

**ANDRÉ S.
ALBERNAZ**

Sócio-Fundador da
Mineiro Invest

VALUATION SEM MISTÉRIO

APRENDA SOBRE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
E VÁ DO ZERO AO AVANÇADO



ALTA BOOKS
GRUPO EDITORIAL
Rio de Janeiro, 2023

Agradecimentos

Gostaria de agradecer à minha família pelo apoio incondicional. Foram anos estudando para construir materiais de alto nível aos meus fiéis amigos e alunos.

Tenho a sorte de contar com pais tão bondosos e pacientes.

Também gostaria de agradecer muito ao pessoal da Mineiro Invest, que tem realizado um trabalho muito profissional. É uma turma que tenho grande sorte de ter comigo. Tamo junto, galera!

Agradeço demais aos meus amigos que me chamam para jogar um futebol de vez em quando, que mandam ocasionalmente alguns memes engraçados, e aos que, por questões de afinidade de assunto, curtem uma conversa descontraída sobre mercado financeiro.

Os dias certamente seriam muito mais difíceis se vocês não estivessem comigo.

Quero agradecer também a todos os alunos dos cursos da Mineiro. Fico extremamente honrado de poder contar com uma turma tão boa! São realmente pessoas incríveis que querem fazer a diferença no mercado, quando tantos outros vendem “sonhos e fantasias mirabolantes”.

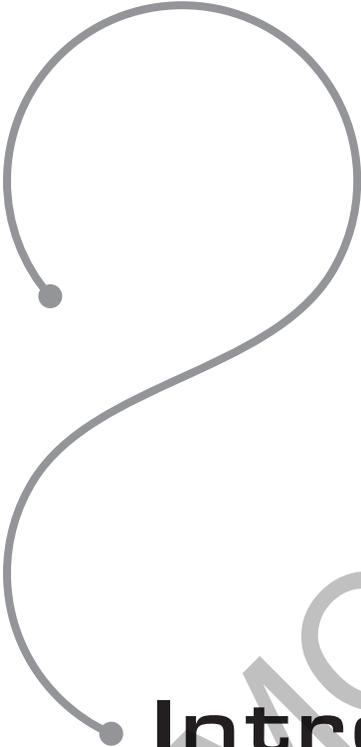
Vocês possuem visão diferenciada. Vocês são feras!

Agradeço também ao pessoal da Editora Alta Books pelo trabalho precioso e muito bem executado!



Sumário

Introdução	viii
Capítulo 1: Valuation: A arte de descobrir o valor das coisas	2
Capítulo 2: Contabilidade: A história que os números contam	10
Capítulo 3: FRE: Conhecendo o negócio a fundo	52
Capítulo 4: FCD: O modelo consagrado	68
Capítulo 5: Taxa de desconto: Um toque de arte no Valuation	82
Capítulo 6: Reinvestimento: Empresa que não reinveste não cresce	132
Capítulo 7: Crescimento: Até que ponto um negócio pode chegar	160
Capítulo 8: Projetando o valor	226
Capítulo 9: Diferentes negócios diferentes avaliações	270
Capítulo 10: TIR: Taxa interna de retorno	306
Capítulo 11: Curiosidades e o mito da análise relativa	314
Conclusão	326
Referências bibliográficas	330
Índice	333



Introdução

É com enorme prazer que nós, da Mineiro Invest, trazemos a você este livro com foco em aprendizado sobre um assunto fundamental para o investidor em ações individuais: **Valuation**.

Valuation (neste caso) nada mais é que a arte de avaliar empresas.

Pode-se dizer, sim, que é uma arte, porque boa parte dessa avaliação requer “**criatividade** com bom senso” do avaliador.

Valuation é um tema cercado de mitos e histórias de grande sucesso, em que avaliações de empresas realizadas ao tempo certo pelos investidores lhes trouxeram lucros extraordinários.

Não são raros os casos de grandes investidores que se apoiam em **Valuation**, e quando se trata de encontrar ações individuais com excelente potencial de valorização, ele é indispensável.

Já adianto que a estratégia de **Valuation** não serve para todos os investidores. Isso ocorre porque é uma estratégia que requer, de quem a utiliza, mais tempo e disposição para análise dos potenciais investimentos. E não são todos aqueles que dispõem de tempo e disposição para aprender um assunto um tanto quanto mais exigente.

Valuation é uma arte que faz mais sentido para aqueles que:

1. possuem mais afinidade com matérias como contabilidade, economia e matemática financeira;
2. gostam de estudar e estar sempre conhecendo coisas novas;
3. não têm “desprezo” por números.

