

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PAMPA

RAFAEL VARGAS FRAGA

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE UMA SELEÇÃO DE AÇÕES DA BOLSA DE
VALORES DE SÃO PAULO DE 2005 A 2015**

**Alegrete
2016**

RAFAEL VARGAS FRAGA

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE UMA SELEÇÃO DE AÇÕES DA BOLSA DE
VALORES DE SÃO PAULO DE 2005 A 2015**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Engenharia Econômica da Universidade Federal do Pampa, como requisito parcial para obtenção do Título de Especialista em Engenharia Econômica.

Orientador: João Plínio Juchem Neto

Alegrete

2016

RAFAEL VARGAS FRAGA

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DE UMA SELEÇÃO DE AÇÕES DA BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO DE 2005 A 2015

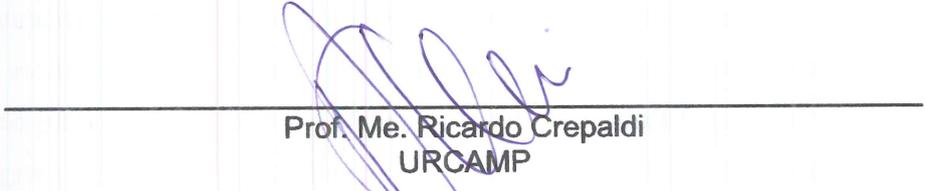
Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Curso de Engenharia Econômica da Universidade Federal do Pampa, como requisito parcial para obtenção do Título de Especialista em Engenharia Econômica.

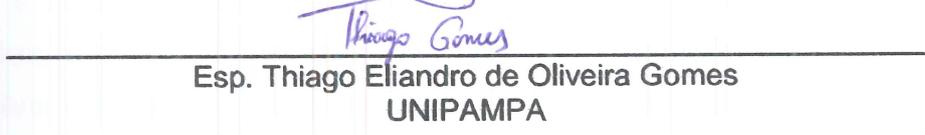
Orientador: Prof. Dr. João Plínio Juchem Neto

Trabalho de Conclusão de Curso defendido e aprovado em: 30/11/2016.

Banca examinadora:


Prof. Doutor João Plínio Juchem Neto Orientador
UNIPAMPA


Prof. Me. Ricardo Crepaldi
URCAMP


Esp. Thiago Eliandro de Oliveira Gomes
UNIPAMPA

AGRADECIMENTO

Agradeço à Annie Kostulski por sua dedicação durante o desenvolvimento deste trabalho. Alguém que compartilhou de madrugadas inteiras ao meu lado, incentivando-me e me ajudando em diversos aspectos, tanto técnicos quanto humanos, sem os quais eu jamais teria concluído esta trabalho.

Agradeço a Artur Brizola, que por um ano foi meu professor de finanças e que por toda a vida será um mestre para mim tanto em termos de perícia quanto de caráter. Um grande amigo que sempre me tratou como se um filho fosse. Sempre cobrando e desenvolvendo meu verdadeiro potencial e doando seu tempo, sua perícia. Este que plantou para que eu pudesse colher os frutos.

Agradeço a Dilson Pinheiro, sócio majoritário e executivo-chefe da Pinheiro e Trindade Contabilidade Consultoria e Assessoria, o primeiro a me receber em seu escritório e a começar a me treinar em contabilidade gerencial, me dando uma oportunidade não só de trabalho, mas também de vida. Este que me ensinou a diferença entre ambição e ganância e que me mostrou que temos de ajudar às pessoas à nossa volta o tempo todo e isso também é ambição.

Eduardo Antônio Fanton por uma amizade extremamente leal que mudou os rumos da minha vida e que veio de um renomado oficial do Exército Brasileiro de caráter inquestionável e com um coração verdadeiramente generoso. Agradeço muito pelos ensinamentos sobre profissionalismo, qualidade e ousadia de atitude. Alguém que sempre será um mentor para mim.

Agradeço a Henrique Saavedra, que em seus tempos como corretor tornou-se o profissional número da área em Porto Alegre e que se ateve a me assessorar em meus investimentos como ninguém antes havia feito. Não apenas assessorou, como também incentivou e valorizou cada esforço e disciplina, disponibilizou muito tempo e intelecto para me auxiliar em senda no mundo dos investimentos.

Agradeço a Ivens Cristian, meu antigo orientador de faculdade, que me ensinou a usar a tecnologia e a estrutura de pensamento e análise que hoje confabulam as ferramentas de tecnologia da informação que me permitiram desenvolver este trabalho. Hoje coordenador do curso de Administração na Urcamp, desenvolve um trabalho ímpar e de altíssima qualidade de caráter e transparência.

Agradeço a Liège Costa por todo carinho e apoio ao longo de nossos quase dez anos de amizade, por me ouvir, ser um real incentivo, compreensiva e dona de uma sabedoria fora do comum. Agradeço por estar sempre disposta a me ajudar e a dispensar atenção e zelo, e especialmente por ser a irmãzinha que nunca tive. Irmã por um laço que não se deu ao acaso, pela genética, mas pelo poder da escolha.

Agradeço ao casal que me recebeu numa amizade insubstituível de dez anos Leonor Douroado e Hernane Tolentino, em especial a este último que salvou minha vida mais de uma vez e cuja perspicácia, dedicação e esforço conseguiram ver em mim um potencial absolutamente obscurecido por tempos nebulosos e confusos, medos e desorientação. Eis um professor fenomenal, um profissional exímio e um amigo de uma preciosidade inigualável. Quero dizer que nunca conheci alguém tão sensato, sábio e comedido como Hernane Tolentino.

Agradeço a Plínio Juchem, meu professor ao longo do curso de especialização e orientador neste trabalho, que se empenhou verdadeiramente em me ajudar e em abrilhantar este trabalho. Deste caro professor destaco três grandes e admiráveis atributos: o caráter, indubitavelmente ético e imparcial; a perícia técnica – impressionante não só para mim, mas para toda uma classe – e o esforço, a dedicação, o interesse na real evolução de seus alunos. Aí está alguém que merece minha admiração pessoal além da acadêmica.

Agradeço a Sérgio Gauer, por ter sido o melhor professor de matemática que tive em minha vida. Sua história me é um grande exemplo de perseverança. Ainda guri, ele não tinha condições financeiras de comprar papel e lápis, mas isso não o impediu de passar em primeiro lugar no concurso do colégio militar de Porto Alegre. Como ele fez? Juntou papel de pão e carvão e fez exercícios até se tornar um grandioso perito em matemática. Mais tarde, passou a oficial do Exército Brasileiro, sendo ele coronel ao ministrar aulas para mim. À época, eu não sabia nada de matemática, isso já no primeiro ano do ensino médio - quando entrei no sistema. O caro professor e coronel Gauer era dono de uma paciência inigualável e de uma generosidade pura. Ao terminar a série, não apenas aprendi muito, como também passei a gostar muito de matemática. Sérgio ajudou a moldar meu destino.

Agradeço a Silvio Arouck por uma amizade inestimável desde os tempos de infância e que se tornou cada vez mais forte e relevante em minha vida, especialmente nos momentos mais duros. Agradeço por toda a fé e apoio, além dos

muitos natais passados em sua casa quando eu não tinha nenhum na minha. Muito mais que um amigo, Silvio Arouck é um irmão para mim.

Agradeço a dois exemplos de liderança que conhece em meus tempos de colégio militar, Roberto Benhur e Eduardo Peixoto, que ao longo de suas brilhantes carreiras, exerceram suas funções com competência, sabedoria, compaixão e destreza, mostrando a nós alunos que o exemplo tem força muito superior à hierarquia.

Agradeço ao Alysson Silva e ao Alessandro Moura pelo companheirismo, amizade e lealdade ao longo de todo o curso de especialização. Enfrentamos situações difíceis ao longo desta pós-graduação, mas vencemos todas com honestidade, transparência e determinação. Agradeço por terem ficado ao meu lado e não feito proveito de situações duvidosas.

Agradeço ao professor Ricardo Crepaldi, que já tendo sido um exímio docente, de caráter firme e postura admirável. Hoje oficial da reserva do Exército Brasileiro, ainda ativo nos meus tempos de bacharelado, ele nos ensinou muito sobre liderança, inteligência e o quanto o uso das informações corretas pode ser eficaz no desenvolvimento de um trabalho de qualquer natureza. Agradeço por ter aceito um convite de certa urgência para ser membro de minha banca.

A todos vocês agradeço com todo o meu coração e espero poder retribuir, um dia, de alguma forma, ao menos uma pequena parte de tudo o que me deram, de tudo o que me ensinaram. Espero poder passar adiante seus legados de caráter, desempenho, profissionalismo, amizade, dedicação, lealdade. Que vocês todos possam refletir e notar o quanto interferiram positivamente em minha vida e como isso me fará admirar mais e mais cada um de vocês. Um forte abraço a todos.

RESUMO

Este trabalho aborda a linha de pensamento econômico-financeiro fundamentalista de Benjamin Graham. A partir de suas ideias, este trabalho mostrou que a análise fundamentalista permite traçar uma estratégia de sucesso na escolha de ações na Bolsa de Mercados Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo, através do uso da combinação de uma série de indicadores de desempenho comparados no longo prazo. Não obstante, fica evidente os efeitos devastadores da inflação brasileira na perda de poder aquisitivo da moeda nacional e, por consequência, nos ganhos reais do investidor. A partir de uma seleção de quinze empresas de capital aberto listadas em bolsa com valor de mercado superior a um bilhão de reais na data de 30 de março de 2016, buscou-se estabelecer os parâmetros de observância do comportamento dos indicadores de desempenho e da evolução das cotações das ações das respectivas companhias. Cada organização empresarial foi exaustivamente dissecada ao longo de uma análise de dez anos – contemplando de dezembro de 2005 a dezembro de 2015, onde foram postos a prova fatores como liquidez, endividamento, imobilização, lucratividade, rentabilidade, taxa de retorno sobre o patrimônio líquido, lucros por ação, lucros trienais médios e outros. Das quinze companhias selecionadas, quatorze mantiveram o comportamento previsto por Graham, à exceção da Dimed (PNVL3) – que teve uma evolução positiva considerável de suas cotações, mesmo não estando totalmente enquadrada nos melhores aspectos fundamentalistas.

