14%	53,53%
BBAS3	120,35%	133,86%	123,05%	149,68%	148,81%
CPLE6	97,04%	84,32%	89,35%	73,79%	70,36%
CRUZ3	78,01%	67,44%	62,62%	94,83%	94,87%
ETER3	302,25%	271,54%	217,60%	206,74%	216,85%
GOAU4	122,30%	109,96%	106,86%	113,22%	135,39%
PTIP4	91,68%	85,66%	96,88%	127,93%	131,05%
POMO4	162,37%	199,28%	187,46%	211,83%	215,41%
PETR4	48,46%	51,54%	46,15%	75,39%	111,02%
VALE5	79,36%	95,96%	96,16%	175,12%	172,43%
TOTAL	89,76%	87,37%	84,84%	110,48%	121,17%
INDICADORES					
CDI ANO	21,88%	22,96%	24,17%	25,17%	26,22%
DOLAR.COM	-16,81%	-18,97%	-15,09%	-21,98%	-25,00%
IBOVESPA	62,58%	61,95%	63,31%	86,34%	95,23%
IGPM	5,36%	5,65%	6,69%	8,06%	9,20%
TR	2,92%	3,07%	3,23%	3,26%	3,38%
POUPANÇA	12,59%	13,32%	14,05%	14,67%	15,37%
SELIC	22,00%	23,18%	24,40%	25,40%	26,56%
TJLP	11,72%	12,31%	12,89%	13,48%	14,07%

RESULTADOS

A carteira escolhida para o estudo apresentou do dia 02/01/1998 ao dia 31/10/2007 as seguintes rentabilidades:

	02/01/1998 à 31/10/2007
ARCZ6	1.104,55%
BBAS3	2.014,86%
CPLE6	150,57%
CRUZ3	2.137,90%
ETER3	10.475,00%
GOAU4	8.647,50%
PTIP4	611,56%
POMO4	2.866,67%
PETR4	1.576,89%
VALE5	5.267,35%
TOTAL	1.247,51%
CDI ANO	458,22%
DOLAR.COM	55,36%
IBOVESPA	523,32%

RENTABILIDADE TOTAL DA CARTEIRA NO PERÍODO: 1.247,51%

RENTABILIDADE DO ÍNDICE IBOVESPA NO PERÍODO:	523,32%
RENTABILIDADE DO CDI ANO:	458,22%
RENTABILIDADE DO DOLAR COMERCIAL:	55,36%

Podemos perceber que apenas a ação da empresa Copel (CPLE6) não conseguiu superar o índice Ibovespa. A carteira superou o índice Ibovespa que ficou em 523,32%, bastante próximo ao CDI ANO de 458,22% considerando-se o período longo (quase 10 anos), no período analisado e a carteira ficou em 1.247,51 %, enquanto o DOLAR COMERCIAL atingiu apenas 55,36%. Das dez ações que formam a carteira, nove obtiveram um retorno superior ao Ibovespa e apenas uma não conseguiu superar o Ibovespa, um resultado muito bom, considerando-se as premissas analisadas para a escolha das ações, que foram apenas algumas, de muitas disponíveis na Análise Fundamentalista. Não podemos deixar de lembrar que devemos sempre analisar a empresa com o maior número de indicadores possíveis e sempre levar em conta o risco e o potencial de crescimento dos lucros em qualquer análise feita. A carteira superou o índice Ibovespa em 724,19% no período analisado, sendo que no cálculo capitalizado foi superior em 161%. O Ibovespa é o índice da Bolsa de Valores de São Paulo. Representa o valor de um conjunto de ações, constituído pelos papéis mais negociados na Bolsa. No início de 2001, o Ibovespa contava com 57 ações que são selecionadas a cada quatro meses. As participações de cada papel no índice são determinadas de acordo com o volume de negociação dessas ações. O Ibovespa serve como referência para o mercado (Halfeld, 2001, p.35).

CONCLUSÕES

Apesar da carteira analisada neste trabalho ter conseguido superar em rentabilidade o índice Ibovespa no período analisado e, os múltiplos comparativos serem bastante utilizados por analistas nos mercados financeiros, principalmente o índice preço/lucro, é importante ressaltar que os índices não devem ser utilizados isoladamente, pois podem fornecer informações equivocadas a respeito da empresa analisada.