A matemática exigida para se fazer a avaliação de empresas não é “coisa de outro mundo”. Na verdade, desse ponto de vista, a lógica é

Valuation: Do Zero ao Avançado!

bastante simples. Ou seja, conhecendo algumas poucas funções da matemática já é possível fazer avaliações financeiras de empresas.

Já adianto a todos vocês que, junto com este material, virão **tabelas** já prontas, **desenvolvidas pela Mineiro Invest**, para utilização na avaliação de empresas. Essas tabelas serão fundamentais, já que possuem uma estrutura simples e que será totalmente explicada neste livro.

As tabelas (juntamente com os livros das maiores autoridades em **Valuation** do Brasil e do mundo) são inclusive a base deste livro, e se você se dispuser a aprender a utilizá-las estará anos-luz à frente de outros investidores que nem sequer se dispõem a conhecer melhor as empresas nas quais investem.

Eu desejo que você faça um excelente proveito deste material, fruto de muito **estudo e pesquisa**. Confesso que não encontrei material com tamanha união entre **conteúdo de alto nível, praticidade e didática** no Brasil.

Procuramos ser o mais transparentes possível, fazendo analogias e dando exemplos bem básicos para que qualquer pessoa que esteja **começando do zero** consiga aprender.

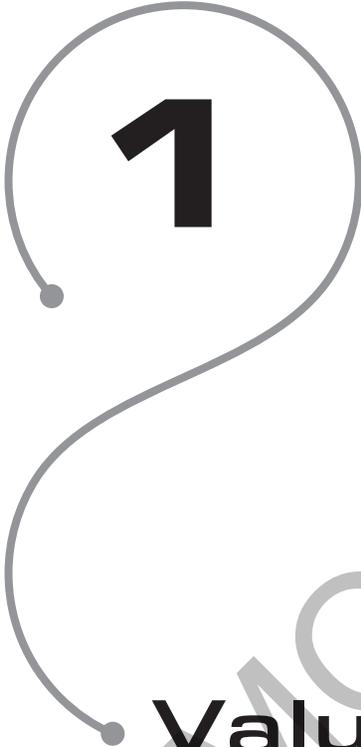
Sabemos que **Valuation** não é o tipo de matéria que se aprende do “dia para a noite” e que também não é algo “extremamente simples” como alguns tentam vender. Porém, acreditamos que com esforço (e a ajuda deste livro) você poderá se tornar um ótimo avaliador de empresas, ou, ainda, incrementará suas avaliações, caso já o faça.

Então, **MÃOS À OBRA**, pois temos bastante conteúdo de extraordinário valor para aprender!



“Preço é o que se paga, valor é o que se leva!”

Warren Buffett



1

**Valuation:
A arte de
descobrir
o valor das
coisas**

Você já se perguntou **por que** as coisas valem o **preço** que valem?

Desde o chocolate que você compra na rua até o preço bilionário que uma empresa paga para **adquirir** outra. Todo preço pago tem algum tipo de **justificativa**.

É claro que se você pagar mil reais num simples bombom de chocolate será difícil encontrar alguma justificativa plausível para isso, embora possamos atribuir este feito à insanidade ou a algum tipo de golpe (caso lhe tenham dito que dentro da embalagem há um bombom “banhado a ouro”).

Qual o **real valor** das coisas?

Quando avaliamos um chocolate, ou o café que você toma pela manhã, há dois fatores principais operando em relação ao preço que você paga para consumir esses bens.

O **primeiro** deles se refere à **utilidade** dos bens. Compramos um chocolate para “adoçar as nossas vidas”, nem que seja por um breve momento. E talvez tomemos um café bem cedo para ficarmos mais atentos durante o dia. Perceba que cada um desses bens gera um **valor subjetivo** para quem o consome.

Alguns **atribuem mais valor** ao café, outros ao chocolate. Alguns não atribuem valor a nenhum dos dois, pois não os consomem. Para quem tem alergia a café e a chocolate (“triste alma”), é bem provável que o valor dos bens seja “zero”. Ou, ainda, que seja um preço mais baixo que aquele pelo qual pode revender os bens para outra pessoa, caso decida montar uma padaria, por exemplo.

Valuation: Do Zero ao Avançado!

O segundo fator se refere à **escassez** do produto. Ora, se chocolate e café fossem bens extremamente **raros** de ser encontrados, é praticamente certo que teriam um preço mais alto no mercado.

Pare e pense: Quantas pessoas amam café e chocolate? Muitas, não é verdade?

