

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS
Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais
Curso de Ciências Econômicas

Leonardo Franqueira de Melo

**ANÁLISE DE EFICÁCIA DO MÉTODO DE INVESTIMENTO COM BASE
NO VALOR INTRÍNSECO PARA SELEÇÃO DE AÇÕES LISTADAS NA
BOVESPA**

Belo Horizonte
2016

Leonardo Franqueira de Melo

**ANÁLISE DE EFICÁCIA DO MÉTODO DE INVESTIMENTO COM BASE
NO VALOR INTRÍNSECO PARA SELEÇÃO DE AÇÕES LISTADAS NA
BOVESPA**

Monografia apresentada ao Curso de Ciências Econômicas do Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais da Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Ciências Econômicas.

Orientador: Prof. Ario Maro

**Belo Horizonte
2016**

RESUMO

Diante da grande demanda da população por conhecimento para balizar seus investimentos financeiros contrapondo com a grande oferta de informações sobre o assunto, o investidor em geral fica sem saber qual o melhor método a ser utilizado e, em especial, que garanta o melhor resultado. Diante destes questionamentos o presente trabalho busca levantar as duas correntes de análises predominantes no mercado financeiro, a análise técnica e a análise fundamentalista, apontando as principais características de cada uma, bem como apresentando um método de montagem de carteira de investimentos com base no valor intrínseco, cujo embasamento teórico está ancorado na obra “O Investidor Inteligente” de autoria de Benjamin Graham. Desta forma, portanto, com o presente trabalho será possível visualizar se tal método apresentado por Graham (2007) é eficaz quando aplicado aos investimentos feito na BmF&Bovespa, ou seja, o método está apto a oferecer ao investidor resultados positivos no longo prazo.

Palavras-chave: Análise fundamentalista. Benjamim Graham. Valor Intrínseco. Análise técnica.

ABSTRACT

Given the great demand for knowledge of the population to mark their investments contrasting with the widespread availability of information on the subject, the investor usually does not know what the best method to be used and, in particular, to ensure the best result. Faced with these questions this paper seeks to raise the two currents prevailing analysis in the financial, technical analysis and fundamental analysis, pointing out the main features of each, as well as having an investment portfolio of mounting method based on the intrinsic value whose theoretical foundation is anchored in the book "The intelligent Investor" by Benjamin Graham authorship. In this way, therefore, the present work will be possible to see if this method presented by Graham (2007) is effective when applied to investments made in the BMF & Bovespa, ie, the method is able to offer the investor positive results in the long run.

Keywords: Fundamental analysis. Benjamin Graham. Intrinsic value. Technical analysis.

LISTA DE FIGURAS

FIGURA 1 - Volume em tendência de alta	18
FIGURA 2 - Volume em tendência de baixa	19
FIGURA 3 - Pivô de baixa	20
FIGURA 4 - Pivô de alta	21
FIGURA 5 - Barra	22
FIGURA 6 - Gráfico de barras	22
FIGURA 7 - Gráfico de linha	23
FIGURA 8 - Candle	25
FIGURA 9 - Gráfico de <i>CandleStick</i>	26
FIGURA 10 - Martelo	27
FIGURA 11 - Enforcado	27
FIGURA 12 - Engolfo de alta	28
FIGURA 13 - Engolfo de baixa	28
FIGURA 14 - Harami de alta	29
FIGURA 15 - Harami de baixa	29
FIGURA 16 - Estrela cadente	30
FIGURA 17 - Martelo invertido	31
FIGURA 18 - Doji	31
FIGURA 19 - Tendências	32
FIGURA 20 - Tendência de Alta	33
FIGURA 21 - Lateralização	33
FIGURA 22 - Suporte e resistência	34
FIGURA 23 - Média móvel e bandas de <i>bollinger</i>	37
FIGURA 24 - Historico de cotação Souza de Jan 2014 a Dez 2015	54

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 - Dados contábeis Souza Cruz 2004-2013	50
TABELA 2 - Crescimento do EPS no período de 2004-2013	51
TABELA 3 - Consolidação dos resultados	51
TABELA 4 - Projeção do EPS para os Próximos 5anos.....	51
TABELA 5 - Receita de dividendos durante os próximos 5 anos	53
TABELA 6 - Preço da ação no final do 5ºano.....	53
TABELA 7 - Projeção do preço da ação no final do 5ºano	53
TABELA 8 - Preço máximo a se pagar pelo ativo	53

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	7
2 MERCADO DE CAPITAIS, FINANCIAMENTO DA ECONOMIA E RISCO	13
2.1 O mercado de ações como instrumento de financiamento da economia	13
2.2 Riscos de se investir no mercado de ações	14
2.2.1 <i>Risco de mercado</i>	14
2.2.2 <i>Risco de liquidez</i>	15
2.2.3 <i>Risco da empresa</i>	15
3 MECANISMOS DE AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DAS AÇÕES NA BOLSA DE VALORES	17
3.1 <i>Análise técnica</i>	17
3.1.1 <i>Instrumental para estudo da análise técnica</i>	21
3.1.1.1 <i>Gráficos</i>	21
3.1.1.1.1 Gráfico de barras.....	22
3.1.1.1.2 Gráfico de linhas.....	23
3.1.1.1.3 Gráfico <i>Candlestick</i>	24
3.1.1.1.4 Padrões de Candles	26
3.1.1.2 <i>Operar através das Tendências</i>	31
3.1.1.3 <i>Suporte e resistência</i>	34
3.1.1.4 <i>Indicadores</i>	35
4 MECANISMOS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DAS AÇÕES NEGOCIADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO	38
4.1 <i>Análises fundamentalistas</i>	38
4.1.1 <i>Fluxo de lucros futuros</i>	39
4.1.2 <i>Lucro por ação</i>	40
4.1.3 <i>Índice Preço/Lucro (P/L)</i>	40
4.1.4 <i>Dividendos</i>	41
4.2 <i>As contribuições de Benjamin Graham</i>	42
4.2.1 <i>Margem de segurança</i>	42
4.2.2 <i>Princípios gerais</i>	43
4.2.3 <i>Projeção do EPS (lucro por ação)</i>	45
4.2.4 <i>Projeção do P/L</i>	46
4.2.5 <i>Cálculo da projeção do preço do ativo</i>	47
4.2.6 <i>Cálculo dos lucros pagos em forma de dividendos</i>	47
4.2.7 <i>Preço total da ação</i>	48
4.2.8 <i>Preço máximo a pagar para obter o retorno desejável</i>	48
4.2.9 <i>Análise empírica do método de Graham (2007) para o mercado de ações brasileiro</i>	49
5 CONCLUSÕES	55
REFERÊNCIAS.....	58

1 INTRODUÇÃO

No mercado globalizado e competitivo atual o principal objetivo dos gestores de empresas é a busca pelo aumento do lucro e a maximização de valor para o acionista. Entretanto, atualmente o ambiente econômico mundial é marcado por fortes incertezas, o que provoca nos investidores um comportamento bastante defensivo com relação ao nível de volatilidade das diversas Bolsas de Valores pelo mundo. Esse comportamento, por vez, acaba por levar esses agentes econômicos a tomarem decisões de investimentos que se tornam revelam equivocadas.

Basicamente, as pessoas recorrem aos investimentos em bolsas de valores, visando obter retornos superiores aos investimentos mais conservadores (renda fixa), com riscos menores, como poupança, Certificados de Depósito Bancário - CDBs, títulos do governo, entre outros. Entretanto, dado o quadro de instabilidade global, os riscos de perda nos mercados de renda variável passam a ser enormes.

Neste contexto, descrito acima, existem dois instrumentos básicos que ancoram os investimentos em bolsas de valores (renda variável), a saber: a análise técnica e a análise fundamentalista. A utilização desses dois instrumentos ajuda a melhorar a escolha dos melhores investimentos, bem como os níveis de riscos mais adequados a esses investimentos.

A análise técnica ou como também é conhecida análise gráfica, de uma maneira sucinta, é uma forma de abordagem que utiliza como ferramenta principal os gráficos das cotações das ações. Nesses gráficos se analisa, principalmente, o preço passado das ações a fim de prever qual será o preço futuro dela, determinando, assim, o melhor momento de comprar ou vender o ativo. Em resumo, como destaca Vidotto, Migliato e Zambon (2009) a “teoria” de Charles Dow busca compreender os dados passados, traçar padrões de comportamento e projetar comportamentos futuros dos preços das ações.

Charles Dow – que foi um dos expoentes na utilização da análise técnica – afirma que eventos passados podem determinar eventos futuros; a configuração gráfica dos preços tende a se relacionar com a direção que eles tomarão no futuro, ou seja, antes de um movimento significativo de alta ou baixa nas cotações de determinada ação, ocorrem formações que sinalizam previamente a movimentação que deverá ocorrer em relação a determinada ação. (VIDOTTO; MIGLIATO; ZAMBON, 2009. p.294).

Já a corrente fundamentalista estuda os fatores que interferem no equilíbrio entre compradores e vendedores do mercado. Estes analistas utilizam em suas análises variáveis internas e externas à empresa que influenciam a formação do preço da mesma, tanto no valor presente como em seu valor futuro. Este instrumento incorpora três linhas de atuação principais: análise da empresa; do mercado onde ela está inserida e dos indicadores econômicos e contábeis.

Acertar projeções de preços para ações é algo extremamente complicado, tendo em vista que as expectativas futuras para tais preços podem ser afetadas por diferentes fatores. Dentre esses fatores se destacam: os fluxos de caixa esperados e o tempo ideal, que são distintos para cada agente; e a taxa de desconto que pode às vezes não ser a mais apropriada. Por outro lado, sabendo-se que os investidores podem não ter a mesma percepção de risco, pode-se fazer projeções mais estruturadas e confiáveis através do uso de algum modelo de avaliação de ativo ou negócio.

Para Damodaran (1997) muitos investidores seguem a teoria de investimento denominada de “comprador maior”. Esta diz que o valor de um ativo é irrelevante desde que exista um “comprador maior” que esteja disposto a comprar aquele ativo. Embora isso possibilite realizar algum lucro, não há garantias de que haverá um investidor disposto a comprar o ativo quando chegar o momento certo de vender. O que o investidor inteligente deve fazer é nunca pagar por um ativo mais do que ele vale. Embora seja óbvia essa afirmação não é aplicada pela maioria dos investidores. “Não vi nenhuma tendência em direção ao investimento em valor em meus 35 anos de prática. Parece que existe uma característica humana irracional que gosta de tornar difíceis as coisas fáceis”. (BUFFETT apud MIZRAHI, 2009. p. 1).

A avaliação de um ativo incorpora muitos elementos subjetivos de analistas de mercado, pois se parte de estimativas futuras que são criadas. Porém, tais estimativas devem ser baseados em fatos concretos e comprovados, o que impõe a existência de sólida base de informações da conjuntura econômica e das técnicas de análise em finanças. Em síntese, para determinação do valor de mercado de uma empresa existem componentes fundamentais como o fluxo de caixa, a taxa mínima de atratividade, o horizonte de tempo das projeções e o risco do negócio. Portanto, o processo de avaliação de uma empresa é muito importante como ferramenta de gestão, como também para a tomada de decisão.

Neste contexto acima descrito Buffett citado por Mizrahi (2009) afirma que “a inteligência não é garantia de sucesso quando se trata de investimentos. Você não precisa ser o melhor aluno e mais inteligente, para que a abordagem em valor seja aplicada para os investimentos”. (BUFFETT apud MIZRAHI, 2009, p.57).

Ao analisar uma base histórica de retornos ao investir em renda fixa e em renda variável, pode-se observar que o retorno sobre investimentos em ações são superiores aos de renda fixa no longo prazo. Porém, mais importante do que comprar uma ação de uma excelente empresa é saber qual o valor máximo que você deverá pagar por ela, para que no tempo pré-determinado desse investimento, ela renda o equivalente a um investimento em renda fixa, acrescido de uma taxa extra por arriscar o capital, chamado de prêmio de risco.

Como pode ser observado no curso da história, com o passar do tempo, apesar de os preços das ações variarem muito no curto prazo, ou seja, serem muito voláteis, no longo prazo esses preços das ações converge em direção ao valor intrínseco do negócio.

O valor intrínseco de um negócio nada mais é do que o valor contábil calculado de uma empresa, ou seja, o que a empresa realmente vale contabilmente. No cotidiano os investidores poderão se deparar com empresas com seu valor intrínseco menor do que a cotação dela na bolsa, e outras empresas com valor intrínseco maior que a sua cotação na bolsa. O que se busca quando é utilizada a estratégia do investimento a partir do valor intrínseco é comprar ações de empresas que tenham um valor intrínseco muito superior ao valor da cotação na bolsa.

Buffett coloca de forma bem simples essa situação, exemplificar a partir da

[...] alegoria do Sr Mercado de Bem que pode parecer ultrapassada no mundo moderno do investimento, em que a maioria dos profissionais e acadêmicos fala sobre mercado eficiente, proteção dinâmica e betas. O interesse deles por esses assuntos é compreensível, já que as técnicas envoltas em mistérios obviamente tem valor para os provedores de conselhos de investimento; afinal de contas, existe algum médico que tenha ficado rico e famoso apenas por aconselhar a tomar aspirinas? (BUFFETT apud MIZRAHI, 2009, p.31).

Desta forma, o investidor embasado no referencial teórico de Graham (2007) pode realizar seus investimentos objetivando o longo prazo, comprando ações de empresas com excelentes indicadores financeiros e a um preço que garanta um retorno mínimo durante o período da aplicação.

A importância da teoria de Graham (2007) é tamanha, que ele é conhecido como sendo o “pai” da análise fundamentalista. Sua teoria revolucionou o modo como os investidores enxergavam o mercado de ações, pois ao invés de analisar a ação de uma companhia observando o comportamento passado de sua cotação, para projetar um preço futuro, como é precificada pelos investidores que optam pela análise técnica, a teoria de Graham (2007) busca prever os fluxos de caixa futuro das empresas, para assim identificar qual delas se sobressairão no futuro, para poder adquiri-las no presente.