Palavras-Chave: Análise Fundamentalista; Indicadores de desempenho; Ações; Bolsa de Valores de São Paulo; Longo prazo; Investimentos.

ABSTRACT

This article approaches the economic and financial fundamentalist way of thinking - from Benjamin Graham. From his ideas, this paper showed that the fundamentalist analyses allows the establishment of a successful strategy on the choice of stocks in the São Paulo stock market, named Bolsa de Mercados Futuros and Bolsa de Valores de São Paulo, thru the appliance of a combination of a series of performance indicators compared on the long. Besides that, it is clear that the mass destructive effects of the Brazilian inflation over the acquisition power of the national coin, and, therefore on the real gains of the investor. Based on a selection of fifteen publicly-traded publicly traded companies with a market value of more than one billion reais on March 30, 2016, it was sought to establish the parameters for observing the behavior of performance and evolution indicators of the shares of the respective companies. Each business organization was thoroughly dissected over a ten-year review - contemplating from December 2005 to December 2015, where factors such as liquidity, indebtedness, immobilization, profitability, rate of return on equity, Earnings per share, average triennial profits and others. Of the fifteen selected companies, fourteen maintained Graham's predicted behavior, with the exception of Dimed (PNVL3) - which had a considerable positive evolution of its prices, even though it was not totally in the best fundamentalist aspects.

Keywords: Fundamental Analysis; Performance indicators; actions; BM & F Bovespa; Long term; Investments.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Demonstrações de Resultados	35
Quadro 2 - Balanço Patrimonial	47
Quadro 3 Indicadores de Análise de Ações	55

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Demonstrativo de Balanço Patrimonial	24
---	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

AP - Ativo Permanente

BBAS3 - Ação ordinária do Banco do Brasil

BBDC3 - Ação ordinária do Banco Bradesco

BNDES - Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico Social

BOVESPA - Bolsa de Valores de São Paulo

BRFS3 - Ação ordinária da Brasil Foods

CCL - Capital Circulante Líquido

CCP - Capital Circulante Próprio

CDG - Capital de Giro

CIF - Custos indiretos de fabricação

CPP - Custo de Produção do Período

CPV - Custo dos Produtos Vendidos

CSP - Custo dos Serviços Prestados

CVM - Comissão de Valores Mobiliários

CYRE3 - Ação ordinária da Cyrela

DASA3 - Ação ordinária da Dasa

DFC - Demonstração do Fluxo de Caixa

DRE - Demonstração do Resultado do Exercício

ENGI3 - Ação ordinária da Energisa

GFG3 - Ação ordinária da Gafisa

GGBR3 - Ação ordinária da Gerdau

GOLL4 - Ação preferencial da Gol

IBOVESPA - Índice da Bolsa de Valores de São Paulo

ICMS - Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços

IGP-M - Índice Geral de Preços de Mercado

IOF - Imposto sobre Operação Financeira

IPI - Imposto sobre Produto Industrializado

ISS - Imposto sobre Serviços

ITUB3 - Ação ordinária do Itaú Unibanco

IUM - Imposto Único sobre Minerais

LEVE3 - Ação ordinária da Mahle

MAP - Materiais Aplicados no Processo

MOD - Custo da Mão-de-Obra Direta

NLCDG - Necessidade Líquida de Capital de Giro

OGX - Óleo e Gás Brasil S.A.

OIBR3 - Ação ordinária da Oi

OSS - Ordens de Serviços

PIS - Programa de Integração Social

PL - Patrimônio Líquido

PNC - Passivo Não Circulante

PNVL3 - Ação ordinária da Dimed

SERASA - Serviços de Assessorias S/A

SCAR3 - Ação ordinária da São Carlos

VALE3 - Ação ordinária da Vale

VPA - Valor por Ação

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	20
1.1 Contextualização do tema e do problema de pesquisa	20
1.2 Objetivos	20
1.2.1 Objetivo geral	20
1.2.2 Objetivos específicos	20
1.3 Justificativa	21
1.4 Estrutura do trabalho	21
2 CONCEITOS GERAIS E REVISÃO DE LITERATURA	23
2.1 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO	34
2.2 Índices Econômico-Financeiros	43
2.2.1 Avaliação dos Índices	44
2.2.2 Tipos de Índices	45
2.2.3 Situação Financeira	46
2.2.4 Avaliação das Ações	55
3 METODOLOGIA	64
3.1 Planejamento de Pesquisa	64
3.2 Método de Escolha e filtro das companhias listadas em Bolsa	69
4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA	71
4.1 Análise descritiva dos indicadores e resultados de cada companhia	71
4.1.1 Banco do Brasil	72
4.1.2 Cyrela	74
4.1.3 Dasa	76
4.1.4 Energisa	78
4.1.5 Gafisa	80
4.1.6 Gerdau	83
4.1.7 Gol	85
4.1.8 Brasil Foods	87
4.1.9 Itaú Unibanco	89
4.1.10 Mahle	91
4.1.11 Oi	93
4.1.12 São Carlos	95
4.1.13 Vale	97
4.1.14 Dimed	99
4.1.15 Bradesco	101
4.2 Síntese de Resultados	104

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	105
REFERÊNCIAS	107
APÊNDICE A - Liquidez BANCO DO BRASIL	110
APÊNDICE B - Endividamento BANCO DO BRASIL	111
APÊNDICE C - Imobilização BANCO DO BRASIL	112
APÊNDICE D - Capital Circulante Líquido BANCO DO BRASIL	113
APÊNDICE E - Margens BANCO DO BRASIL	114
APÊNDICE F - Resultado BANCO DO BRASIL	115
CYRELLA APÊNDICE G - Liquidez CYRELA	116
APÊNDICE H - Endividamento CYRELA	118
APÊNDICE I - Imobilização CYRELA	119
APÊNDICE J - Capital CYRELA	120
APÊNDICE K - Margens CYRELA	121
APÊNDICE L - Resultado CYRELA	122
APÊNDICE N - Endividamento DASA	125
APÊNDICE O - Imobilização DASA	126
APÊNDICE P - Capital DASA	127
APÊNDICE Q - Margens DASA	128
APÊNDICE R - Resultado DASA	129
ENERGISA APÊNDICE S - Liquidez ENERGISA	130
APÊNDICE T - Endividamento ENERGISA	132
APÊNDICE U - Imobilização ENERGISA	133
APÊNDICE V - Capital ENERGISA	134
APÊNDICE X - Margens ENERGISA	135
APÊNDICE Z - Resultado ENERGISA	136
APÊNDICE B1 - Endividamento GAFISA	139
APÊNDICE C1 - Imobilização GAFISA	140
APÊNDICE D1 - Capital GAFISA	141
APÊNDICE E1 - Margens GAFISA	142
APÊNDICE F1 - Resultado GAFISA	143
GERDAU APÊNDICE G1 - Liquidez GERDAU	144
APÊNDICE H1 - Endividamento GERDAU	146
APÊNDICE I1 - Imobilização GERDAU	147
APÊNDICE J1 - Capital GERDAU	148
APÊNDICE K1 - Margens GERDAU	149
APÊNDICE L1 - Resultado GERDAU	150
APÊNDICE N1 - Endividamento GOL	153

APÊNDICE O1 - Imobilização GOL	154
APÊNDICE P1 - Capital GOL	155
APÊNDICE Q1 - Margens GOL	156
APÊNDICE R1 - Resultado GOL	157
APÊNDICE S1 - Liquidez BRASIL FOODS	159
APÊNDICE T1 - Endividamento BRASIL FOODS	160
APÊNDICE U1 - Imobilização BRASIL FOODS	161
APÊNDICE V1 - Capital BRASIL FOODS	162
APÊNDICE X1 - Margens BRASIL FOODS	163
APÊNDICE Z1 - Resultado BRASIL FOODS	164
APÊNDICE B2 - Endividamento ITAÚ UNIBANCO	167
APÊNDICE C2 - Imobilização ITAÚ UNIBANCO	168
APÊNDICE D2 - Capital Circulante Líquido ITAÚ UNIBANCO	169
APÊNDICE E2 - Margens ITAÚ UNIBANCO	170
APÊNDICE F2 - Resultado ITAÚ UNIBANCO	171
APÊNDICE H2 - Endividamento MAHLE	174
APÊNDICE I2 - Imobilização MAHLE	175
APÊNDICE J2 - Capital MAHLE	176
APÊNDICE K2 - Margens MAHLE	177
APÊNDICE L2 - Resultado MAHLE	178
APÊNDICE N2 - Endividamento OI	181
APÊNDICE O2- Imobilização OI	182
APÊNDICE P2 - Capital OI	183
APÊNDICE Q2 - Margens OI	184
APÊNDICE R2 - Resultado OI	185
APÊNDICE T2 - Endividamento SÃO CARLOS	188
APÊNDICE U2 - Imobilização SÃO CARLOS	189
APÊNDICE V2 - Capital SÃO CARLOS	190
APÊNDICE X2 - Margens SÃO CARLOS	191
APÊNDICE Z2 - Resultado SÃO CARLOS	192
APÊNDICE B3 - Endividamento VALE	195
APÊNDICE C3 - Imobilização VALE	196
APÊNDICE D3 - Capital VALE	197
APÊNDICE E3 - Margens VALE	198
APÊNDICE F3 - Resultado VALE	199
APÊNDICE H3 - Endividamento DIMED	202
APÊNDICE I3 - Imobilização DIMED	203

