

ENTENDA A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA



BRADESCO CORRETORA
Cliente Varejo: **11 2178 5757**
Cliente Prime: **11 2178 5722**

bradescocorretora.com.br



ÁGORA CORRETORA
Região Metropolitana (SP e RJ): **4004 8282**
Demais Regiões do Brasil: **0800 724 8282**

agorainvest.com.br

ÍNDICE

I	Em que consiste a Análise Fundamentalista	3
II	Principais medidas de retorno: Valorização em Bolsa e Dividendos	5
III	Estrutura Acionária Básica das Empresas	8
IV	Noções de Contabilidade	13
V	Análise de Balanços	20
VI	O que se deve levar em conta na projeção de balanços	30
VII	A importância da análise da geração de caixa	33
VIII	Indicadores Fundamentalistas: LPA, VPA, CFS	37
IX	Enterprise Value (EV) e Valor Justo - O Modelo VALUATION	39
X	Múltiplos de Mercado: P/L, P/VPA, P/CFS, EV/EBITDA	44
	Bibliografia Recomendada	47



EM QUE CONSISTE A ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

A análise fundamentalista tem o objetivo de avaliar alternativas de investimento a partir do processamento de informações obtidas junto às empresas, aliadas ao entendimento da conjuntura macroeconômica e do panorama setorial nos quais a companhia se insere, passando pela análise retrospectiva de suas demonstrações financeiras e estabelecendo previsões para o seu desempenho.

Cabe à análise fundamentalista estabelecer o valor justo para uma empresa, respaldando decisões de investimentos. A **premissa básica** da análise fundamentalista é de que o valor justo para uma empresa se dá pela definição da sua capacidade de gerar lucros no futuro.



PRINCIPAIS MEDIDAS
DE RETORNO: VALORIZAÇÃO
EM BOLSA E DIVIDENDOS

Em se tratando de companhias abertas, a **valorização da ação em Bolsa** é, sem dúvida, o principal parâmetro de avaliação da sua performance como investimento. Entretanto, o acionista tem como atrativo adicional a possibilidade de ser **remunerado através do recebimento de dividendos**.

Neste caso, é possível criar uma expectativa de recebimento futuro de dividendos e considerá-la como um desconto sobre o preço atual da ação. Isto é possível da seguinte maneira: se a empresa sob análise apresenta um histórico estável em sua distribuição de resultados, pode ser estimado o dividendo a ser recebido no próximo exercício, partindo de uma projeção para suas demonstrações financeiras.

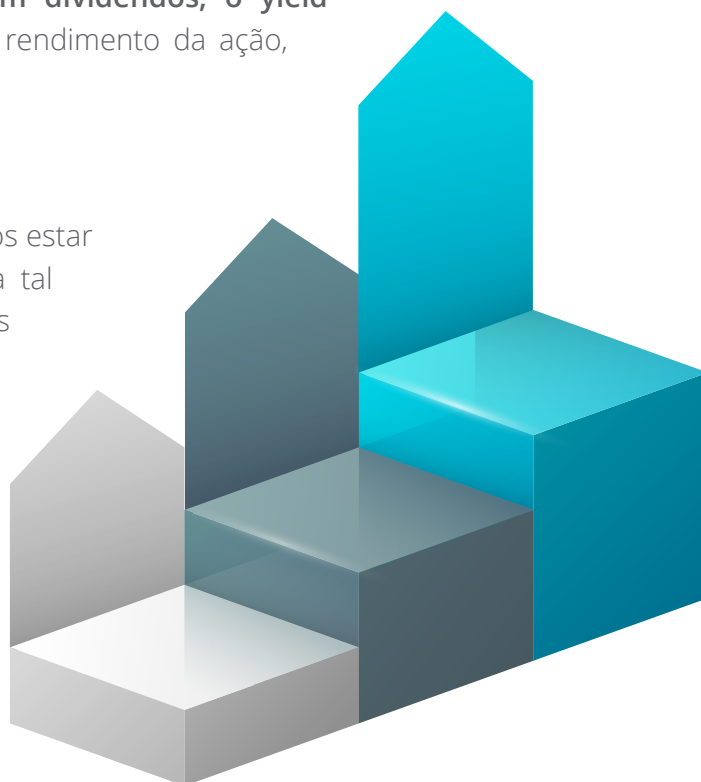
• Fórmulas de cálculo de Pay-Out e Yield

“Pay-Out”: é a taxa de distribuição do lucro da empresa para os acionistas na forma de dividendos ou juros sobre o capital próprio. A legislação exige que seja distribuído, no mínimo, 25% do lucro líquido após as deduções legais. **Exemplificando, se uma empresa tem lucro de R\$ 1,00/ação e distribui R\$ 0,35/ação como dividendos, seu pay-out seria de 35%.**

“Dividend Yield”: é calculado tendo como numerador o dividendo distribuído por ação e como denominador o preço atual da ação. Torna-se especialmente relevante se visto para o futuro, sendo neste caso necessário que tenhamos uma projeção de lucro e seja estabelecido um pay-out realista. **Assim, se uma ação custa hoje R\$ 100,00 e esperamos receber R\$ 10,00 em dividendos, o yield seria de 10%**, podendo ser visto como um rendimento da ação, independentemente da valorização em Bolsa.

• Risco da Ação x Risco do Mercado

Ao investirmos em determinada ação, devemos estar cientes de que as chances de retorno para tal aplicação serão determinadas por dois fatores básicos, quais sejam, **bom desempenho da companhia** em foco, sobretudo o desempenho futuro, e um **bom andamento do mercado acionário** no período para o qual se espera o retorno. O primeiro fator é denominado **Risco Não Sistemático (ou Diversificável)** e o segundo fator chamamos de **Risco Sistemático**. As modernas teorias sobre administração de carteiras mostram a possibilidade de anular o risco não



sistemático na montagem de carteiras de ações.

É óbvio que alterações nos rumos da economia, interna ou externa, causam oscilações por vezes bruscas nos mercados de capitais e podem afetar a performance dos títulos de determinada empresa, mesmo que seus negócios em nada estejam sendo afetados pelo(s) fato(s) ocorrido(s). Neste caso, a situação específica dos papéis da empresa tende a se ajustar com o tempo, podendo voltar à curva anteriormente esperada de valorização.

Questões específicas do mercado de capitais também interferem nas movimentações dos títulos, como é o caso da **liquidez em Bolsa**. Ações com baixa frequência de negócios nos pregões trazem um risco a mais para o investimento, pois não há garantia de que você vai conseguir negociá-las sem dificuldades. Para que um mercado seja eficiente, a boa liquidez dos títulos negociados é premissa básica.

Não podemos contar com respostas imediatas. Em essência, o investimento em ações apresenta horizonte de retorno de médio/longo prazo, uma vez que é necessário aguardar a confirmação dos fatos os quais nos baseamos para avaliar aquela ação como atrativa. Por outro lado, **retornos rápidos também ocorrem com frequência. Não podemos é tomá-los como certos.**

Quando escolhemos determinada ação para aplicar recursos esperamos sempre que apresente nível de rentabilidade superior à dos ativos de renda fixa disponíveis no mercado, como títulos do Governo ou de instituições privadas.



ESTRUTURA ACIONÁRIA BÁSICA DAS EMPRESAS

A Ação é a menor fração do capital de uma sociedade anônima. As ações podem ser **ordinárias (com direito a voto nas Assembleias)** ou **preferenciais (têm preferência na distribuição dos resultados)**. Necessariamente devem existir ações ordinárias no capital de uma empresa (pode ser 100% formado por ordinárias). Quanto às ações preferenciais, são limitadas a 50% do capital total para as empresas que abriram o capital desde a publicação da **Lei 10.303, de 31/10/2001**. Esta Lei alterou e complementou a **Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76)**, que determinava um máximo de dois terços de preferenciais no capital total das sociedades anônimas.

As ações podem ser nominativas ou escriturais, sendo que, de qualquer modo, é necessária a identificação dos acionistas, sejam eles de pequeno ou grande porte, minoritários ou majoritários.

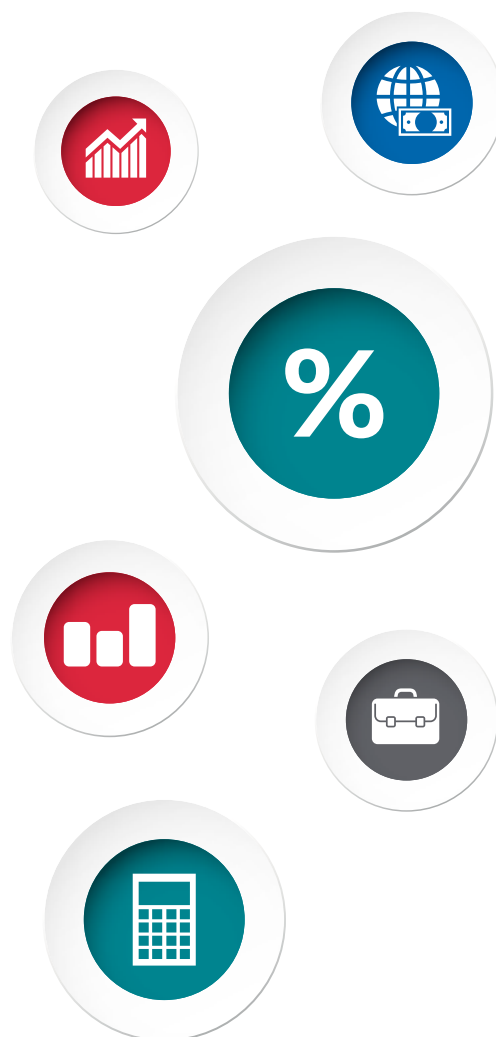
O número de ações de uma empresa pode sofrer modificações por várias razões, mas os três principais eventos que o altera são os seguintes:

- **Subscrição de Novas Ações (ou Aumento de Capital)**

Ocorre quando a empresa emite ações novas e as lança no mercado, buscando captar recursos novos para viabilizar um plano de investimentos, amortização de dívidas ou por outro motivo. Esta emissão faz parte do chamado Mercado Primário de ações.