A Bolsa de Valores de São Paulo, BOVESPA, maior e mais importante centro financeiro do Brasil, registrou no ano de 2013 uma média de movimentações diárias de aproximadamente 6,27 bilhões de reais e uma movimentação anual de aproximadamente 1,83 trilhões de reais, segundo. (BOVESPA 2015b).

O mercado acionário é extremamente complexo e volátil, sendo classificado pela BM&FBOVESPA (2015b) como investimento de alto risco. Isto significa que sendo um mercado de renda variável, a probabilidade de retornos mais elevados que a renda fixa são maiores. Porém, o risco embutido neste tipo de investimento é mais alto, ou seja, tem-se uma propensão maior a perder o dinheiro investido.

Portanto, segundo BM&FBOVESPA (2015b), para que o mercado de ações se torne menos arriscado, é importante que o investidor saiba que ele deve estar disposto a aplicar seu capital no médio e longo prazo e, em especial, que tenha uma grande tolerância a variações no valor da aplicação no curto-prazo. Além desse comportamento, deve o investidor também munir de informações sobre a empresa que ele irá aplicar seus recursos, analisando todos os dados disponíveis, pois deve o investidor ter ciência de que ao comprar uma ação da empresa, ele automaticamente torna-se um sócio dela, ou seja, ele passa a ser um dos donos da empresa.

Porém, faz-se necessário incorporar algum método investimento no mercado de ações, ou seja, para que se busque maximizar os investimentos, o investidor deve introduzir nas suas decisões uma ferramenta que possibilite a ele ter grandes resultados, minimizando ao máximo o seu risco e maximizando os seus retornos.

Usualmente é dito na mídia que para não errar nos investimentos deve-se buscar sempre comprar ações de grandes empresas, pois no longo prazo o seu preço irá se elevar continuamente. Outros tantos trabalhos sobre investimento em valor preocupam-se apenas em apontar se a empresa na qual se está investindo é

financeiramente sólida e próspera no mercado onde atua. O grande problema é que este tipo de análise não fornece o valor intrínseco da ação. Apenas fornece dados para saber se a empresa é realmente superior às demais no mercado, mas não informa qual o real valor do ativo ou quanto realmente vale a empresa. Portanto, o preço “que você paga é importante. Como mencionei anteriormente, grandes empresas compradas a preços muito altos podem produzir resultados terríveis”. (MIZRAHI, 2009, p.146) Assim sendo, para que o investimento tenha a possibilidade de produzir bons resultados os investidores devem buscar, além de investir em grandes empresas, aquelas que estejam sendo negociadas a preços atraentes.

Fundamentalmente, então, tem-se que o problema desse trabalho monográfico reside que ao investir em renda variável não é possível determinar qual será o retorno da aplicação, pois não é possível saber qual será o preço futuro de um ativo ou ação. Deste modo é necessário introduzir um modelo ou técnica de investimento, que norteie o investidor em sua tomada de decisão. Qual a melhor técnica para se montar uma carteira de ações? A resposta a essa pergunta nos remete ao objetivo geral desse trabalho.

Portanto, na direção levantada no parágrafo anterior, deve-se destacar que o objetivo geral desse trabalho é verificar a eficiência do modelo de investimento em valor proposto por Graham (2007) para o mercado brasileiro, ou seja, buscar evidenciar se o modelo é adequado para determinar o valor intrínseco das empresas, bem como o valor máximo de aquisição para a obtenção de um retorno pré-estabelecido.

Para alcançar esse objetivo o presente trabalho se estrutura da seguinte forma: uma introdução onde se contextualiza o tema e estabelece o objetivo geral do trabalho; um 2º tópico – “Mercado de capitais como instrumento de financiamento da economia” - que busca evidenciar as funções do mercado financeiro e de ações, bem como o propósito para qual foi estruturado de servir como um instrumento de financiamento para as empresas, trazendo a luz os riscos inerentes a este tipo de investimento pela visão do investidor; no 3º tópico- “Mecanismos de avaliação de comportamento das ações na bolsa de valores” – busca-se apresentar o método de investimento chamado análise técnica; nesse tópico introduz a técnica que fundamenta esta análise desenvolvida por Daw, evidenciando as principais ferramentas operacionais, suas funcionalidades e praticidades; no 4º tópico – “Mecanismos de avaliação de dados fundamentalistas das empresas com ações

negociadas na Bolsa de Valores” – nesse tópico será discutida a teoria que sustenta o presente trabalho, bem como os mecanismos e indicadores que norteiam e fundamentam essa teoria, buscando apresentar as principais funcionalidades e praticidades deste método de avaliação, discorrendo também sobre as contribuições de Benjamin Graham ao tema; por último, uma Conclusão onde serão apresentados os resultados obtidos com respeito à eficiência do método de análise para o mercado acionário brasileiro.

2 MERCADO DE CAPITAIS, FINANCIAMENTO DA ECONOMIA E RISCO

O mercado de capitais desempenha um papel importante no financiamento das empresas no sistema capitalista. Basicamente, nesse mercado é oferecido vários tipos de recursos financeiros para as empresas que desejam se financiar tanto a curto, médio ou longo prazo, suprimindo assim todas as necessidades econômicas das mesmas.

Para Pinheiro (2015) as companhias tem a necessidade de financiar seus gastos correntes, bem como seus investimentos de longo prazo visto que no dia a dia da empresa o fluxo de receitas possa ocasionalmente não coincidir com o fluxo das despesas correntes e de investimento necessárias no ciclo produtivo da empresa. Desta forma existe a possibilidade das empresas obterem recursos faltantes por meio de três formas distintas, a saber: lucros retidos gerados pela própria atividade e investidos ao longo dos anos, constituído assim uma fonte de financiamento próprio, independente dos mercados financeiros; obtenção dos recursos através do sistema bancário; ou através da entrada na bolsa de valores fazendo o lançamento primário de suas ações no mercado financeiro.

2.1 O mercado de ações como instrumento de financiamento da economia

De acordo com o Portal do Investidor (2016), a Bolsa de Valores é uma ramificação do sistema financeiro e tem como objetivo viabilizar de maneira direta e ágil a transferência de recursos entre os diversos agentes econômicos. O intuito de uma empresa abrir seu capital, ou seja, ofertar suas ações na bolsa é uma forma de angariar recursos financeiros para realizar investimentos produtivos, tais como aumentar a planta produtiva, investir em novas tecnologias, postergar e dilatar prazos de pagamento de suas obrigações financeiras, bem como financiar processos de fusões e aquisições. Na perspectiva do investidor, esse mercado é o local onde ele, de posse de um excedente de capital, busca proteção e remuneração para esse de capital. Ele está disposto a aplicá-lo da forma mais equilibrada

De acordo com Fortuna (2008), o mercado de ações divide-se em duas vertentes: a primeira é denominada de Mercado Primário, onde ocorre a emissão das ações de uma empresa diretamente ou por oferta pública; a segunda é o Mercado Secundário, local onde as ações que já foram emitidas são

comercializadas nas bolsas de valores; nesta segunda fase as empresas não recebem mais os recursos, à apenas a permuta das ações entre os investidores.

Ainda em concordância com o autor citado acima, as Bolsas de Valores são basicamente os locais especificamente criados e mantidos para a realização das negociações de valores mobiliários, de modo que o preço de uma ação negociada nesse local está sujeita às condições de mercado, onde normalmente as ações refletem as expectativas dos agentes econômicos em relação ao futuro do país.

2.2 Riscos de se investir no mercado de ações

Entender o risco de se operar no mercado de renda variável é fundamental para o processo de investimento. Quando se compra a ação de uma empresa, o investidor passa a se tornar sócio dela, investindo, assim, na sua expansão e desenvolvimento.

"Risco" em investimentos pode ser entendido pela probabilidade de alguma incerteza afetar diretamente as operações de mercado, podendo haver possibilidade de perda de parte, todo ou de montante superior ao valor originalmente investido, principalmente, em função de alavancagem. (BRADESCO CORRETORA; 2016a, p 1).

Desta forma são três os principais tipos de riscos relacionados a investimentos em ações: risco de mercado, risco da empresa e risco de liquidez.

2.2.1 Risco de mercado

O risco de mercado está associado às oscilações dos preços dos ativos, em relação à sua média, sendo mais conhecida no mercado financeiro como volatilidade. Segundo Bradesco Corretora (2015) esse tipo de risco está diretamente interligado à possibilidade que o investidor tem de seu ativo adquirido valorizar-se ou desvalorizar-se devido a alterações na conjuntura econômica nacional ou internacional, como também pela conjuntura política. Portanto, risco de mercado é a possibilidade de ocorrerem variações na rentabilidade do investimento motivadas por acontecimentos que estejam ligados direta ou indiretamente a aplicação feita.

Este tipo de movimento especulativo é observado com frequência nos movimentos de alta e de baixa dos preços do ativo no mercado. Onde em um único

dia a cotação do ativo poderá variar excessivamente. Porém não existe nenhum fator significativo de mudança na estrutura da empresa em no mercado que justifique essas bruscas alterações. Portanto, nesse caso se está diante de movimentos que estão ancorados apenas em expectativas futuras de retornos.

2.2.2 Risco de liquidez

O risco de liquidez refere-se à possibilidade que o investidor tem de não conseguir liquidar, ou seja, finalizar sua operação no momento em que desejar na bolsa de valores, por falta de interessados em negociar tal ativo. Este tipo de risco pode ser minimizado pelo investidor, quando ele opta por adquirir ações de empresas cujo volume financeiro negociado diário seja bem superior ao volume negociado pelo investidor. Esse tipo de ativo é denominado de elevada liquidez, ou seja, o volume de investidores comprando e vendendo esse ativo é elevado. Dessa forma sempre que o investidor desejar finalizar suas operações ele o conseguira fazer de forma mediata.

2.2.3 Risco da empresa

O risco da empresa independe do risco de mercado, ou seja, ele é intrínseco ao tipo de negócio que a empresa explora. De forma sucinta este risco está ligado diretamente ao risco de solvência da empresa, o que pode levar a grandes perdas de capital para o investidor.

Este tipo de risco é, por muitas vezes, ligado ao que se denomina risco de análise da empresa. Caso a análise sobre uma determinada empresa seja feita de forma equivocada ou incompleta, pode haver grandes prejuízos, principalmente se o investidor não tiver diversificado suas aplicações financeiras. (RAMALHO, 2016, p.01).

Para mitigar tal risco, segundo Ramalho (2016), o investidor deve compor sua carteira de investimentos com empresas cujas administrações sejam feitas com competência e zelo, ou seja, fornecendo assim produtos e serviços superiores aos ofertados pelo mercado, como também possuam uma margem elevada de retorno.

Em resumo, nesse tópico buscou-se evidenciar, de forma breve, o papel do mercado de capitais no financiamento da economia, bem como se explicitou os

riscos mais comuns que os investidores, que ingressam no mercado financeiro, podem incorrer. Nessa direção, para que seus investimentos sejam otimizados e seus riscos minimizados o investidor deve-se munir do maior número possível de informações e técnicas de análise para nortear seus investimentos. Assim sendo, no próximo tópico será discutido o papel da análise técnica no processo de decisão dos investidores e, posteriormente, no tópico seguinte a contribuição da análise fundamentalista tradicional e as contribuições de Graham (2007).

3 MECANISMOS DE AVALIAÇÃO DO COMPORTAMENTO DAS AÇÕES NA BOLSA DE VALORES

Neste tópico 3, será apresentado uma visão dos métodos de avaliação denominado análise técnica , que aliado a discussão que será exposta posteriormente no capítulo 4 chamada análise fundamentalistas, embasaram as análises levantadas pelo método de investimento proposto por Graham.

3.1 Análise técnica

Segundo Correia (2013) a análise técnica é abordagem diferenciada na forma de se analisar o comportamento do mercado. Trata-se de analisar esse mercado por meio da observação dos gráficos e de indicadores derivados dos preços. Murphy citado por Penteado (2003) diz que esta análise busca prever o comportamento futuro do mercado a partir de movimentos passados, da psicologia humana e das leis estatísticas.

Na análise técnica a ênfase do modelo parte da compreensão do comportamento dos preços e volumes passados para determinar o preço presente do ativo, adotando a premissa básica de que no preço de mercado já esta descontada toda e qualquer informação relevante ao ativo, inclusive as análises realizadas pelos fundamentalistas. Portanto, o objetivo da análise técnica é prever quando e como os preços irão se alterar definindo, assim, quais serão os momentos ótimos para se iniciar e finalizar uma dada operação. (CHAVES, 2004).