APÊNDICE J3 - Capital DIMED	204
APÊNDICE K3 - Margens DIMED	205
APÊNDICE L3 - Resultado DIMED	206
APÊNDICE N3 - Endividamento BRADESCO	209
APÊNDICE O3 - Imobilização BRADESCO	210
APÊNDICE P3 - Capital Circulante Líquido BRADESCO	211
APÊNDICE Q3 - Margens BRADESCO	212
APÊNDICE R3 - Resultado BRADESCO	213
APÊNDICE S3 - COTAÇÕES BANCO DO BRASIL	214
APÊNDICE T3 - COTAÇÕES CYRELA	215
APÊNDICE U3 - COTAÇÕES DASA	216
APÊNDICE V3 - COTAÇÕES ENERGISA	217
APÊNDICE X3 - COTAÇÕES GAFISA	218
APÊNDICE Z3 - COTAÇÕES GERDAU	219
APÊNDICE A4 - COTAÇÕES GOL	220
APÊNDICE B4 - COTAÇÕES BRASIL FOODS	221
APÊNDICE C4 - COTAÇÕES ITAÚ UNIBANCO	222
APÊNDICE D4 - COTAÇÕES MAHLE	223
APÊNDICE E4 - COTAÇÕES OI	224
APÊNDICE F4 - COTAÇÕES SÃO CARLOS	225
APÊNDICE G4 - COTAÇÕES VALE	226
APÊNDICE H4 - COTAÇÕES DIMED	227
APÊNDICE I4 - COTAÇÕES BRADESCO	228
APÊNDICE J4 - Preço VS Valor BANCO DO BRASIL	229
APÊNDICE K4 - Margem de Segurança BANCO DO BRASIL	229
APÊNDICE L4 - Preço /VPA BANCO DO BRASIL	230
APÊNDICE M4 - Preço/Lucro BANCO DO BRASIL	230
APÊNDICE N4 - Lucro/Ação BANCO DO BRASIL	231
APÊNDICE O4 - Lucro/Preço BANCO DO BRASIL	231
APÊNDICE P4 - Preço VS Valor CYRELA	232
APÊNDICE Q4 - Margem de Segurança CYRELA	232
APÊNDICE R4 - Preço/VPA CYRELA	233
APÊNDICE S4 - Preço/Lucro CYRELA	233
APÊNDICE T4 - Lucro/Ação CYRELA	234
APÊNDICE U4 - Lucro/Preço CYRELA	234
APÊNDICE V4 - Preço VS Valor DASA	235
APÊNDICE X4 - Margem de Segurança DASA	235

APÊNDICE Z4 - Preço/VPA DASA	236
APÊNDICE A5 - Preço/Lucro DASA	236
APÊNDICE B5 - Lucro/Ação DASA	237
APÊNDICE C5 - Lucro/Preço DASA	237
APÊNDICE D5 - Preço VS Valor ENERGISA	238
APÊNDICE E5 - Margem de Segurança ENERGISA	238
APÊNDICE F5 - Preço/VPA ENERGISA	239
APÊNDICE G5 - Preço/Lucro ENERGISA	239
APÊNDICE H5 - Lucro/Ação ENERGISA	240
APÊNDICE I5 - Lucro/Preço ENERGISA	240
APÊNDICE J5 - Preço VS Valor GAFISA	241
APÊNDICE K5 - Margem de Segurança GAFISA	241
APÊNDICE L5 - Preço/VPA GAFISA	242
APÊNDICE M5 - Preço/Lucro GAFISA	242
APÊNDICE N5 - Lucro/Ação GAFISA	243
APÊNDICE O5 - Lucro/Preço GAFISA	243
APÊNDICE P5 - Preço VS Valor GERDAU	244
APÊNDICE Q5 - Margem de Segurança GERDAU	244
APÊNDICE R5 - Preço/VPA GERDAU	245
APÊNDICE S5 - Preço/Lucro GERDAU	245
APÊNDICE T5 - Lucro/Ação GERDAU	246
APÊNDICE U5 - Lucro/Preço GERDAU	246
APÊNDICE V5 - Preço VS Valor GOL	247
APÊNDICE X5 - Margem de Segurança GOL	247
APÊNDICE Z5 - Preço/VPA GOL	248
APÊNDICE A6 - Preço/Lucro GOL	248
APÊNDICE B6 - Lucro/Ação GOL	249
APÊNDICE C6 - Lucro/Preço GOL	249
APÊNDICE D6 - Preço VS Valor BRASIL FOODS	250
APÊNDICE E6- Margem de Segurança BRASIL FOODS	250
APÊNDICE F6 - Preço/VPA BRASIL FOODS	251
APÊNDICE G6 - Preço/Lucro BRASIL FOODS	251
APÊNDICE H6 - Lucro/Ação BRASIL FOODS	252
APÊNDICE I6 - Lucro/Preço BRASIL FOODS	252
APÊNDICE J6 - Preço VS Valor ITAÚ UNIBANCO	253
APÊNDICE K6 - Margem de Segurança ITAÚ UNIBANCO	253
APÊNDICE L6 - Preço/VPA ITAÚ UNIBANCO	254

APÊNDICE M6 - Preço/Lucro ITAÚ UNIBANCO	254
APÊNDICE N6 - Lucro/Ação ITAÚ UNIBANCO	255
APÊNDICE O6 - Lucro/Preço ITAÚ UNIBANCO	255
APÊNDICE P6 - Preço VS Valor MAHLE	256
APÊNDICE Q6 - Margem de Segurança MAHLE	256
APÊNDICE R6 - Preço/VPA MAHLE	257
APÊNDICE S6 - Preço/Lucro MAHLE	257
APÊNDICE T6 - Lucro/Ação MAHLE	258
APÊNDICE U6 - Lucro/Preço MAHLE	258
APÊNDICE V6 - Preço VS Valor OI	259
APÊNDICE X6 - Margem de Segurança OI	259
APÊNDICE Z6 - Preço/VPA OI	260
APÊNDICE A7 - Preço/Lucro OI	260
APÊNDICE B7 - Lucro/Ação OI	261
APÊNDICE C7 - Lucro/Preço OI	261
APÊNDICE D7 - Preço VS Valor SÃO CARLOS	262
APÊNDICE E7 - Margem de Segurança SÃO CARLOS	262
APÊNDICE F7 - Preço/VPA CYRELA	263
APÊNDICE G7 - Preço/Lucro SÃO CARLOS	263
APÊNDICE H7 - Lucro/Ação SÃO CARLOS	264
APÊNDICE I7 - Lucro/Preço SÃO CARLOS	264
APÊNDICE J7 - Preço VS Valor VALE	265
APÊNDICE K7 - Margem de Segurança VALE	265
APÊNDICE L7 - Preço/VPA VALE	266
APÊNDICE M7 - Preço/Lucro VALE	266
APÊNDICE N7 - Lucro/Ação VALE	267
APÊNDICE O7 - Lucro/Preço VALE	267
APÊNDICE P7 - Preço VS Valor DIMED	268
APÊNDICE Q7 - Margem de Segurança DIMED	268
APÊNDICE R7 - Preço/VPA DIMED	269
APÊNDICE S7 - Preço/Lucro DIMED	269
APÊNDICE T7 - Lucro/Ação DIMED	270
APÊNDICE U7 - Lucro/Preço DIMED	270
APÊNDICE V7 - Preço VS Valor BRADESCO	271
APÊNDICE X7 - Margem de Segurança BRADESCO	271
APÊNDICE Z7 - Preço/VPA BRADESCO	272
APÊNDICE A8 - Preço/Lucro BRADESCO	272

APÊNDICE B8 - Lucro/Ação BRADESCO	273
APÊNDICE C8 - Lucro/Preço BRADESCO	273
APÊNDICE D8 - Lucro Trienal Médio BANCO DO BRASIL	274
APÊNDICE E8 - Lucro Trienal Médio CYRELA	274
APÊNDICE F8 - Lucro Trienal Médio DASA	275
APÊNDICE G8 - Lucro Trienal Médio ENERGISA	275
APÊNDICE H8 - Lucro Trienal Médio GAFISA	276
APÊNDICE I8 - Lucro Trienal Médio GERDAU	276
APÊNDICE J8 - Lucro Trienal Médio GOL	277
APÊNDICE K8 - Lucro Trienal Médio BRASIL FOODS	277
APÊNDICE L8 - Lucro Trienal Médio ITAÚ UNIBANCO	278
APÊNDICE M8 - Lucro Trienal Médio MAHLE	278
APÊNDICE N8 - Lucro Trienal Médio OI	279
APÊNDICE O8 - Lucro Trienal Médio SÃO CARLOS	279
APÊNDICE P8 - Lucro Trienal Médio VALE	280
APÊNDICE Q8 - Lucro Trienal Médio DIMED	280
APÊNDICE R8 - Lucro Trienal Médio BRADESCO	281
APÊNDICE S8 - Lucro Anual BANCO DO BRASIL	281
APÊNDICE T8 - Lucro Anual CYRELA	282
APÊNDICE U8 - Lucro Anual DASA	282
APÊNDICE X8 - Lucro Anual GAFISA	283
APÊNDICE Z8 - Lucro Anual GERDAU	284
APÊNDICE A9 - Lucro Anual GOL	284
APÊNDICE B9 - Lucro Anual BR FOODS	285
APÊNDICE C9 - Lucro Anual ITAÚ UNIBANCO	285
APÊNDICE D9 - Lucro Anual MAHLE	286
APÊNDICE E9 - Lucro Anual OI	286
APÊNDICE F9 - Lucro Anual SÃO CARLOS	287
APÊNDICE G9 - Lucro Anual VALE	287
APÊNDICE H9 - Lucro Anual DIMED	288
APÊNDICE I9 - Lucro Anual BRADESCO	288

1 INTRODUÇÃO

1.1 Contextualização do tema e do problema de pesquisa

O uso de indicadores de desempenho é evidenciado na gestão de organizações empresarias independentemente de seu porte ou natureza. Nessa linha, o presente estudo busca responder à seguinte pergunta: é possível obter uma estratégia de sucesso para compra (e venda) de ações na Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA) através do uso de indicadores de desempenho fundamentalistas analisados em um período de dez anos, englobando de dezembro de 2005 a dezembro de 2015?

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo geral

O objetivo geral é analisar o comportamento de preço de ações de 15 (quinze) companhias de capital aberto, cujo valor de mercado individual (cotação) seja superior a R\$ 1 bilhão (considerada a data de 30 de março de 2016), representando a majoritária composição do Ibovespa, ao longo de um histórico de dez anos, dispondo diversos indicadores de desempenho nesse mesmo período.

1.2.2 Objetivos específicos

- Analisar o comportamentos das ações ao longo de dez anos, revelando um panorama histórico;
- Explicar a composição e fundamentação dos indicadores de desempenho expostos na monografia.
- Tratar acerca das demonstrações financeiras e contábeis necessárias à pesquisa.
- Verificar as ideias de Benjamin Graham no que tange o desenvolvimento da estratégia fundamentalista para compra bem sucedida de ações no longo prazo.