- **Bonificação em Ações**

Também representa um aumento do capital da empresa e se origina da incorporação de reservas acumuladas ao capital, com a emissão de novas ações, que são oferecidas aos acionistas. Não envolve captação de recursos.



- **Desdobramento do Número de Ações (ou Split)**

Neste caso, o que ocorre é apenas a divisão do número de ações da empresa, que se desdobra em determinada proporção. Teoricamente não causa qualquer modificação no capital social da empresa, provocando apenas a multiplicação do número total de ações.



EXEMPLO:

Se uma empresa tem 2 milhões de ações em seu capital e resolve desdobrá-las na proporção de 100%, o capital desta empresa passa a contar com 4 milhões de ações e seu preço em Bolsa se ajusta proporcionalmente. Nada ocorre em termos fundamentalistas, mas esta decisão pode contribuir para uma melhor negociabilidade dos títulos em Bolsa, pois no nosso exemplo a cotação cairia para a metade, o que poderia propiciar a realização de mais negócios com tal ação, tendo em vista a maior facilidade para a formação de lotes mínimos de negociação.

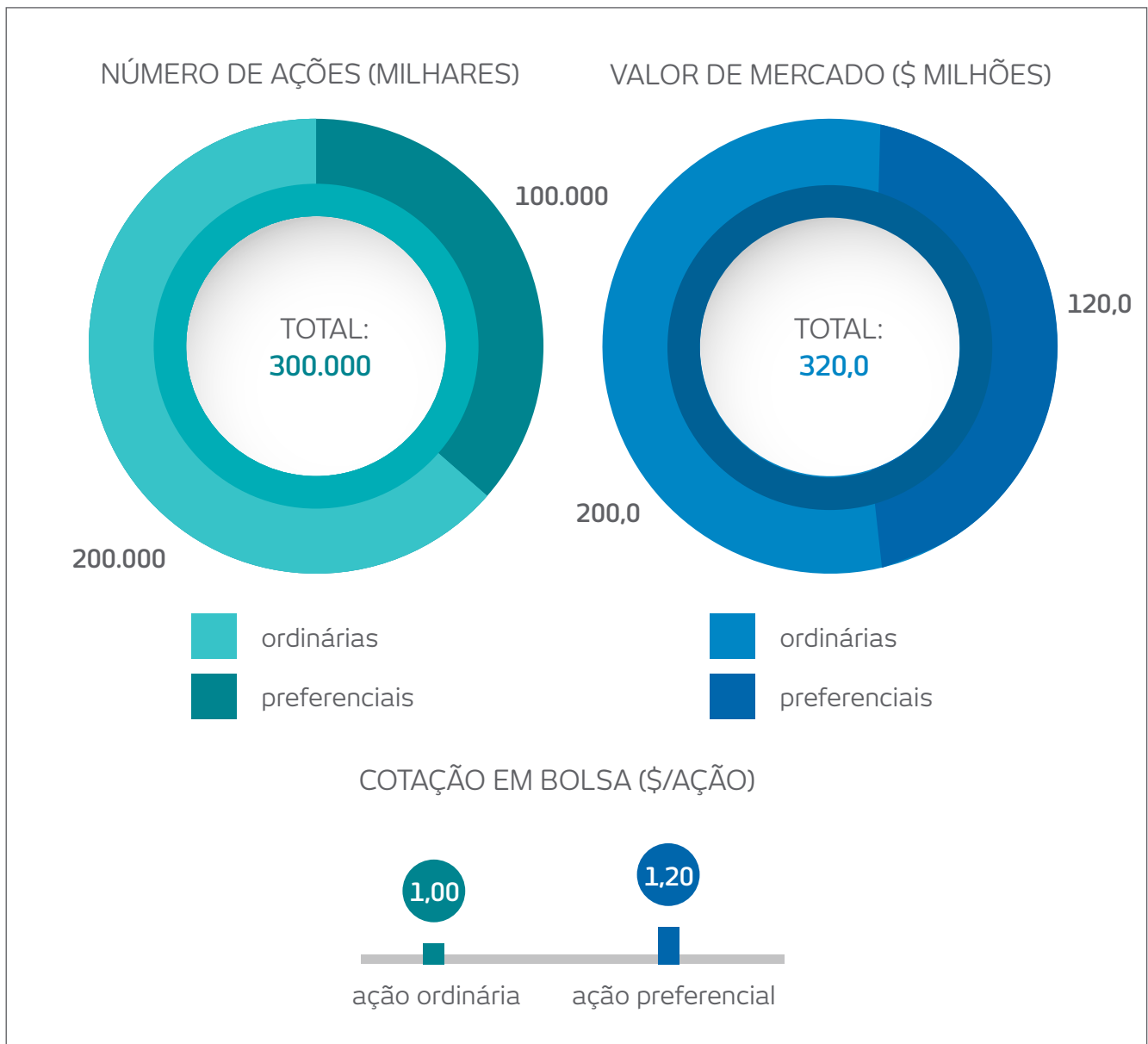
- **O Valor de Mercado**

O valor de mercado de uma empresa é representado pela cotação das suas ações em Bolsa, multiplicada pelo número total de ações que compõe seu capital.

Para o cálculo adequado do valor de mercado, deveriam ser consideradas as cotações em Bolsa de cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais) e ponderadas pelas quantidades de cada tipo no capital da empresa.

Entretanto, na maioria dos casos, não há negócios com os dois tipos em Bolsa, motivo pelo qual é frequente utilizar-se como referência a cotação da ação mais líquida (com mais negócios em Bolsa) e efetuar a multiplicação pelo número total de ações.

EMPRESA XYZ S.A.



OU

\$ 360 milhões

na hipótese de não haver negócios com as ações ordinárias

• Valor Contábil x Valor de Mercado

O valor patrimonial das empresas não é necessariamente próximo do valor de mercado. Isto se deve basicamente ao fato de que os dados contábeis são escriturais e podem conter defasagens em relação ao valor considerado justo para a ação, que é um entendimento subjetivo e pode variar de investidor para investidor. Os diferentes julgamentos de valor é que fazem, afinal, o mercado funcionar, havendo sempre compradores e vendedores e proporcionando liquidez para os ativos.

É importante saber que a contabilidade utiliza como parâmetro o conceito de valor econômico, e não financeiro. Isto significa que os valores observados nos balanços não têm relação direta com o valor efetivo de realização, o que é dado pelo mercado.





NOÇÕES DE CONTABILIDADE

Para avançarmos em nosso propósito de conhecer as bases da Análise Fundamentalista, é necessário que sejam transmitidos alguns conceitos básicos de contabilidade.

As empresas de capital aberto no Brasil têm a obrigação de divulgar **balanços trimestrais**, que são enviados à **CVM (Comissão de Valores Mobiliários)**, autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, a qual compete, dentre outras funções, a de fiscalização das companhias abertas, tendo poderes para examinar livros e documentos, exigir esclarecimentos e até republicação de balanços, na hipótese de ser encontrada qualquer anormalidade na apresentação dos mesmos.

Geralmente, as empresas brasileiras têm o exercício social coincidente com o ano calendário, de modo que os balanços anuais, normalmente os mais ricos em informações, se encerram em dezembro. As demonstrações financeiras devem seguir a **Lei das Sociedades Anônimas (Lei 6.404/76, alterada e complementada pela Lei 10.303, de 31/10/2001 e pela Lei 11.638/07)** e exprimir com clareza a situação patrimonial da empresa e as mutações ocorridas no exercício. Devem observar as normas exigidas pela CVM, serem auditadas por auditores independentes credenciados e assinadas pelos administradores e contadores legalmente habilitados.

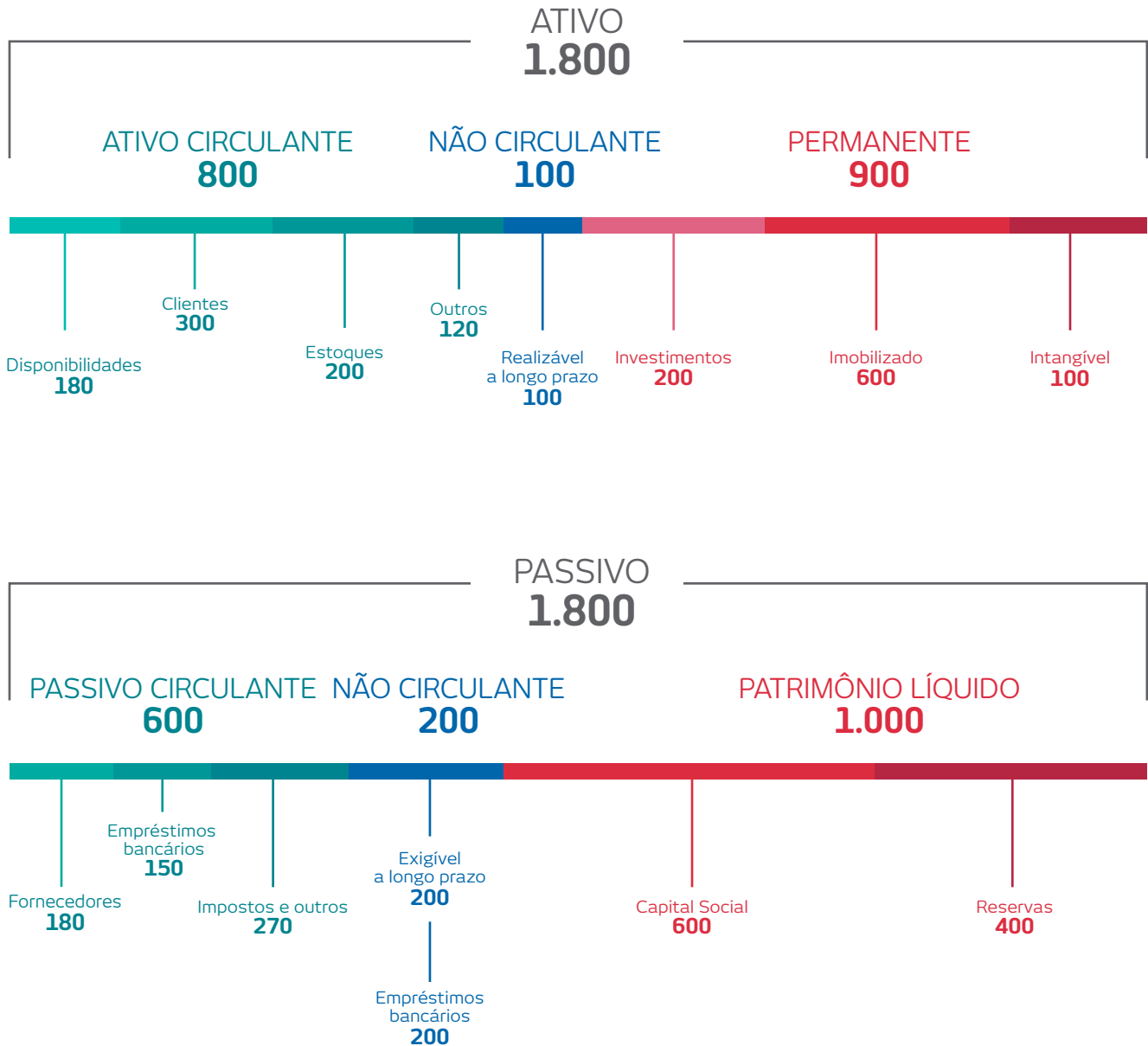
Os principais itens das demonstrações financeiras são o **Balanço Patrimonial** e a **Demonstração dos Resultados do Exercício**.

