

ANÁLISE

FUNDAMENTALISTA

RASCUNHO

JOSÉ KOBORI

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Como OBTER uma performance SUPERIOR
e CONSISTENTE no MERCADO DE AÇÕES



ALTA BOOKS
E D I T O R A
Rio de Janeiro, 2019

RASCUNHO

Aos meus pais, José Suêo Kobori e Nobuko Hashimoto Kobori, que infelizmente partiram muito cedo, mas permanecem sempre em meu coração como exemplo de ética e trabalho. Ambos deram amor, educação e formação para eu chegar até aqui.

Aos meus filhos, Bryan, Melissa, Kevin, Eddie e Igor, a razão de tudo.

À minha linda e amável esposa, Carla, pelo amor, carinho, companheirismo e apoio em todos os momentos, principalmente nos mais difíceis, em que a definição “meu porto seguro” revelou-se literalmente a expressão mais verdadeira. Foi pelo apoio e incentivo dela que a versão original deste livro foi possível.

RASCUNHO

Agradecimentos

Escrever este livro, desde a sua versão original, só foi possível graças ao apoio, à colaboração e à confiança das pessoas que ajudaram a torná-lo uma realidade e acreditaram no projeto quando era apenas uma ideia, especialmente a minha esposa, Carla, minha grande incentivadora. Sua confiança, desprendimento e paciência foram fundamentais para a concretização deste trabalho.

Também foi especial o apoio do meu amigo Gustavo Cerbasi, que me permitiu viabilizar o projeto.

Aos meus amigos Rodrigo Abdalla, que leu o livro em primeira mão e me ajudou com suas opiniões, e Aquiles Farias pela gentileza de suas considerações.

À senhora Rita Araújo pela revisão do texto.

Aos meus sócios em diversas empresas, Fernando Cymrot, Vinicius Dias, José Damico e Renato Ferraz.

Ao meu grande amigo Alexandre Cordeiro e sua esposa, Débora, pelo apoio de sempre.

Agradeço pela companhia do dia a dia ao amável casal de amigos Robério e Regina Negreiros, sempre uma inspiração de trabalho, dedicação e amor à família.

Aos meus alunos do Ibmecc. Meus amigos professores e coordenadores.

Ao meu amigo e padrinho Flávio Augusto Peixoto Gomes e família.

Ao casal de padrinhos Rogério e Mara, amigos de sempre.

Ao casal de amigos Paulo Boscolo e Ana Cristina Galo Boscolo e família.

Ao meu amigo Alexandre Slhesarenko.

Aos meus amigos da Xerox do Brasil.

Agradeço a todos os meus investidores.

Agradeço a todos que, de alguma forma, fizeram parte de minha vida.

A todos aqueles que, de alguma forma, colaboraram para o êxito deste trabalho.

Prefácio

Qualquer investidor iniciante sabe que investir em ações requer bastante informação. Os investidores mais informados sabem também que mais importante do que ter a informação ou o acesso a ela é saber filtrá-la, analisá-la e digeri-la. Esse é o papel do analista: apresentar aos investidores conclusões obtidas a partir dos fatos, preferencialmente conclusões que ajudem a tomar boas decisões de investimento.

Dentre as grandes vertentes de análises praticadas pelo mercado, as duas maiores são a Análise Técnica, com suas técnicas objetivas e visuais de interpretação de tendências através de gráficos, e a Análise Fundamentalista, com seus amplos e menos frequentes relatórios sobre a gestão de empresas, sua saúde financeira, o potencial de resultados e projeção do valor das ações. Por ser mais simples de ser entendida, a Análise Técnica é dominada por um número maior de investidores. Porém, não vejo consistência em nenhuma estratégia que não envolva decisões baseadas nos dois tipos de análise. Antes de encontrar uma oportunidade através da Análise Técnica, é importante definir quais empresas pesquisar, papel que a Análise Fundamentalista cumpre muito bem.

Entretanto, quem começa a pesquisar sobre esse tipo de análise tende a desanimar diante da vastidão de conhecimentos e técnicas que a envolve. Não são apenas gráficos, mas também a contabilidade da empresa, sua estratégia financeira e comercial, seus concorrentes, a influência das variáveis macroeconômicas, a satisfação de seus clientes, o histórico de seus gestores... Enfim,

não é exagero definir que o escopo da Análise Fundamentalista é infinito. Por isso, mais importante do que saber como fazer uma análise é interpretar análises feitas por especialistas e tirar suas próprias conclusões, isto é, montar sua própria análise.

Fiquei feliz ao saber das intenções do meu amigo José Kobori, sócio da M&A – JK Capital, em produzir este livro, tanto por sua experiência em diversos bancos e fundos quanto pela oportunidade de oferecer aos leitores e investidores um tema sempre instigante e carente de bom conteúdo. Kobori ensina tudo de Análise Fundamentalista? Certamente não, pois isso tornaria o texto inviável, porém, ele ensina a pensar sobre as ferramentas básicas essenciais e a interpretar relatórios de especialistas, provocando o leitor a não se contentar com qualquer relatório em mãos. Estou certo de que, com o livro, o leitor será estimulado a se aprofundar mais nas informações, refinar suas pesquisas, decidir com base em referências mais consistentes. Afinal, uma boa escolha é a essência de um investimento rentável.