“Para o investidor conseguir fazer uma análise desses gráficos e estruturar operações na bolsa a partir dessas informações, é preciso aprender alguns princípios dados pela Teoria de Dow” (ABE, 2014, p. 34). Ainda segundo esse mesmo autor essas técnicas foram elaboradas tendo como referência seis princípios básicos, a saber:

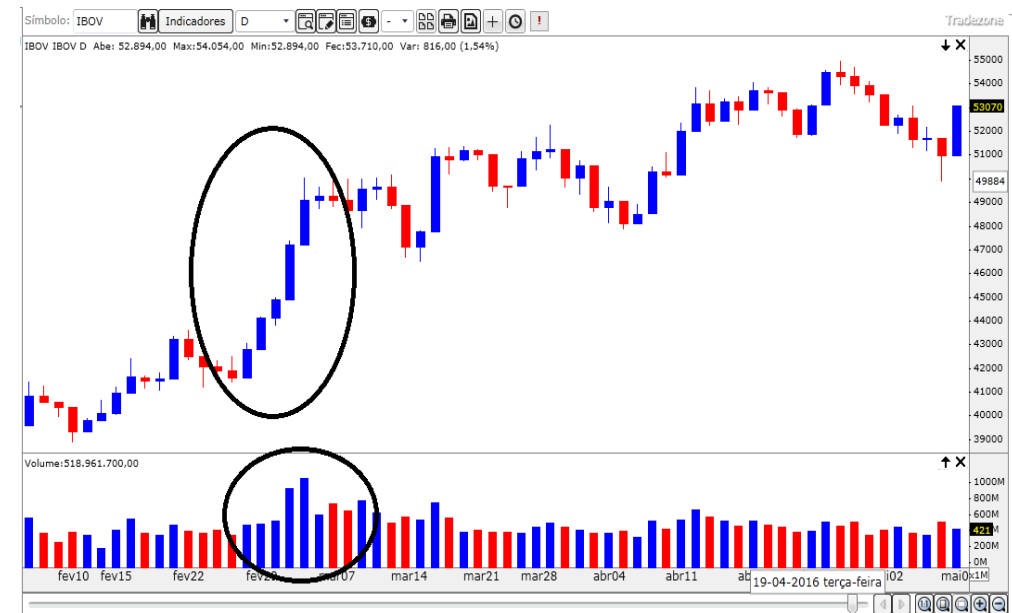
Princípio 1: Os preços descontam tudo. Os preços dos ativos já contem todas as informações relevantes do mercado, de forma que qualquer informação que possa impactar o preço do ativo já foi precificada pela cotação atual;

Princípio 2: Na análise técnica pode ser identificado três tendências. Onde são divididas em primárias, secundárias e terciárias. A distinção das tendências ocorre pelo período de duração de cada uma. A tendência primária caracteriza-se de longo prazo durando acima de um ano, a secundária por ser de médio prazo com seus movimentos durando de três semanas a alguns meses e a de curto prazo com duração de alguns dias á algumas semanas, respectivamente;

Princípio 3: No processo de tendência primária observa-se a existência de três fases na tendência altista e três fases na tendência baixista. Nas tendências de alta as três fases são divididas em acumulação, euforia e alta sensível, onde inicialmente os investidores acumulam ganhos de capital, passando para o momento de euforia, onde geralmente à o deslocamento da carteira em relação a media das cotações do ativo,, incorrendo assim na elevação do preço do ativo ocasionado pelo excesso de demanda. Já na tendência de baixa as fases são divididas em distribuição onde os investidores iniciam um processo de finalização da posição, ou seja começa a vender seus ativos para realização dos lucros, pânico onde os investidores observam perdas em sua carteira incorrida no excesso de oferta dos ativos, baixa sensível, onde é observado a real desvalorização da cotação do ativo, impulsionado pela força vendedora estar maior que a força compradora;

Princípio 4: O volume deve confirmar a tendência. Desta forma o volume deve acompanhar a tendência do ativo, esta é uma forma de se identificar se o movimento é coeso ou se é apenas um ruído do mercado, ou seja, se o ativo esta em tendência de alta o volume deve se elevar confirmando assim que o viés de alta é referente a elevação da demanda pelo ativo como pode ser observado na Figura 1.

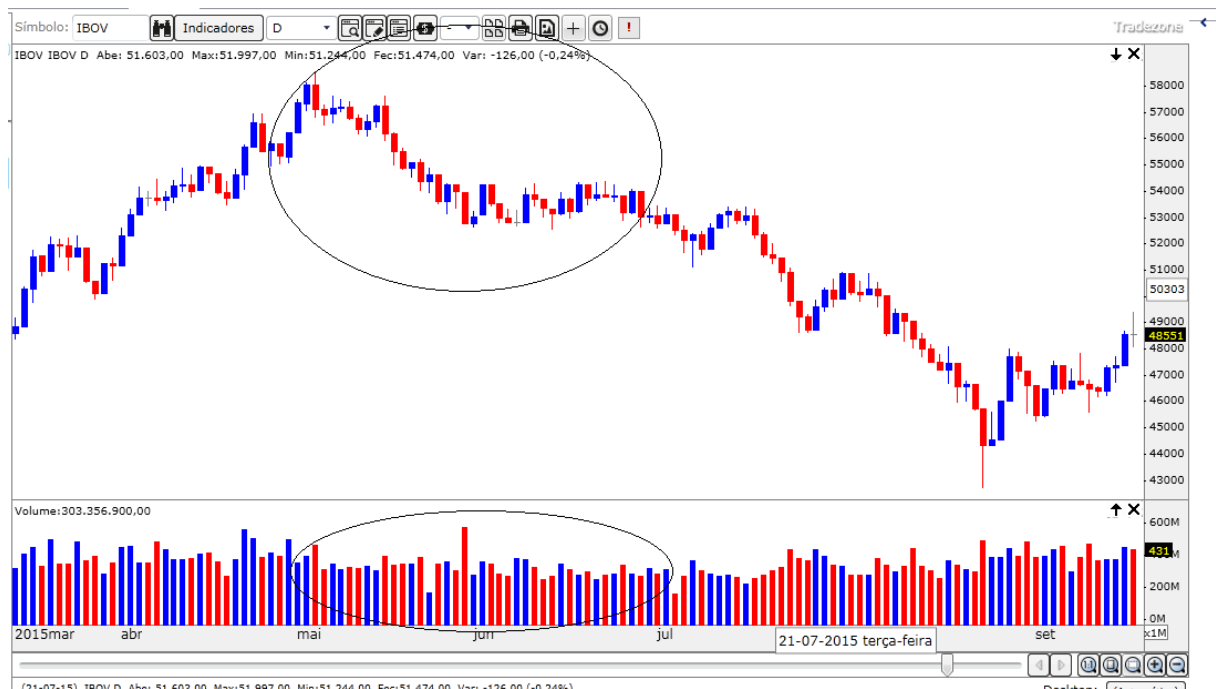
Figura 1 – Volume em tendência de alta



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Já quando o ativo opera em viés de baixa e o volume manteve-se elevado caracteriza-se, que esta tendência baixista é a real intenção do mercado com relação ao ativo analisado, como pode ser analisado na Figura 2. Sempre que a tendência for confirmada pelo volume pode ser observado um movimento coeso refletindo a real intenção do mercado em relação ao ativo.

Figura 2 – Volume em tendência de baixa



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Princípio 5: A tendência deve ser confirmada por dois índices. Deste modo para que o investidor possa confirmar a tendência do ativo, o mesmo deve compará-lo com ao menos dois índices distintos, este conceito baseia-se no fato de se o investidor confirmar a tendência por mais de dois indicadores, pode-se observar um movimento mais consistente e livre de ruídos.

Princípio 6: Uma tendência é válida até que o mercado indique um sinal definitivo de reversão. Este princípio enraizado pela teoria de Dow parte do pressuposto que uma tendência não tem um período pré-determinado para se findar, ou seja, ela ira perpetuar-se até que o mercado mude a intenção em relação ao ativo e reverta esta tendência. Nos gráficos esta reversão de tendência é caracterizada por uma figura gráfica chamada de “Pivô”, de modo que quando o mercado segue em uma tendência de alta e tem-se a formação de um “Pivô” indica-se que a força compradora perdeu seu viés, de forma que o mercado ira reverte-se e entrar em um viés de baixa, a esta figura gráfica chama-se de “Pivô de Baixa”, como observado na Figura 3.

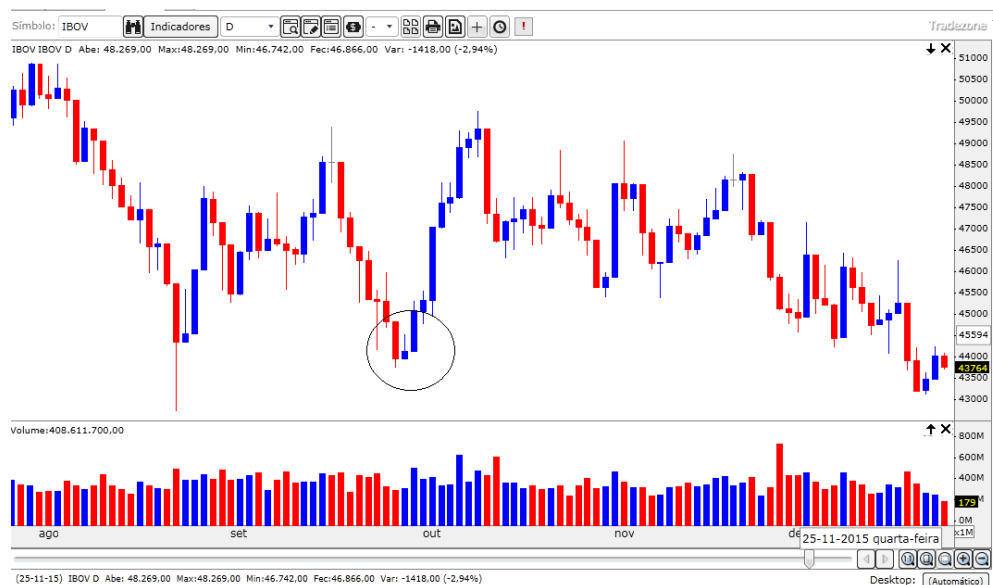
Figura 3 – Pivô de baixa



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Já quando o mercado esta em uma tendência de baixa e a à formação de um pivô pode-se presumir que a o viés de baixa perdeu força, de forma que a o mercado entrara em um período onde os investidores estarão mais aptos a comprarem ações, a este pivô dar-se o nome de pivô de Alta que pode ser identificado na Figura 4.

Figura 4 – Pivô de alta



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Em suma, pode-se dizer que a análise gráfica consiste na verificação do passado para entender o futuro. Assim, nesse tipo de análise é possível identificar as tendências do mercado, seja ele de alta ou de baixa e, através destas tendências, se posicionar na compra ou na venda. A ideia de que o passado reflete o futuro vem do pressuposto de que os investidores e especuladores reagem de maneira similar em circunstâncias similares. (PINHEIRO apud QUIRINO, 2012).

3.1.1 Instrumental para estudo da análise técnica

3.1.1.1 Gráficos

Como o próprio nome do estudo expressa, os gráficos são os principais instrumentos de trabalho dos profissionais designados como analistas técnicos. Os gráficos foram desenvolvidos com uma grande variedade de formas e estilos, para representar tudo o que ocorre no mercado, dando possibilidade de se criar vários tipos de indicadores para entendê-los e, assim, poder definir os padrões de comportamento dos ativos. (CORREIA, 2013).

Os gráficos mais utilizados atualmente pelos analistas técnicos, segundo CORREIA (2013), são basicamente os gráficos de barras, linhas e *candlestick*.

Existem diferentes tipos de gráficos e, conseqüentemente, diversas maneiras de representar o que acontece no pregão. É importante entender como são formados os símbolos que constituem os gráficos, pois esses símbolos são a própria linguagem do mercado. (CORREIA, 2013, p.70).

Desta forma a análise gráfica fornece uma gama muito grande de estudos para auxiliar o investidor em suas operações nas bolsas de valores.

3.1.1.1.1 Gráfico de barras

O gráfico de barras como pode ser observado na Figura 5 abaixo. Nesse gráfico utiliza-se em sua montagem os valores de abertura, máximo, mínimo e fechamento.

Figura 5 – Barra



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

A linha lateral à esquerda é o preço de abertura do ativo. Já a linha lateral a direita é o preço de fechamento do ativo. Os traços acima ou abaixo dos preços de abertura e fechamento são chamados de sombras, representando quando acima o valor máximo alcançado pelo ativo, e abaixo o valor mínimo da cotação do ativo. Já como pode ser observada na Figura 6 abaixo, ela nos mostra como o operador visualiza integralmente, no seu Homebroker, o gráfico de Barras.

Figura 6 – Gráfico de barras



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

De acordo com Correia (2013), quando ocorrer um preço de fechamento superior ao preço de abertura essa situação será expressa por uma barra de alta; já quando o preço de fechamento for inferior ao preço de abertura haverá uma barra de baixa.

3.1.1.1.2 Gráfico de linhas

O gráfico de linha trata-se, para Correia (2013), de apenas uma simplificação do gráfico de barras, onde apenas o preço de fechamento do ativo fica evidente, criando assim pontos no gráfico, que são ligados por uma linha, como observado na Figura 7.

Figura 7 – Gráfico de linha



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Porém, este modelo de gráfico tem algumas desvantagens quando comparado aos demais gráficos até aqui analisados. Trata-se da ideia de que esse gráfico não expressa nenhuma informação sobre a movimentação do mercado ao longo do período, deste modo o investidor tem posse apenas dos preços de fechamento.

3.1.1.1.3 Gráfico *Candlestick*

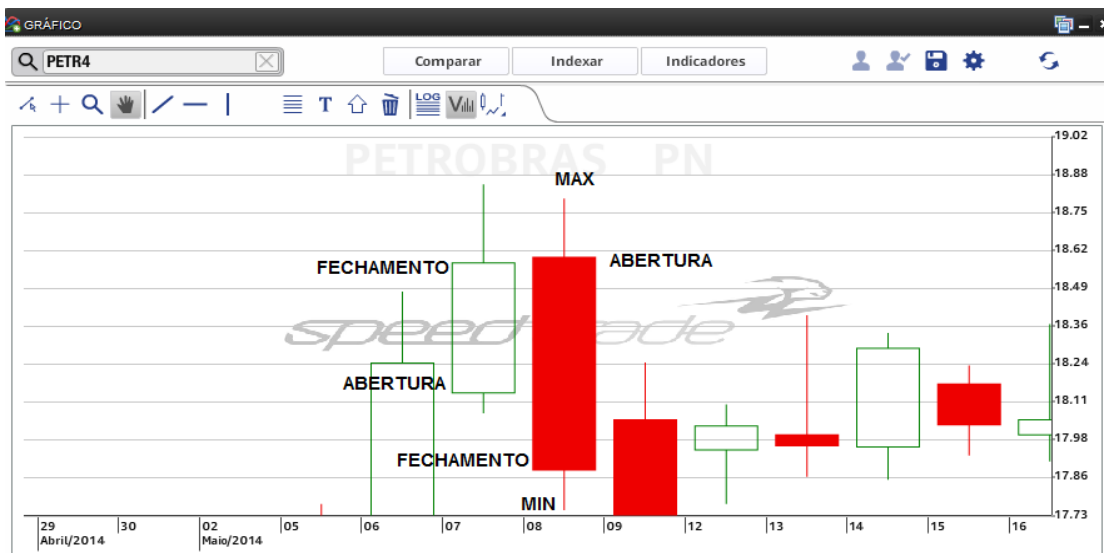
O estudo de análise de *candles*, também conhecida como análise gráfica de *candlestick*, teve origem por volta do século XVIII no Japão. Neste período os *candles* retratavam as variações do preço do arroz no mercado japonês. E foi criado para permitir que os compradores e vendedores de arroz pudessem negociar seu produto de maneira mais segura e estável. No início dos anos de 1980 um operador do mercado de ações americano chamado Steve Nisson descobriu a técnica de análise por *candles* por intermédio de uma colega japonesa que trabalhava com ele passando, assim, a estudar este método com mais afinco, em especial sua aplicação ao mercado de valores. A partir desse momento o método de *candles* passou a ser amplamente divulgado e aplicado, tornando-se, assim, o método mais utilizado de análise técnica atualmente. (DEBASTIANI, 2007).