• **Balanço Patrimonial**

No **Balanço Patrimonial** são registrados os bens, direitos e obrigações da empresa num determinado momento, agrupados em contas dispostas em ordem decrescente de liquidez. Vejamos o Balanço Patrimonial da Empresa XYZ S.A.



EMPRESA XYZ S.A.



A soma de todos os itens do Ativo será **SEMPRE** igual à soma dos itens do Passivo.

No **Ativo Circulante** estão contabilizadas as disponibilidades (**caixa**, valores depositados em **bancos**, **aplicações financeiras de curto prazo**, etc.) e os direitos realizáveis no prazo de um ano (**contas a receber de clientes**, **estoques**, etc.).

Como Não Circulante, podemos destacar dois grupos: o Realizável a Longo Prazo e o Ativo Permanente. O **Realizável a Longo Prazo** também registra direitos e obrigações, porém aqueles que somente têm expectativa de realização após um ano a partir da data do balanço (exemplos: vendas com prazo superior a um ano, empréstimos concedidos a empresas do mesmo grupo controlador, dentre outras operações consideradas de longo prazo).

O **Ativo Permanente** pode ser dividido em três parcelas básicas: **Investimentos, Imobilizado e Intangível**. Em **Investimentos** classificam-se as participações societárias de caráter permanente em outras empresas. No **Imobilizado** estão os bens destinados às operações da companhia, como suas fábricas, equipamentos, instalações, etc. Com relação ao **Intangível**, alguns exemplos seriam marcas, patentes e licenças de uso de software.

No **Passivo Circulante** estão classificadas as obrigações de curto prazo da companhia, como dívida com **fornecedores, impostos, instituições financeiras, etc.**

O **Exigível a Longo Prazo**, da mesma forma, registra dívidas e obrigações, com a única diferença situada no prazo de pagamento, ou seja, aqui se incluem aquelas com prazo superior a um ano.

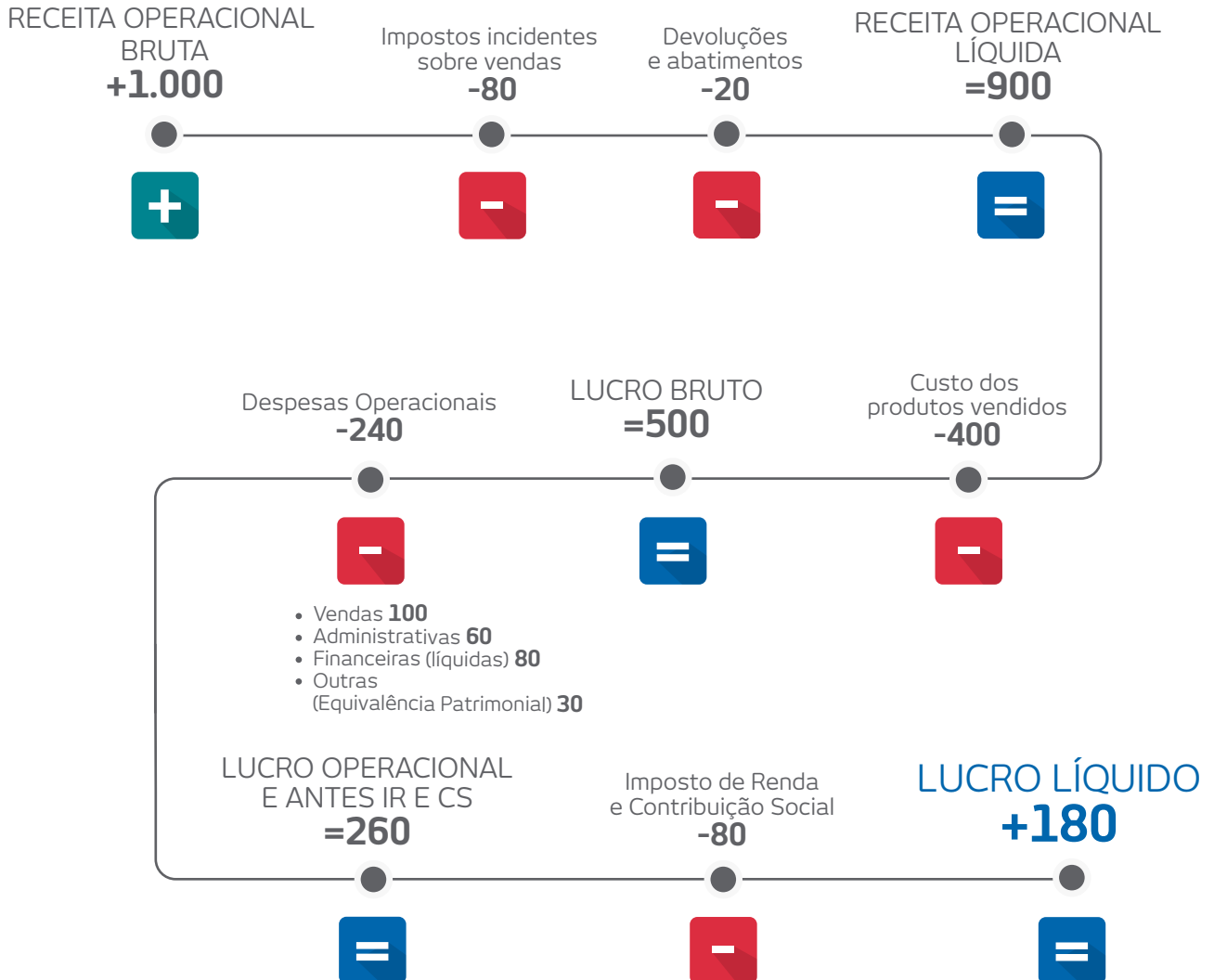
Finalmente, chegamos ao **Patrimônio Líquido**, que representa o capital próprio da empresa. Nele estão incluídas as contas de **Capital Social, Reserva de Capital, Reserva de Lucros** e outras reservas, além dos **Prejuízos Acumulados** (caso existam). Em outras palavras, este grupo se caracteriza pela diferença entre o valor total dos ativos (bens e direitos) e dos passivos (obrigações).

• Demonstração dos Resultados

Na **Demonstração dos Resultados do Exercício** é que iremos verificar a performance da empresa dentro de um determinado período. Cabe aqui lembrar que o Balanço Patrimonial representa uma fotografia dos números da empresa em certa data. No caso da Demonstração dos Resultados a visão é outra, ou seja, são valores acumulados num espaço de tempo (receitas e despesas), cujo somatório vai nos mostrar se houve lucro ou prejuízo.

A classificação das contas segue uma sequência lógica e se inicia com o faturamento da empresa (ou Receita Operacional) no período. Vamos tomar como referência a Demonstração de Resultados da empresa fictícia XYZ S.A., mostrada a seguir:

EMPRESA XYZ S.A.



A contabilidade utiliza o chamado **regime de competência**, e não de caixa, o que significa que todos os valores são lançados na Demonstração dos Resultados, sejam eles efetivamente recebidos ou não.

A **Receita Operacional Bruta** se relaciona com as vendas da empresa no período, não importando se foram feitas à vista ou a prazo. Da receita bruta são deduzidos os impostos, como IPI, ICMS e outros, e ainda eventuais devoluções de vendas e abatimentos concedidos posteriormente à entrega dos produtos. Chegamos então à **Receita Operacional Líquida**.

O **Custo dos Produtos Vendidos**, ou simplesmente **CPV**, representa a parcela dos estoques que foi vendida no período, incorporando todo o custo envolvido na produção, como matérias-primas, mão-de-obra, energia, depreciação, etc.

Numa empresa industrial, a fórmula básica do CPV é a seguinte:

$$\text{CPV} = \text{EI} + \text{CPP} - \text{EF}$$

Onde:

EI = Estoque Inicial

CPP = Custo de Produção no Período

EF = Estoque Final

O Custo de Produção obedece a seguinte composição:

$$\text{CPP} = \text{MC} + \text{MO} + \text{CI}$$

Onde:

MC = Materiais Consumidos

MO = Mão-de-Obra Direta

CI = Custos Indiretos de Fabricação (aluguéis, materiais auxiliares, m.o. indireta, etc.)

A diferença entre a receita líquida e o CPV resulta no **Lucro Bruto**.

Em seguida, encontramos as **Despesas Operacionais**, aqui apresentadas de acordo com as definições dada pela Lei das S.A. As principais despesas operacionais são:

Despesas com Vendas: representam todos os gastos de promoção, colocação e distribuição dos produtos da empresa, tais como salários do pessoal de vendas, comissão de vendedores, propaganda e publicidade, dentre várias outras.

Despesas Administrativas: incluem os gastos com o pessoal específico da área administrativa, honorários da diretoria, dentre outras despesas.