Gustavo Cerbasi

www.gustavocerbasi.com.br

Sumário

Introdução	xv
PARTE I: O QUE É IMPORTANTE ENTENDER	1
Capítulo 1: Entendendo o Ambiente de Investimento	3
O Ambiente Macroeconômico	4
Política Econômica Brasileira	5
Metas de Inflação	5
Câmbio Flutuante	6
Superávit Primário	6
O Ambiente Setorial	7
O Ambiente Empresarial	9
Ambiente Macroeconômico	14
Ambiente Setorial	14
Ambiente Empresarial	14
Capítulo 2: Entendendo o Retorno	17
O Conceito de Retorno	17
As Fontes de Retorno	17
O Retorno Esperado	18
O Valor do Dinheiro no Tempo	19

Valor Futuro	19
Valor Presente	20
Capítulo 3: Entendendo o Risco	21
O Que É Risco?	21
Breve História do Risco	21
Definição	22
Como Mensurar o Risco	22
O Significado do <i>Beta</i> (β)	24
Risco Específico e Risco Sistemático	25
Capítulo 4: Entendendo as Ferramentas Conceituais	27
CAPM	28
<i>BETA</i> (β)	31
O Significado do <i>Beta</i> (β)	31
WACC	32
Perpetuidade	33
Fórmula da Perpetuidade	33
PARTE II: FINANÇAS EMPRESARIAIS	37
Capítulo 5: Entendendo as Demonstrações Financeiras	39
Objetivos da Análise Financeira	39
Objetivos Empresariais	40
Balanço Patrimonial (BP)	40
Demonstrações de Resultado do Exercício (DRE)	48
Receita Operacional Bruta	50
Receita Operacional Líquida	50
Lucro Bruto	50
Lucro Operacional	51
Lucro Antes dos Impostos e Contribuições	52
Lucro Líquido	52
Demonstração do Fluxo de Caixa (DFC)	54

Capítulo 6: Analisando as Demonstrações Financeiras	59
Análise da Rentabilidade	59
Análise da Estrutura de Capital	71
Análise da Liquidez	76
Índice de Liquidez Seca	79
Índice de Liquidez Imediata	80
Índice de Liquidez Geral	82
Análise da Atividade	84
Prazo Médio de Estocagem	85
Prazo Médio de Recebimento	87
Prazo Médio de Pagamento	88
Ciclo Operacional	89
Ciclo Financeiro	89
Métodos de Análise de Desempenho	90
Análise Vertical	91
Análise Horizontal	92
Comentários	101
 PARTE III: EMPRESAS DEVEM CRIAR VALOR	 103
 Capítulo 7: Avaliação pelo Fluxo de Caixa	 105
Quanto Sobra “No Caixinha”?	105
Determinando o Fluxo de Caixa	107
Fluxo de Caixa de Financiamentos	113
Fluxo de Caixa de Investimentos	113
Projetando o Fluxo de Caixa Futuro	114
Determinando o Custo de Capital	124
Ajustando ao Risco	127
Comentários	131

PARTE IV: VANTAGEM COMPETITIVA **133**

Capítulo 8: Planejamento Estratégico Empresarial **135**

O Que Determina a Rentabilidade **136**

Estratégias Empresariais **143**

Estratégias Genéricas **144**

Estratégias Competitivas **146**

Conclusão **153**

PARTE V: FINAL **155**

Analisando a Análise – Um Caso Real **157**

Conclusão **164**

APÊNDICE 1: BOTTOM-UP BETA **169**

Ajustando o Beta para a Realidade **171**

A Teoria do *Bottom-up* Beta **172**

Cálculo do *Bottom-up* Beta **172**

APÊNDICE 2: O SR. MERCADO **177**

Bibliografia **181**

Índice **185**

Introdução

Será que existe uma forma segura e rentável de investir em ações? Esta é a grande questão e, provavelmente, o motivo que o levou a comprar este livro. Existem nas prateleiras das livrarias centenas de livros que tratam de técnicas de investimentos e a imensa maioria se propõe a ensinar fórmulas espetaculares de ganhar muito dinheiro em pouco tempo.

Se você comprou este livro com essa expectativa, sinto informar que essa técnica não existe, não com a segurança que gostaria. Mas se você, ao contrário da maioria, espera ler sobre como investir de forma segura com uma rentabilidade superior e consistente no mercado de ações, com certeza deve aproveitar os conhecimentos acadêmicos aplicados ao mercado que estão presentes aqui.

O grande equívoco dos investidores é a ansiedade em aferir rentabilidade no curto prazo e, lógico, com um nível baixo de risco. Esta seria a situação ideal. Afinal, quem não gosta de ganhar muito dinheiro em pouco tempo? Isto é possível? Sim. Mas com uma probabilidade muito pequena, ou seja, com um risco muito grande. Em um capítulo específico, constataremos que o risco nada mais é do que o desvio do seu objetivo, ou seja, a probabilidade de não atingir o resultado esperado.

Você pode ganhar milhões em pouquíssimo tempo. Por exemplo, jogando na Mega-Sena, sua probabilidade de ganhar com um jogo simples de seis números é de uma em mais de 50 milhões!