1.3 Justificativa

Uma nação economicamente saudável possui um mercado de capitais maduro, dinâmico, bem regulado e fiscalizado. Sendo este um dos maiores indicadores do status econômico de um país, é também um dos mais populares meios de enriquecimento de investidores, que podem se ater a mercados distintos, como o imobiliário, de commodities, agropecuário, indústria, comércio, serviços, de câmbio e outros. O mercado de ações (parte essencial do mercado de capitais) é alvo de especulação e de investimentos no Brasil desde seu berço, ocorrido em 1967 (segundo o site da Bovespa). A prática de negociação de ações no Brasil é extensa e movimentou 1,67 trilhão de reais em 2015 (segundo a jornalista Mayara Baggio, em reportagem publicada no site <http://www.arenadopavini.com.br>, no dia 7 de janeiro de 2016), ou média diária de 6,79 bilhões de reais. A análise profunda que será realizada mostra sua relevância averiguando o comportamento de quinze ações listadas na Bovespa.

1.4 Estrutura do trabalho

No capítulo 1, é tratada a contextualização do tema, da importância dos indicadores de desempenho, da análise fundamentalista e da visão do escritor Benjamin Graham, bem como da relevância do longo prazo na análise resultando nos objetivos que o presente trabalho se propôs a alcançar.

No segundo capítulo, é apresentada uma revisão bibliográfica acerca de assuntos que facilitem o entendimento e a contextualização da pesquisa. Foram realizadas pesquisas e interpretações de como cada indicador de desempenho mostra o grau de salubridade gerencial da empresa, bem como o método correto de realizar as combinações e abordar os resultados.

No capítulo três delimitou-se o planejamento de execução da pesquisa, as empresas a serem analisadas e discorreu-se sobre os motivos que levaram para que tais fossem escolhidas, bem como os muitos tipos de indicadores de desempenho a serem computados. Não obstante, tratou-se das ferramentas, dados e informações necessárias ao desenvolvimento deste trabalho.

No capítulo quatro mostra-se os resultados da pesquisa, ou seja, de cada uma das empresas analisadas. Inicialmente, foram expostos cada um dos indicadores de desempenho vitais à confabulação deste trabalho.

Já, no capítulo cinco, conclui-se os resultados finais de todas as análises realizadas, bem como das dificuldades encontradas ao longo da formulação deste trabalho, apresentando também as sugestões para futuras pesquisas.

2 CONCEITOS GERAIS E REVISÃO DE LITERATURA

A função financeira se estabelece na dinamicidade de avaliação de grande quantidade de informações tangentes aos diferentes fluxos de fundos. (BRAGA, 2010). As análises provêm da interpretação dessas informações, que tem como fonte os dados brutos obtidos nas demonstrações financeiras. Ainda de acordo com o autor, existem as informações para uso interno – as chamadas gerenciais – e as demonstrações contábeis – externas –, para uso de investidores e outros órgãos.

As gerenciais dizem respeito às necessidades de gestão e gerenciamento da companhia, com foco na tomada de decisão, usam grande quantidade de informações e exprimem os planos corporativos. Dessa forma, há as demonstrações que com dados históricos e há as que discriminam os resultados das novas decisões, com projeções para o futuro e, há ainda as que comparam as projeções com o executado.

“A contabilidade é o grande banco de dados históricos da empresa. O registro sistemático desses dados permite à administração conhecer, através dos saldos das contas, a posição patrimonial e os resultados alcançados de cada período.” (BRAGA, 2010, p. 39)

Para Braga (2010, p. 39), as demonstrações contábeis para divulgação externa são reguladas pela legislação comercial e fiscal, onde as empresas devem divulgar externamente seus balanços patrimoniais, suas demonstrações das mutações do patrimônio líquido, suas demonstrações do resultado do exercício e demonstrações das origens e aplicações dos recursos.

O balanço patrimonial dentro da demonstração contábil apresenta os saldos de todas as contas que integram o patrimônio da empresa em determinada data, apresentando os valores de todos os bens e direitos que formam o ativo da empresa; de todas as dívidas e compromissos a pagar que constituem o seu passivo (recursos de terceiros); e ainda o total dos recursos pertencentes aos proprietários, denominado Patrimônio Líquido (capital próprio).

As informações constantes no balanço patrimonial mostram a realidade num dado momento exclusivamente, de tal forma que, no dia seguinte, muitas – se não todas – as contas já terão seus saldos alterados. Apesar disso, o balanço patrimonial é a principal ferramenta contábil devido à sua amplitude e de acordo com

a Lei nº 6.404/76 (Art. 178), as contas patrimoniais devem ser agrupadas como seguem na Tabela 1, a qual mostra um demonstrativo de balanço patrimonial.

Tabela 1 - Demonstrativo de Balanço Patrimonial

ATIVO	PASSIVO
Ativo Circulante	Passivo Circulante
Ativo Realizável a Longo Prazo	Passivo Exigível a Longo Prazo
Ativo Permanente	Resultados de Exercícios Futuros
Investimentos	Patrimônio Líquido
Ativo Imobilizado	Capital Social
Ativo Diferido	Reservas de Capital
	Reservas de Reavaliação
	Reserva de Lucros ou prejuízos acumulados

Fonte: Braga (2010, p.40)

A seguir são apresentados alguns conceitos que definem cada item apresentado na Tabela 1, todos conforme (BRAGA, 2010), para melhor compreensão do Balanço Patrimonial:

Ativo Circulante

Braga (2010, p.40) define que este grupo é composto pelas disponibilidades, direitos cobráveis até o exercício social subsequente e destinação de recursos para despesas do exercício seguinte - adiantamento.

Caixa e Bancos

Moeda corrente e depositada em contas bancárias de livre movimentação, para Braga (2010, p.40).

Aplicações de Liquidez Imediata

Fundos aplicados no *open Market*, na visão de Braga (2010, p.40).

Duplicatas a Receber

Valores oriundos das vendas a prazo ou pela prestação de serviços com pagamento também a prazo, segundo Braga (2010, p.40)

Saques de Exportação

Direitos gerados pelas vendas no mercado externo. Os valores em moedas estrangeiras são convertidos para moeda nacional à taxa de câmbio da data do balanço, para Braga (2010, p.40).

Duplicatas Descontadas e Saques de Exportação Descontados

Contas credoras que se referem a descontos dos recebíveis junto a bancos comerciais. Enquanto não forem liquidadas pelos sacados, são um passivo da empresa, embora contem no ativo para deixar claras as contas a receber dos clientes, na visão de Braga (2010, p.41).

Provisão para Créditos de Liquidação Duvidosa

Na ótica de Braga (2010, p.41), é uma conta credora com intuito de amenizar perdas originárias da inadimplência dos clientes e com outros créditos de garantia duvidosa.

Títulos e Valores Mobiliários

Aplicações financeiras em certificados ou recibos de depósitos com prazo fixo, como letras de câmbio, títulos da dívida pública etc. segundo Braga (2010, p.41).

Contas a Receber Diversas

São exemplos os empréstimos a funcionários, despesas adiantadas, cheques a serem cobrados, etc. para Braga (2010, p.41).

Impostos a Recuperar

Para Braga (2010, p.41), são os impostos a compensar no futuro dentro da mesma carga tributária, como IPI e ICMS incidentes sobre as compras e que serão deduzidos também do IPI e do ICMS devido nas vendas, assim como o Imposto de Renda Retido na Fonte.

Estoques

São constituídos de forma diversa por itens que respondem à sua natureza, tais como matérias-primas, materiais auxiliares e de embalagem, peças de reposição, produtos em elaboração e acabados, mercadorias para revenda, importações em andamento, adiantamentos a fornecedores por conta de entregas futuras etc, para Braga (2010, p.41).

Despesas do Exercício Seguinte Pagas Antecipadamente

No pensamento de Braga (2010, p.41), são valores que serão ressarcidos aos resultados de forma proporcional ao períodos dos benefícios a que se referem. São exemplos os prêmios de seguros a vencer, assinatura de publicações, anuidades pagas a instituições diversas. Não obstante, há também os encargos financeiros cobrados antecipadamente nas operações de desconto bancário.

Ativo Realizável a Longo Prazo

Segundo Braga (2010, p.41), aqui estão os direitos realizáveis após o término do exercício seguinte, da mesma forma que os derivados de vendas, adiantamentos ou empréstimos a sociedades coligadas ou controladas, diretores ou acionistas que constituírem negócios usuais na exploração do objeto da empresa. Assim, além de algumas contas com mesma nomenclatura no Ativo Circulante, vemos também no realizável a longo prazo Contas a Receber de Coligas e Controladas e Contas a Receber de Diretores e Acionistas. Elas abrangem empréstimos, adiantamentos, etc. que permanecem neste grupo ainda que sua execução esteja programada para o exercício seguinte.

Investimentos Temporários

Participações não duráveis no capital de outras empresas, investimentos com incentivos fiscais etc. de acordo com Braga (2010, p.41)

Despesas Antecipadas

Essas que serão agregadas aos resultados depois do próximo exercício social, segundo Braga (2010, p.42)

Provisões para perdas

Contas credoras agregadas ao ativo e que aludem a potenciais perdas com créditos de liquidação duvidosa ou a alterações dos valores de realização, para Braga (2010, p.42).

Ativo Permanente

Composto por subgrupos: Investimentos, Ativo Imobilizado e Ativo Diferido. (Braga, 2010, p.42).

- **Investimentos**

Para Braga (2010, p. 42), neste grupo entram as contas de participações permanentes e que não tenham intuito de negociação em outras sociedades e contas tangentes a direitos de qualquer natureza não classificáveis no Ativo Circulante e que não sejam para fins de manutenção das atividades da empresa, como participações em coligadas e controladas e controladas, participações em outras sociedades, outros investimentos, como arte, imóveis para uso futuro ou para geração de renda e provisão para perdas (na conta credora).

- **Ativo Imobilizado**

Os bens e direitos aqui agregados tem por finalidade a manutenção das operações da empresa, incluindo os de propriedade industrial ou comercial. Algumas das contas do ativo não circulante são:

terrenos e edificações, máquinas e equipamentos, peças e conjuntos de reposição, ferramentas, instalações, veículos, móveis e máquinas de escritório, marcas e patentes, florestamento e reflorestamento, bem-feitorias em propriedades arrendadas, depreciação, amortização e exaustão acumuladas, (contas credoras), Imobilizados em andamento: Construções, importações em andamento, almoxarifado de inversões fixas etc.. (BRAGA, 2010, p. 42)

- **Ativo Diferido**

Grupo do ativo em que se incluem valores destinados a despesas que contribuirão para formação do resultado de mais de um exercício social. Isso vale também para os juros pagos ou creditados aos acionistas durante o período que anteceder o início das operações sociais, para Braga (2010, p. 43).

