

5.5 como analisar empresas

Chegámos ao ponto onde tudo o que aprendeste se junta. Até aqui viste o que é uma ação, que tipos de empresa existem, a diferença entre dividendos e crescimento, e as estratégias para escolher.

Agora vais aprender a fazer aquilo que um analista financeiro profissional faz: um equity report, um relatório de avaliação que pega numa empresa e responde a uma única pergunta com método e rigor, esta ação está cara ou barata face ao que realmente vale?

A abordagem que te vou ensinar é a metodologia top-down do CFA, o Chartered Financial Analyst, que é o padrão de referência da análise financeira a nível mundial.

Top-down quer dizer de cima para baixo: comesas pelo retrato grande, a economia inteira (análise macroeconómica), depois afunilas para o setor onde a empresa opera, e só no fim aterras na empresa em si.

As fundações

Tudo começa nas demonstrações financeiras, os documentos que as empresas cotadas são obrigadas a publicar e que contam, em números, como o negócio está e como evoluiu.

Existem cinco, mas três são as que realmente importam para uma análise:

- o balanço, que mostra a situação financeira da empresa num momento, com os ativos de um lado e os passivos e capitais próprios do outro, segundo a equação fundamental $\text{ativos} = \text{passivos} + \text{capitais próprios}$;
- a demonstração de resultados, que mostra os rendimentos e gastos ao longo de um período e desce das vendas até ao resultado líquido;
- e a demonstração dos fluxos de caixa, que mostra as entradas e saídas de dinheiro. Dá atenção especial às notas, porque é nelas, no meio dos detalhes, que muitas vezes se escondem os sinais que os números principais não contam.

Dentro destas demonstrações estão as rúbricas, as linhas individuais que precisas de saber localizar e interpretar, dos ativos correntes e não correntes às várias camadas de resultado. E é pegando nestas rúbricas e dividindo umas pelas outras que nascem os rácios, que são o coração da análise.

No relatório vais usar também os rácios de solvabilidade, rentabilidade, liquidez, avaliação e eficiência. Os rácios económicos estão relacionados com o dinheiro gerado, como lucros e fluxos de caixa, enquanto os rácios financeiros olham para a estrutura, como o endividamento face aos capitais próprios.

Um rácio sozinho não diz nada. Tens de o comparar com a mediana do setor. E repara, mediana, não média, porque a média é facilmente distorcida pelos extremos.

Por cima de tudo isto está a análise qualitativa, não cabe em nenhuma fórmula mas que decide o futuro.

Com estas fundações no lugar, vamos construir o relatório, que abre com uma apresentação da empresa e depois segue os três níveis do top-down.

O relatório começa com a empresa

Embora a metodologia seja top-down, faz sentido abrir o relatório com uma apresentação da empresa.

Aqui descreves o business model, ou seja, como é que a empresa ganha dinheiro, e de onde vem a sua faturação, repartida por segmentos de negócio e por regiões.

É também aqui que enquadras o governance, quem manda na empresa, como são remunerados os gestores, que incentivos têm, e que planos de financiamento e de recompra de ações existem.

Nível 1: análise macroeconómica

O curto, médio e longo prazo. Olhas para os indicadores macroeconómicos em diferentes horizontes: a inflação e o CPI, a taxa de desemprego, as taxas de juro, e o comportamento esperado da procura e da oferta agregadas. Usa fontes sérias, como o World Bank, o CBO ou as comunicações dos bancos centrais.

- Os riscos: identifica o que pode correr mal no enquadramento macro, desde subidas de juros a choques geopolíticos, e o impacto que teriam sobre o tipo de empresa que estás a avaliar.
- As projeções: com base nos dados, projetas o cenário macroeconómico, ainda a nível de economia, não da empresa.
- O Buffett Indicator: esta ferramenta compara o valor total do mercado acionista com o tamanho da economia e dá uma noção de se o mercado, como um todo, está caro ou barato. Quando está muito elevado (acima de 200%), é sinal de cautela.