Com a popularização da bolsa, milhares de novos investidores acessaram o mercado de ações, acesso fortemente “turbinado” pelo *home broker*¹. Isto foi bom, pois desmistificou a visão que todos tinham de que a bolsa de valores era investimento só para ricos. Essa enxurrada de novos participantes acabou por aumentar a procura por técnicas capazes de ajudar na busca por rentabilidade sem muito esforço. Afinal, todos têm suas obrigações diárias e sobra pouco tempo para analisar os investimentos.

Após alguns acertos e muitos erros, a maioria desses novos participantes descobre que nem tudo é tão fácil como parece, e as “estórias” daquele vizinho, cunhado, primo, que ganhou muito dinheiro comprando e vendendo ações, tornam-se irreais, pois, depois de algum tempo, você verifica que esses que diziam ter encontrado a fórmula mágica de enriquecer em pouco tempo estão no mesmo emprego, fazendo a mesma coisa e agora “sem tempo” para investir na bolsa.

Nos programas de pós-graduação, MBA e CBA em finanças do Ibmecc – Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, nos quais ministro aulas, e na rotina de minha empresa, na distribuição de fundos de ações geridos com base somente em fundamentos empresariais, dou orientação e ênfase a importância do investimento em ações com horizonte de longo prazo.

Ao longo dos últimos anos, tenho notado uma importante mudança no comportamento dos investidores. Após a experiência especulativa, muitos já começam a duvidar das técnicas mirabolantes e buscam conhecimentos mais concretos e conservadores. Entre 2006 e 2012, em minhas palestras, notei que os participantes escutavam com certa ansiedade esperando aprender aquela fórmula mágica. No final, saíam decepcionados quando escutavam que, para investir com segurança e rentabilidade, era preciso paciência, disciplina e horizonte de tempo. Até hoje, nos eventos de educação financeira, para cada dez palestras sobre fórmulas para bater o mercado no curto prazo, há apenas uma com modelos e visão de longo prazo, baseada nos fundamentos dos negócios, e não em particularidades do mercado de investimentos.

1 Plataforma de compra e venda de ações pela internet.

Investir em ações nada mais é do que comprar participações em empresas, e este livro se propõe a ajudá-lo a fazer boas escolhas nesse sentido. É como se tornar sócio de seu cunhado, comprando uma parte da padaria dele. O que vai interessar, no final das contas, após pagas todas as despesas, é quanto dinheiro sobra no caixa, e quanto essa sobra de caixa o recompensa pelo investimento que fez no negócio.

No mercado de ações, em vários momentos, empresas são vendidas por um valor muito abaixo do razoável, ou seja, a bolsa é um local que lhe dá oportunidades de comprar barato participações em excelentes negócios. Esta é a grande vantagem a explorar, e é somente dessa forma que você deve ver a bolsa. Essa oportunidade, porém, praticamente inexistente com empresas de capital fechado. Voltando ao exemplo de seu cunhado, ele não venderia uma parte de sua padaria por um preço abaixo do valor real.

Warren Buffett² escreve no prefácio à quarta edição do livro *The Intelligent Investor*³:

Investir com sucesso ao longo de uma vida inteira não requer um quociente de inteligência estratosférico, uma visão empresarial incomum ou informações privilegiadas. Precisa-se de uma estrutura intelectual coerente para tomar decisões e ser capaz de não deixar que as emoções corroam esse arcabouço.

Lírio Parisotto⁴, considerado o maior investidor individual em ações no Brasil⁵, conta que, após alguns fracassos iniciais no mercado de ações, resolveu deixar de lado as “dicas” e se basear apenas em fundamentos para investir em ações. Hoje, ele tem seu próprio fundo de ações com um patrimônio líquido de R\$2,5 bilhões. Detalhe, Lírio é formado em medicina.

2 Warren Buffett é um investidor americano, o mais famoso fundamentalista e o homem mais rico do mundo.

3 Graham, Benjamin. 1894-1976. *O Investidor Inteligente* / Benjamin Graham; tradução de Lourdes Sette. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

4 Lírio Parisotto é o fundador da Videolar, maior fabricante nacional de CDs, DVDs e Blu-Ray, fundamentalista convicto, é considerado o Warren Buffett brasileiro.

5 Até a edição de 2011 deste livro.

Portanto, não é necessária a intelectualidade dos teóricos de finanças para ler o presente livro, ou para ser um bom investidor. Basta conscientizar-se de suas possibilidades e ter disciplina nas escolhas. Investir em ações é investir no longo prazo. Não se compra participações em empresas para revendê-las em seguida. A atitude recomendada, quando se encontra uma boa empresa, é a de ser sócio dela para sempre.

Este livro não se destina a comparações acadêmicas de modelos de avaliação, abordagens ou aprofundamento de teorias. O objetivo é trazer de forma simples e didática os conceitos de finanças. Não é um livro para especialistas, e sim um livro dedicado aos iniciantes, em que apresento conceitos financeiros abrangentes em uma linguagem simples e direta, permitindo uma leitura dinâmica e um aprendizado rápido das ferramentas utilizadas pelo mercado.