De acordo com Correia (2013) o gráfico de *candles* utiliza as mesmas informações do gráfico de barras, com preços de abertura, máximo, mínimo e preço de fechamento. Porém estas informações são transmitidas e expressadas de uma

maneira que facilita a visualização do operador, além de possuir padrões próprios que indicam continuação ou reversão de tendência dos movimentos dos preços.

O gráfico de *candles* como visto nas Figura 8 e 9 a baixo é composto por duas partes: a sombra e o corpo.

Figura 8 – Candle



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2015)

Figura 9 – Gráfico de *CandleStick*



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2015)

O corpo é a parte entre os preços de abertura e fechamento, de forma que quando o candle for de alta, ou seja, seu preço de fechamento for maior que seu preço de abertura, sua cor será branca; porém quando o candle for de baixa, sendo o preço de fechamento inferior ao preço de abertura, sua cor será preta. Já a sombra são os valores máximos e mínimos alcançados pelo ativo. (CORREIA, 2013).

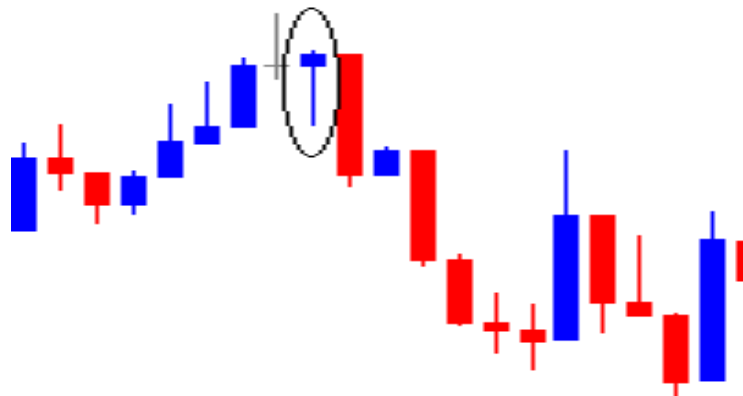
3.1.1.1.4 Padrões de Candles

1. Martelo: Este padrão de Candle é conhecido por ser uma indicação de reversão de tendência, o candle se caracteriza por ter o corpo pequeno e uma sombra grande, como observado na Figura 10, ele geralmente ocorre quando o ativo se encontra em uma tendência de baixa e ocorre a reversão da tendência. Esta figura é uma figura de padrão altista, pois sempre irá ocorrer quando uma tendência de baixa for revertida para uma de alta.

Figura 10 – Martelo

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

2. Enforcado. Assim como o martelo o enforcado caracteriza-se por ser um padrão de reversão de tendência, porem o enforcado sinaliza uma reversão baixista, o candle assim como o martelo é visto com um corpo grande e uma sombra a abaixo grande. Ele é observado quando o ativo se encontra em uma tendência de alta, e reverte seu vis para o de baixa. Como pode ser visto na Figura 11.

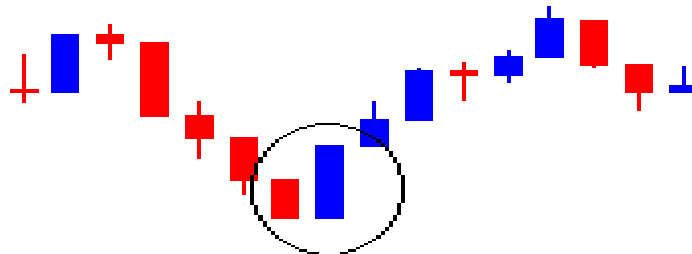
Figura 11 – Enforcado

Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

3. Engolfo de Alta. Este padrão é conhecido por ser de reversão de tendência altista, ele é composto por dois candles sendo o primeiro candle um candle de baixa com corpo e sombras pequenas, aja o segundo caracteriza-se por ser de

alta, contendo um corpo maior que o candle de baixa, como visto na Figura 12. Quando ocorrer este padrão a indícios de uma reversão de tendência altista.

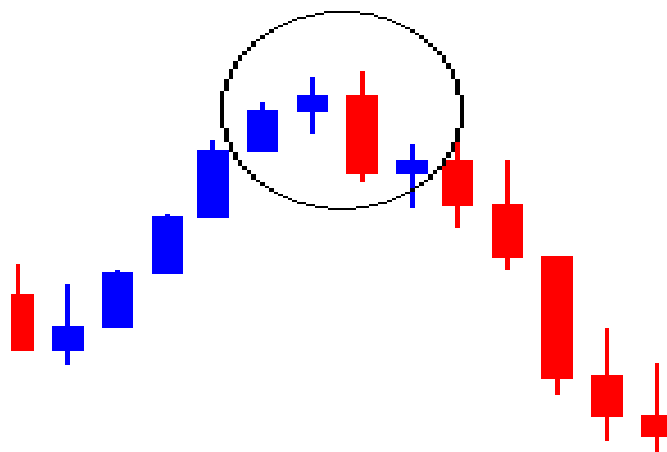
Figura 12 – Engolfo de alta



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

4. Engolfo de baixa: Ele tem os mesmos princípios de um engolfo de alta, porem ocorre quando o ativo ira mudar seu viés para baixita, ele caracteriza-se por compor-se de um candle de alta com um corpo e sombra pequenos, e um candle de baixa onde o corpo é maior que o candle anterior. Como visto na Figura 13.

Figura 13 – Engolfo de baixa

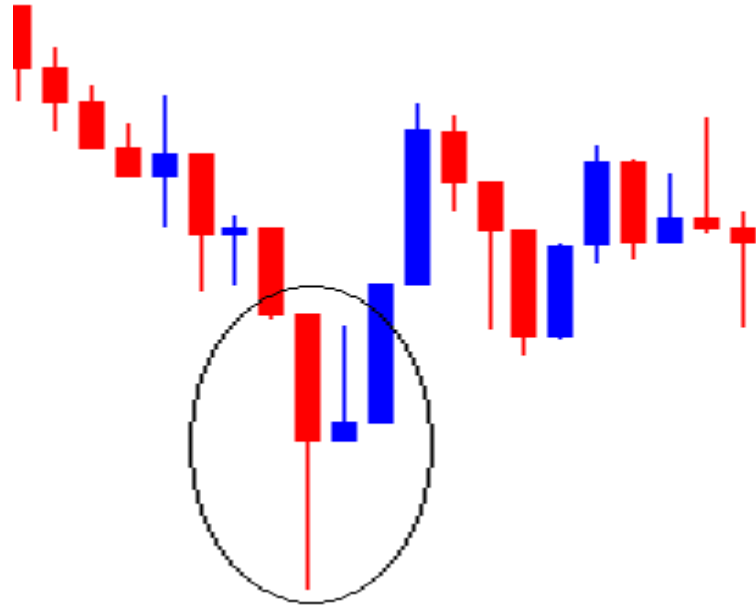


Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

5. Harami de Alta. É caracterizado por ser um padrão altista de reversão de tendência. Ele ocorre após um período de baixa do ativo, onde aparecem um candle negativo com corpo e sombras grandes e um candle posterior positivo com corpo e sombra pequenos e iniciando uma reversão para um viés altista.

Como pode ser visto na Figura 14.

Figura 14 – Harami de alta



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

6. Harami de Baixa. Assim como o Harami de Alta, este caracteriza-se por ser um indicador de reversão baixista, o padrão de candle é o mesmo, porém é composto por um candle de alta com corpo e sombras grandes e um candle posterior de baixa com o corpo e sombra bem menores que o antecessor, como observado na Figura 15.

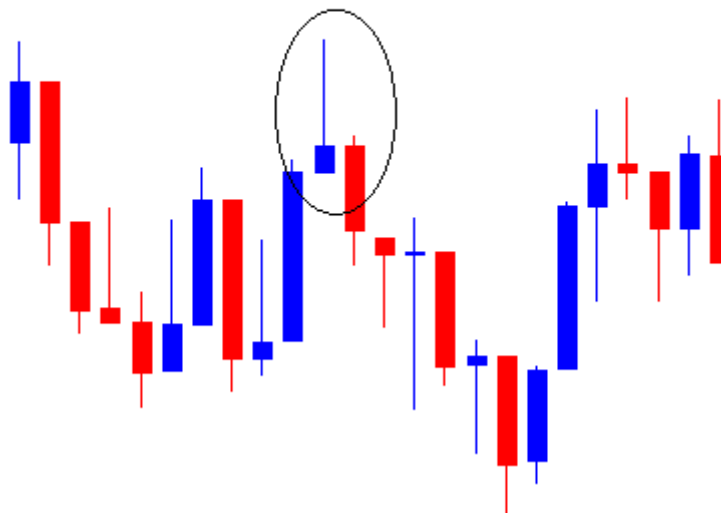
Figura 15 – Harami de baixa



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

7. Estrela cadente: este é um padrão baixista, ocorre sempre que um ativo vem em tendência de alta, desta forma ele caracteriza-se por ser de reversão de tendência, tem sua formação com um corpo pequeno e uma sombra para cima grande, de preferência ele deve ser um candle de baixa. Após aparecer este padrão de candle o ativo entra em um viés de baixa, como visto na Figura 16.

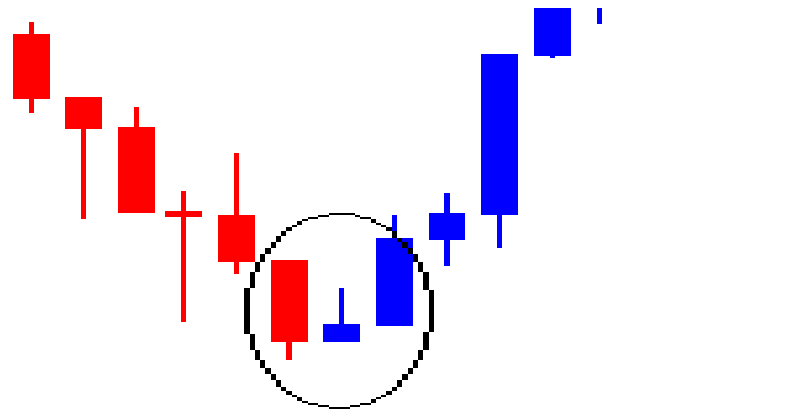
Figura 16 – Estrela cadente



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

8. Martelo invertido: este é um padrão altista, é caracterizado por vir após um longo período de queda do preço do ativo, sua formação é idêntica ao martelo, porém a sombra ocorre para cima do candle, após ocorrer este padrão a tendência que era de baixa reverte-se para uma tendência de alta, como vista na Figura 17.

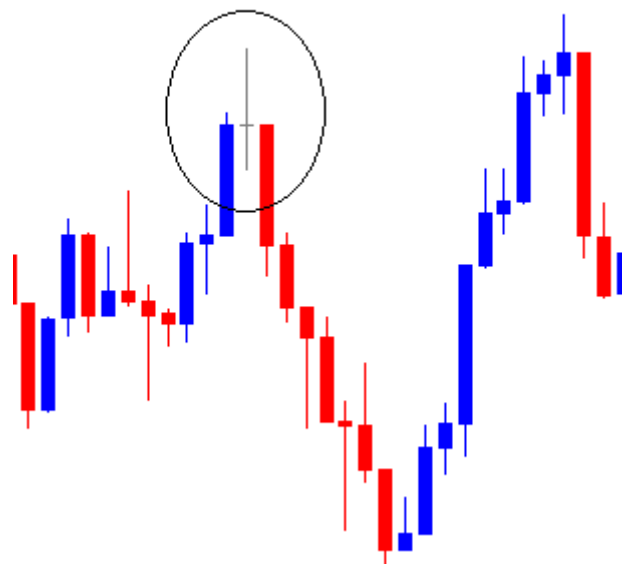
Figura 17 – Martelo invertido



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

9. Doji: Este é um candle sem padrão altista ou baixista, ele sinaliza indecisão do mercado, pois sua característica principal é que seu preço de abertura é igual ao preço de fechamento, como visto na Figura 18.

Figura 18 – Doji



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

3.1.1.2 Operar através das tendências

Partindo dos conhecimentos da técnica de Dow, como visto anteriormente, pode-se a partir de observações e informações sobre equilíbrio das forças

vendedoras e compradoras obterem a indicação de tendências dos preços dos ativos. Para Correia (2013) as ações não se movimentam de forma linear, mas sim de forma ascendente ou descendente, porém apresentando topos e fundos nos seus movimentos.

Para que tenhamos uma sinalização da direção de um preço (ou de um mercado), é preciso que ele se movimente até um nível qualquer, formando um extremo (topo ou fundo) e que esse movimento seja seguido por dois pontos de retorno, o primeiro na direção oposta e o segundo na direção inicial rompendo (ou penetrando) o extremo do topo ou fundo prévio. (CORREIA, 2013, p.89).