Despesas Financeiras: referem-se aos custos dos empréstimos contratados junto às instituições financeiras, além de encargos de títulos e outras operações sujeitas a despesas de juros (debêntures, por exemplo). Nosso exemplo menciona despesas financeiras líquidas, o que significa que as **Receitas Financeiras** também estão contabilizadas aqui, sendo mostrado o saldo entre despesas e receitas. As receitas financeiras se originam basicamente da aplicação no mercado financeiro das disponibilidades de recursos da empresa.

Equivalência Patrimonial: diz respeito à parte proporcional que cabe a uma empresa sobre a variação do Patrimônio Líquido de outras empresas nas quais tenha participação acionária relevante.

Seguindo o ordenamento lógico da Demonstração dos Resultados, concluímos que se deduzirmos do Lucro Bruto todas as despesas operacionais, chegamos ao **Lucro Operacional antes do IR e CS.**



Deste lucro é deduzida a parte do “Leão” da Receita Federal. Tudo considerado apura-se então o **Lucro Líquido** do exercício, que é direcionado para os acionistas, sendo uma parte na forma de dividendos e outra parte incorporada ao Patrimônio Líquido, na condição de reservas.

Constam ainda com destaque nas demonstrações financeiras o **Relatório da Administração**, a Demonstração das **Mutações do Patrimônio Líquido**, a Demonstração do **Fluxo de Caixa**, as **Notas Explicativas** e o **Parecer dos Auditores Independentes.**












ANÁLISE DE BALANÇOS

A análise retrospectiva das demonstrações financeiras permite ao analista conhecer em detalhes a estrutura de capitais da empresa analisada, observando a evolução dos principais dados contábeis, como as contas a receber de clientes, nível de estoques, contas a pagar a fornecedores, faturamento, custo de produtos vendidos, estrutura financeira, etc.

É comum quando da análise dos balanços a **reclassificação** de algumas contas por parte dos analistas, com o objetivo de obter um padrão mais adequado para o trabalho. Um bom exemplo é a separação das despesas financeiras e da equivalência patrimonial do lucro operacional, criando-se o chamado **Lucro da Atividade (ou EBIT)**.

Vamos tomar como exemplo a Demonstração dos Resultados da empresa XYZ S.A., onde também veremos os cálculos da **Análise Vertical** e da **Análise Horizontal**.

EMPRESA XYZ S.A.

	ANO 1	A.V. (%)	ANO 2	A.V. (%)	A.H.(%)
 RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	900	100,0	1,09	100,0	21
 CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	400	44,4	460	42,2	15
 LUCRO BRUTO	500	55,6	630	57,8	26
 DESPESAS LIGADAS À ATIVIDADE	190	21,1	195	17,9	3
 LUCRO DA ATIVIDADE (EBIT)	310	34,4	435	39,9	40
 RESULTADO FINANCEIRO	80	8,9	60	5,5	25
 LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA (LAIR)	230	25,6	375	34,4	63
 IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	80	8,9	125	11,5	56
 EQUIVALÊNCIA PATRIMONIAL	30	3,3	30	2,8	--
 LUCRO LÍQUIDO	180	20,0	220	20,2	22



A **Análise Vertical (A.V.)** indica o peso de cada conta em relação ao total de ativos da empresa (no caso do balanço patrimonial) ou a representatividade de cada linha da demonstração dos resultados em relação à receita líquida.

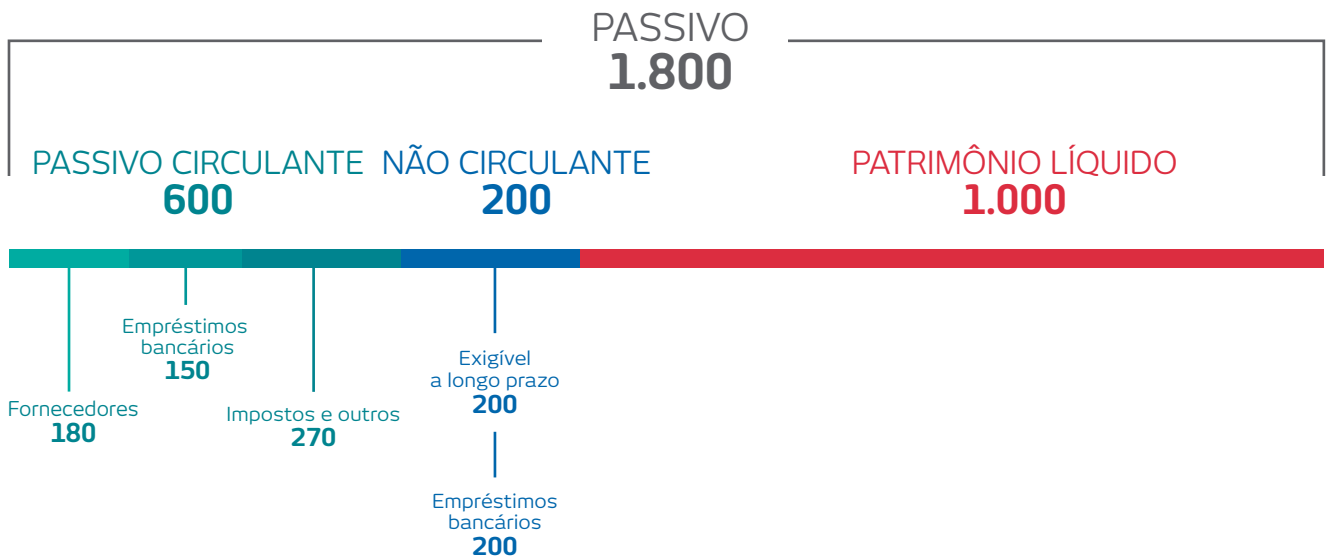
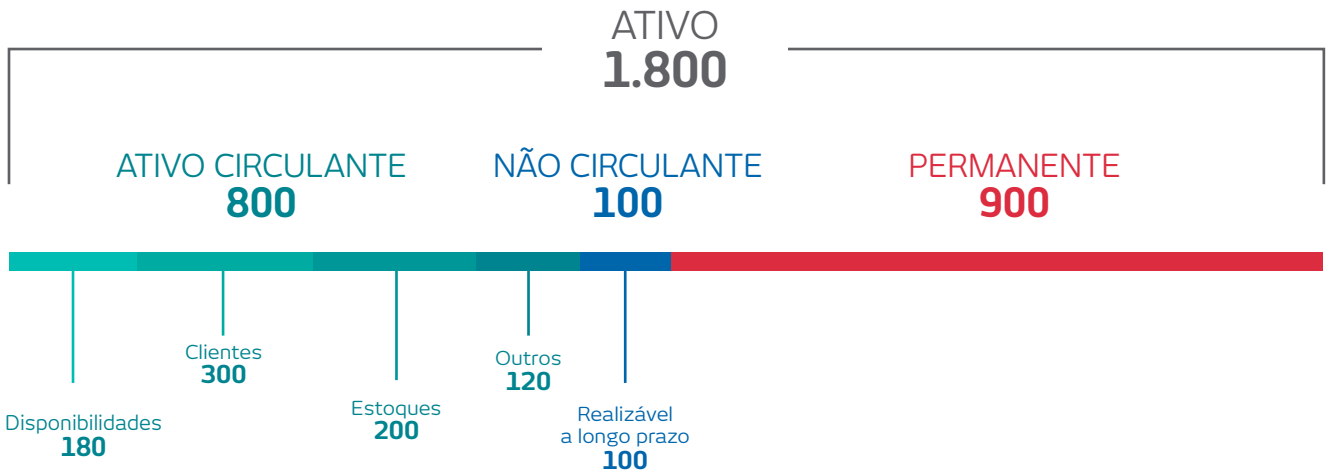
No nosso exemplo, podemos observar que ocorreram alterações nas “margens” da análise vertical de um ano para o outro. Destacam-se como importantes referenciais para análise a **margem bruta** (lucro bruto/receita líquida), **margem da atividade** (lucro da atividade/receita líquida) e margem líquida (lucro líquido/receita líquida).



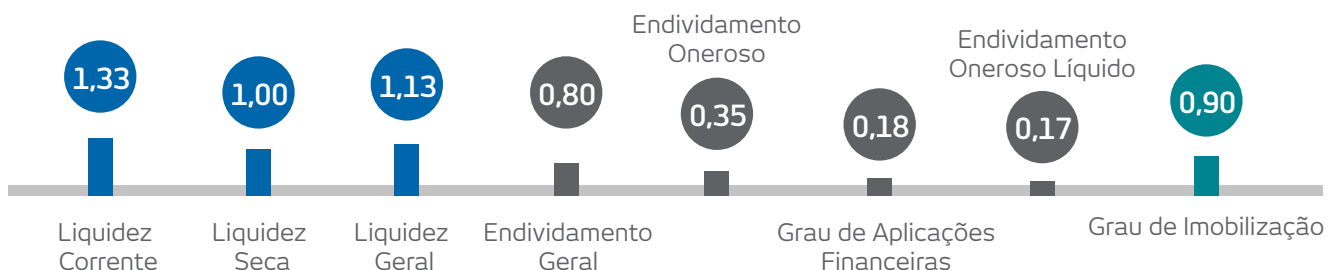
A **Análise Horizontal (A.H.)** mostra a evolução de cada conta de um período para outro, ou seja, a variação percentual de cada item das demonstrações financeiras. Em nosso exemplo, notamos que o item que mais cresceu foi o Lucro Antes do IR (63%) e o que mais se reduziu foi o Resultado Financeiro, que caiu 25%.

Quanto aos indicadores que medem a performance da empresa, vamos começar mostrando aqueles ligados a uma avaliação estática, que são os **Indicadores de Liquidez e de Endividamento**. Mais uma vez vamos recorrer às demonstrações financeiras da empresa XYZ S.A., mas agora observando seu Balanço Patrimonial e demonstrando alguns quocientes bastante utilizados.

EMPRESA XYZ S.A.