O livro se divide em cinco partes. Na primeira, vamos entender o que é importante antes de decidir investir, e os conceitos e ferramentas básicas. Na segunda, entenderemos as demonstrações contábeis e como interpretá-las. Na parte três, aprenderemos a determinar o fluxo de caixa da empresa e o método mais utilizado pelo mercado, o fluxo de caixa descontado. Na parte quatro, abordo sobre planejamento estratégico. A estratégia e a competitividade é que definem a confiabilidade e a durabilidade das projeções de resultados das empresas, o que faz com que elas tenham uma vantagem competitiva de longo prazo. Por fim, na parte cinco, vamos analisar uma análise real. Ao final, o leitor terá conhecimento suficiente para fazer uma avaliação simplificada de uma empresa, ler relatórios de analistas e atestar sua confiabilidade.

Desejo que, ao concluir a leitura, você tenha a segurança para investir em ações e tornar-se sócio dos melhores negócios do mercado com segurança e rentabilidade.

Boa leitura.

PARTE I

* * *

O QUE É IMPORTANTE
ENTENDER

Quando uma pessoa decide investir suas economias, o primeiro passo é entender o ambiente de investimentos. É muito comum tomar decisões de investimentos sem antes fazer uma análise do ambiente econômico, do setor e da empresa.

O ambiente econômico global, nacional e setorial vai influenciar os resultados das empresas e, por isto, é primordial que se faça uma análise criteriosa para que sua decisão tenha uma probabilidade maior de acerto.

As políticas econômicas têm uma grande influência, pois elas determinam a alocação de recursos na economia, ou seja, delas dependem a disposição de investimento das pessoas e empresas. As políticas governamentais influenciam todos os setores da economia, uns mais do que os outros. E é sua influência, positiva ou negativa, que se deve conhecer.

O ambiente da empresa é um fator crítico de sucesso para determinar sua lucratividade. O conceito de retorno, quais são suas fontes, o retorno esperado e o seu valor no tempo nos dizem quanto vale uma empresa e se é um bom investimento. O conceito de risco é importante, pois indica se podem ocorrer eventos futuros e incertos que reduzam o retorno esperado do investimento ou o próprio valor da empresa.

Ao fim desta Parte 1, vamos entender de forma simples as ferramentas conceituais utilizadas na análise fundamentalista.

Entendendo o Ambiente de Investimento

Entender o ambiente é a primeira tarefa para um bom investidor.

Um sistema econômico nada mais é do que pessoas e empresas que têm dinheiro sobrando emprestando para as pessoas e empresas que precisam de dinheiro adicional. Todos conectados pelos intermediários financeiros, conhecidos popularmente como bancos. Essa troca de dinheiro, dos que têm sobrando para os que estão precisando, tem um custo que conhecemos como taxa de juros, esta taxa é o preço do dinheiro.

O custo do dinheiro na economia é definido pelas políticas macroeconômicas. Conhecer as premissas utilizadas pelas autoridades governamentais na definição dessas políticas é imprescindível para entender como irão afetar a receita das empresas e quais serão os impactos nas suas despesas, bem como sobre seu custo de capital, quanto custa o dinheiro que financia a operação da empresa.

Como as políticas setoriais impactarão a procura pelos produtos do setor e como as políticas da empresa afetarão a conquista de novas receitas também são imprescindíveis para apurar qual será sua rentabilidade.

Se você entende e gosta de economia, leia os boletins nos jornais especializados ou as análises dos economistas dos bancos de investimentos e corretoras, pois lá estará a visão deles de quais serão os impactos das políticas econômicas e governamentais sobre os diversos setores da economia.

Se você não entende ou não gosta muito de economia, o seu banco ou sua corretora publica as recomendações de seus economistas e gestores. Mas é importante uma noção básica para, pelo menos, ler os relatórios e, intuitivamente, entender quais serão os reflexos sobre os seus investimentos.

O Ambiente Macroeconômico

Todas as pessoas e empresas estão sujeitas à influência das políticas macroeconômicas globais e nacionais. As ações do FED (*Federal Reserve*), o Banco Central Norte-Americano, influenciam todo o mundo e, por consequência, as ações dos demais bancos centrais de outros países, incluindo o brasileiro. Por exemplo, se o FED baixar a taxa de juros, uma parte dos investidores americanos e os estrangeiros que investem lá provavelmente irão retirar seus recursos aplicados nos Estados Unidos e buscarão uma taxa de retorno melhor em outros países, dentre eles o Brasil, isso causará uma entrada maior de dólares com consequente influência em nossa economia, afetando muitas variáveis, como a taxa de câmbio, inflação, taxa de juros, balança comercial etc.

As decisões de investimentos são afetadas pelo ambiente macroeconômico, pois este define o “preço” do dinheiro na economia. Por exemplo:

- As pessoas só investem para obter retornos excedentes. Se eu tenho R\$100 e sei que a taxa básica de juros é 10%, então, para deixar o dinheiro rendendo juros, eu estou cobrando 10%. Para investir em outra alternativa, meu referencial será esse.
- As empresas só operam para dar um retorno aos seus proprietários/acionistas acima de seu custo de capital, que é superior à taxa básica de juros (conhecida em finanças como taxa livre de risco), ou seja, se a taxa básica for os mesmos 10%, só faz sentido a empresa existir para dar um retorno acima disso, do contrário, é melhor deixar o dinheiro “rendendo juros no banco”.¹

O ambiente macroeconômico define, em primeira grandeza, todos os custos da economia. A taxa de juros define o custo do dinheiro, a taxa de câmbio define os custos para aqueles que necessitam importar e os preços para aqueles que exportam, a inflação e o desemprego afetam o consumo das famílias e, consequentemente, as vendas das empresas.