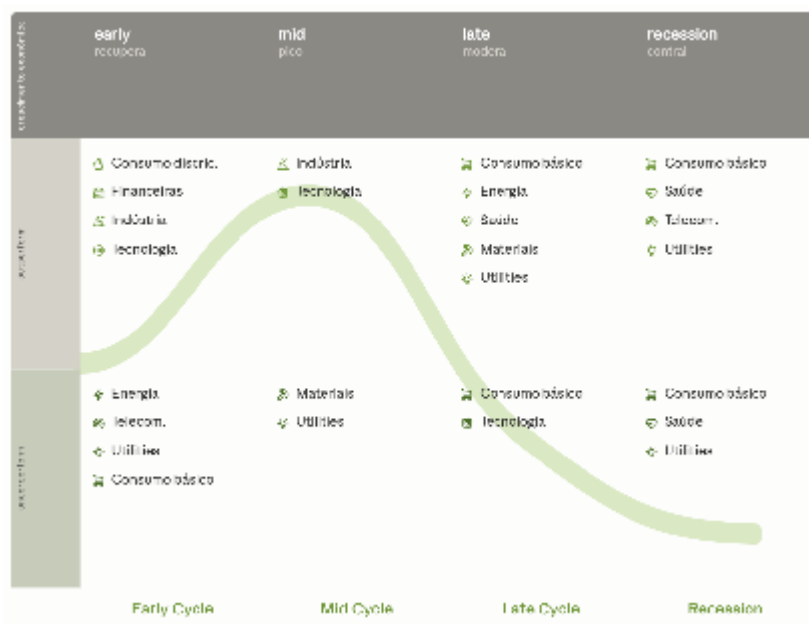
Nível 2: análise setorial

Primeiro identificas onde a empresa se encaixa, respeitando a hierarquia:

- existe o setor, que é largo, como tecnologia de informação,
- depois a indústria dentro dele, como software,
- e por vezes uma subdivisão ainda mais fina, como software de sistemas versus de aplicações.

Quanto mais específico fores, melhor comparas a empresa com as empresas comparáveis (peers).

Analisas como o setor se comporta ao longo do ciclo económico, retomando a rotação setorial: certos setores brilham no arranque do ciclo, outros resistem melhor na recessão. Um setor tecnológico costuma destacar-se nas fases iniciais e intermédias mas sofrer mais nas quedas.



As cinco forças de Porter. Esta ferramenta clássica avalia a atratividade de um setor olhando para a rivalidade entre concorrentes, o poder dos clientes, o poder dos fornecedores, a ameaça de novos concorrentes e a ameaça de produtos substitutos. É aqui que percebes, por exemplo, se uma empresa pequena e especializada corre o risco de ser esmagada pelas gigantes que entram no seu território.

Por fim, vês como o mercado está a olhar para o setor e usas classificações quantitativas, como as do Seeking Alpha, que comparam diretamente com os peers e te dão uma leitura rápida da posição relativa.

Nível 3: a empresa e os modelos de avaliação

Agora, e só agora, com o contexto montado, irás descobrir o seu valor justo, o fair value ou valor intrínseco, para o comparares com o preço a que negoceia.

Eu prefiro utilizar vários modelos porque cada um tem vantagens e desvantagens, e a confiança na conclusão vem de eles apontarem na mesma direção. No fim fazes uma ponderação, dando mais peso aos modelos que fazem mais sentido para aquele tipo de empresa.

Vamos ver cada um.

Discounted Cash Flow (DCF)

É o modelo mais usado e um dos mais importantes. A ideia é que uma empresa vale a soma de todo o dinheiro livre que vai gerar no futuro, atualizando esse valor para hoje, porque um euro daqui a dez anos vale muito menos do que um euro hoje.

Faz-se em três passos.