INDICADORES



$$\text{LIQUIDEZ CORRENTE} = \frac{\text{ATIVO CIRCULANTE}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE}}$$

Indica quanto a empresa tem a receber no curto prazo em relação a cada unidade monetária que deve no mesmo período.

$$\text{LIQUIDEZ SECA} = \frac{\text{ATIVO CIRCULANTE} - \text{ESTOQUES}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE}}$$

Tem o mesmo significado que a liquidez corrente, com exceção do fato de que os estoques não são considerados como recebíveis, ou seja, não conta com a realização imediata dos estoques.

$$\text{LIQUIDEZ GERAL} = \frac{\text{ATIVO CIRCULANTE} + \text{REALIZÁVEL A LONGO PRAZO}}{\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{EXIGÍVEL A LONGO PRAZO}}$$

Oferece a mesma indicação da liquidez corrente, mas engloba também os ativos e passivos a longo prazo.

$$\text{ENDIVIDAMENTO GERAL} = \frac{\text{PASSIVO CIRCULANTE} + \text{EXIGÍVEL A LONGO PRAZO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Indica quanto a empresa tem captado junto a terceiros em relação ao seu capital próprio.

$$\text{ENDIVIDAMENTO ONEROSO} = \frac{\text{DÍVIDA ONEROSA TOTAL}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Mede especificamente o comprometimento do capital próprio da empresa em relação à sua dívida com bancos e outras que têm custo financeiro embutido (debêntures, desconto de duplicatas, etc.).

$$\text{GRAU DE APLICAÇÕES FINANCEIRAS} = \frac{\text{DISPONIBILIDADES}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Indica a representatividade das disponibilidades aplicadas pela empresa no mercado financeiro em relação ao seu Patrimônio Líquido.

$$\text{ENDIVIDAMENTO ONEROSO LÍQUIDO} = \frac{\text{DÍVIDA ONEROSA TOTAL} - \text{DISPONIBILIDADES}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Como o nome diz, trata-se do cálculo do endividamento deduzido das disponibilidades aplicadas no mercado financeiro. É bastante útil nos casos de empresas que têm baixo custo de captação de empréstimos e o fazem com intuito de realizar o que chamamos de arbitragem, ou seja, captam de um lado e aplicam do outro, gerando ganhos líquidos.

$$\text{GRAU DE IMOBILIZAÇÃO} = \frac{\text{ATIVO PERMANENTE}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

Indica em que nível os ativos não correntes da empresa são financiados com recursos próprios.

• Indicadores de Rentabilidade e de Cobertura Financeira

Por fim, vamos tratar dos **Indicadores de Rentabilidade e de Cobertura Financeira**. Dentre os primeiros, alguns já foram citados quando falamos sobre análise vertical: as margens da demonstração dos resultados. Como complemento, devem ser acrescentados outros dois indicadores. São eles a **Rentabilidade do Patrimônio Líquido e a Rentabilidade sobre o Ativo Total**.

$$\text{RENTABILIDADE DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO} = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}$$

É a taxa de retorno dos acionistas e mede a performance do lucro em relação ao capital próprio empregado na empresa. Normalmente se utiliza o Patrimônio inicial, mas podem ser necessários ajustes, o que nos leva a sugerir, em princípio, o emprego do Patrimônio médio do período de apuração do lucro.

$$\text{RENTABILIDADE DO ATIVO TOTAL} = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{ATIVO TOTAL MÉDIO}}$$

Este indicador mede a eficiência global da administração, ou seja, o retorno obtido em relação ao total de recursos empregados, sejam eles próprios ou de terceiros.

Os indicadores de rentabilidade são habitualmente expressos no formato percentual.

Quanto aos índices que medem a capacidade de **cobertura financeira**, destacamos dois bastante usuais:

$$\text{COBERTURA DE JUROS} = \frac{\text{GERAÇÃO DE CAIXA NA ATIVIDADE (EBITDA)}}{\text{DESPESAS FINANCEIRAS}}$$

Este índice confronta a capacidade de geração de caixa da empresa através das suas atividades próprias (conhecida pela sigla Ebitda) com as despesas financeiras do período considerado. Quanto maior este índice, mais confortável se mostra a situação da empresa, em termos da execução dos seus encargos financeiros.

COBERTURA
DA DÍVIDA

DÍVIDA LÍQUIDA

GERAÇÃO DE CAIXA NA ATIVIDADE (EBITDA)

Aqui o confronto se dá entre a capacidade periódica de geração de caixa na atividade (normalmente de um ano) e a dívida propriamente dita (considerando passivos de curto e longo prazo). Tendo em vista a possível existência de disponibilidades expressivas por parte da empresa analisada, é recomendável levar em conta a chamada dívida líquida, ou seja, dívida onerosa de curto e longo prazos deduzida das disponibilidades.

Mais à frente estaremos abordando em mais detalhes os conceitos e fórmulas de cálculo da geração de caixa das empresas, inclusive o **EBITDA**.

• O Capital de Giro

Outro ponto fundamental na análise dos balanços é a avaliação das movimentações do **capital de giro**, representado pelas contas **tipicamente cíclicas** do Ativo Circulante e do Passivo Circulante. No lado do ativo, as principais contas envolvidas são **Clientes e Estoques**. No passivo, destaques para **Fornecedores, Impostos, Salários**, dentre outras.

É importante destacar que contas financeiras (**Caixa, Bancos, Aplicações em Títulos e Valores Mobiliários, Empréstimos, etc.**) não se caracterizam como ativos ou passivos cíclicos, sendo avaliadas em separado.

CAPITAL CIRCULANTE
LÍQUIDO

ATIVO CIRCULANTE



PASSIVO CIRCULANTE

NECESSIDADE DE
CAPITAL DE GIRO

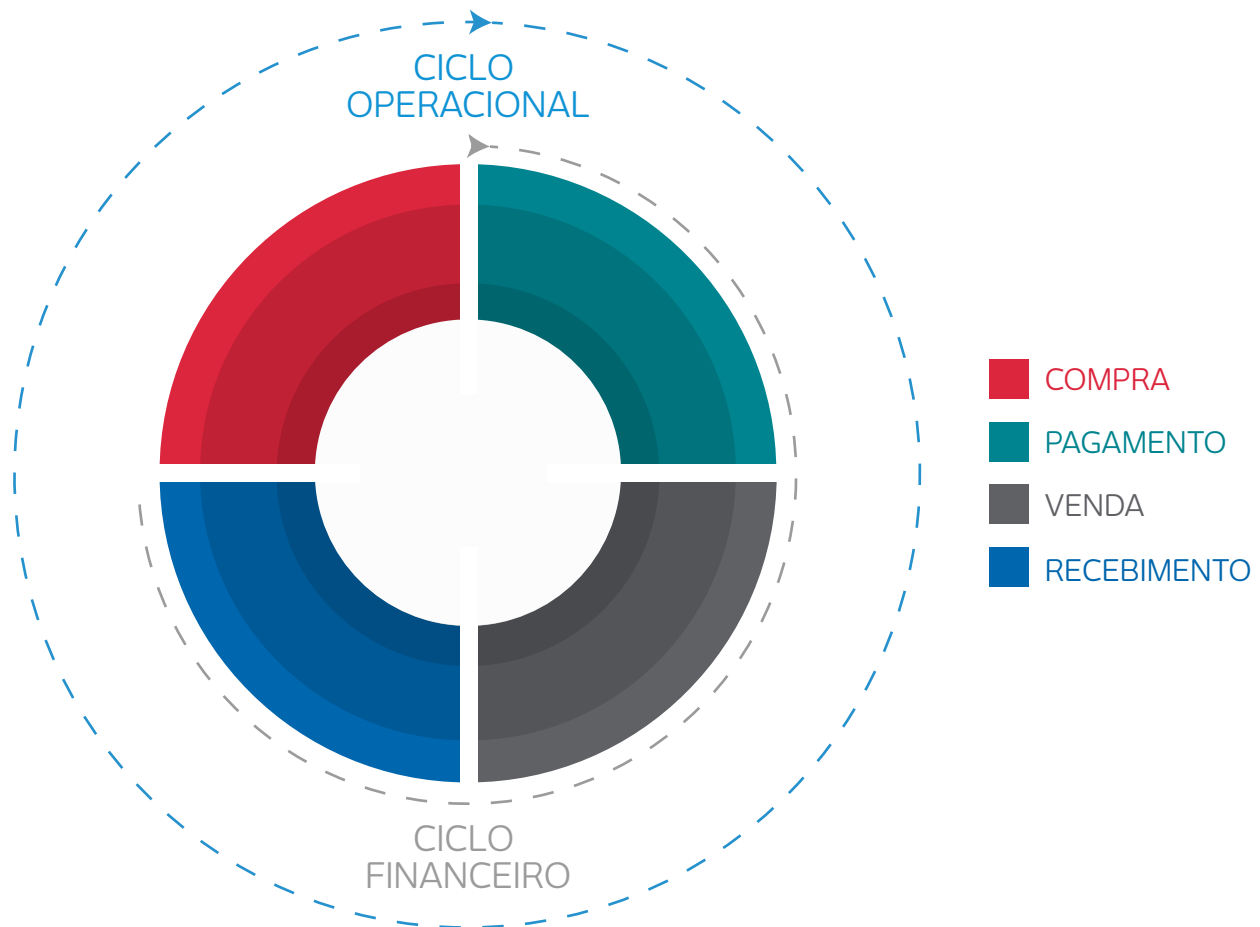
ATIVOS CÍCLICOS



PASSIVOS CÍCLICOS

O **Ciclo Operacional** de uma empresa se define pelo tempo decorrido entre a compra das matérias-primas e o recebimento das vendas.

O **Ciclo Financeiro** se define pelo tempo decorrido entre o pagamento aos fornecedores das matérias-primas e o recebimento das vendas.