¹ Empresas “grandes” oferecem retornos muitas vezes inferiores à taxa livre de risco da economia. O conceito é que as taxas de juros variam ao longo do tempo e, para obter retornos superiores, se deve operar as taxas de curto prazo, o que é difícil para grandes volumes de recursos devido à liquidez do mercado. Como investidor em ações, você pode escolher os momentos para colher os prêmios de retornos.

Quando decidimos investir em uma empresa, essa é a primeira análise a ser feita, como a operação da empresa será afetada em uma eventual mudança do ambiente.

Política Econômica Brasileira

A estabilidade econômica brasileira foi atingida com o plano real em 1994, e o principal motivo de seu sucesso foi eliminar a inflação e, com isso, dar capacidade de planejamento para todas as pessoas e empresas. Essa estabilidade advém da credibilidade das políticas econômicas e é amparada por metas claras a serem seguidas pelas autoridades responsáveis pela economia do país. A política econômica brasileira está baseada no tripé que vigora desde 1999: **metas de inflação, câmbio flutuante e superávit primário**. Sabendo que o Banco Central tomará as ações com base nesses objetivos, os agentes econômicos são capazes de se planejar com certo grau de confiabilidade. Essas políticas e a autonomia do Banco Central (BC) em cumpri-las são extremamente importantes na condução dos negócios empresariais no Brasil.

Metas de Inflação

Metas de inflação são a referência para a política monetária, ferramenta utilizada para controlar a liquidez na economia, ou seja, a quantidade de dinheiro disponível no mercado.

A meta de inflação é determinada pelo CMN (Conselho Monetário Nacional), e é uma atribuição do Banco Central, que se utiliza da política monetária para atingir seu objetivo.

Quando a economia está consumindo mais do que produzindo, ou seja, há um forte consumo sem a devida oferta de produtos na mesma proporção, os preços começam a aumentar, gerando inflação. Quando essa inflação caminha para fora da meta, o Banco Central utiliza a ferramenta disponível de política monetária, que é a taxa de juros. Essa taxa é elevada e o seu efeito na economia é retirar dinheiro em quantidades que diminuam o consumo e minimizem a pressão sobre os preços, reduzindo, assim, a inflação. Vejamos um exemplo:

- O crescimento da economia brasileira após o Plano Real é bastante consistente, pois está aumentando a renda da população e, consequentemente, o consumo. O aumento do consumo sem um aumento na produção e oferta de produtos em mesma proporção pressiona os preços, gerando inflação. O BC utiliza a política monetária para aumentar a taxa de juros, o que incentiva a população a aumentar a quantidade de dinheiro em aplicações financeiras, ou reduzir as compras a prazo, pelo aumento das taxas no crediário. Assim, o BC reduz a liquidez na economia e diminui a pressão da demanda sobre os preços dos produtos. Com essa estratégia, controla-se a inflação.

Câmbio Flutuante

Câmbio flutuante é deixar a cotação do dólar frente ao real ser determinada pelo mercado, pela lei da oferta e procura. Apesar disso, o BC pode entrar no mercado eventualmente, comprando ou vendendo moeda. Dessa forma, ele minimiza a volatilidade excessiva em determinados momentos.

Exemplo:

- Quando há crises ou incertezas momentâneas no mercado, os fluxos de capitais de outros países “saem do normal”. Isto gera um aumento ou diminuição na entrada e saída de dólares do país, fluxo este aumentado pela volatilidade da taxa de câmbio. Nesse momento, o Banco Central compra ou vende esse excesso de fluxo para minimizar esse movimento.

Superávit Primário

O superávit primário é a política de atingimento de saldo positivo entre arrecadação e despesa, excluindo o custo da dívida. Ele serve como uma sinalização para os investidores que o governo se preocupa em pagar sua dívida, e adota austeridade em suas contas, gerando um superávit que sinaliza, entre outras coisas: que ele não aumenta o déficit entre arrecadação e despesa, e gera resultados positivos que diminuem esse déficit.

Exemplo:

- Quando você gasta mais do que seu salário mensal, você precisa cobrir essa diferença com um empréstimo no cheque especial. No mês seguinte, se quiser diminuir sua dívida, você deverá, no mínimo, gastar menos do que seu salário, sem considerar os juros do cheque especial. Essa diferença é o seu superávit primário.
- O governo, para reduzir o risco de pagamento da dívida, precisa ter austeridade atingindo superávits primários.²

Entender os objetivos da política econômica brasileira nos dá a capacidade de projetar os resultados das empresas, pois sabemos as metas perseguidas pelas autoridades econômicas. Se os dados de inflação, divulgados periodicamente pela mídia, estiverem fora dos objetivos, acima da meta, saberemos que o Banco Central aumentará a taxa básica de juros para controlar a pressão sobre os preços e, com isso, trazer a inflação para a meta. Da mesma forma, sabemos que a política de câmbio flutuante deixará o preço do dólar ser definido pelo mercado e o BC intervirá somente para minimizar a volatilidade excessiva, já a meta de superávit primário manterá os gastos do governo sob controle.