Passo 1: calcular o free cash flow. Primeiro tens de chegar ao dinheiro livre que o negócio gera, o FCFF (free cash flow to firm). A fórmula é:

$$\text{FCFF} = \text{cashflow operacional} - \text{variação do working capital} - \text{capex}$$

E cada peça desta fórmula calcula-se assim:

- Cashflow operacional (CFO) $\text{=} \text{NoPlat} + \text{depreciações}$
- Em que o NoPlat é o EBIT depois de impostos, ou seja, $\text{NoPlat} \text{=} \text{EBIT} \times (1 - \text{taxa de imposto})$.
- Capex (investimento em ativos fixos) $\text{=} \text{PPE em N} - \text{PPE em N-1} + \text{depreciações}$
- Em que PPE significa property, plant & equipment, os ativos fixos tangíveis, e a conta compara o valor de um ano com o do ano anterior, somando as depreciações.
- Variação do working capital (ΔWC) é a diferença entre o saldo final e o saldo inicial do Working Capital:
- O working capital, ou fundo de maneio, calcula-se como: $\text{Net Working Capital} \text{=} \text{Accounts Receivable} + \text{Inventory} - \text{Accounts Payable}$
- Há diferentes formas de calcular o working capital consoante o que o analista quer incluir ou excluir, mas esta é a base.

Passo 2: descontar os fluxos a valor presente. Com os FCFF de cada ano projetado, trazés cada um a valor de hoje aplicando a taxa de desconto, que é o WACC (que vamos calcular já a seguir). Cada ano tem o seu discount factor, e quanto mais distante o ano, maior é o valor descontado.

Passo 3: somar o terminal value e chegar ao preço por ação. Como não podes projetar até ao infinito, calculas o terminal value, que representa todo o valor da empresa para além do período projetado, usando uma perpetuity growth rate (que nunca pode ser superior ao WACC). Trazés o terminal value a valor presente, somas-lhe os fluxos descontados e obténs o enterprise value (EV). Daí chegas ao equity value subtraindo a dívida líquida:

Equity value (valor justo total) $\text{=} \text{Enterprise value} - \text{dívida líquida}$

Valor justo por ação $\text{=} \text{Equity value} / \text{nr de ações em circulação}$

O DCF é excelente para empresas estáveis e maduras, mas é muito menos fiável para growth stocks e small caps, onde o crescimento projetado é tão alto e incerto que o modelo tende a dizer que estão gravemente sobrevalorizadas.

| Beta e empresas comparáveis

Para calcular o WACC, precisas primeiro do beta, que mede a volatilidade da ação face ao mercado. Como o beta de uma única empresa pode ser enviesado, por isso obtemos o beta de um conjunto de empresas comparáveis, desalavanca-se cada um (retirando o efeito da dívida) para obter o unlevered beta, e depois realavanca-se à estrutura de capital da empresa que estás a avaliar, chegando ao relevered beta. Depois calculas a mediana desses betas.

Formulas de Multiplicação Miller (1 em 1960)	
DESAVANÇAR	REALAVANÇAR
$\beta_U = \frac{\beta_L}{1 + (1 - T) \times D/E}$	$\beta_L = \beta_U \times [1 + (1 - T) \times D/E]$
β_U: beta desalavancado; β_L: beta alavancado; T: taxa de imposto; D/E: dívida sobre o capital próprio	

| Custo do capital próprio (CAPM)

O custo dos capitais próprios, quanto os acionistas exigem de retorno, calcula-se pelo CAPM, o capital asset pricing model:

$$r_E = r_f + \beta \times \text{MRP} + \text{CRP}$$

Em que r_f é a taxa sem risco (tipicamente obrigações do Tesouro); β é o beta que acabaste de calcular; MRP é o market risk premium, o prémio de risco do mercado acionista; e CRP é o country risk premium, o prémio de risco do país. O MRP e o CRP encontram-se em fontes de referência como as tabelas do professor Damodaran.

| Custo da dívida e default spread ajustado

O custo da dívida (r_D) é quanto a empresa paga para se financiar com dívida. A forma direta é:

$$\text{Custo da dívida} = \text{juros pagos} \div \text{valor de mercado da dívida}$$

Mas há casos em que esta conta engana, por exemplo quando a empresa reduziu drasticamente a dívida num ano e os juros pagos já não correspondem ao saldo atual.