Gastos de Implantação e Gastos Pré-Operacionais

São, de acordo com Braga (2010, p. 43), aqueles que compreendem pesquisa e desenvolvimento de produtos, gastos de implantação de sistemas e métodos, gastos com reorganização, amortização acumulada (conta credora).

Passivo Circulante e Passivo Exigível a Longo Prazo

Aos olhos de Braga (2010, p. 43), são os compromissos financeiros da corporação. Entram para o passivo circulante o que tiver vencimento no exercício seguinte e no Passivo Exigível a Longo Prazo se tiverem. Isso pode mudar conforme o ciclo operacional se ele for maior que um ano, a título de exceção.

Passivo Circulante

Fornecedores

São os valores a pagar a fornecedores nacionais ou a outros títulos de dívidas para com fornecedores estrangeiros, segundo Braga (2010, p.43).

Empréstimos e Financiamentos

São, para Braga (2010, p. 43), os valores que vencerão durante o exercício social seguinte, podendo estes serem contratados em moeda nacional ou estrangeira, com instituições financeiras e outros agentes. As operações com cláusulas de reajuste do poder aquisitivo em face da inflação ou da variação da taxa cambial devem ser atualizadas até a data do balanço.

Impostos, Taxas e Contribuições a Pagar ou a Recolher

Segundo Braga (2010, p.43), contemplam os valores referentes aos encargos da empresa, às contribuições sociais dos empregados e o imposto de renda retido na fonte.

Contas a pagar ou Obrigações a Pagar

Para Braga (2010, p.43), são os salários, comissões, juros e encargos financeiros a pagar etc.

Adiantamento de Clientes

Compostos pelos valores recebidos por conta de futuros fornecimentos contratados, segundo Braga (2010, p.43).

Provisões Diversas

Relativas a férias, décimo-terceiro salário, contingências, etc. para Braga (2010, p.43)

Participações Estatutárias, Imposto de Renda a Pagar e Dividendos a Pagar

“Relacionados com os lucros no exercício”. (BRAGA, 2010, p. 43)

Passivo Exigível a Longo Prazo

“Financiamentos em Moeda Nacional ou Estrangeira”. (BRAGA, 2010, p. 44)

Debêntures

“Títulos de dívida a longo prazo da empresa colocados no mercado”. (BRAGA, 2010, p. 44)

Provisão para Imposto de Renda Diferido

Para Braga (2010, p.44), pode ser inferida em cima do lucro inflacionário não realizado, contratos em longo prazo com o Governo e empresas estatais, ganhos de capital por venda de ativos permanentes com recebimento parcelado a longo prazo, etc.

Outras Obrigações e Provisões

Contemplam os compromissos financeiros que não se enquadram nos referidos acima.

Resultados de Exercícios Futuros

Segundo Braga (2010, p.44), o Art. 181 da Lei 6.404/76 fala sinteticamente acerca deste grupo patrimonial, dispondo que nele são contempladas as receitas de exercícios futuros deduzidas dos custos e despesas respectivos.

Assim, ficam incluídos os valores recebidos que não envolvam compromisso de devolução ou de prestação de qualquer contrapartida por parte da empresa. Eles são apropriados aos resultados do respectivo exercício ao que dizem respeito, como um aluguel adiantada a título de exemplo. Se estes recebidos trouxerem consigo uma obrigatoriedade de contraprestação futura por parte da organização empresarial, então eles aparecerão em outra conta – o passivo exigível a longo prazo, como os adiantamentos de clientes por exemplo. Ainda de acordo com Braga (2010, p.44).

Segundo Braga (2010, p.44), as imobiliárias alocam neste grupo os lucros angariados em operações cujos recebimentos ainda não se deram por efetuados. Isso ocorre por uma substituição inapropriada do regime de competência pelo regime de caixa, em face do imposto de renda que seria pago em cima das receitas adquiridas.

Se não houver obrigações por parte da companhia, este grupo representa um fração do patrimônio líquido ainda não incorporada a ele, na visão de Braga (2010, p.44).

Patrimônio Líquido

A composição do patrimônio líquido se dá por meio de cinco itens: capital social, reservas de capital, reserva de reavaliação, reservas de lucros ou prejuízos acumulados, para Braga (2010, p.44).

- **Capital Social**

Para Braga (2010, p.44), o capital social é composto pelo subscrito, menos a integralizar e realizado.

- **Reservas de Capital**

Esse grupo é composto pela Correção Monetária do Capital Realizado incorporado ao capital por ocasião de Assembleia Geral, cujo valor se encontra temporariamente na reserva de capital. Contudo ele pertence de forma fidedigna ao Capital Social da empresa, na ótica de Braga (2010, p.45).

- **Ágio na Emissão das Ações**

Diz respeito, segundo Braga (2010, p.45), “à contribuição dos subscritores das ações que ultrapassar o valor nominal e a parte do preço de emissão das ações sem valor nominal que ultrapassar a importância destinada à formação do capital social”, isso engloba também os “casos de conversão em ações de debêntures ou partes beneficiárias.

- **Alienação de Partes Beneficiárias**

De acordo com Braga (2010, p.45) a alienação de partes de partes beneficiárias “são títulos estranhos ao capital social negociáveis e sem valor nominal, que conferem aos seus titulares direitos a participação dos lucros anuais”.

- **Alienação de Bônus de Subscrição**

Na visão de Braga (2010, p.45), “Confere aos seus titulares o direito de subscrever ações do capital, pagando o preço de emissão das ações”.

- **Prêmio da Emissão de Debêntures**

“Parcela excedente ao valor nominal de emissão dos debêntures”, segundo Braga (2010, p.45).

- **Doações e Subvenções para Investimentos**

Para Braga (2010, p.45), se enquadram no grupo das doações: “imóveis, móveis ou direitos”. E nas subvenções: benefícios concedidos “pelo Governo podendo referir-se a isenções ou reduções de impostos e também a devoluções de imposto de renda a títulos de incentivos fiscais para aplicar em determinadas regiões do país ou em setores específicos de atividades, como reflorestamento.”

- **Reservas de Reavaliação**

Referem-se às contrapartidas de aumentos de valor atribuídos a elementos do ativo decorrentes de novas avaliações com base em laudos técnicos. Podem referir-se a ativos próprios ou de coligadas e controladas, de acordo com Braga (2010, p.45).

- **Reservas de Lucro**

“Originam-se do lucro líquido apurado em cada exercício social, sendo desdobrados em diversas contas”. (Braga, 2010, p.45)

- Reserva Legal

Na ótica de Braga (2010, p.45), “Formada com 5% do lucro líquido de cada exercício e o seu saldo não deverá exceder a 20% do capital social.”

- Reservas Estatutárias

Para Braga (2010, p.45), são “fixadas nos estatutos de algumas empresas que determinarão a parcela anual dos lucros a serem retidos e as finalidades correspondentes”.

- Reservas para Contingência

“Parcela de lucro segregada para atender à perda que se espera em exercício futuro”, no entendimento de Braga (2010, p.45).

- Reservas de Lucros a Realizar

De acordo com Braga (2010, p.45), diz respeito à fração do lucro não convertida em numerário. São exemplos:

saldo credor da correção monetária do balanço, lucro na avaliação dos investimentos em coligadas e controladas pelo método da equivalência patrimonial, lucro em vendas a prazo realizável financeiramente após o término do exercício seguinte etc. (BRAGA, 2010, p. 45)

➤ Reservas para Expansão

“Destinadas a financiar projetos de investimentos”. (BRAGA, 2010, p. 45)

➤ Lucros Acumulados

Constituem uma parte dos resultados ainda sem destinação específica, podendo no futuro transformar-se em reservas ou serem diretamente incorporadas ao capital social. Finalmente, podemos encontrar no Patrimônio Líquido uma conta devedora denominada Ações em Tesouraria, representativa de ações da própria empresa que foram adquiridas em situações especiais regulamentadas pela Lei 6.404/76 (Art. 30). (BRAGA, 2010, p. 46)

Correção Monetária do Balanço

O Art. 185 da Lei nº 6.404/76 determina que os efeitos da modificação no poder de compra da moeda nacional sobre o valor dos elementos do patrimônio e sobre os resultados do exercício devem ser considerados nas demonstrações financeiras.

Com base nos índices de desvalorização da moeda nacional reconhecido pelas autoridades federais devem ser corrigidas todas as contas do:

- Ativo Permanente, inclusive àquelas relativas à Depreciação, Amortização e Exaustão, e as Provisões para Perdas.
- Patrimônio Líquido, exclusive os valores decorrentes do resultado do próprio exercício.

As adições do Ativo Permanente e as integralizações de capital são corrigidas a partir da data de sua ocorrência. Os bens baixados durante o exercício são corrigidos durante o período em que permanecem na empresa. Os registros contábeis desse processo de correção implicam:

- Débitos às contas de investimentos, e Imobilizado e Diferido.
- Créditos às contas redutoras do Ativo Permanente (Depreciação, etc.);
- Créditos às contas do Patrimônio Líquido, exceto o Capital Realizado cuja correção deve ser creditada em conta de Reserva de Capital; e
- Contrapartida desses lançamentos em conta denominada Correção Monetária do Balanço ou Resultado da Correção Monetária, cujo saldo devedor ou credor deve ser computado no resultado do exercício, valendo inclusive para fins do cálculo do Imposto de Renda. (BRAGA, 2010, p. 47)

2.1 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO

Nessa demonstração é evidenciada a formação do lucro ou prejuízo do exercício social, mediante a confrontação das receitas realizadas e das despesas incorridas”. (BRAGA, 2010, p. 52).

A receita tem como período de registro o fato contábil da venda, independentemente do recebimento ou da forma de venda (à vista ou a prazo).