Neste diagrama, estão embutidos os prazos médios de recebimento dos clientes, pagamento aos fornecedores e giro dos estoques, que são os chamados **indicadores da atividade**. Tratam-se de indicadores dinâmicos e mesclam informações do Balanço Patrimonial e da Demonstração dos Resultados.

$$\text{PRAZO MÉDIO DE RECEBIMENTO DE VENDAS} = \frac{\text{CONTAS A RECEBER DE CLIENTES}}{\text{RECEITA OPERACIONAL}} \times \text{PERÍODO DA RECEITA}$$

Este indicador mostra quantos dias a empresa deverá esperar, em média, para o efetivo recebimento de suas vendas a prazo. As contas a receber são retiradas do ativo circulante e a receita da demonstração dos resultados. O prazo das vendas é dado em dias e tem que ser compatível com o período utilizado, seja ele mês, trimestre, semestre ou ano.

$$\text{PRAZO MÉDIO DE ESTOCAGEM} = \frac{\text{ESTOQUES}}{\text{CPV}} \times \text{PERÍODO DO CPV}$$

Este indicador representa o prazo médio de renovação dos estoques, e o fazemos relacionando o valor dos estoques, retirado do Ativo Circulante, com o Custo dos Produtos Vendidos, sendo o quociente multiplicado pelo período de dias equivalente ao CPV utilizado, assim como fizemos no exemplo anterior.

$$\text{PRAZO MÉDIO DE PAGAMENTO AOS FORNECEDORES} = \frac{\text{FORNECEDORES}}{\text{COMPRAS}} \times \text{PERÍODO DAS COMPRAS}$$

Neste caso, é obtido o tempo médio decorrido entre a compra de matérias-primas e o efetivo pagamento aos fornecedores. Como não existe explicitamente nas demonstrações financeiras o valor das compras, podemos utilizar o valor do CPV como denominador, ainda que não seja um modelo perfeito.



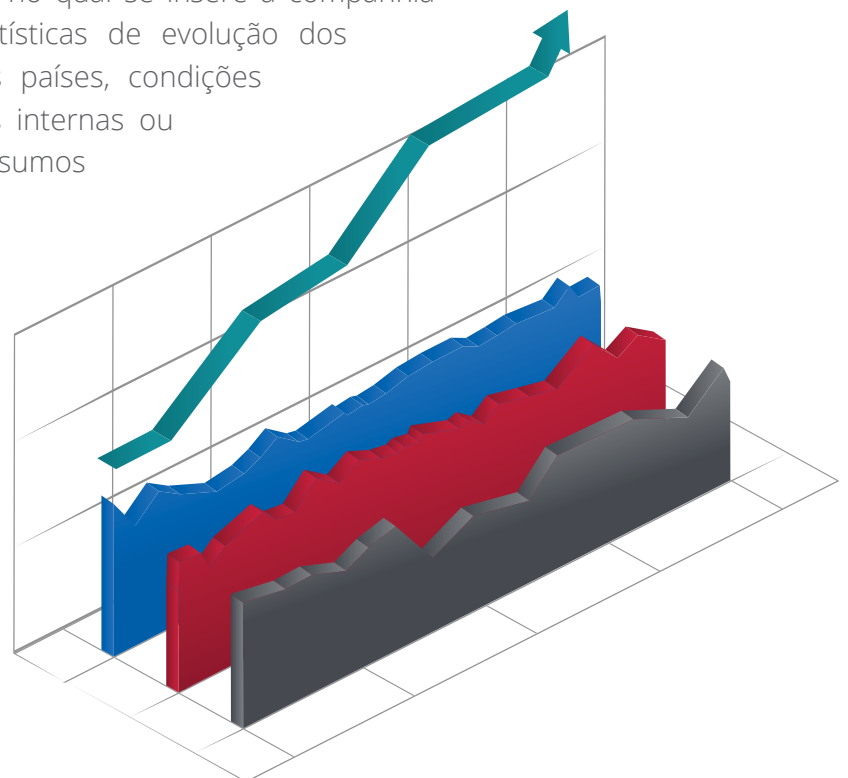
O QUE SE DEVE LEVAR
EM CONTA NA PROJEÇÃO
DE BALANÇOS

Quanto melhor for conhecido o ambiente de atuação da empresa, melhor ela poderá ser avaliada. Portanto, é imprescindível que a análise tenha início com um estudo macroeconômico, onde devem ser levados em conta os elementos conjunturais que servem como pano de fundo para a performance da empresa analisada.

Indicadores de desenvolvimento da economia do País, como as taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB), taxas de juros praticadas pelo Governo na remuneração de títulos públicos de renda fixa, situação cambial, nível de emprego, inflação, dados de comércio exterior, enfim, tudo que diga respeito ao alicerce sobre o qual a economia está sustentada e irá se desenvolver.

O segundo passo é a avaliação do setor no qual se insere a companhia sob análise. Suas potencialidades, estatísticas de evolução dos últimos anos, comparações com outros países, condições de concorrência, barreiras protecionistas internas ou externas, facilidade de obtenção dos insumos de produção, formação de preços e tudo mais que possa interferir nas condições normais de atividade do setor.

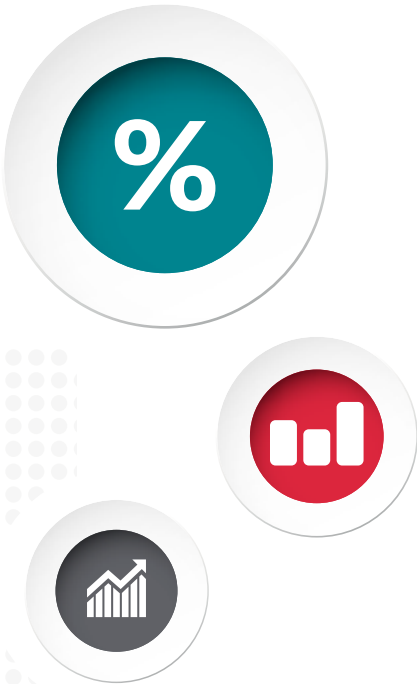
Partindo da base macroeconômica e setorial já desenvolvida, e tendo avaliado a condição econômico-financeira passada da empresa, o analista precisa ter **informações sobre o futuro**. É importante saber sobre seus **projetos de investimentos** e como isto se refletirá sobre suas vendas e seu fluxo de caixa.



Será necessário **avaliar a estratégia da companhia**, que pode parecer conservadora ou arrojada, **projetar seus volumes físicos de vendas**, a provável **evolução dos preços dos seus produtos**, a **tendência para os principais insumos de produção**, as despesas operacionais, inclusive as financeiras, para o que se faz decisivo tomar conhecimento de novas captações de recursos que estejam sendo realizadas ou por realizar. Além disso, é preciso saber da existência de benefícios fiscais, alíquotas dos vários impostos, performance de empresas controladas e uma série de outras informações, a depender de peculiaridades da empresa sob análise.

Do ponto de vista comercial, é necessário ainda saber sobre eventuais mudanças nos prazos de compras e vendas, giro de estoques, dentre outros fatores, de modo a **avaliar o impacto sobre o capital de giro** da companhia. Caso se trate de uma exportadora, faz-se importante avaliar eventuais interferências de valorizações ou desvalorizações cambiais sobre suas atividades.

Todas as **premissas devem ser bem definidas** e, apesar de todo o trabalho, deve ficar claro que **nenhuma projeção é eterna**. Muito pelo contrário, pois a revisão deve ser constante, para o que facilita bastante o uso dos recursos de informática que dispomos e que devem ser utilizados tanto quanto possível.



O mundo globalizado tem exigido cada vez mais das empresas a maximização de esforços no sentido de tornarem-se competitivas. Neste ambiente, não há espaço para atitudes amadoras e despreparadas, sendo notória a existência de um quadro de **acirramento da concorrência a nível mundial**, guerra de preços, reforço das campanhas de propaganda, etc.

Para sobreviver e para que possam se manter rentáveis, tem sido bastante comum entre as empresas de vários setores a **formação de parcerias** com outros “players” (várias vezes com a venda do controle acionário), atingindo o porte necessário para realizar investimentos de várias maneiras, como em ampliação de capacidade (a **escala de produção** por vezes tem que ser aumentada para diluir custos fixos e possibilitar redução de preços); em **aperfeiçoamento da mão-de-obra**; assim como em **tecnologia**, tanto no nível do maquinário mais moderno quanto no que se refere a sistemas de controles gerenciais informatizados e sob medida para as necessidades de cada empresa.

Fica claro, portanto, que a chave para uma boa **projeção de resultados** está, sobretudo, na **boa definição das premissas**, pois a montagem do balanço futuro é uma mera transposição das expectativas para os dados contábeis.



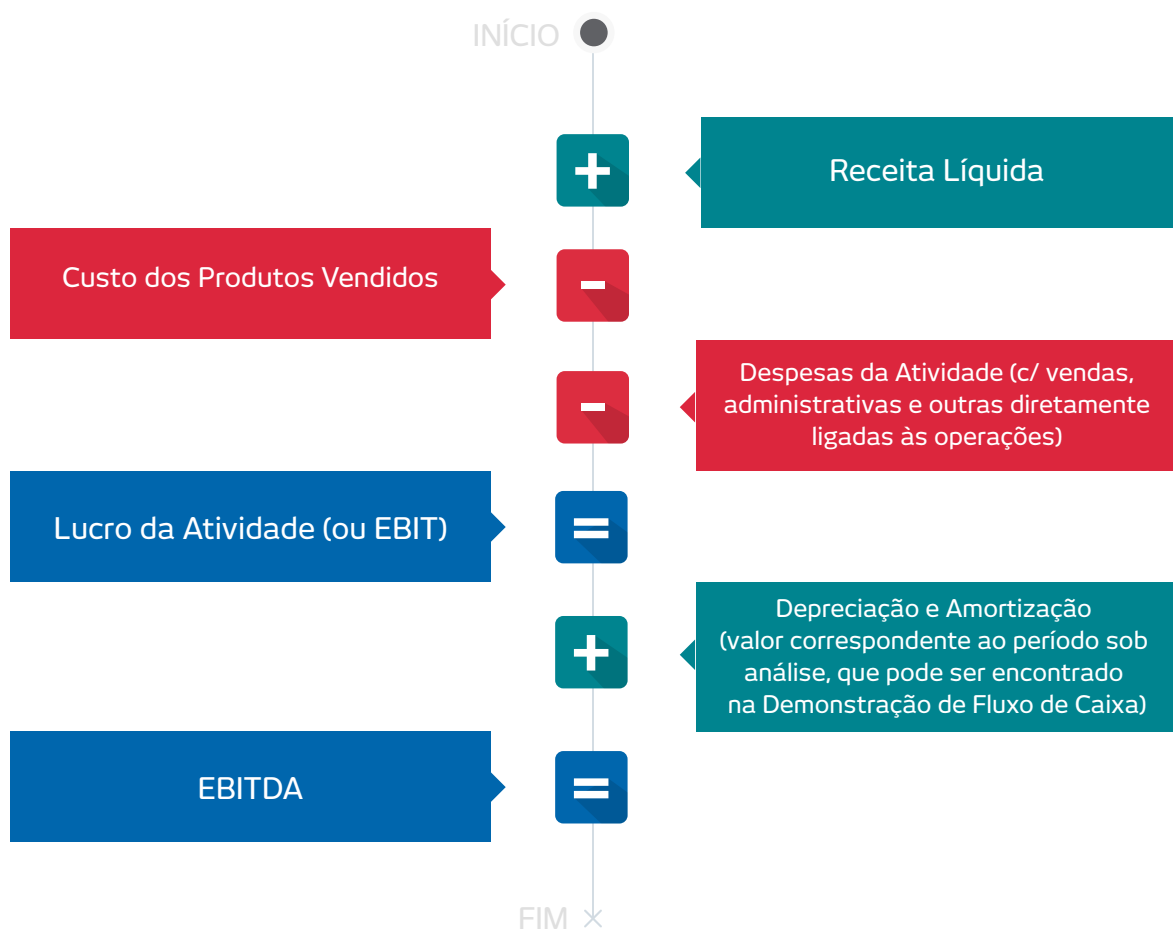
A IMPORTÂNCIA
DA ANÁLISE DA GERAÇÃO
DE CAIXA