O Ambiente Setorial

O ambiente macroeconômico define a disposição das pessoas em consumir e a das empresas em investir.

Feita a análise macroeconômica, deve-se analisar o ambiente competitivo dos setores da economia. Esta análise pode ser feita em consultas nos sistemas de informações financeiras como Valor Data, Cartezyan, AE Broadcast, Bloomberg, Economática, e nas entidades de classes setoriais e mídia especializada. Essas

² Entre 2009 e 2014, houve a vigência da chamada “Nova Matriz Econômica”, que se revelou desastrosa. Nesse período, foi abandonado principalmente o superávit primário, que acabou por afetar todo o tripé. Até o momento desta edição, 2018, estamos sob a chamada dominância fiscal, que resumidamente é a situação na qual o fiscal domina o monetário, ou seja, com uma dívida pública fora de controle, a política monetária tem um efeito contrário no controle da inflação, já que, ao subir os juros, a dinâmica da dívida ficará ainda pior, com aumento nos prêmios de risco, desvalorização do câmbio e deterioração geral das expectativas, o que acaba por ter o efeito inverso sobre as taxas de inflação.

informações também podem ser encontradas já analisadas e formatadas nos bancos de investimentos e corretoras.

Um setor, por definição, é um grupo de empresas com estruturas e produções similares, ou que fornecem bens e serviços que concorrem pelas preferências dos consumidores.

Analisar o ambiente setorial que se avalia investir é, antes de tudo, avaliar qual o seu estágio de crescimento: é um setor já maduro e se mantendo? Em declínio ou em forte expansão? As rentabilidades dependem dessas avaliações. Por exemplo, a indústria de fumo é um setor que já atingiu sua maturidade e está em declínio, e a expectativa é que existam cada vez menos consumidores para seus produtos, pois há uma forte campanha em toda a sociedade que desestimula novos consumidores, além de diminuir os atuais. Já a indústria de energia renovável e limpa está em forte expansão e deverá crescer nas próximas décadas.

Alguns aspectos que o investidor deve observar na análise:

- Taxa de crescimento do setor comparado à do PIB.

Se as empresas crescem as taxas menores que o PIB, é um sinal de que pode haver problemas estruturais no setor que o impedem de acompanhar o crescimento da economia; ou é um setor de produtos e serviços obsoletos, defasados tecnologicamente e em processo de substituição.

- Grau de protecionismo.

Um setor pode ter suas rentabilidades afetadas se seus produtos não são protegidos da entrada de concorrentes externos ou sofrem o protecionismo para entrar em outros mercados.

- Grau de fiscalização e regulação.

Setor sob forte influência de políticas governamentais tem suas operações e estratégias muito dependentes de influência política, com isso, sua previsibilidade de lucros é afetada.

- Futuro tecnológico.

Setor que pode sofrer substituição futura devido à obsolescência da tecnologia atual, seu negócio não só poderá ser afetado como também extinto.

O Ambiente Empresarial

O ambiente da empresa e a qualidade de sua gestão são ingredientes imprescindíveis para o seu sucesso. Isto não está aparentemente evidente em suas demonstrações financeiras, mas é extremamente importante conhecê-las antes de investir. É isto, essencialmente, que fará a diferença nos resultados futuros, que é o que interessa ao investidor.

Alguns itens que o investidor deve considerar:

- Quais as vantagens que a empresa estabeleceu no setor?
- Seus processos de trabalho são os melhores?
- Sua logística?
- Quais seus parceiros estratégicos? A parceria é vantajosa?
- Qual a composição da alta administração da empresa, sua experiência?
- Qual é o sucesso, a rotatividade dos executivos?
- A empresa se adapta rapidamente às mudanças de mercado?
- É inovadora?
- Motiva seus empregados?
- Motiva seus clientes?

Vamos a um exemplo analisando trechos de relatório da JK Global Partners SA³ sobre ambientes macroeconômicos, setoriais e empresariais. A análise é da matriz SWOT⁴.⁵

3 JK Global Partners SA é uma empresa de participações. Os nomes das empresas citadas no relatório são fictícios.

4 A matriz SWOT é uma ferramenta para fazer análise de ambiente (cenário), SWOT é uma sigla oriunda do inglês, é um acrônimo de Strengths (Forças), Weaknesses (Fraquezas), Opportunities (Oportunidades) e Threats (Ameaças). Forças e Fraquezas se referem ao ambiente interno, e Oportunidades e Ameaças ao ambiente externo.

5 Para confirmar o entendimento, leia um relatório atual de qualquer empresa. Você encontra facilmente na internet.

Análise de Investimento – Nemesis**MATRIZ SWOT****PONTOS FORTES**

Liderança nos mercados em que atua. A Nemesis, através de suas subsidiárias, é líder em praticamente todos os mercados nos quais desenvolve seus negócios. A Nemesis Implementos é a maior fabricante de implementos rodoviários da América Latina; a Neith é líder brasileira em fabricação de materiais de fricção; a Vulcan, na produção de sistemas de suspensões, eixos, vigas, cubos, tambores de freios e suportes para veículos; a Urano é líder na fabricação de freios a ar; e a Marte, no mercado de componentes para acoplamentos de veículos articulados em tecnologia de quinta-roda.