A receita é considerada realizada no momento em que ocorre a venda e transferência de um bem a outrem ou à prestação de um serviço, ou, ainda, à aquisição de um direito produzido por outro tipo de transação. Em qualquer destas alternativas deve existir o compromisso da outra parte realizar uma pagamento simultâneo ou futuro. (BRAGA, 2010, p. 52)

Os custos e despesas seguem o mesmo processo, visto que delas surge o elemento base para obtenção de receitas, seja por meio da matéria-prima, do processo de produção, do produto acabado ou dos meios para realização o serviço.

As despesas incorridas para a obtenção dessas receitas devem ser contabilizadas no mesmo período. São consideradas como despesas do período em que ocorrerem aquelas que não puderem ser associadas às receitas do próprio exercício ou de exercícios futuros. Essas considerações revelam que o resultado contábil (e econômico) é determinado através da aplicação do regime de competência, independentemente da movimentação de numerário ocorrida no mesmo período. (BRAGA, 2010, p. 52)

Para uma melhor visualização da estrutura básica e sintética de uma Demonstração do Resultado do Exercício, segue o Quadro 1:

Quadro 1 - Demonstrações de Resultados

RECEITA OPERACIONAL BRUTA
Deduções sobre vendas
ICMS
Devoluções
RECEITA OPERACIONAL LIQUIDA
Custo das mercadorias vendidas
LUCRO BRUTO
Despesas operacionais
Despesas com vendas
Despesas prov. Créditos liquidação duvidosa
Despesas gerais e administrativas
Despesas de depreciação
LUCRO OPERACIONAL
Despesas financeiras
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA
Provisão p/o Imposto de Renda
LUCRO LÍQUIDO
Lucro por ação (Em R\$1,00)

Fonte: Adaptado de (Braga, 2010)

Receita Operacional Bruta

“Refere-se ao valor das vendas de bens e serviços à vista e à prazo, realizados no mercado interno e em outros países”. (BRAGA, 2010, p. 52)

Deduções da Receita Bruta

São, segundo Braga (2010, p.53) “integradas pelas seguintes contas devedoras”:

Imposto sobre Vendas

IPI (Imposto sobre o Produto Industrializado), ICMS (Imposto sobre a Circulação de Mercadorias e Serviços), ISS (Imposto sobre Serviços), IUM (Imposto Único sobre Minerais), PIS (Programa de Integração Social) sobre

o faturamento, fim social. Os contribuintes desses impostos são os clientes, cabendo à empresa vendedora o papel de agente arrecadador. (BRAGA, 2010, p. 53)

Devoluções

“Referem-se às vendas canceladas por motivos vários.” (BRAGA, 2010, p. 53)

Abatimentos

Descontos concedidos aos clientes posteriormente à entrega dos produtos, decorrentes de defeitos de fabricação, danos sofridos no transporte etc. Os descontos sobre preços de tabela são deduzidos diretamente das notas fiscais e não deveriam ser registrados nesta conta, embora algumas empresas o façam como forma de controlar tais descontos. Os descontos financeiros concedidos antecipados devem ser tratados como despesas financeiras. (BRAGA, 2010, p. 53)

Receita Operacional Líquida

“Constitui a parcela remanescente das receitas brutas após o cômputo das mencionadas deduções. A Receita Operacional representa a principal fonte de fundos e de lucros gerados pelas operações.” (BRAGA, 2010, p. 53)

Custo das Mercadoria Vendidas (CMV)

Típico de empresas comerciais, podendo existir em indústrias que complementam suas linhas de produtos com bens adquiridos de outros fabricantes. Refere-se ao valor das baixas dos estoques das mercadorias vendidas, calculado pelo preço médio ponderado dos itens estocados. Para cada tipo de mercadoria, o preço médio é obtido através do quociente entre o valor total do estoque e as quantidades correspondentes.

Sob condições inflacionárias o preço da última compra é superior ao preço médio ponderado e ao preço da compra mais antiga existente no estoque. Obviamente, as empresas prefeririam baixar seus estoques pelo preço mais recente, elevando o CMV, mas tal prática não é aceita pelo fisco. Este seria o método UEPS (última que entra primeiro que sai). O Fisco aceitaria o método PEPS (primeiro que entra primeiro que sai), mas nessa alternativa, o CMV seria menor, elevando o lucro tributável, o que seria desvantajoso para a empresa. O CMV é apurado mensalmente para cada tipo de mercadoria vendida, como segue:

CMV = Estoque Inicial + Compra – Estoque final. (BRAGA, 2010, p. 53)

Entrando superficialmente na complexidade tributária inerente às demonstrações contábeis de resultado, que exprimem isso de forma a tornar os resultados fidedignos à realidade.

Nas empresas comerciais, os estoques e as compras contabilizadas contém o valor do IPI, mas excluem o ICMS, que é recuperado contra o ICMS incidente sobre as vendas. As despesas de transporte, seguros etc, serão incorporadas junto com o valor das compras nos estoques quando ocorrerem por conta da empresa adquirente. BRAGA, 2010, p. 53)

Custo dos Produtos Vendidos

Para Braga (2010, p.53), “via de regra, as empresas industriais utilizam o custeio por absorção para acumular os valores que integram os custos de produção de cada período que geralmente corresponde a um mês.” Seguindo a mesma linha de raciocínio, os custos dos produtos vendidos englobam:

MAP = Materiais aplicados no processo (matérias-primas e outros materiais, baixados de seus estoques pelo preço médio ponderado);

MOD = Custo da mão-de-obra direta (salários e encargos sociais); e

CIF = Custos indiretos de fabricação (mão-de-obra indireta, depreciação e todos os demais custos e despesas da área industrial). BRAGA, 2010, p. 53-54)

Os encargos agregados ou não aos estoques, bem como suas devidas compensações, têm suas respectivas inclusões e deduções no custo dos produtos vendidos. Isso vale também para os custos de transporte do bem.

Os estoques de materiais não incluem o IPI e o ICMS porque esses serão compensados com os mesmos tributos incidentes sobre as vendas de produtos acabados. As despesas de transportes, seguros etc serão adicionadas a esses estoques quando constituírem encargos do comprador. O custo de produção do período (CPP) corresponderá à MAP + MOD + CIF. O custo dos produtos vendidos será obtido como segue: CPV = Estoque inicial + CPP – Estoque final.

Custo dos Serviços Prestados (CSP). Geralmente são controlados através de ordens de serviços (OSS), onde são acumulados os custos da mão-de-obra aplicada, custos de materiais e outro gastos gerais rateados às OSS. (BRAGA, 2010, p. 54)

Lucro Bruto

É o resultado da Receita Líquida deduzida dos custos do produto, serviço ou mercadoria vendida.

Representa a diferença entre a Receita Operacional Líquida e os custos das vendas (CMV, CPV ou CSP). Para ciclos de produção mais longos, os custos de fabricação são “estocados” no ativo e por ocasião da entrega ao cliente, esses custos são apropriados aos resultados simultaneamente à contabilização das respectivas receitas. Quando o prazo de execução for superior a um ano, em cada exercício devem ser apropriados os custos incorridos e a parcela proporcional das receitas contratadas. (BRAGA, 2010, p. 54)

Despesas Operacionais

A Lei nº 6.404/76 classificou como despesas operacionais: despesas com vendas, despesas gerais e administrativas, despesas financeiras (deduzidas das receitas financeiras) e outras despesas operacionais, para Braga (2010, p.54).

Despesas com Vendas

São constituídas por omissões sobre vendas, gastos com propaganda e publicidade, provisão para créditos de liquidação duvidosa e todas as demais despesas incorridas nas áreas de vendas, marketing e distribuição, como: salários e encargos sociais, despesas relacionadas com o espaço ocupado e com as instalações, móveis, utensílios, veículos, utilidades e serviços (telefone, luz, água, correio, malotes etc.), depreciação de imobilizado, viagens e representações, materiais de escritórios e outros, serviços profissionais de terceiros. (BRAGA, 2010, p.54)

Despesas Gerais e Administrativas

Incluem honorários da Diretoria e do Conselho, salários e encargos sociais do pessoal administrativo, despesas legais e judiciais, serviços de auditoria externa, consultoria etc., impostos e taxas, gastos relacionados

com o espaço ocupado, instalações, utilidades e serviços etc. (BRAGA, 2010, p.54)

Despesas Financeiras

Compreendem juros e encargos (comissões, taxas, IOF, etc.) incidentes sobre os empréstimos e financiamentos, bem como os reajustes contratuais do principal em face da inflação ou da variação cambial. Aqui também são lançados os descontos concedidos aos clientes por pagamentos antecipados. (BRAGA, 2010, p.54)

Receitas Financeiras

Referem-se aos rendimentos obtidos nas diferentes modalidades de aplicações financeiras (juros, deságios, variações monetárias etc.). Nesta conta são também registrados os descontos obtidos por pagamentos antecipados e os juros cobrados dos clientes por atrasos em seus pagamentos. (BRAGA, 2010, p.54)

Outras Receitas e Despesas Operacionais

Segundo Braga (2010, p. 55), são constituídas por:

- Resultados de participações em outras sociedades
- Participação nos resultados de coligadas e controladas avaliada pelo método de equivalência patrimonial;
- Dividendos e rendimentos de outros investimentos;
- Amortização de ágio ou deságio de investimentos
- Receitas Diversas Provenientes da Venda Esporádica de Sucata ou de Sobras de Estoques etc

Lucro Operacional

De acordo com a Lei 6.404/76, refere-se ao que sobra após subtrair do lucro bruto as despesas operacionais e adicionar às outras receitas operacionais. Essa apuração parcial do resultado não corresponde ao conceito correto do lucro operacional, que deveria espelhar aquilo que foi gerado pela atividade básica da empresa. Deste modo, além da exclusão das despesas e receitas financeiras, nem todos os resultados das participações societárias deveria compor o lucro operacional. As receitas ou despesas geradas por essas participações somente seriam consideradas como operacionais no caso de

uma empresa *holding* ou quando tais participações refletissem um esquema integrado de operações entre as empresas. (BRAGA, 2010, p.55).

Resultados não Operacionais

Para Braga (2010, p.55), “são constituídos basicamente por ganhos e perdas de capital relativos aos elementos que integram o Ativo Permanente”. São exemplos:

- Lucros ou prejuízos apurados na venda de investimentos.