Imagine, então, que devido a alguma doença nos cafezais e pés de cacau acabasse se tornando difícil de encontrar essas iguarias. Uma série de pessoas “loucas” para tomar um cafezinho e comer um chocolate após o almoço com certeza pagariam mais caro por esse privilégio, caso se tornasse um privilégio de poucos.

Lei da oferta e demanda, meus caros. É basicamente assim que a **economia** funciona com relação aos produtos. Quanto mais desejado e/ou raro um produto, mais caro ele se torna.

Agora vamos expandir nossos horizontes! Vamos mergulhar de cabeça no nosso universo. O universo do mercado financeiro. Mais especificamente, vamos falar de ações de empresas.

Qual é a utilidade de uma ação de empresa para seu investidor? Certamente não é a mesma utilidade do cafezinho ou a do chocolate. 😊

Quando compramos ações, nós queremos **retorno** do nosso **investimento**. Ou seja, resgatar mais dinheiro do que investimos.

Porém...

Como conseguir esse retorno? Aliás, o que define o preço que eu pago numa ação quando entro na plataforma de uma corretora e vejo “aquele monte de símbolos” com variados **preços**?

Não vamos colocar os “carros na frente dos bois”. Na verdade, o preço que você vê ali na plataforma da corretora quer dizer muito pouco. Aquele **preço** revela “apenas” a **oferta e demanda dos investidores** pelas ações. Se há mais investidores comprando em maior quantidade, o preço tende a subir. Se há mais vendedores, o preço tende a cair.

Nada demais quanto a isso, certo?

Mas esse preço pelo qual as ações estão sendo negociadas é o “valor justo” das ações (o valor pelo qual elas deveriam ser negociadas)? Afinal, as ações têm um **valor justo** que reflete a real **utilidade** que elas possuem para o investidor?

Sim, as ações têm um **valor justo**. Na verdade, elas possuem mais que um valor justo, a depender da perspectiva do investidor. Porém, trataremos disso em outro momento.

Da mesma forma que você não pagaria em sua consciência mil reais por um simples “bombom da Garoto”, existem algumas ações pelas quais você **não deveria pagar tão caro**. Faz sentido para você?

Agora talvez você esteja imaginando: “Ok, Mineiro, mas você já disse que a utilidade da ação é gerar retornos maiores para nós, investidores. Porém, como se dão estes retornos? Há alguma **medida** que avalia este **retorno**? **Algum número mágico?**”

Sim, meu caro. As ações representam **frações da empresa** na qual investimos. E cada ação dá direito a receber uma **fração dos LUCROS** desta empresa. Ou seja, a medida que utilizamos para avaliar o valor justo de uma empresa tem a ver com a capacidade de a empresa ser **lucrativa**.

Empresas que conseguem lucrar mais em suas atividades, em geral, valem muito mais! “E esse **lucro cai na nossa conta** quando investimos na ação?”

Nem sempre.

Valuation: Do Zero ao Avançado!

“Uai, mas se o lucro não cai em nossas contas necessariamente, por que cargas d’água ele é tão importante assim?”

É simples!

Em empresas que não pagam dividendos recorrentemente, ou seja, que não distribuem boa parte de seus lucros aos investidores, estamos “teoricamente” **comprando a ideia de que no futuro a empresa vai crescer** e se estabilizar a ponto de poder pagar dividendos fartos e de forma constante.

“Então, no fim das contas, tudo o que interessa são os lucros distribuídos (mesmo que seja no futuro)?”

Teoricamente, sim, mas apenas teoricamente. Veja bem: Por qual motivo uma empresa não distribuiria seus lucros aos investidores? Em geral, para **reinvestir** em seus negócios e crescer ainda mais.

Sendo assim, os lucros são retidos e reinvestidos para que a empresa cresça e tenha lucros ainda maiores no futuro. Ou seja, os acionistas nem sempre querem que o dinheiro volte para seus bolsos. Isso porque, se a empresa está em franca expansão num negócio bastante lucrativo, é preferível que ela **reinvista** seu dinheiro nas suas atividades.

E essas atividades irão gerar ainda mais lucros que serão igualmente reinvestidos, causando um efeito “**bola de neve**” no capital. **É dinheiro gerando mais dinheiro!**

“Show de bola! Então as empresas que não estão distribuindo seus lucros estão reinvestindo seu dinheiro para se tornarem ainda **maiores** e gerarem mais lucros no futuro?”

Exato. O que toda empresa que está reinvestindo seu dinheiro quer (teoricamente) é chegar ao nível de **estabilidade**. Quando a empresa al-

cança este nível, ela está tão “grande” em seu segmento de atuação que não há muito mais para onde crescer.