Assim sendo, para ABE (2014) o mercado não se movimenta de forma aleatória e desordenada. Segundo ele o mercado se movimenta em tendências, que basicamente são: Tendência primária secundária e terciária, como já descritas no item 3.1.

Como pode ser visto na Figura 19 estas três tendências quando se movimentam com topos e fundos descendentes caracterizam um movimento de baixa, ou tendência de baixa.

Figura 19 – Tendências

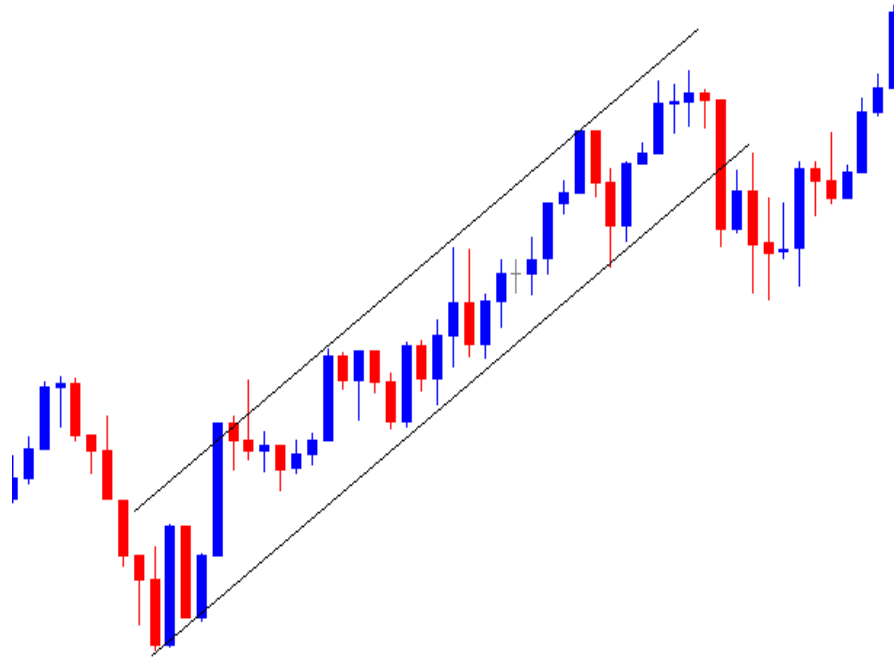


Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

Ou seja, a força vendedora é maior que a força compradora. Por outro lado, quando o mercado se move com topos e fundos ascendentes, isto nos projeta uma tendência de alta, ou seja, a força compradora é superior que a força vendedora demonstrada na Figura 20.

Figura 20 – Tendência de Alta

IBOV: 55.103,00 / 55.103,00 Min: 55.103,00 / 55.103,00 Var: 0,00 (0,00%)

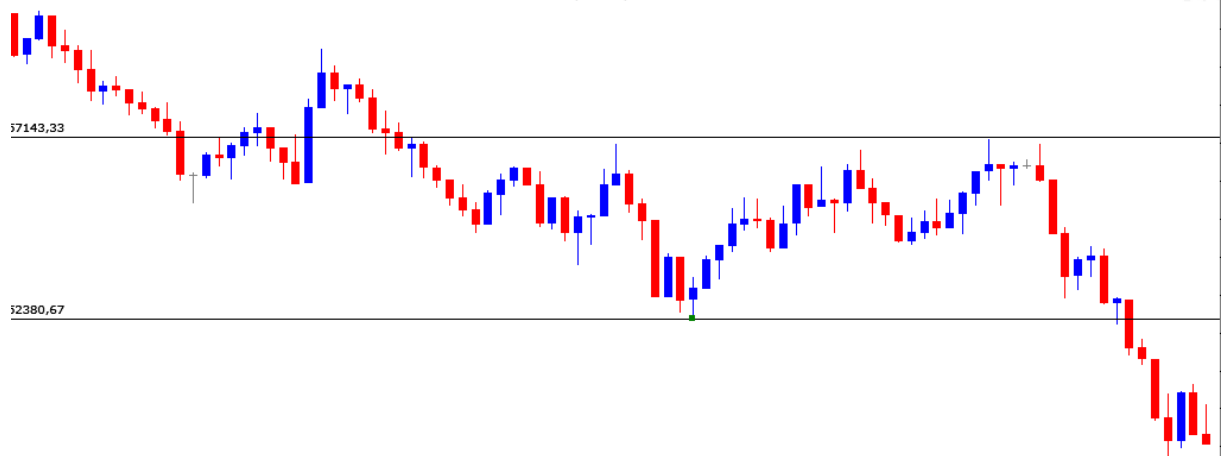


Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

já quando os movimentos de topos e fundos se fazem entre dois extremos, é caracterizado como lateralização, ou seja o mercado ainda não adquiriu uma tendência confirmada, como pode ser analisado na Figura 21.

Figura 21 – Lateralização

IBOV IBOV D Abe: 55.918,00 Max: 55.918,00 Min: 55.103,00 Fec: 55.321,00 Var: -589,00 (-1,05%)



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2016)

3.1.1.3 Suporte e resistência

Para Correia (2013), no sentido gráfico, a linha de suporte expressa aquele momento em que a força compradora passa a ser maior que a força vendedora. O resultado desse processo é a interrupção do movimento de baixa; já a linha de suporte, é quando a força dos vendedores é maior que a dos compradores, incorrendo na interrupção do movimento de alta. Esses movimentos podem ser facilmente visualizados na Figura 22 . “Tanto os suportes como as resistências podem ser indicados por linhas horizontais traçadas a partir de fundos e topos. Essas linhas facilitam a observação dos suportes e resistências em pontos futuros.” (ABE, 2014, p.44).

Figura 22 – Suporte e resistência



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2015)

Para Correia (2013, p.116) o conceito de suporte e resistência é tão importante e está tão enraizado e difundido na análise técnica que devem ser observados e ponderados quatro pontos principais que são de suma importância para o analista, são eles:

- a) quanto mais vezes as linhas de suporte e resistência forem testadas, ou seja, quanto mais vezes o preço do ativo chegar a linha de suporte e resistência e não ultrapassá-la, mais forte e intenso será estas linhas, de forma que quando

o ativo rompe-la será por um movimento forte e provavelmente ira manter sua trajetória;

- b) o tempo em o ativo respeita as linhas de suporte e resistência é de suma importância para a análise, pois por quanto mais tempo perdurar o movimento mais forte e coeso são os suportes e resistências;
- c) a distância entre a linha do suporte e a da resistência nos informa o quão forte elas são, pois quanto maior a distancia entre as duas bandas, mais difíceis serão de supera-las;
- d) a linha de resistência quando é rompida passa a ser a nova linha de suporte, pois o ativo ira oscilar agora tendo como preço base a antiga linha de resistência, de forma que quando a linha do suporte é rompida, a mesma se torna a nova resistência a ser quebrada.

Desta forma, as linhas de suporte e resistência, servem para estabelecer limites de cotação que a ação irá variar no futuro, ou seja, criam-se duas bandas de movimentação da cotação do ativo, estabelecendo assim os limites superiores e inferiores de variação.. Isso significa que quando a cotação da ação atinge o limite superior e entrar em tendência de baixa implica que nesta faixa cotação os investidores estão confortáveis com o retorno obtido e finalizam suas operações realizando seus lucros; do contrário, quando atingem a banda inferior e iniciam uma tendência de alta, pode-se concluir que no valor mínimo os investidores ficam confortáveis em iniciar uma nova operação.

3.1.1.4 Indicadores

Como a análise de gráficos é heterogênea, ou seja, depende de fatores tais como: psicológicos e da interpretação de cada operador para uma dada variação no gráfico. A partir desta constatação buscaram-se criar algoritmos matemáticos, indicadores técnicos para auxiliar o *trader* a validar o que ele observa no gráfico de forma empírica. Deste modo, as análises passam a ser mais rápida e com maior confiabilidade. (CORREIA, 2013) Em resumo, os indicadores,

[...] não são nada além do que transposições gráficas de fórmulas matemáticas, utilizando como dados de entrada o preço e ou volume em função do tempo. Isso quer dizer que nossos indicadores serão mais

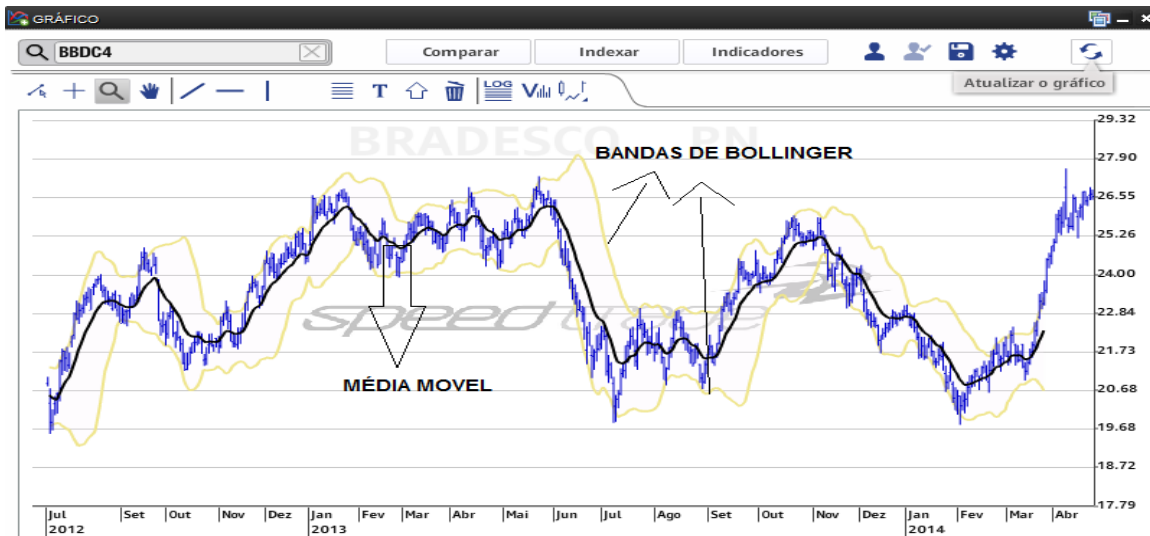
sensíveis à proporção que diminuimos os números de deias, só que a fazermos isso, aumentamos a quantidade de falsos sinais. (CORREIA, 2013, p. 181-182).

Os indicadores são instrumentos gráficos objetivos, direcionados apenas para traduzir o comportamento dos preços dos ativos. Eles podem ser divididos em dois grupos, que são: Indicadores Osciladores e Indicadores Rastreadores. Os Osciladores objetivam movimentar-se em torno de limites pré-estabelecidos, desempenhando um papel de extrema importância em mercados sem tendência estabelecida. Desta forma sua interpretação serve de base secundária nas análises de compra e venda de ativos. Já os Rastreadores como vistos na Figura 8 abaixo, são indicadores que objetivam acompanhar a trajetória da tendência, pois seu desenvolvimento teve como princípio identificar quando o mercado está em tendência de alta ou baixa. (ABE, 2014).

Ainda segundo Abe (2014, p 147), os indicadores rastreadores mais utilizados atualmente são:

- a) Cruzamento de médias móveis. Este método pode ser utilizado como forma de abertura de posição, consiste basicamente na utilização de duas médias móveis combinadas, porém com parâmetros de definição distintos, de modo que quando a média móvel de maior parâmetro cruzar a de menor de cima para baixo tem-se um sinal para venda, já quando este cruzamento ocorrer de baixo para cima tem-se o sinal para compra do ativo;
- b) Bandas de Bollinger (BB); este é um indicador de volatilidade, e também contém uma média móvel, porém esta média está acompanhado de dois outros parâmetros chamados de bandas, onde a banda superior é resultante da soma da média móvel duas vezes o seu desvio padrão, e banda inferior é obtida subtraindo-se a média móvel duas vezes o seu desvio padrão.

Figura 23 – Média móvel e bandas de *bollinger*



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2015)

No âmbito dos osciladores, segundo Abe (2014, p151).

- a) IFR (Índice de força relativa): Mede a força do mento do preço ao fazer uma interpolação com a média dos fechamentos dos preços nos períodos de alta e baixa, em uma determinada faixa de tempo;
- b) ROC (Rate od Change): Foi desenvolvido para calcular a aceleração dos movimentos dos preços, fazendo um comparativo com os preços de fechamento de uma quantidade pré estabelecida de dias passados, identificando aqueles em que o mercado se movimentou de forma mais rápida ou quando o mesmo perde força e se desloca devagar. Deve-se fazer a compra quando a linha do preço faz o cruzamento de baixo para cima a linha de 100, já o sinal de venda ocorre quando a linha de preço cruza de cima para baixo a linha de 100.

Assim sendo, nesse tópico buscou-se expor todo o instrumental mais utilizado nos estudos de análise técnica. A ênfase foi na exposição das suas características e melhores formas de se aperfeiçoar tal análise, podendo o trader fazer o uso adequado de tal teoria. No próximo tópico será discutido o papel da análise fundamentalista e, em especial, ressaltando a contribuição de Graham (2007).

4 MECANISMOS DE AVALIAÇÃO DE DESEMPENHO DAS AÇÕES NEGOCIADAS NA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO

Neste tópico será discutido o papel da análise fundamentalista para referenciar a montagem de uma carteira hipotética de ações. Além disso, será levantada também, a contribuição de Graham ao processo de evolução dos estudos e função, o qual discutir-se-á o método de valor intrínseco.

4.1 Análises fundamentalistas

A análise fundamentalista objetiva avaliar diferentes alternativas de investimentos com base no processamento de informações obtidas nos balanços patrimoniais das empresas, concomitante a análise da conjuntura macroeconômica e das perspectivas microeconômicas do setor analisado, utilizando-se como base as análises financeiras e projetando previsões para o seu desempenho. (BRADESCO CORRETORA, 2015).