Esse resultado decorrerá da diferença entre o valor da venda e o valor líquido pelo qual o investimento estiver contabilizado, como segue: Custo corrigido ou valor de equivalência patrimonial + parcela não amortizada do ágio sobre o investimento (-) saldo da provisão para perdas. (BRAGA, 2010, p.55)
- Provisão para perdas prováveis na realização de investimentos.
- “Ganhos e perdas na alienação de imobilizado, determinados pela diferença entre o valor da venda e o valor líquido contábil (= custo corrigido – depreciação acumulada corrigida)”, segundo Braga (2010, p.55).
- “Baixa de ativo diferido referente a gastos acumulados com pesquisa e desenvolvimento de novos produtos ou de processos industriais, por exemplo, que foram considerados economicamente inviáveis após certo tempo”, de acordo com Braga (2010, p.55).

Resultado da Correção Monetária do Balanço

Corresponde às contrapartidas da correção monetária do Patrimônio Líquido e do Ativo Permanente. O saldo devedor desta conta constitui uma despesa dedutível para fins de Imposto de Renda e o saldo credor será uma receita tributária, surgindo aí a figura do Lucro Inflacionário. (BRAGA, 2010, p.55)

Lucro da Atividade (EBIT) projetado

Para Costa, Costa e Alvim (2011, p. 61), “É a diferença entre o Lucro Bruto projetado e as despesas comerciais e despesas administrativas projetadas. A sigla EBIT poder ser traduzida para *Earning Before Interest and Tax* (Lucro Antes dos Juros e do Imposto de Renda).”

EBITDA

EBITDA é uma sigla que vem do inglês que, de acordo com Costa, Costa e Alvim (2011, p. 260) significa “Earning Before Interest, Tax, Depreciation and Amortization”. Numa tradução livre o EBITDA significa Lucro Antes dos Juros, do Imposto (de renda no caso brasileiro), da Depreciação e da Amortização.

Lucro Antes do Imposto de Renda

Para Braga (2010, p. 55), “este resultado já se encontra convertido para moeda de poder aquisitivo no final do exercício em decorrência dos efeitos da correção monetária legal de balanço”.

Provisão para o Imposto de Renda

Basicamente o valor do Imposto de Renda é determinada da aplicação da alíquota de 35% sobre o Lucro Real (expressão adotada pelo fisco para designar o lucro tributável). Determinados ramos de atividade são beneficiados com alíquotas inferiores, tais como: empresas rurais, concessionárias de serviços públicos (energia elétrica, telecomunicações, transportes coletivos etc.). Existem também alíquotas adicionais aplicáveis sobre a parcela do lucro real que exceder determinado valor. O lucro real corresponde ao lucro antes do imposto de renda apurado pela contabilidade ajustados por:

Adições de despesas não dedutíveis fiscalmente. Exemplo: excesso de retiradas dos sócios ou administradores, multas fiscais, despesas de equivalência patrimonial, amortização de ágio, excesso de depreciação e de provisão para créditos de liquidação duvidosa.

Deduções de receitas não tributáveis. Exemplo: receitas de equivalência patrimonial e de dividendos, amortização de deságio.

Deduções a título de incentivo fiscal. Exemplo: lucros auferidos nas exportações, incentivos relativos ao treinamento da mão-de-obra e à alimentação do trabalhador, depreciação acelerada de projeto aprovado pelo conselho de desenvolvimento industrial.

Deduções relativas ao diferimento do imposto. Exemplo: lucro inflacionário do exercício, lucro na venda a longo prazo de ativo permanente.

Adições referentes ao lucro inflacionário realizado no exercício etc. (BRAGA, 2010, p.56)

Para Braga (2010, p. 56), “o prejuízo fiscal apurado em um período-base pode ser compensado com o lucro real determinado nos quatro períodos-base subsequentes. Dentro desse prazo, a compensação pode ser total ou parcial em um ou mais períodos-base, à vontade do contribuinte”.

Lucro Inflacionário

Em cada período-base, o lucro inflacionário corresponde ao saldo credor da conta de correção monetária ajustado pela diminuição das variações monetárias e das receitas e despesas financeiras computadas no lucro líquido. Assim, do saldo credor da correção monetária é deduzida a diferença positiva entre a soma das despesas financeiras com as variações monetárias passivas e a soma das receitas financeiras com as variações monetárias ativas.

O lucro inflacionário acumulado corresponde à soma do lucro inflacionário do exercício com o saldo inflacionário a tributar transferido do exercício anterior. (BRAGA, 2010, p.56)

A tributação sobre essa modalidade de lucro também reage às alterações oriundas da correção inflacionária, que procura manter a capacidade compra da moeda e evitar a deturpação dos resultados da empresa devido à perda referencial de valor da mesma. O processo é complexo, pois

O lucro inflacionário a tributar é corrigido monetariamente. O lucro inflacionário será tributado a medida que sejam baixados os ativos permanentes através de depreciação, amortização, exaustão, provisão para perdas, recebimento de dividendos permanentes, alienação de imobilizados, etc. (BRAGA, 2010, p.56)

Nos resultados de cada exercício, a tributação calculada sobre o lucro inflacionário já fica computada. Conforme sua realização for sendo executada nas devidas contas e fatos contábeis, parte da tributação é transferida.

Em cada exercício, é calculado o imposto de renda sobre o lucro inflacionário apurado. Esse imposto é debitado ao resultado do exercício e creditado na conta Imposto de Renda Diferido do Exigível a Longo Prazo. O saldo dessa conta está sujeito à correção monetária.

Deste modo, a Provisão para Imposto de Renda que consta da Demonstração do Resultado engloba o Imposto a ser pago no exercício seguinte e o imposto de renda diferido corresponde ao lucro inflacionário do próprio exercício.

Parte do Imposto de Renda Diferido é transferido para o Passivo Circulante à medida em que o lucro inflacionário é realizado através de baixas, depreciação etc do Ativo Permanente. (BRAGA, 2010, p.56-57)

Participações Estatutárias e Contribuições

Antes de apurar qualquer participação, devem ser deduzidos do Lucro Antes do Imposto de Renda os prejuízos acumulados e a Provisão para o imposto de renda. A partir do valor assim apurado, poderão ser calculados as participações estatutárias de empregados, administradores e das Partes Beneficiárias, bem como as contribuições para instituições ou fundos de assistência ou previdência de empregados. Existem limitações legais para essas participações e contribuições. (BRAGA, 2010, p.57)

Lucro Líquido do Exercício

Para Braga (2010, p. 57), O lucro líquido do exercício “constitui o resultado final que servirá de base para o cálculo de reserva legal (5%), eventualmente de outras reservas de lucros e para o cálculo do dividendo obrigatório.”

O embasamento do autor se dá perante a Lei no 6.404/76, que “determina que seja indicado o montante do lucro ou prejuízo líquido por ação do capital social”, segundo Braga (2010, p. 57).

2.2 Índices Econômico-Financeiros

Segundo Braga (2010, p. 150), “os saldos do balanço e da demonstração do resultado podem ser inter-relacionados de inúmeras formas, cada qual fornecendo a visão de um aspecto específico da situação ou do desempenho da empresa”.

A partir do cruzamento de informações do Balanço Patrimonial da Demonstração do Resultado do Exercício, é possível estabelecer um cenário quantitativo e qualitativo através de índices e padrões.

Essas inter-relações são quantificadas mediante quocientes denominados índices econômico-financeiros ou simplesmente índices financeiros. Cada índice fornece uma informação distinta daquelas que seriam obtidas avaliando isoladamente seus componentes. Existem diversos índices largamente aplicados nos meios profissionais que se destinam à aferição de aspectos relacionados com liquidez da empresa, a eficiência no uso de seus recursos, sua rentabilidade e a de seus acionistas. Embora seja difícil inovar neste campo, qualquer analista poderá criar seus próprios índices, bastando que estes expressem relações lógicas e sejam corretamente avaliados. (BRAGA, 2010, p. 150)

2.2.1 Avaliação dos Índices

Para Braga (2010, p.151), ao nos basearmos em um único índice financeiro, não teríamos a total mensuração da realidade corporativa, pois ao fazermos isso, “não iremos muito além da interpretação dos seu significado intrínseco. Somente poderíamos aquilatar se essa informação constitui algo favorável ou não para a empresa em função de algum referencial guardado em nossa memória.”

Contudo, ao confrontarmos um número razoável de índices em um mesmo momento, teremos uma melhor visão do panorama para o qual voltamos nossos olhares, permitindo uma primeira análise comedida, pois

com um conjunto de diferentes índices de uma mesma posição, passaríamos a contar com maior número de informações, e o confronto entre as mesmas já permitiria formar algum tipo de juízo sobre a empresa. Todavia, ainda nos faltariam elementos para emitir uma opinião completa e objetiva. Tais elementos surgiriam mediante comparações dos referidos índices com outros de mesma natureza da própria empresa ou de outras empresas. (BRAGA, 2010, p.151)

A partir de uma análise horizontal, ou seja, histórica dos índices da organização, poderemos dizer se houve evolução ou involução dos indicadores de desempenho que sejam objeto de estudo ou de atenção. É preciso ficar atento à não repetitividade perfeita das circunstâncias e estar ciente de que grandes variações macroeconômicas, por exemplo, afetarão diversos indicadores da empresa.

Comparado os índices em questão ou aqueles obtidos nos últimos anos pela empresa, poderíamos avaliar se a evolução de cada índice foi satisfatória ou não e, dessa forma, emitiríamos uma opinião sobre a posição mais recente em relação às anteriores. Entretanto, o passado poderia não ser uma boa base comparativa se houvesse ocorrido grandes mudanças no ambiente (interno e/ou externo) em que se desenvolve as operações da empresa.

Neste caso, os referidos índices deveriam ser comparados com aqueles extraídos das demonstrações financeiras projetadas no orçamento anual. Isto permitiria constatar se a situação e o desempenho efetivos corresponderam aos planos e metas estabelecidos. (BRAGA, 2010, p.151)

Outras opções que não só olhar para o próprio desempenho passado devem ser levadas a cabo, como analisar o passado e o presente de outras companhias do mesmo setor, sejam elas concorrentes diretas ou não, de forma a se obter uma ideia da realidade do mercado de que se trata.

Comparações com o passado ou com aquilo que era esperado permitem ampliar nossa avaliação sobre o presente, mas, ainda assim, estaríamos deixando de considerar o que aconteceu com outras empresas.