Elevada qualidade e tecnologia na fabricação de seus produtos. Sua longa experiência nos mercados de atuação proporciona alta qualidade e reconhecimento – por meio de certificações – a seus produtos. Além de possuir locais de desenvolvimento e testes de seus produtos, as sociedades e Joint Ventures com empresas estrangeiras proporcionaram transferência de tecnologia para a Nemesis – caso da Nemesis Veículos, Marte, Urano e, mais recentemente, da Neith e Vulcan.

Sólidas parcerias estratégicas. As parcerias internacionais realizadas pela companhia ampliam a confiabilidade e visualização dos seus produtos, além de abrir novos mercados. A Nemesis iniciou a utilização do modelo de Joint Ventures em 1986.

Ampla linha de produtos. A Nemesis é uma das empresas com portfólio mais amplo de produtos oferecidos aos seus clientes. A companhia não só possui vasta gama de opções de implementos e vagões ferroviários como atua em diferentes segmentos de mercado através de suas subsidiárias, em autopeças, consórcios e veículos fora-de-estrada.

Carteira de clientes bastante pulverizada. Devido à diversidade de operações e à característica do segmento de implementos rodoviários, a Nemesis tem, em sua carteira de clientes, montadoras de automóveis, caminhões, ônibus e semirreboques, além de transportadoras, varejistas e atacadistas de autopeças e milhares de transportadores autônomos.

Ampla rede de distribuição e comercialização. A rede de distribuição dos produtos Nemesis é ampla. No segmento de implementos, são utilizadas as “Casas” Nemesis, localizadas por todo o país, além da rede de distribuição e comercialização das con-

troladas Urano, Neith e Nemesis Sistemas de Aquisição. As subsidiárias de autopeças também utilizam como canais de venda oficinas autorizadas, distribuidores próprios e independentes, vendedores, representantes e transportadoras. Para atender ao mercado externo, a empresa possui escritórios internacionais e estabelece parcerias para montagem dos produtos fora do país.

Processo verticalizado de produção. A Nemesis adquire grande parte dos componentes utilizados na fabricação dos implementos de suas próprias subsidiárias – Neith, Urano, Marte e Vulcan -, o que reduz sensivelmente o risco de um aumento inesperado nos preços de aquisição destes e gera ganhos de escala na produção.

PONTOS FRACOS

Exposição do câmbio em algumas controladas. Algumas das empresas Nemesis, por terem grande parte de suas receitas vinculadas a moedas estrangeiras, estão sujeitas a riscos relacionados com a taxa de câmbio. As subsidiárias Neith e Urano são as que apresentam maior sensibilidade em seus resultados em relação ao câmbio.

Dependência das montadoras de caminhões. Como a Nemesis destina parte significativa de sua produção às montadoras de veículos pesados, uma desaceleração nas atividades destas poderia levar a uma consequente redução das compras junto à empresa.

OPORTUNIDADES

Queda nas taxas de juros no longo prazo e aumento nos prazos de financiamento.

A queda nas taxas de juros, além de propiciar investimentos em capacidade produtiva mediante captações de recursos menos onerosas, permite que as empresas invistam através de financiamentos mais acessíveis (linhas de financiamento específicas do BNDES em geral baseiam-se na TJLP), aumentando, assim, as vendas de caminhões e carretas. Como o Brasil apresenta as mais altas taxas de juros do mundo, a tendência no longo prazo é de queda em suas taxas, de forma que convirjam para valores semelhantes aos das economias com mesmo grau de risco.

Idade média elevada e necessidade de renovação da frota. A idade média da frota brasileira de veículos pesados é bastante elevada, em média de 18 anos ante uma média de 6 anos em países desenvolvidos como os EUA, o que amplia a demanda por sua renovação para que o transporte seja eficiente. Programas de financiamento lançados pelo governo nos últimos anos, como o Modercarga, o BNDES Caminhões e o Procaminhoneiro, são tentativas de agilizar este processo.

Investimentos em infraestrutura de transportes. O modal rodoviário é o meio de transporte mais utilizado no país, com uma participação de 58% na matriz. No entanto, as condições precárias das estradas demandam fortes investimentos. O Plano Nacional

de Logística e Transportes de abril de 2007 sinaliza uma destinação de aproximadamente R\$55,4 bilhões para a recuperação e construção de novas rodovias de 2008 a 2015, representando 54,7% do total de investimentos planejados para estrutura logística no período. Investimentos na melhoria das rodovias tornam o transporte por caminhão mais eficiente, seguro e econômico, impulsionando ainda mais o uso do modal.

Crescimento da economia e evolução no transporte de cargas. O maior crescimento do PIB e as expectativas de uma continuidade deste crescimento sinalizam que muita carga passará pelas rodovias brasileiras neste e nos próximos anos, impulsionando a venda de caminhões e implementos rodoviários.

Regulamentação do setor. Alterações na legislação vigente levarão a uma provável aceleração na demanda por caminhões. Dentre estas, destacamos a Resolução nº 258/07, que fixa tolerâncias para o peso sobre cada eixo nos caminhões e prevê a instalação de balanças para fiscalização do peso. Essas providências aumentam a demanda pelos veículos na medida em que reduzem a sobrecarga transportada, antes indevidamente, em um só caminhão.