Deste modo ainda segundo o autor é função da análise fundamentalista precificar o valor justo para cada empresa, respaldando as decisões de investimento. A ideia principal da análise fundamentalista dar-se-á sobre a óptica de que o valor justo de uma empresa é obtido pela sua capacidade de gerar lucros no futuro.

Inicialmente deve-se fazer a distinção entre os conceitos de valor e preço. Valor é um conceito muito abstrato, pois sua interpretação depende de cada investidor. O dito valor justo de uma empresa representa o que ela pode gerar de retornos no futuro, porém expressos em valores atuais. Já o preço é uma variável de mais fácil entendimento, pois é basicamente a quantidade monetária que algo está sendo negociado. (PÓVOA, 2004).

Para Assaf Neto (2006), a definição de valor de uma empresa é uma tarefa complexa, pois exige que haja uma coerência e um rigor conceitual muito grande na formulação do modelo de cálculo, evitando assim incidências de erros sistêmicos analíticos. “Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade”. (ASSAF NETO, 2006, p.585).

As demonstrações financeiras fornecem uma série de dados sobre a empresa, de acordo com as regras contábeis. A análise de balanço transforma esses dados em informações e será tanto mais eficiente quanto melhores informações produzir. (MATARAZZO, 2008, p.15).

Para Chaves (2004), o investidor que estuda a vertente da análise fundamentalista, busca a partir das análises das variáveis que podem influenciar os preços dos ativos, tanto no presente quanto no futuro, calcular o valor intrínseco do ativo, e após esta análise compra-lo a preço de mercado. Desta forma o investidor poderá comprar uma empresa que o seu preço de mercado esta subavaliado, ou seja, o preço de mercado é inferior ao seu valor intrínseco.

Para Damodaran (2005, p.11) existem três abordagens distintas, para a obtenção do valor intrínseco da empresa, onde os resultados de cada uma destas abordagens podem ser diferentes, porem o sentido é o mesmo. Estas três formas são:

- a) avaliação relativa: visa avaliar o desempenho de uma empresa comparando com indicadores de empresas do mesmo segmento. Esta análise além de ser simplista, permite ao investidor observar o como a empresa analisada esta em relação as empresas do setor, se os resultados obtidos são satisfatórios ou não no mercado em que atua.
- b) avaliação por direitos contingentes: esta análise é a que exige um nível de conhecimento mais profundo do mercado financeiro, pois compara o preço do ativo com o preço de uma opção de compra deste mesmo ativo, ou seja quando o valor do ativo for inferior ao valor da opção de compra deve-se realizar a operação.
- c) avaliação por fluxo de caixa descontado: Esta análise preconiza ajustar o fluxo de caixa futura para o presente, ou seja o valor presente da empresa é calculado projetando os ganhos futuros que a empresa terá, descontando um custo de oportunidade e os riscos inerentes ao negócio.

4.1.1 Fluxo de lucros futuros

Para Mizrahi (2009) a forma de avaliar uma empresa é obter os dados do fluxo de lucros que a empresa apresentou nos últimos anos, a partir deste ponto fazer uma projeção de quanto lucro a empresa será capaz de auferir nos próximos anos.

Ainda segundo Mizrahi (2009), o investidor deve buscar empresas para sua análise que tenham inicialmente conseguido elevar seu lucro por no mínimo 10% nos últimos dez anos, e em empresas que foram capazes de produzir um retorno sobre o patrimônio líquido maior que 15%.

4.1.2 Lucro por ação

Para Rocha (2013) o investidor deve se precaver, pois, o lucro apresentado pela companhia pode ser influenciado, de modo que tais valores não representam o real cenário da empresa nem suas perspectivas futuras. Sendo assim o investidor deve adotar a análise do lucro por ação como uma das ferramentas para análise do valor, não apenas o lucro, dado que o lucro por ação é um indicador mais confiável.

Segundo Tibúrcio (2012) o lucro por ação trata-se do lucro do período auferido dividido pelo numero de ações emitidas da empresa, é o lucro destinado aos acionistas.

$$LPA=LL/n \quad (1)$$

Em que:

LPA= Lucro por ação

LL= Lucro Líquido

n= Numero total de ações

4.1.3 Índice Preço/Lucro (P/L)

Este índice nada mais é do que o preço corrente da ação dividido pelo lucro por ação da empresa no período apurado. Este indicador fornece informações para interpretar quantas vezes o preço do ativo é superior ao lucro por ação da empresa. (INSTITUTO ASSAF, 2010).

Ainda segundo o autor se o índice P/L de uma empresa for igual a 4, mostra-se que o preço é quatro vezes superior ao lucro que esta empresa gera por ano, desta forma o investidor demoraria quatro anos para recuperar o investimento realizado.

Porem esta pode ser uma interpretação errônea deste índice conforme o INSTITUTO ASSAF (2010) ainda discorre, cabe salientar que:

O P/L, em verdade revela duas importantes conclusões. Quanto mais baixo for o índice, mais alto é o seu risco. P/L mais alto revelam menor risco ao investidor.

Outra conclusão fornecida pelo P/L é se compararmos duas empresas que atuam no mesmo setor econômico de atividade, portanto possuindo riscos similares, o P/L mais elevado de uma em relação à outra indica maior capacidade projetada pelo mercado de agregação de valor no futuro. O mercado atribui, para essa empresa, maior capacidade de criação de valor. (INSTITUTO ASSAF, 2010, p. 01).

Prosseguindo com o argumento do autor, o P/L não pode ser interpretado como uma ferramenta para a recuperação dos investimentos feitos, pois ele fornece as informações que irão ser utilizadas para análise que são : o risco e a a agregação de riqueza futura.

4.1.4 Dividendos

Segundo BM&FBOVESPA (2015c), dividendos apresentam a parcela do lucro de uma companhia que é distribuída a seus acionistas, como forma de participação nos resultados desta empresa, além de outros eventos corporativos.

Ainda segundo o autor o valor dos dividendos distribuídos corresponde a parcela do lucro auferido pela empresa, onde o valor distribuído não deve ser inferior a 25% do lucro líquido ajustado, dividido pela quantidade de ações disponíveis. Porém caso na empresa não tenha uma previsão de distribuição de dividendos em seu estatuto social, este deve corresponder no mínimo à metade do lucro líquido ajustado.

O termo dividendo, obviamente, deriva do verbo dividir. Ele dá nome à divisão dos lucros de uma empresa entre seus acionistas, após os descontos de imposto de renda e contribuição social. Quando uma companhia vai bem e obtém lucro, ela é obrigada, por lei, a entregar pelo menos 25% desse lucro aos acionistas. Normalmente isso acontece uma vez por ano, após o fechamento do balanço. Os donos de ações preferenciais têm direito a um percentual fixo do lucro e recebem primeiro o pagamento. Depois são pagos os dividendos aos portadores de ações ordinárias. Isso explica por que as ações são classificadas em preferenciais e ordinárias. (WOLFFENBÜTTEL, 2006, p.1).

Para iniciar as análises das empresas a investir, o investidor deve estar munido de algumas informações pré-determinadas. Estas informações têm como

princípio focar as análises em empresas que tenham um passado próspero e consistente de crescimento.

4.2 As contribuições de Benjamin Graham

Benjamin Graham ao fazer seus investimentos sempre buscava alocar seus recursos em empresas que estivessem “baratas”, ou seja, empresas que sua cotação no pregão do mercado de ações estivesse inferior ao seu valor intrínseco.

Dentre as estratégias que Graham utilizava para investir destacava aquela voltada para a compra de ações cujos índices P/L (Preço/Lucro) fossem baixos, ou cujas ações estivessem sendo negociadas por um valor inferior a dois terços do valor do ativo líquido (HAGSTROM, 2008). O mercado de ações esta sempre refletindo os fatores macroeconômicos externos, o que induz as flutuações dos preços das ações negociadas nas Bolsas de Valores.

Desta forma é difícil para o investidor encontrar um ativo que esteja sendo negociado no mercado a uma cotação próximo ao valor justo da empresa. Em algumas situações há um pessimismo exagerado com relação a empresa ou seu setor e as cotações deste ativo se desvalorizam, outras situações pode haver um otimismo muito grande em relação a empresa ou o seu setor de forma que acaba por induzir um forte ritmo de alta da cotação. Para Graham são justamente estes momentos de euforia no mercado acionário que tornam os investimentos atraentes.

Para Hagstrom (2008), Graham teorizava a possibilidade de se ter bons rendimentos com as forças de correções de um mercado ineficiente. Onde ao longo prazo os ativos tenderiam refletir o seu valor intrínseco. Desta forma Graham apenas investia em uma ação quando conseguisse adquiri-la com um preço que garantisse uma “margem de segurança”, este conceito é o cerne de sua teoria de investimentos.

4.2.1 Margem de segurança

O conceito de “Margem de Segurança” é a ideia central da teoria criada por Benjamin Graham, ela é a resultante da diferença do valor intrínseco da empresa,

que era calculada por ele e o preço de mercado da mesma. O resultado obtido fornece uma margem de erro para evitar perdas de capital, ou seja, com esta margem de garantia mesmo se o investidor se equivocar em algum dado analisado ao comprar a ação, ele terá um espaço para finalizar a posição sem incorrer grandes riscos de perda patrimonial.

Este conceito baseia-se no fato de que todo o investidor está sujeito a erros ou falhas, seja ele ocasionado por fatores externos, tais como dados fraudulentos divulgados pela empresa, ou por erro de análise do próprio investidor.

Porem com esta “Margem de Garantia” o investidor sempre estará comprando um ativo cujo preço de negociação na bolsa estará muito a baixo do valor intrínseco da empresa, garantido assim que mesmo ao errar os cálculos ele estará comprando uma ação ainda com um valor de cotação a baixo do valor intrínseco, mitigando assim o risco de se pagar mais por um ativo do que ele realmente vala.

4.2.2 Princípios gerais

Tendo como ponto de partida as ideias contidas no livro “O Investidor Inteligente” de 2007, Graham esboça que para o investidor ser bem sucedido no mercado acionário, este deve ter uma boa estratégia central a ser seguida de forma que seja confiável, e que o leve a prosperidade em seus negócios.

Desta forma, segundo Graham (2007) à duas estratégias distintas para investidores de perfis divergentes. A primeira estratégia para Graham (2007, p 419) está voltada para os investidores que possuem um tempo maior para se dedicar aos investimentos. As regras para tal investidor são:

- a) não existe um porte mínimo para as empresas analisadas, ou seja pode-se ter em carteira empresas de todos os portes, pequeno, médio ou grande;
- b) deve haver estabilidade de lucros positivos nos últimos 5 anos, de forma que nos últimos cinco anos a empresa tenha apresentada uma média constante de lucros;
- c) o Passivo exigível a longo prazo não poderá ser maior que 110% do ativo circulante, incorrendo assim que a empresa não esteja muito muito comprometida com financiamentos de terceiros;

- d) o ativo circulante não pode não poderá ser 150% superior ao passivo circulante;
- e) o lucro por ação do ultimo ano devera ser superior ao de cinco anos atrás;
- f) ter histórico de dividendos com dividendos distribuídos nos períodos mais próximos, garantindo assim que o investidor recebera participações nos lucros;
- g) o índice preço da ação/valor patrimonial por ação não devera ser superior a 120% do valor patrimonial da ação.

Já a segunda estratégia, segundo (GRAHAM, 2007, p.386), visa auxiliar os investidores que não possuem tempo para se dedicar a análise dos investimentos, as regras descritas são:

- a) o carteira do investidor deve conter entre 25% e 75% de investimentos em ações, o restante deve ser alocado em investimentos de renda fixa de risco baixo, desta forma o investidor estará menos exposto aos riscos de mercado inerentes a operações em bolsa de valores;
- b) deve-se estabelecer uma periodicidade para revisar a carteira, assim garantira que o investidor sempre estará com os melhores ativos que se enquadram ao seu portfólio de investimento;
- c) evitar ações que estejam em crescimento, pois ações em forte crescimento geralmente segundo Graham (2007, p.118) são ações que estão sendo muito requisitada pelos investidores, correndo o risco assim de se ter um ativo com seu preço supervalorizado;
- d) portfólio de ações deve estar entre 10 e 30 ativos diferentes, pois para Graham (2007,p336) um investidor com uma carteira de ativos entre dez e trinta terá seu risco diluído, de forma que mais de trinta ativos torna-se o acompanhamento das ações difícil, e menos de dez ativos torna a carteira com um risco maior;
- e) adquirir ações apenas de empresas com valor de mercado superior a R\$2 bilhões, garantindo assim empresas de grande porte, que já esta consolidada no seu setor;
- f) as empresas devem apresentar lucros crescentes e com um crescimento de no mínimo de 33% no Lucro por Ação nos últimos dez anos;

- g) índice preço/lucro deve ser inferior a 15 vezes o lucro por ação médio dos últimos 3 anos;
- h) o passivo exigível de longo prazo deve ser menor que o volume do capital de giro;
- i) o ativo circulante deve ser 200% superior ao passivo circulante;
- j) a empresa deve ter um histórico de pagamento de dividendos constantes nos últimos dez anos.

Segundo Mizrahi (2009) o investidor deve buscar empresas cujo lucro possa se apresentar previsível e com taxas de crescimento constante, desta forma devem-se selecionar empresas que demonstrem e conseguem elevar seus lucros a uma taxa média anual de no mínimo 10% durante os últimos dez anos, como também em empresas que foram capazes de produzir um ROE (Retorno sobre o patrimônio) acima de 15% ao ano.

Para Mizrahi (2009) o ROE indica a forma como o setor administrativo da empresa esta administrando os ativos trabalhados e quais o ganhos auferidos aos acionistas em porcentagem. Ainda de acordo com o autor, pode-se também utilizar o ROE para comparar a lucratividade de quais quer empresas independente do setor da economia em que atua. “Se você possuir um negócio que gera de 20% a 25% de retorno sobre o patrimônio líquido, o tempo será seu amigo. Mas o tempo será seu inimigo se o dinheiro estiver em um negócio de baixo retorno”. (BUFFET apud MIZRAHI, 2009, p.123).