Salientamos, no entanto, que o mercado acionário é extremamente complexo, sofrendo interferência de inúmeros fatores de ordem conjuntural, psicológica, monetária, etc.

Portanto, a análise de ações através dos indicadores da análise fundamentalista é apenas um dos múltiplos aspectos a serem levados em consideração na avaliação de ações.

Os indicadores devem sempre ser analisados e interpretados em conjunto com outros indicadores e aspectos relativos à empresa.

A conceituação isolada de índices é uma atitude desaconselhável, por ser arriscada em demasia.

Deve-se sempre levar em conta, quando da análise dos indicadores, a atividade à qual a empresa dedica-se, bem como suas particularidades.

Quando se verifica a evolução de determinados valores ou índices, deve-se tomar sempre um ponto de referência, a partir do qual calculam-se as variações.

A análise dos indicadores deve ser feita em uma série de períodos, pelo menos três.

Os índices encontrados devem ser sempre comparados com índices-padrão de empresas de mesmo ramo de atividade.

É necessário nunca perder de vista que, em qualquer análise que esteja sendo realizada, existem duas dimensões que jamais podem ser ignoradas: o potencial de retorno, seja de lucros ou seja de fluxo de caixa, e o risco embutido nessa projeção.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANHAIA, Artur Vitoriano Gaieski. **Os riscos sobre investimentos do mercado financeiro brasileiro**. Dissertação de mestrado. Porto Alegre, 2006.

ASSAF NETO, A. **MERCADO FINANCEIRO**. São Paulo: Atlas, 2000.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. [Site]. Disponível em < <http://www.bcb.gov.br/>> acesso em novembro/2007.

BORGES, Ricardo. **Curso de introdução ao mercado financeiro e de capitais**. Disponível em:<<http://www.ricardoborges.com>> acesso em 10 jun. 2007.

COPELAND, Tom. **Avaliação de empresas valuation**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath, BERNSTEIN, Peter L., **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

DAMODARAN, Aswath, **Avaliação de Empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath, **Finanças Corporativas Aplicadas**.

DESCHATRE, Gil Ari. **Ganhe nas bolsas com o seu micro**. Rio de Janeiro: Editora Ciência Moderna Ltda, 1997.

ELTON, Edwin J., GRUBER, Martin J., BROWN, Stephen J., GOETZMANN, William N. **Moderna teoria de carteiras e análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2004.

ESTADAO INVESTIMENTOS. ano 4 – número 10 – setembro 2006.

EXAME. edição 836, 2005.

FOLHAINVEST EM AÇÃO. [Site]. Disponível em: <<http://emacao.folha.uol.com.br/>>. Acesso em junho 2007.

G1 Economia e Negócios. [Site]. Disponível em:<<http://g1.globo.com/Noticias/EconomiaNegocios/>>. Acesso em julho/2007.

HALFELD, Mauro. **Investimentos: Como administrar melhor seu dinheiro**. São Paulo: Editora Fundamento Educacional, 2001.

INFOMONEY. [Site]. Disponível em: <www.infomoney.com.br>. Acesso em junho 2007.

ISTOÉ DINHEIRO. Edição 331.

LEMGRUBER, E. F. et al. **Gestão de riscos e derivativos**. São Paulo: Atlas, 2001.

MEDEIROS, Luiz Edgar. **Análise de Balanços: uma abordagem prática**. Porto Alegre: Editora Ortiz, 1990.

OLIVEIRA, G.; PACHECO, M. **Mercado Financeiro**. São Paulo: Fundamento, 2005.

PINHEIRO, J. L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 2001.

POVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2ª edição. São Paulo: Globo, 2007.

ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, Stephen A, WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2000.

SANTOS, Antônio Raimundo dos. **Metodologia científica**. Rio de Janeiro: DP&A Editora, 2000.

VOCES/A. edição 101 – novembro 2006.

YAHOO FINANÇAS. [Site]. Disponível em <<http://br.finance.yahoo.com/>>. Acesso em agosto/2007.