AMEAÇAS

Redução da produção agrícola brasileira. Como parte representativa das receitas da companhia ainda está vinculada ao transporte da safra, um resultado muito ruim da colheita pode levar a uma menor venda de implementos para este segmento. No entanto, vale ressaltar que a companhia continuou a apresentar elevação em seus resultados por ocasião da quebra de safra ocorrida em 2005 e 2006, quando ampliou suas exportações mais do que compensando o efeito da redução na colheita em suas vendas.

Redução na taxa de crescimento da economia e elevação nos juros. Uma vez que o setor de transportes está altamente vinculado ao desempenho das atividades econômicas e da produção do país, uma redução no crescimento do PIB pode levar a uma redução no volume de carga transportada e consequente redução nas vendas de implementos e autopeças.

Elevação acentuada nos juros da economia. As compras de caminhões são, em sua maioria, financiadas, assim como a aquisição de implementos rodoviários, fazendo com que uma elevação significativa na TJLP implique em uma menor venda destes e das autopeças fornecidas pelas subsidiárias da Nemesis.

Elevação no preço dos principais insumos. Um aumento significativo no preço do aço, fundidos e pneus poderia levar a uma redução nas margens da Nemesis, na medida em que aumentaria o custo dos produtos vendidos.

TESE DE INVESTIMENTO

- A posição de liderança da companhia no Brasil reforça o reconhecimento de sua marca, a elevada escala das operações e a capacidade da empresa de obter rentabilidade e lucratividade superiores às de seus concorrentes transformam-na em um dos principais players mundiais de logística, com uma característica única de integração das cadeias de autopeças e fabricação de implementos;
- Atratividade do seu modelo de negócios, que se beneficia do crescimento e do desenvolvimento daqueles setores e segmentos da economia brasileira que se destacam no cenário mundial – setor primário, agroindústria, pecuária e mineração – e que demandam continuamente produtos da companhia;
- Necessidade de investimentos em logística e infraestrutura de transportes no Brasil, de forma a eliminar os gargalos de competitividade da economia, reduzir a idade média da frota de transporte rodoviário e ferroviário e incrementar a integração dos diferentes modais existentes implica benefícios diretos à Nemesis, principal fornecedora de implementos para o transporte rodoviário e com parcela destacada no mercado ferroviário;
- A acertada estratégia de verticalização e integração das atividades fabris, que lhe conferiu independência na produção de implementos e lhe proporcionou escala, permitindo expandir as vendas de autopeças e preservar mercados, tornando-a hoje a principal indústria de autopeças para veículos pesados de capital nacional;
- O sucesso da estratégia de internacionalização, através da criação de diferentes Joint Ventures com players de destaque e reconhecimento internacional, que transferiram tecnologia e facilitaram acesso a mercados de grande demanda.

Ambiente Macroeconômico

O relatório chama atenção para o cenário de **queda nas taxas de juros de longo prazo**, isso beneficiará as vendas da Nemesis, que comercializa implementos rodoviários e ferroviários, pois permitirá que seus clientes tenham acesso a linhas de financiamento menos onerosas, assim a receita da empresa tem grande probabilidade de aumentar. Cita também o **crescimento da economia e a evolução do transporte de cargas** pois, com o crescimento do PIB, a quantidade de carga transportada aumentará e, conseqüentemente, impulsionará as vendas de caminhões e implementos rodoviários. Como ameaça, analisa a situação inversa, ou seja, **a elevação dos juros e redução na taxa de crescimento do país** e também **a exposição do câmbio em algumas controladas**. O importante é que a análise macroeconômica mensura os impactos nos resultados da empresa e, conseqüentemente, em seu valor. Com essa análise, o investidor sabe exatamente a exposição da empresa, as incertezas do cenário econômico, quais as suas oportunidades e as ameaças.

Ambiente Setorial

O relatório cita os **investimentos em infraestrutura de transportes** como parte da política governamental do **Plano Nacional de Logística e Transportes**, esses investimentos tornam o modal rodoviário mais eficiente e reduz os custos do transporte, com isso, a empresa se beneficia vendendo mais caminhões e implementos. As alterações na legislação de **regulamentação do setor** também beneficiarão a empresa na medida em que a redução da sobrecarga exigirá mais veículos para transportar o mesmo volume, aumentando a demanda por caminhões. Como ameaça, uma **redução da produção agrícola brasileira** pode afetar as receitas da companhia, bem como uma **elevação no preço dos principais insumos**.

Ambiente Empresarial

O relatório destaca as principais vantagens da empresa que levam a recomendação de investimento, sua **liderança nos mercados em que atua**, a **elevada qualidade e tecnologia na fabricação de seus produtos**, suas **sólidas parcerias**

estratégicas, a **ampla linha de produtos**, uma **carteira de clientes bastante pulverizada**, seu **processo verticalizado de produção**, bem como a **ampla rede de distribuição e comercialização**. Como ameaça, sua **dependência das montadoras de caminhões**.

Entender o ambiente de investimentos é essencialmente saber o que estamos fazendo, onde decidimos investir nossos recursos. O ambiente econômico é favorável para o setor que estou investindo? O ambiente empresarial é favorável para gerar os lucros esperados?

Mensurar os impactos, favoráveis e desfavoráveis, da economia no setor e na empresa, é essencial para projetar os resultados e estabelecer concretamente seu potencial de crescimento e seu valor.

RASCUNHO