Nesses casos usa-se o default spread ajustado, que parte do risco de incumprimento do país e setor, fazendo a média ponderada conforme a exposição geográfica da empresa.

| WACC

Com o custo dos capitais próprios e o custo da dívida, calculas o WACC (weighted average cost of capital), o custo médio do dinheiro da empresa, ponderado pelo peso de cada fonte:

$$\text{WACC} = r_E \times E/(E+D) + r_D \times D/(E+D) \times (1 - T)$$

Em que r_E é o custo dos capitais próprios, r_D o custo da dívida, E e D os pesos do equity e da dívida no total, e T a taxa de imposto, que entra porque os juros da dívida são fiscalmente dedutíveis. Este é o número que usas como taxa de desconto no DCF.

| Projeções e guidance

Esta é, numa empresa de crescimento, a peça mais difícil e mais importante de todas, porque o valor de uma growth depende quase inteiramente do futuro que projetas.

Tens de estimar como vão crescer as vendas e os lucros nos próximos anos, apoiando-te no guidance dos próprios gestores, divulgado nas earnings calls, ou em estudos credíveis.

| Avaliação e sensibilidade

Na análise de sensibilidade testas como muda o valor justo quando variáres as premissas-chave, sobretudo a perpetuity growth rate e o WACC. Assim vês um intervalo de valores possíveis conforme os vários cenários positivos e negativos.

| Monte Carlo

O método de Monte Carlo em vez de testar alguns cenários, gera milhares de simulações com base em números aleatórios e na volatilidade da ação, produzindo uma distribuição de valores futuros possíveis e a probabilidade de o preço justo ficar acima ou abaixo do atual.

| Outras fontes que utilizam o DCF

Não tens de fazer tudo à mão. Há plataformas que já calculam o DCF por ti, como o Finbox, e que servem para confirmar ou contrastar a tua avaliação.

Economic Profit e Economic Value Added (EVA)

O EVA em vez de projetar fluxos, pergunta se a empresa está a criar ou a destruir valor económico real. A lógica é que uma empresa só cria valor se o retorno que gera sobre o capital investido superar o custo desse capital:

$$\text{EVA} = (\text{ROIC} - \text{WACC}) \times \text{Capital Investido}$$

Em que o ROIC é o return on invested capital, calculado como:

- $\text{ROIC} = \text{NoPlat} \div \text{Capital Investido}$
- $\text{Capital Investido} = \text{Equity} + \text{Dívida remunerada} - \text{ativos não operacionais (NOA)}$

Se o ROIC for maior que o WACC, o retorno excede o custo e a empresa cria valor; se for menor, destrói.

Somando os EVA futuros trazidos a valor presente chegas ao MVA (market value added), e daí ao valor da empresa e ao preço por ação.

O conceito de Economic Profit (EP) é equivalente, dá o mesmo resultado por outro caminho:

$$\text{EP} = \text{EBIT} \times (1 - T) - \text{WACC} \times \text{Capital Investido}.$$

O EVA mostra muito bem a eficiência com que o capital é gerido, mas não é aconselhável para empresas de crescimento.

Múltiplos

Os múltiplos avaliam a empresa por comparação com os peers, partindo da ideia de que empresas semelhantes devem negociar a rácios semelhantes. Pegas em rácios como o Price/EPS, o EV/EBIT, o EV/EBITDA e o EV/Sales das empresas comparáveis, aplicas à empresa avaliada e vês se ela está cara ou barata em relação a elas.

Funciona bem para growth stocks, porque compara empresas em situações parecidas em vez de penalizar uma por ainda não dar lucro.

| Outras fontes que utilizam os múltiplos

Tal como no DCF, há plataformas, como o Finbox, que calculam avaliações por múltiplos automaticamente.

DDM (Dividend Discount Model)

O DDM parte do princípio de que o valor de uma ação é a soma de todos os dividendos futuros, trazidos a valor presente.

Só faz sentido para empresas que distribuem dividendos de forma consistente, por isso é inútil para a maioria das growth stocks, que não pagam nada.

A peça mais interessante é o PVGO (present value of growth opportunities), que se obtém comparando o preço da ação com crescimento e sem crescimento. Quando o PVGO é positivo, significa que os investidores avaliam positivamente a política de investimento da empresa.

Analyst estimates

Vale a pena ver também o que os analistas profissionais estão a estimar, as chamadas analyst estimates, que dão uma referência de mercado para o crescimento esperado e para o preço-alvo.