Sendo assim, nesse período ela tende a crescer de maneira estável, e na maior parte das vezes **pode pagar excelentes dividendos** para aqueles investidores que acreditaram no seu potencial.

Isso é bastante comum em **setores** mais **maduros** de empresas. Nesses setores há maior **previsibilidade** dos lucros, algo que certamente ajuda as empresas a pagarem fartos dividendos.

“Entendi! Então, no fim das contas, tudo o que existe nesse caso é uma promessa de que a empresa vai crescer e pagar os acionistas com a distribuição de seus lucros.”

Isso mesmo.

Então podemos dizer que a **utilidade do investimento em ações** para os investidores é receber os **lucros** distribuídos.

Porém, no meio deste caminho, a ação de uma empresa que vem crescendo pode valorizar justamente porque as expectativas dos acionistas de que essa empresa cresça e gere lucros extraordinários no futuro aumentam significativamente. Podemos chamar a justificativa para essa expectativa de **narrativa!**

Esses acionistas empolgados com os resultados da companhia e com a história (narrativa) de um possível “enorme” crescimento compram mais ações (é o aumento da demanda) e o preço conseqüentemente sobe.

Se o preço sobe, eu, enquanto investidor, posso comprar a ação por um preço mais baixo, e **vendê-la por um preço mais alto**. Esse ganho nos investimentos em ações (de comprar por um preço e vender mais caro) é chamado de **ganho de capital**.

Valuation: Do Zero ao Avançado!

Mas...

Será que dá para ter **ganho de capital de forma recorrente**? Como encontrar uma ação que tenha grandes chances de valorizar?

É aí que entra a **arte do Valuation**, meus caros!

Por meio dessa arte você consegue descobrir quanto uma ação realmente vale, e o seu valor nada mais é que: “a capacidade de a empresa gerar caixa”.

Uma simples frase, porém, poderosa.

Mas não chegue aqui pensando que é *tãããã* simples assim descobrir essa capacidade.

Na verdade, há uma série de questões a se considerar. Dentre elas um importante fator. De tempos em tempos este caixa gerado (ainda nos aprofundaremos no que significa este “caixa”) **vale mais ou menos**.

Isso porque existe um conceito chamado **custo de capital** ou “custo do dinheiro investido” como costume dizer. Também vamos entender esse conceito!

Por enquanto, guarde que o valor justo de uma empresa é a sua capacidade de ser lucrativa para seus sócios. Uma ação é um pedaço de papel que diz o seguinte: “Olha, você tem direito a uma parte dos lucros.”

E essa parte dos lucros no futuro vai definir o preço que você deveria pagar numa ação.

Então, nós fazemos **Valuation** — avaliamos o valor justo de uma empresa, sua capacidade de gerar caixa — para que possamos **comparar** o valor encontrado (valor justo), com aquele preço que você vê “estampado” das ações nas corretoras, o qual chamamos de preço de mercado.

Aquele **preço** das ações serve de base para compararmos com o valor justo.

Valuation: A arte de descobrir o valor das coisas

Se o valor justo que você encontrou por meio do **Valuation** for consideravelmente superior àquele preço da ação, você tem uma excelente oportunidade em mãos. **É hora de comprar a ação!**

Perceba que com o **Valuation**, aquelas suas dúvidas “**será que vale a pena investir nessa ação agora?** Será que o preço tem boas chances de subir?” desaparecem.

Sim, estamos falando de uma **ferramenta poderosa** que diz quando e por que você deveria comprar uma ação. Mas como disse: não é para todos. Já que se exige certo tempo para avaliar uma empresa, e nem todos têm tempo, disposição ou interesse nisso.

Nesse caso há outras formas de se investir em ações e conquistar bons resultados (nós, da Mineiro Invest, temos cursos destas outras maneiras “mais fáceis” de se investir, que são baseadas em métodos simples e claros de análise fundamentalista e são excelentes — “*factor investing* baseado em valor”).

Porém, utilizar **Valuation** na seleção de ações é, sem dúvida, a maneira de investir com maior potencial de retorno para os que o utilizam com inteligência.

E isso, meus amigos, é o que ensinarei para vocês neste livro!

Agora que você entendeu o que é **Valuation** (avaliação do valor justo de uma empresa) e por que este conceito é tão importante para que façamos investimentos inteligentes em ações, vamos aprender sobre o **combustível** da avaliação de empresas: **os números da Contabilidade**.

Venha com a gente nesta jornada!