Finalizando, esse autor complementa que se seguir estes passos iniciais o investidor já terá reduzido seu campo de análise em mais de 80%. Focando agora apenas em empresas que possam realmente proporcionar os rendimentos desejados com uma margem de segurança.

4.2.3 Projeção do EPS (lucro por ação)

Como já demonstrado anteriormente a importância do EPS para a análise abordada neste trabalho, para Mizrahi (2009) a primeira projeção a ser feita para determinar o preço a ser pago pela ação será a do crescimento do EPS para os próximos cinco anos.

Para realizar tal análise deve-se inserir uma margem de segurança, nas projeções, pois parte-se da premissa que o futuro não será tão bom quanto os dias atuais, desta forma a projeção do EPS deve ser conservadora porém de uma forma que consiga captar bem o desempenho do passado da empresa. (MIZRAHI, 2009).

Desta forma ainda segundo o autor para se projetar o EPS de forma conservadora será utilizada apenas duas variáveis:

- a) se o crescimento médio do EPS da empresa analisada for superior a 15% ao ano nos últimos dez anos, deve-se utilizar como base a projeção futura de crescimento do EPS de 15%;
- b) se o crescimento médio do EPS da empresa analisada for inferior a 15% ao ano nos últimos dez anos, deve-se utilizar como base a projeção futura de crescimento do EPS de 10%.

Desta forma será obtido o EPS estimado no final do 5º ano, e a soma de todos os EPS distribuídos pela empresa no período.

4.2.4 Projeção do P/L

Outra análise de suma importância abordada por MIZRAHI (2009) é a projeção de crescimento do P/L para os próximos cinco anos. Da mesma forma que a projeção do EPS utilizou uma metodologia conservadora, a projeção do P/L também contara com uma margem de segurança.

Historicamente, o mercado de ações obteve uma média de P/L de 17 nos últimos 50 anos. Muito poucas empresas foram capazes de negociar a um P/L igual ou maior do que 17 por um período muito longo. Se o P/L da empresa for menor que 20, utilizaremos uma margem de segurança e uma projeção de P/L mais modesta, de 12. (MIZRAHI, 2009, p.155).

Tal estimativa dar-se-á pela:

- a) se o P/L atual da empresa analisada for superior a 20, será utilizado para projeção um P/L de 17;
- b) se o P/L atual da empresa analisada for inferior a 20, será utilizado para projeção um P/L de 12.

4.2.5 Cálculo da projeção do preço do ativo

De posse da projeção do EPS para o final do 5º ano, e da projeção do P/L, Mizrahi (2009) instrui calcular o preço do ativo no final do 5º ano, ou seja será feita uma projeção com margem de segurança de quanto estará valendo o ativo no final do período estimado de 5 anos.

Ainda de acordo com o autor para tal será utilizado a formula:

$$PREÇO DO ATIVO = P/L \text{ PROJETADO} \times EPS \text{ DO FINAL DO 5º ANO} \quad (2)$$

Ou seja, com esta forma saberemos qual a projeção para a cotação do preço do ativo no final do 5º ano, fazendo a multiplicação do índice P/L que foi calculado anteriormente pelo valor do lucro por ação estimado para o final do 5º ano.

4.2.6 Cálculo dos lucros pagos em forma de dividendos

Ao longo do tempo as empresas pagam parte de seus lucros em dinheiro aos acionistas, também conhecido como dividendos. Deve-se analisar qual é a política de distribuição de dividendos da empresa para saber qual o percentual do lucro obtido será revertido em forma de dividendos.

De posse da porcentagem dos lucros que serão pagos em forma de dividendos deve-se multiplica-lo pela soma dos EPSs estimados dos cinco anos projetados. Desta forma será obtido o quanto o investidor recebera de dividendos no período projetado.

Deve-se utilizar a formula:

$$DIVIDENDOS \text{ PROJETADOS} = \sum EPS \times \% \text{ DISTRIBUIÇÃO DE DIVIDENDOS A RECEBER} \quad (3)$$

Como já foi dito o EPS, é o lucro por ação, ou seja, será o lucro auferido pela empresa dividido pelo numero de ações existente, quando este é multiplicado pela porcentagem de dividendos pago pela empresa, obter-se-á o quanto o investidor recebera de dividendos por ação até o final do período analisado.

4.2.7 Preço total da ação

Ao somar o preço da ação no final do quinto ano ao valor dos dividendos distribuídos durante o mesmo período, será obtido o preço total das ações no final do quinto ano. (MIZRAHI, 2009).

Desta forma se a empresa analisada aumentar seu EPS nos próximos cinco anos à taxa projetada a um P/L projetado, o preço futuro das ações será obtido pela equação:

$$\text{PREÇO TOTAL DAS AÇÕES} = \text{PREÇO DA AÇÃO NO FINAL DO 5º ANO} + \text{TOTAL DOS DIVIDENDOS DISTRIBUÍDOS NO PERÍODO} \quad (4)$$

4.2.8 Preço máximo a pagar para obter o retorno desejável

Segundo Mizrahi (2009) este é o passo que difere esta análise das demais análises fundamentalistas, pois será obtido o valor máximo que o investidor poderá pagar pelo ativo, para que no final do período projetado, tenha-se tido o retorno esperado.

Para tal ainda segundo o autor deve-se utilizar um prêmio de risco de no mínimo 6% ao ano, desta forma a rentabilidade almejada devera ser o prêmio de risco acrescido da taxa de retorno do *benchmark* escolhido para referenciar o estudo.

Deste modo a formula a ser utilizada devera ser calculada, dividindo o preço da ação no final do 5º ano pelo índice de retorno esperado em cada um dos cinco anos.

$$\begin{aligned} \text{Índice de retorno} &= (\% \text{ de retorno esperada}/100)+1 \\ \text{Preço máximo a pagar pela ação} &= PA/IR \end{aligned} \quad (5)$$

Onde:

PA= Preço da ação no final do período estipulada

IR= Índice de retorno ^ numero de períodos.

^ = Sinal de que um numero esta sendo elevado a outro

Para a realização dos objetivos propostos, inicialmente buscaremos informações das empresas listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, identificaremos inicialmente as empresas que seus balanços patrimoniais dos últimos dez anos, e dentre estas empresas selecionar as tenham elevado seus lucros a uma taxa média de 10% ao ano nos últimos dez anos e empresas que elevaram o seu ROE em 15% ao ano em média nos últimos dez anos.

Após esta primeira pré-seleção, iremos escolher para realizar a análise as empresas em que o seu setor nos é mais entendido. Inicialmente iremos a calcular a projeção de crescimento do EPS para os próximos cinco anos, em seguida faremos a projeção do crescimento do P/L para os próximos cinco anos. Passando a calcular o preço do ativo par o final do quinto ano.

A terceira parte dos cálculos, será encontrar os lucros pagos em forma de dividendo utilizando a formula apresentada, com a projeção concluída iremos obter o preço total da ação no final do quinto ano, conforme formula descrita anteriormente.

Para finalizar terá que ser calculado o preço máximo a ser pago pelo ativo na data de hoje para que tal investimento consiga ter o retorno esperado para os próximos cinco anos.

De posse destas informações produzidas o investidor estará munido de todo um conjunto de informações que permitirá a ele estabelecer quais as melhores empresas para se investir e qual o preço máximo que deverá ser pago pelo ativo para que o mesmo proporcione-lhe a rentabilidade desejada no período estipulado.

4.2.9 Análise empírica do método de Graham (2007) para o mercado de ações brasileiro

Embasado com todo o referencial teórico apresentado neste presente trabalho e seguindo os passos apresentados para a seleção das empresas que serão analisadas para compor a carteira pode-se reduzir o campo de empresas a se analisar.

Em Janeiro de 2014, segundo Bovespa (2016C), havia 302 empresas com suas ações negociadas na BM&FBovespa. Como dito por Graham (2007) deve-se buscar analisar inicialmente empresas que o investidor tenha afinidade, que conheça o negócio e entenda a sua funcionalidade. Partindo desse principio, ao montar uma estratégia de investimento sugerida nesse trabalho, buscou-se escolher empresas

cujo autor mais se identificava, e cuja área de atuação fosse de fácil entendimento e conhecimento.

Para tal análise, foi escolhida a área de tabaco como setor base para a pré-seleção da empresa que irá compor o portfólio. Assim sendo, apenas com este primeiro filtro foi reduzido em 96,98%, o número de empresas para análise. Onde inicialmente tinha-se um leque de seleção de 302 empresas agora se tem apenas 1 empresa segundo Bovespa(2016C) que se enquadra neste primeiro pré-requisito.

A empresa que será analisada será a Souza Cruz e todas as informações contábeis apresentadas neste trabalho referente a empresa foram retirada de seus relatórios financeiros divulgados anualmente e obrigatórios, disponíveis no site da empresa, na área destinada ao investidor, líder nacional nas vendas de tabaco, segundo Souza Cruz (2016a) a empresa detinha em 2014 78,4% do mercado brasileiro de tabaco, possuindo seis da dez marcas mais vendidas no Brasil.

A empresa apresenta todos os pré-requisitos levantados por Graham (2007), segundo Souza Cruz (2015) a empresa é líder de mercado, apresentando bons e consistentes históricos de distribuição de dividendos, tendo um Retorno sobre o Patrimônio Líquido dos últimos dez anos em média de 60%, tendo a média de crescimento de seu Lucro por ação de 10,27% ao ano, obteve um crescimento do seu Lucro Líquido de aproximadamente 231,42% nos últimos dez anos.

Abaixo é apresentada as tabelas de análise levando em consideração o método apresentado pela teoria de Graham (2007) para analisar uma empresa listada na bolsa de valores.

Na Tabela 1 foram apresentados os resultados contábeis da empresa durante o período analisado, na Tabela 2 calculamos o crescimento do EPS durante o período, na Tabela 3 foram consolidados os resultados, onde obteve-se uma média de crescimento do EPS durante o período de 10,75% ao ano, a média do EPS ao ano do período, a média do P/L em R\$ do, foi feita a projeção do EPS para os próximos anos de acordo com Graham (2007) onde o autor indica projetar o EPS com base no valor encontrado real, no caso analisado o valor foi de 10%, e projetado um P/L de R\$12,00 com base na média encontrada nos anos anteriores.

Tabela 1 - Dados contábeis Souza Cruz 2004-2013

ANO	Lucro Operacional	Lucro Líquido	EBITDA	Margem EBITDA	Geração de Caixa	EPS	P/L	ROE
2004	R\$ 963.000,00	R\$ 732.000,00	R\$ 1.111.000,00	32,0%	R\$ 780.000,00	R\$ 0,478	R\$ 7,94	45,29%
2005	R\$ 966.000,00	R\$ 693.000,00	R\$ 1.099.000,00	29,0%	R\$ 707.000,00	R\$ 0,453	R\$ 7,30	41,94%
2006	R\$ 1.102.000,00	R\$ 824.000,00	R\$ 1.232.000,00	29,0%	R\$ 855.000,00	R\$ 0,539	R\$ 8,62	49,04%
2007	R\$ 1.309.000,00	R\$ 1.034.000,00	R\$ 1.430.000,00	30,0%	R\$ 1.132.000,00	R\$ 0,676	R\$ 9,52	57,63%
2008	R\$ 1.604.000,00	R\$ 1.250.000,00	R\$ 1.740.000,00	33,0%	R\$ 1.621.000,00	R\$ 0,818	R\$ 7,71	58,71%
2009	R\$ 1.890.000,00	R\$ 1.485.000,00	R\$ 2.034.000,00	35,1%	R\$ 1.616.000,00	R\$ 0,972	R\$ 9,32	78,34%
2010	R\$ 1.941.000,00	R\$ 1.450.000,00	R\$ 2.095.000,00	38,0%	R\$ 1.546.000,00	R\$ 0,948	R\$ 15,84	69,19%
2011	R\$ 2.186.000,00	R\$ 1.603.000,00	R\$ 2.357.000,00	42,5%	R\$ 1.806.000,00	R\$ 1,050	R\$ 19,22	77,06%
2012	R\$ 2.375.000,00	R\$ 1.641.000,00	R\$ 2.546.000,00	41,5%	R\$ 1.872.000,00	R\$ 1,070	R\$ 26,28	69,35%
2013	R\$ 2.478.000,00	R\$ 1.694.000,00	R\$ 2.635.000,00	41,9%	R\$ 2.274.000,00	R\$ 1,110	R\$ 20,60	69,42%

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Tabela 2 - Crescimento do EPS no período de 2004-2013

Crescimento do EPS
-5,230%
18,985%
25,417%
21,006%
18,826%
-2,469%
10,759%
1,905%
3,738%

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Tabela 3 - Consolidação dos resultados

Media de crescimento do EPS	Média EPS	Média P/L	Projeção EPS	Projeção PL
10,759%	R\$ 0,883	R\$ 9,42	10%	R\$ 12,00

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Na Tabela 4 foi feita a projeção do EPS para os cinco anos subsequentes a análise, fazendo sua consolidação na Tabela 5 onde é apresentado a somatória resultante dos EPS dos anos projetados, bem como apresentando a receita oriunda de dividendos. Na Tabela 6 foi apresentada a projeção para o valor da ação no final do quinto ano onde o valor encontrado é a projeção do P/L multiplicado pelo valor encontrado do EPS no final do quinto ano, encontrando assim que o preço do ativo no final do quinto ano será de R\$17,03.