Key ratios e análise de DuPont

Aqui voltas aos rácios-chave, nomeadamente o ROE, o return on equity, onde se usa a análise de DuPont para o dissecar, porque ela decompõe o ROE em três fatores:

$ROE \text{ \textbackslash= } \text{margem líquida} \times \text{rotação do ativo} \times \text{multiplicador de capital próprio}$



Isto deixa-te perceber de onde vem realmente a rentabilidade, a margem, a eficiência dos ativos ou da alavancagem, e identificar o ponto forte ou fraco da empresa.

Fundo de maneio e tesouraria líquida

Verificas o equilíbrio financeiro da empresa olhando para o fundo de maneio (a folga entre o que a empresa tem a curto prazo e o que deve a curto prazo) e para a tesouraria líquida, que confirma se a empresa está financeiramente equilibrada ou em tensão.

Outros métodos

| Modelo de Piotroski (F-Score)

O Piotroski F-Score atribui uma pontuação de 0 a 9 à força financeira da empresa, somando um ponto por cada teste que ela passa em três áreas: rentabilidade, endividamento e liquidez, e eficiência operacional. Quanto mais alto, mais sólida; uma pontuação muito baixa é um aviso claro.

| Fórmula de Peter Lynch

A fórmula de Peter Lynch dá uma estimativa rápida de valor justo a partir do crescimento e do P/E, mas só funciona em empresas com lucros positivos, por isso não se aplica a empresas que ainda dão prejuízo.

| Earnings Power Value (EPV)

O EPV avalia a empresa apenas com base no poder de gerar lucros atual, sem assumir crescimento futuro. É conservador e útil como contraponto, mas pouco apropriado para empresas de crescimento, cujo valor está precisamente no futuro.

| Altman Z-Score

O Altman Z-Score estima a probabilidade de a empresa ir à falência nos dois anos seguintes, combinando cinco rácios financeiros numa pontuação. Acima de cerca de 3 a empresa está saudável.

Análise de rúbricas e contabilidade criativa

Por fim, olhas para os accruals, que comparam o lucro contabilístico com o dinheiro realmente gerado pelas operações, porque uma diferença grande pode indicar lucros que existem mais no papel do que na caixa. Olhas para a relação entre depreciações e investimento, para o peso dos impostos diferidos, para as imparidades e para a conversão das vendas em dinheiro efetivamente recebido. Em conjunto, dizem-te se podes confiar nos resultados reportados.

Análise técnica e comportamental

A ideia é que existem níveis de suporte e resistência (uma reta que os os mínimos [se suporte] ou máximo [se resistência] relativos) que tanta gente observa que se tornam relevantes por si próprios: se investidores de retalho, profissionais e instituições estão todos a olhar para o mesmo nível, é provável que ajam sobre ele, e isso move o preço, mesmo sem justificação fundamental.

Junta-se a isto indicadores como o RSI, que ajuda a perceber se uma ação está sobrecomprada ou sobrevendida no curto prazo. É apenas um extra neste relatório, porque a análise fundamental é o que decide o que vale a pena ter a longo prazo, mas a análise técnica é um tema rico que vamos desenvolver com calma no próximo capítulo, sobre trading.

Recomendação de investimento e aconselhamento financeiro

No fim de todo este processo, tens uma recomendação, comprar, manter ou vender.

É uma conclusão de um percurso que foi do macro ao setor à empresa, que cruzou vários modelos de avaliação e que verificou a solidez do negócio.

Lembra-te, por melhor que seja a tua análise, o futuro é a única coisa que nunca controlas.

Uma empresa pode sempre surpreender, para melhor ou para pior. O objetivo da análise não é prever o futuro, mas sim tomar decisões informadas, com as probabilidades do teu lado.

Oferta de um ficheiro muito especial

Este capítulo foi complexo, eu sei, por isso é que quero oferecer-te o meu ficheiro super premium, que basta colocar o ticker da empresa na página principal: para que o resto do ficheiro e páginas seguintes atualizem automaticamente com todos os modelos que acabámos de ver.

Melhor que este ficheiro, no que toca a ações, apenas o último capítulo com inteligência artificial aplicada a investimentos avançados.