Sem dúvida, há um aspecto fundamental a ser salientado na análise de uma empresa. Trata-se da correta avaliação do seu **fluxo de caixa**. As demonstrações contábeis são elaboradas de acordo com o regime de competência, e não de caixa.

Assim, devemos prestar atenção aos efetivos impactos de caixa, o que nos leva a um estudo mais aprofundado do balanço. Aqui destacamos a forma mais habitual para o cálculo da geração de caixa, que seria a chamada **Geração de Caixa na Atividade**, ou **EBITDA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization)**, também denominada em português através da sigla **LAJIDA: Lucro Antes do Imposto de Renda, Juros, Depreciação e Amortização**.

Para chegarmos ao Ebitda basta somarmos ao **Lucro da Atividade (= EBIT)** os valores correspondentes à **depreciação e amortização**, que se encontram embutidos no CPV (Custo dos Produtos Vendidos) e nas Despesas Operacionais. Devemos saber que a depreciação faz parte do CPV, mas não representa saída de caixa, sendo o reconhecimento contábil da perda de valor por desgaste dos itens que compõem o **Ativo Imobilizado** da empresa.

Observando a partir da Receita Líquida, o Ebitda vem a ser o resultado da seguinte seqüência:



Um outro conceito habitual para avaliação da geração de caixa é o de **Fluxo de Caixa Operacional**. Para chegarmos a ele, deduzimos do Ebitda os encargos da empresa com o **Imposto de Renda** e os ajustes relacionados ao financiamento das **necessidades de capital de giro**. Tais ajustes se fazem necessários, de modo a propiciar uma visão adequada do que efetivamente entrou ou saiu do caixa no que se refere às vendas, aos custos e às despesas.

Como é sabido, a contabilidade utiliza o regime de competência, e não o de caixa, para o registro das várias contas de resultados. Em outras palavras, em princípio não sabemos quanto da receita líquida foi efetivamente recebido ou quanto dos custos e despesas representou efetiva saída de caixa (exceto pelo conjunto depreciação e amortização, pois sabemos de antemão que não sai do caixa).

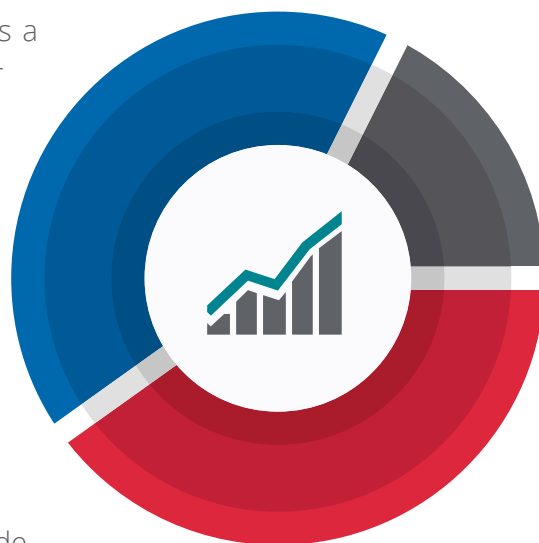
O recurso de que dispomos para tal avaliação é examinar a variação das chamadas **Contas Cíclicas** do Ativo e do Passivo Circulante. Como exemplo podemos tomar exclusivamente as Contas a Receber de Clientes. Imaginemos a seguinte situação: uma empresa iniciou suas atividades no ano 20x0, não havendo qualquer valor a receber no início deste ano. Ao final do mesmo ano, suas demonstrações financeiras apontavam os seguintes valores:

Receita Operacional do Exercício: R\$ 1.000.000,00 (Demonstração dos Resultados)

Contas a Receber de Clientes: R\$ 200.000,00 (Ativo Circulante)

Podemos deduzir facilmente que a **entrada efetiva de caixa** por conta das vendas do exercício foi de R\$ 800 mil, pois a empresa faturou R\$ 1 milhão, mas uma parte deste valor (R\$ 200 mil) ficou para ser recebida no período seguinte. Ou seja, pelo regime de competência a empresa faturou R\$ 1 milhão, mas pelo regime de caixa, somente R\$ 800 mil. E podemos chegar a este valor pela diferença entre o total das contas a receber de clientes no início e no final do exercício.

Obviamente isto também ocorre com as contas a pagar (fornecedores, impostos, salários, etc.), sendo possível uma análise conjunta de todos estes fatores, bastando para isto que seja verificada a variação da necessidade de capital de giro.



• O Fluxo de Caixa Livre

Agora que já temos o chamado Fluxo de Caixa Operacional (recapitulando: é igual ao Ebitda (-) Imposto de Renda (+ ou -) Variação da Necessidade de Capital de Giro) vamos dar apenas mais um passo e chegar num conceito extremamente relevante para a avaliação da empresa: o **Fluxo de Caixa Livre** (ou, em inglês, **Free Cash Flow**), o qual atingimos simplesmente descontando do Fluxo de Caixa Operacional os investimentos da empresa no ativo imobilizado, habitualmente denominados como Capex (Capital Expenditures).

Há dois conceitos de Fluxo de Caixa Livre:

para a Firma (Free Cash Flow to the Firm)

para os Acionistas (Free Cash Flow to Equity)

A diferença básica entre eles é que no primeiro ainda faltam ser remunerados os credores de dívida onerosa e os acionistas. Na passagem para o segundo já foram desembolsados os recursos dos credores (principal + despesas financeiras do período), com toda a geração de caixa restante pertencendo aos acionistas.





INDICADORES
FUNDAMENTALISTAS:
LPA, VPA, CFS

Neste tópico, vamos estudar alguns indicadores da análise fundamentalista, destacando aqui três quocientes que relacionam os **valores dos balanços ao número de ações da empresa**.

O primeiro deles é o **Lucro por Ação (LPA)**, cujo significado é explícito e representa a divisão do lucro líquido pelo número total de ações da empresa.

$$\text{LPA} = \frac{\text{LUCRO LÍQUIDO}}{\text{NÚMERO TOTAL DE AÇÕES}}$$

Em seguida, passamos ao cálculo do Valor Patrimonial por Ação (VPA), que representa a divisão do Patrimônio Líquido da empresa pelo seu número total de ações.

$$\text{VPA} = \frac{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO}}{\text{NÚMERO TOTAL DE AÇÕES}}$$

A **Geração de Caixa por Ação** (ou **CFS: Cash Flow/Share**) pode utilizar vários conceitos de geração de caixa, sendo que aqui optamos por indicar o de geração de caixa na atividade, ou **EBITDA**.

$$\text{CFS} = \frac{\text{GERAÇÃO DE CAIXA NA ATIVIDADE}}{\text{NÚMERO TOTAL DE AÇÕES}}$$



ENTERPRISE VALUE (EV)
E VALOR JUSTO -
O MODELO VALUATION

Há vários métodos para avaliação de ativos, cada um com suas qualidades e limitações. Neste tópico, estaremos estudando aquele que determina o **valor justo** para a empresa através da utilização de **projeções de longo prazo**.

Um primeiro ponto que deve ficar claro é o conceito de **Valor do Empreendimento**, cuja sigla usual é **EV (Enterprise Value)**. O **EV** é dado pelo valor presente dos fluxos de caixa livre (free cash flow) projetados.

A seguinte fórmula incorpora todos estes movimentos:

$$EV = \frac{FCF_1}{(1+r)} + \frac{FCF_2}{(1+r)^2} + \dots + \frac{(FCF_n + VR)}{(1+r)^n}$$

Onde:

EV = Enterprise Value (Valor do Empreendimento ou Valor da Firma)

FCF = Free Cash Flow (Fluxo de Caixa Livre da Firma)

r = Custo Médio Ponderado do Capital da Empresa (WACC)

VR= Valor Residual da Empresa nos períodos subseqüentes ao projetado (Valor da Perpetuidade)

Os princípios de projeção de resultados são os mesmos já referidos, exigindo necessariamente um **horizonte mais longo de estimativas** (a sugestão é que se projete pelo menos cinco anos).

A partir deste ponto, há um **cálculo de perpetuidade** para o fluxo de caixa livre (a empresa não vai existir somente por mais cinco anos). Para tanto, calcula-se o **Valor Residual** da empresa para os períodos subseqüentes aos incluídos na projeção.

O **Valor Residual** (ou Valor da Perpetuidade) é dado pela seguinte fórmula:

$$VR = \frac{FC}{(r - g)}$$

Onde:

VR= Valor Residual (ou Valor da Perpetuidade)

FC= Fluxo de Caixa de um ano utilizado para o cálculo do EV

r= Custo Médio Ponderado do Capital da Empresa (WACC)

g= Taxa de crescimento esperada para o fluxo de caixa (em perpetuidade)

O cálculo do Valor Residual depende, portanto, de nossa expectativa de continuidade dos negócios da empresa em uma evolução normal por muitos anos, daí a ideia de perpetuidade. Para a variável “g” da fórmula, a sugestão é que se utilize uma taxa de crescimento vegetativo tomada como estável no longo prazo.