Tabela 4 - Projeção do EPS para os Próximos 5anos

ANO	projeção de 10%	EPS estimado no final de cada ano
1	R\$ 0,971	R\$ 0,971
2	R\$ 1,068	R\$ 1,068
3	R\$ 1,175	R\$ 1,175
4	R\$ 1,293	R\$ 1,293
5	R\$ 1,422	R\$ 1,422

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Tabela 5 - Receita de dividendos durante os próximos 5 anos

Somatório do EPS 5 anos		Receita de dividendos	
R\$	5,930	R\$	5,337

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Tabela 6 - Preço da ação no final do 5º ano

Preço da ação no final do 5º ano	
R\$	17,06

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Na Tabela 7 foi encontrado o valor final do preço da ação no final do quinto ano. Este preço foi calculado a partir da somatória do valor obtido na tabela 6 e o valor da receita oriunda de dividendos encontrada na tabela 5. Na tabela 8 foi projetado o preço máximo que o investidor poderá pagar pelo ativo para que ele tenha um retorno estimado de 10% ao ano durante cinco anos, desta forma o preço alvo calculado foi de R\$13,81, ou seja, para que o investidor tenha um retorno de no mínimo 10% ao ano durante cinco anos ele poderá comprar o ativo por um preço máximo de R\$13,81.

Tabela 7 - Projeção do preço da ação no final do 5º ano

PREÇO TOTAL DAS AÇÕES NO FINAL DO 5º ANO	
R\$	24,33

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Tabela 8 - Preço máximo a se pagar pelo ativo

PREÇO MÁXIMO	
R\$	13,81

Fonte: Elaborada pelo autor com dados extraídos de Souza Cruz (2015)

Na Figura 24 tem-se as cotações diárias do ativo analisando Souza Cruz, cujo código de operação na Bovespa é CRUZ3. Pode-se destacar que o preço do ativo começa o ano de 2014 cotado á R\$21,52, porem este ativo teve uma condição especial que foi de que a empresa optou em 1º de Dezembro de 2015 comprar todas as ações disponíveis no mercado, passando a ser segundo Souza Cruz (2016) uma

Sociedade Anônima de Capital fechado, onde o preço de compra do papel foi de em média 27,56 conforme dados obtidos através do Homebroker do autor, porem a ideia inicial da empresa era retirar suas ações de circulação a um preço de R\$ 26,75, segundo dados do Infomoney (2015).

Figura 24 - Histórico de cotação Souza de Jan 2014 a Dez 2015



Fonte: Elaborado pelo autor com dados extraídos de Home Broker (2015)

Desta forma tem-se, uma valorização do ativo de aproximadamente 28,06% em aproximadamente dois anos. A imagem 24 retrata bem esta elevação nas cotações do preço do ativo, onde pode ser observado um salto das cotações principalmente no início de 2015.

5 CONCLUSÕES

O presente trabalho apontou quais as “escolas” de análises mais usuais nos tempos atuais, sendo elas a Análise Técnica e a Análise fundamentalista abordou a análise criada por Benjamin Graham, onde faz-se análise fundamentalista das empresas, buscando seu valor intrínseco, de forma a tornar o investimento o mais simples e rentável possível.

Portanto, na direção levantada no presente trabalho, destacou-se que o objetivo geral do mesmo foi fazer a verificação da eficiência do modelo de investimento em valor proposto por Graham (2007) para o mercado brasileiro. Foi evidenciado que o modelo é adequado para determinar o valor intrínseco das empresas, bem como, o valor máximo de aquisição para a obtenção de um retorno pré-estabelecido.

Seguindo estes princípios, foram levantados os dados de uma empresa que se enquadrava nos pré requisitos estabelecidos por Graham(2007), foi feita sua análise, da foram exata cujo referencial teórico instrui, e os resultados obtidos, confirmaram que, tal técnica de análise é facilmente aplicada no mercado brasileiro, e seus resultados são positivos e maiores que o benchmarking pré estabelecido de títulos do tesouro com remuneração básica a taxa SELIC.

A partir dos dados analisados no presente trabalho, tendo como base o texto central “O Investidor Inteligente”, 2007, de autoria do investidor Benjamin Graham, pode-se fazer uma análise sólida com bases fundamentalistas, observando sempre os requisitos apresentados por Graham (2007).

A análise iniciou a partir da seleção de uma empresa na qual seu negócio fosse de fácil entendimento, e que fosse uma líder de mercado. Com estes filtros iniciais foi escolhida a empresa Souza Cruz S/A para ser analisada. A Souza Cruz é a líder nacional em seu setor, possuindo segundo Souza Cruz (2016) 78,4% do mercado nacional de venda de cigarros. Ao fazer uma análise do setor ficou constatado que o restante do mercado de cigarro era pulverizado, ou seja, os 21,6% restante do mercado brasileiro de cigarro é dividido entre inúmeras empresas, sem haver nenhuma que apresente real risco ao mercado da Souza Cruz.

Ao selecionar os dados contábeis da empresa, ficou evidenciado por a mesma é a maior empresa do seu setor, constatou-se que ela possuía uma média de 60,62% de retorno sobre o patrimônio líquido, entre os anos de 2004 e 2013, que

segundo Toro Radar (2016), o retorno sobre o patrimônio líquido mensura a rentabilidade de uma empresa, de forma a evidenciar o quanto de lucro é gerado pela empresa, a partir dos recursos aportados pelos cotistas. Desta forma pode-se, concluir que a Souza Cruz foi capaz de dar R\$0,60 de retorno para cada R\$1,00 investido.

Observa-se também que a geração de lucro da companhia apresentou projeções crescentes dentro do período analisado, apresentando um crescimento de 131,42% na geração de lucro no período dando um salto de R\$732.000,00 em 2004 para R\$1.694.000,00 em 2013.

Os dados obtidos nas análises sinalizaram que para se ter um retorno de 10% ao ano, durante cinco anos, o investidor poderia pagar no máximo um preço de R\$13,81 pelo ativo. Vale lembrar que este valor já considera as premissas abordadas por Graham (2007) de incluir uma margem de garantia a fim de mitigar o risco de o investidor ter calculado suas projeções erroneamente.

Desta forma pode-se destacar que no início do período de 2014 o ativo estava cotado a R\$17,63 um preço 27,66% superior ao preço pré-estabelecido pelas análises. Desta forma, o investidor deverá esperar a cotação do ativo se aproximar do valor projetado.

Porém, a empresa analisada fez a retirada e suas ações de circulação o que interferiu na continuidade do andamento do mercado, porém ao se analisar o preço em que a Souza Cruz fez a oferta de compra dos ativos em negociação de R\$26,75 percebe-se que o preço é próximo ao preço encontrado nas análises como cotação projetada da empresa para ano de 2018.

Desta forma, pode-se concluir que, apesar de este ativo não ter dado ponto de entrada embasado pelas análises, a teoria de Graham (2007) é amplamente aplicada ao mercado acionário brasileiro, e que os valores encontrados como valores reais da companhia estão bem próximos do valor calculado por ela própria ao fazer a oferta de compra das ações. Desta forma, qualquer investidor que for investir no mercado financeiro e tomar como base as análises de Graham (2007) estará amplamente amparado, por um método eficiente e eficaz, que otimizará os ganhos, mitigando-se ao máximo o risco inerente ao mercado.

Talvez a maior dificuldade do investidor seja encontrar empresa que disponibilize os dados financeiros de pelo menos dos últimos dez anos. É bem visto que o mercado de ações brasileiro está cheio de ações sendo negociadas a baixo

do valor intrínseco do negócio. Permitindo que o investidor tenha bons Lucros no longo prazo, principalmente, com taxas de juros tão elevadas como nos dias atuais, o que torna o custo de capital mais elevado.

REFERÊNCIAS

ABE, Marcos. **Manual de análise técnica**. 4. ed. São Paulo: Novatec, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. **Bases conceituais do processo de avaliação de empresas**. 2010. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/painelCias.aspx?op=vm>>. Acesso em: 7 mar. 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

BM&FBOVESPA. **Conceitos fundamentais**: mercado de ações: fundamentos e definições. 2015c. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/Pdf/ConceitosFundamentais.pdf>>. Acesso em: 28 set. 2015.

BMF&BOVESPA. **Cotações históricas**. 2015b. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/saiba-os-riscos-de-investir.aspx?idioma=pt-br#>>. Acesso em: 27 abr. 2015.

BMF&BOVESPA. **Empresas listadas**. 2016C. Disponível em: <http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em: 29 de maio 2016.

BMF&BOVESPA. **Saiba os riscos de investir em ações 2015**. 2015a. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/pt-br/mercados/acoes/saiba-os-riscos-de-investir.aspx?idioma=pt-br#>>. Acesso em: 27 abr. 2015.

BRADESCO CORRETORA. **Apostila de análise fundamentalista**. 2015. Disponível em: <https://www.bradesco corretora.com.br/static_files/Corretora/PDF/Apostila_Guia%20de%20An%C3%A1lise%20Fundamentalista.pdf> . Acesso em: 23 de set. 2015.

BRADESCO CORRETORA. **Conceito de risco**. 2016a. Disponível em: <<https://www.bradesco corretora.com.br/corretora/default.aspx?vnextoid=1e50bd498302b210VgnVCM1000000d23dc0aRCRD>>. Acesso em: 24 abr. 2016.

BUFFET, Warren E. The Superinvestors of Graham-and-Doddsville. **Hermes**, Columbia Business School Magazine, New York, 1984. Disponível em: <<http://www.safalniveshak.com/wp-content/uploads/2011/10/The-Superinvestors-of-Graham-and-Doddsville-by-Warren-Buffett.pdf>>. Acesso em: 15 maio 2015.

CHAVES, Daniel. **Análise técnica e fundamentalista**: divergência, similaridade e complementariedades. Monografia-Departamento de Administração da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2004. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/tcc/trabalhos/Artigo-DanielChaves-2004.pdf>> Acesso em: 29 set.2015.

CORREIA, Joselito.S. **Operando na bolsa de valores utilizando a análise técnica**. 4. ed. São Paulo: Novatec, 2013.

DAMODARAM, Aswath. **A avaliação de empresas**. 2.ed São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAM, Aswath. **Avaliação de investimentos**: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DEBASTIANI, Carlos Alberto. **Candlestick**: um método para ampliar lucros na Bolsa de Valores. São Paulo: Novatec, 2007.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro**: produtos e serviços. 17. ed. Rio de Janeiro. Qualitymark, 2008.

GRAHAM, Benjamin. **O investidor inteligente**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

HAGSTROM, Robert G. **O jeito Warren Buffett de investir**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2008.

INSTITUTO ASSAF. **Análise do preço/lucro (P/L) de ações**. 24 nov. 2010. Disponível em: <http://www.institutoassaf.com.br/downloads/ANALISE_24_NOVEMBRO_2010_v2.pdf>. Acesso em: 28 set. 2015.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil a econômica. São Paulo: Atlas 2001.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços**: abordagem básica e gerencial. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008.

MIZRAHI, Charles S. **Monte uma carteira vencedora**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.

PENTEADO, Marcos. **Uma avaliação estatística da análise gráfica no mercado de ações brasileiro á luz da teoria dos mercados eficientes e das finanças computamentais**. Dissertação (Mestrado em Administração de Empresas) – Departamento de Administração da faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12139/tde-03032009-103053/pt-br.php>>. Acesso em: 29 set. 2015

PINHEIRO, Juliano Lima. **O mercado de capitais e o financiamento das empresas**. Disponível em: <http://www.apimec.com.br/ApimecMG/show.aspx?id_materia=35857>. Acesso em: 3 maio 2016.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation**: como precificar ações. São Paulo: Globo, 2007.

QUIRINO, Raphael de S. Lima. **Mercado de capitais**: a contabilidade como ferramenta para investimentos de bolsa de valores. 2012. Monografia (Conclusão de curso) – Pontifícia Universidade Católica de Minas Gerais, Instituto de Ciências Econômicas e Gerenciais, Belo Horizonte, 2012.

RAMALHO, Igor. **12 Tipos de investimentos que você precisa conhecer**. 2016. Disponível em: <<http://hcinvestimentos.com/2014/08/12/riscos-acoes-renda-variavel/>>. Acesso em: 3 maio 2016.

ROCHA, André. **A importância do lucro na análise fundamentalista**. 30 Jan. 2013. Disponível em: <<http://www.valor.com.br/valor-investe/o-estrategista/2990418/importancia-do-lucro-na-analise-fundamentalista>>. Acesso em: 28 set. 2015.

SOUZA CRUZ. **A empresa**. 2016b. Disponível em: <http://www.souzacruz.com.br/group/sites/SOU_7UVF24.nsf/vwPagesWebLive/DO7V4L37?opendocument> Acesso em: 30 maio 2016.

SOUZA CRUZ. **Investidores**. 2016a. Disponível em: <http://www.souzacruz.com.br/group/sites/SOU_7UVF24.nsf/vwPagesWebLive/DO7V4L24?opendocument>. Acesso em: 30 maio 2016.

TIBÚRCIO, Cesar. **Lucro por ação**. 13 Abril 2012. Disponível em : <<http://www.contabilidade-financeira.com/2012/04/lucro-por-acao.html>>. Acesso em: 28 set. 2015.

TORO RADAR. **ROE**. Retorno Sobre o Patrimônio Líquido. 2016. Disponível em: <<http://www.tororadar.com.br/investimento/analise-fundamentalista/roe-retorno-sobre-o-patrimonio-liquido>>. Acesso em 30 maio 2016.

VIDOTTO, Rodrigo Silva; MIGLIATO, Antônio Luiz Tonissi; ZAMBON, Antonio Carlos. O Moving average convergence-divergence como ferramenta para a decisão de investimentos no mercado de ações. **RAC**, Curitiba, v. 13, n. 2, art. 7, Abr./Jun. 2009. Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/rac>>. Acesso em: 05 jun. 2015.

WOLFFENBÜTTEL, Andréa. **O que é? Dividendos**, Brasília, v.29. ano, 3. 2006. Disponível em : <http://www.ipea.gov.br/desafios/index.php?option=com_content&view=article&id=2121:catid=28&Itemid=23>. Acesso em: 28 set. 2015.