Neste ponto, é importante lembrar que as **projeções não são eternas**, devendo os valores encontrados serem permanentemente revistos, o que exige que as planilhas de projeção sejam bem elaboradas e dinâmicas.

Por duas vezes foi citada a variável “r” e definida como o **Custo Médio Ponderado de Capital**. Pois bem, esta vem a ser uma peça-chave para a determinação do valor presente da empresa, uma vez que é a própria taxa de desconto a ser aplicada aos fluxos de caixa projetados.

$$\text{CMPC (OU WACC)} = [\text{Kd} (1 - t) (D/ T)] + [\text{Ke} (E/ T)]$$

Onde:

CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital)

Kd = Custo do Financiamento do Capital de Terceiros (dívida onerosa) ou Custo do Debt

Ke = Custo do Capital Próprio (Custo do Equity)

t = Alíquota de Imposto de Renda

D/T = Participação do Capital de Terceiros no Passivo Total

E/T = Participação do Capital Próprio no Passivo Total

Obs.: $\text{KT/T} + \text{KP/T}$ é igual a 1, que equivale ao Passivo Total

O **Custo do Capital de Terceiros (Debt)** é referenciado na taxa de juros efetiva da dívida onerosa da empresa e o **Custo do Capital Próprio (Equity)** se define a partir do modelo conhecido como **CAPM (Capital Asset Pricing Model)**, desenvolvido na década de 60 por Willian Sharpe.

$$\text{Ke} = \text{Rf} + [\beta (\text{Rm} - \text{Rf})]$$

Onde:

Ke = Custo do Capital Próprio (Custo do Equity)

Rf = Taxa Livre de Risco do Mercado

β = Beta da Ação

$\text{Rm} - \text{Rf}$ = Prêmio Esperado pelo Risco do Investimento

Na definição do **CAPM**, foi estabelecida a existência de uma relação linear entre o retorno esperado para um ativo e seu risco sistemático. Assim, é definido o custo do capital próprio através da admissão de uma taxa livre de risco (poderíamos aceitar que fosse a remuneração da caderneta de poupança,

por exemplo), associada a um prêmio extra esperado pelo risco assumido no investimento. Sobre este prêmio de risco aplica-se ainda o que seria a representação do risco sistemático, ou **beta (β)**.

De forma bastante simplificada, podemos dizer que o **beta mede a sensibilidade da ação que estamos analisando em relação ao comportamento do mercado** num determinado período de tempo, partindo da teoria moderna de portfólios, que se baseia no princípio que os mercados são eficientes.

O Beta representa o coeficiente angular da reta de regressão onde são plotados os retornos da ação e do mercado num determinado período de tempo. É, portanto, uma referência estatística, e pode ser obtido pelo quociente da seguinte fração:

$$\beta = \frac{\text{COVARIÂNCIA RETORNO DO MERCADO E RETORNO DA AÇÃO}}{\text{VARIÂNCIA RETORNO DO MERCADO}}$$

Numericamente, e em termos práticos, pode ser dito que uma ação com beta de valor 1 é aquela que acompanha exatamente o mercado (no caso brasileiro, oscila junto com o Ibovespa). Empresas de maior risco são aquelas cujas ações sobem ou caem em Bolsa de forma mais agressiva que o índice do mercado (mais de uma vez a variação do Ibovespa). Seguindo a mesma lógica, empresas mais conservadoras têm um beta menor que 1, ou seja, sobem ou caem de forma mais amena que o mercado.

Várias situações específicas podem ser observadas com relação à utilização do índice Beta, como num caso em que esteja sendo avaliada uma empresa que não tem ações negociadas em Bolsa, ou mesmo no caso de ação com pouca liquidez (o que traria baixa confiabilidade para o estudo do Beta). Em casos como estes, podemos recorrer a indicadores setoriais ou de empresas similares em mercados considerados eficientes (caso típico do mercado de ações dos Estados Unidos), ajustando o indicador pelo processo de “desalavancagem” da estrutura de capitais.

Tudo considerado, chegamos ao chamado **Valor Justo** para a empresa. Para tanto, voltamos ao Valor do Empreendimento e dele deduzimos a dívida onerosa da empresa, líquida das suas aplicações financeiras ou outros títulos negociáveis.

$$\text{VALOR JUSTO} = \text{VALOR DO EMPREENDIMENTO (OU EV)} - D + I$$

Onde:

D = Valor de mercado da dívida onerosa da empresa

I = Valor atual dos títulos negociáveis e outros investimentos não operacionais

Portanto, **de forma resumida**, pode ser afirmado que o **Valor Justo** para uma empresa, calculado com base em projeções de longo prazo, **é dado pelo valor presente dos fluxos de caixa livres projetados, deduzido de sua dívida líquida.**





MÚLTIPLOS DE MERCADO:
P/L, P/VPA, P/CFS, EV/EBITDA

Em seguida, estaremos conhecendo os chamados **Múltiplos de Mercado**, destacando quatro dos mais utilizados. São eles o **P/L, P/VPA, P/CFS e EV/EBITDA**.

$$\text{PREÇO/LUCRO (P/L)} = \frac{\text{COTAÇÃO DA AÇÃO}}{\text{LUCRO POR AÇÃO}}$$

O P/L indica o tempo de retorno do investimento, partindo-se da premissa teórica que o lucro da empresa em um ano se repetirá nos anos seguintes.

Assume ainda um caráter de **preço relativo**, na medida em que seja disponível uma série de lucros anuais para várias empresas.

Se esta série indicar, por exemplo, uma média 10,0 de P/L para o universo considerado, pode ser entendido que o risco médio atribuído ao mercado tem valor 10,0 para aquele ano. Esta média certamente envolve empresas de vários setores, alguns considerados mais arriscados (mais difíceis para definirmos prognósticos para o futuro, em face de características sazonais ou outras). Assim, começamos a atribuir níveis de P/L “justos” para cada setor e para cada empresa.

Então, se entendemos que determinado setor apresenta risco abaixo da média dos setores envolvidos, é lícito supor que nos dispomos a esperar mais tempo pelo retorno em um investimento naquele setor, ou seja, podemos aceitar **“pagar” um P/L mais alto** por ações de uma empresa atuante num setor considerado de menor risco.

E o mesmo raciocínio vale para comparações entre empresas do mesmo setor, em face de diferenças nas estruturas de capitais, nos mercados específicos de atuação, etc.



Se determinada empresa tem uma **cotação atual de R\$ 5,00/ação** e o **lucro projetado é de R\$ 1,00/ação**, o **P/L projetado é de 5,0**.

Admitindo que o **P/L médio de uma série confiável de projeções para o mesmo período seja 8,0** e que o **mercado atribui baixo risco à empresa sob análise**, poderia ser atribuído ao valor das suas ações um **potencial de valorização mínimo de 60%**, que equivale, em nosso exemplo, à valorização necessária para que sua cotação se ajustasse à média de “risco” atribuído ao mercado.

Portanto, o P/L atual de 5,0 vezes indicaria que seus títulos em Bolsa estariam subavaliados, de acordo com esta análise.

$$\text{PREÇO/VALOR PATRIMONIAL (P/VPA)} = \frac{\text{COTAÇÃO DA AÇÃO}}{\text{PATRIMÔNIO LÍQUIDO DA AÇÃO}}$$

Indica a relação existente entre o valor de mercado e o valor contábil do Patrimônio Líquido da empresa. Como já vimos, o valor contábil não é a representação do que o mercado entende sobre o valor da empresa. Entretanto, sempre será um bom parâmetro de comparação. Uma decisão sobre o lançamento de novas ações, por exemplo, também pode ser alterada em face das condições deste indicador.

$$\text{PREÇO/GERAÇÃO DE CAIXA (P/CFS)} = \frac{\text{COTAÇÃO DA AÇÃO}}{\text{GERAÇÃO DE CAIXA PARA AÇÃO}}$$

Este indicador oferece uma informação complementar à do P/L, sendo visto o tempo teórico de retorno esperado à luz apenas do efeito caixa do resultado do exercício.

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{ENTERPRISE VALUE (VALOR DO EMPREENDIMENTO)}}{\text{GERAÇÃO DE CAIXA NA ATIVIDADE}}$$

Aqui há um confronto entre a capacidade de geração interna de caixa da empresa, a partir de suas atividades próprias, e o valor presente dos fluxos de caixa projetados para a empresa (representado pelo EV). Podem ser usados dados históricos ou projetados, a depender de cada caso. Assim como os outros múltiplos, quanto menor, em princípio é mais atrativo.



BIBLIOGRAFIA RECOMENDADA

MERCADO DE CAPITAIS

Autores: Francisco Cavalcanti
Editora: Campus

MANUAL DE CONTABILIDADE DAS SOCIEDADES POR AÇÕES

Autores: Sérgio de Iudícibus, Eliseu Martins
e Ernesto Rubens Gelbcke
Editora: Atlas

MERCADO FINANCEIRO

Autor: Alexandre Assaf Neto
Editora: Atlas

ANÁLISE DE BALANÇOS

Autor: Sérgio de Iudícibus
Editora: Atlas

ANÁLISE FINANCEIRA DE BALANÇOS

Autor: Dante Matarazzo
Editora: Atlas

AVALIAÇÃO DE INVESTIMENTOS

Autor: Aswath Damodaran
Editora: Qualitymark

ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA – CORPORATE FINANCE

Autores: Stephen A. Ross,
Randolph W. Westerfield
e Jeffrey F. Jaffe
Editora: Atlas

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS – VALUATION

Autores: Tom Copeland, Tim Koller
e Jack Murrin
Editora: Makron Books

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS – DA MENSURAÇÃO CONTÁBIL À ECONÔMICA

Organizador: Eliseu Martins
Editora: Atlas

VALUATION – COMO PRECIFICAR AÇÕES

Autor: Alexandre Póvoa
Editora: Elsevier - Campus