Finalmente, a avaliação dos índices financeiros poderia ser realizada através da sua comparação com os índices-padrão do ramo de negócios da empresa ou, de forma, mais ampla, com os índices-padrão do setor de atividades a que pertence (indústria, comércio etc.) (BRAGA, 2010, p.151)

2.2.2 Tipos de Índices

A padronização dos índices permite uma maior agilidade na emissão de relatórios e análises, porém a origem ou causa dos resultados quantificáveis pode mostrar apenas sua silhueta ao não ser observada em seu âmago, especialmente quando considerada a complexidade do mercado e de suas relações.

Quando existem muitos balanços de diferentes empresas para serem analisados em curto espaço de tempo, como ocorre nos departamentos de crédito (bancos, indústrias, etc.) e nos departamentos de análise de investimentos (corretoras, fundos de ações etc.), há uma tendência natural de padronizar os procedimentos da equipe de analistas e reduzir a quantidade de índices calculados. Nestes casos, não é raro encontrar

trabalhos massificados e superficiais, com relatórios que contém muitas descrições e quase nenhuma interpretação sobre as causas determinantes dos fatos apurados. (BRAGA, 2010, p.153)

Não basta configurar um número razoável de indicadores econômico-financeiros para se estabelecer um cenário, mas também saber interpretá-los da forma correta. As comparações, sejam com o próprio passado da companhia, seja com o passado (ou presente) de outras companhias do ramo são frequentes.

A comparação com os índices das empresas do mesmo ramo é largamente utilizada para formar opiniões sobre a situação e o desempenho de cada empresa em particular. Quando se está analisando as demonstrações financeiras da própria empresa, costuma-se calcular uma quantidade excessiva de índices, alguns até muito originais ou exóticos. Neste caso, deve-se começar aplicando um pequeno conjunto de índices básicos e acrescentar outros à medida que a análise os for solicitando.

Com um grupo razoável de índices, é possível montar um panorama da empresa no tocante à sua realidade econômico-financeira. Contudo, que eles sejam interpretados de forma coerente em sua natureza. (BRAGA, 2010, p.153)

2.2.3 Situação Financeira

A posição financeira em que a empresa se encontra está diretamente relacionada à sua capacidade de honrar os compromissos financeiros firmados e também à sua reputação e política creditícias.

A situação financeira da empresa refere-se à sua capacidade de liquidar os compromissos já assumidos e ao seu potencial de crédito junto aos fornecedores e instituições financeiras etc. Em outras palavras, a situação financeira corresponde à liquidez da empresa vista de forma bastante ampla. (BRAGA, 2010, p.153)

Muito longe de estarem restritos somente aos status de liquidez, os indicadores financeiros trabalham e revelam outros aspectos do desempenho corporativo, mensurando questões como a origem dos recursos empregados e aplicação dos mesmos.

A situação financeira costuma ser avaliada através de certas inter-relações entre elementos patrimoniais que medem o grau de endividamento, adequação entre as fontes de recursos e os ativos por elas financiados e a capacidade de solvência. Essas medidas são medidas com índices de estrutura patrimonial e os índices de solvência. Complementando esses indicadores, temos os índices de cobertura que medem relações entre os recursos gerados pelas atividades operacionais e os encargos financeiros e outros compromissos fixos. (BRAGA, 2010, p.153)

Conforme citado anteriormente, apresentamos no Quadro 2 uma estrutura sintética de um balanço patrimonial, para fins meramente ilustrativos.

Quadro 2 - Balanço Patrimonial

ATIVO CIRCULANTE
Caixa e bancos
Duplicatas a receber
Prov. p/créditos de liquidação duvidosa
Estoques
Diversos
ATIVO PERMANENTE
Imobilizado
Depreciação acumulada
ATIVO TOTAL
PASSIVO CIRCULANTE
Fornecedores
Empréstimos bancários
Diversos
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO
Financiamentos
PATRIMÔNIO LÍQUIDO
Capital integralizado
Reservas
Lucros acumulados
PASSIVO + PATRIMÔNIO LÍQUIDO

Fonte: Adaptado de Braga, (2010, p. 148)

Índices de Estrutura Patrimonial

Essa estrutura constitui outra condição *sine qua non* deste estudo, onde suas expressões numéricas revelam o status econômico-financeiro das empresas estudadas. Eles

São expressos através da porcentagem de participação de numerador sobre o denominador ou em termos de número de vezes que o numerador contém o denominador. Com uma visão muito estreita do problema, esses índices são avaliados do critério de “quanto menor, melhor”. Na verdade, não se pode concluir que uma empresa esteja em melhor situação do que outra apenas porque apresentou menores valores nestes índices. Deve-se considerar que os mesmos constituem meros indicadores reservados em dado momento e que os aspectos dinâmicos que afetam a liquidez não são captados por essas inter-relações. (SOUZA FILHO, 2009, p.5)

Altos graus de endividamento e de imobilização causam problemas a qualquer organização. Seja pelo custo financeiro das operações, seja pelo custo de oportunidade das mesmas.

Todavia, uma empresa certamente não estará com uma situação financeira confortável se apresentar elevada participação de recursos de terceiros em relação ao capital próprio, ao ativo total, com predominância de dívidas a curto prazo nas exigibilidades totais, e com elevada imobilização dos seus recursos permanentes

Os três primeiros índices medem o endividamento da empresa: A relação Capital de Terceiros/Capital Próprio revela quanto a empresa possui de dívidas em relação aos recursos pertencentes aos acionistas. Em geral, um índice superior a 100% (ou maior do que 1,0) evidencia desequilíbrio entre essas duas fontes de financiamento do ativo. (SOUZA FILHO, 2009, p.5)

Os prazos das dívidas (longo e curto) caracterizam também parte da natureza do endividamento e também de seu grau de urgência.

A Composição do Endividamento mostrará se existe ou não excesso de dívidas a curto prazo sobre a exigibilidades totais. Subtraindo esse índice de 100% (ou de 1,0), encontra-se a participação das dívidas de longo prazo. Uma participação muito elevada de dívidas a curto prazo pode indicar iminente aperto financeiro. (SOUZA FILHO, 2009, p.5)

$$\text{Capital de terceiros/Capital próprio} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

A dependência do capital de terceiros para a operações e manutenção das atividades da empresa pode ser medido e qualificado. Este indicador deve ter o menor quociente possível.

O Endividamento Geral mostra a dependência de recursos de terceiros no financiamento dos ativos. Este índice está estreitamente ligado à relação Capital de Terceiros/Capital Próprio, constituindo outro ângulo de visão do mesmo problema. Elevadas proporções nestes índices revelam que a empresa se encontra excessivamente endividada. (SOUZA FILHO, 2009, p.5)

$$\text{Composição do endividamento} = \frac{\text{Passivo Circulante}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

$$\text{Endividamento geral} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Ativo Total}}$$

O capital imobilizado, ou seja, cuja natureza não é de retorno imediato, ao contrário, esse ativo não gira (não é vendido como praxe), nem se destina à negociação como via de regra.

Os índices de Imobilização do Capital Próprio e de Imobilização dos Recursos Permanentes revelam quanto dessas fontes de recursos está investido em ativos cuja maturação financeira é muito longa. O Imobilizado normalmente predomina dentro do Ativo Permanente e a sua realização financeira ocorre através da recuperação das depreciações, amortizações ou exaustões, via recebimento das vendas. Subtraindo esses índices de 100% (ou de 1,0), encontra-se a parcela de recursos próprios ou destes

mais as dívidas a longo prazo que está aplicada no Ativo Circulante e no Realizável a Longo Prazo. Um alto grau de imobilização compromete a liquidez da empresa. (SOUZA FILHO, 2009, p.6)

$$\text{Imobilização do capital próprio} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

$$\text{Imobilização dos recursos permanentes} = \frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Exigível a Longo Prazo} + \text{Patrimônio Líquido}}$$

Índices de Solvência

Os indicadores de solvência indicam a capacidade que uma empresa tem em saldar seus compromissos financeiros com base no prazo apropriado, havendo os que se referem ao curto e os que se referem ao longo prazo. São

Expressos pelo número de vezes que o numerador contenha o denominador, esses índices costumam ser avaliados pelo critério de “quanto maior, melhor”. Estes índices não medem a efetiva capacidade da empresa liquidar seus compromissos no vencimento, mas apenas evidenciam o grau de solvência em caso de encerramento total das atividades.

Considerando essas inter-relações como indicadores gerais pode-se supor que, quanto mais elevados forem os índices, melhor será a situação financeira da empresa. (BAGA, 2010, p.155)

O índice de Liquidez Geral “mede a proporção dos bens e direitos a serem realizados a curto e longo prazos em relação às dívidas totais”, para Souza Filho (2009, p.7). Dado o horizonte de tempo coberto por este índice, sua informação deve ser avaliada com certa cautela, pois muitos fatos futuros poderão afetar essa relação.

$$\text{Liquidez geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

O índice de liquidez corrente revela a situação de curto prazo da empresa, confrontando seus bens e direitos de alcance mais próximo com o compromissos (passivos) também mais próximos da execução.

O índice de Liquidez Corrente é o mais conhecido e utilizado dentre todos os índices financeiros, mas certamente corresponde àquele que é interpretado de forma mais errônea. Dizer que uma empresa possui ótima liquidez a curto prazo porque seu Ativo Circulante representa o dobro do Passivo Circulante implica ignorar uma série de informações relevantes. Esse Ativo Circulante poderá ser constituído por estoques de baixa rotação e, em parte, por estoques obsoletos e invendáveis pelo valor contábil, conter duplicata a vencer muitos meses adiante, com algumas de difícil cobrança, e assim por diante. (BRAGA, 2010, p.156)

$$\text{Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Apesar de ser um famosos indicador, a liquidez corrente não é o suficiente para a sensata abordagem da situação de solvência de uma empresa. Quando considerado o fato de grande dissonância nos prazos de conversão de recursos em numerário, pode-se perceber as limitações desses indicadores.

O denominador do índice representa obrigações líquidas e certas, podendo predominar dívidas a vencer a curtíssimo prazo. A liquidez do próprio Ativo Circulante e a defasagem de sua realização em moeda em relação aos pagamentos para liquidação do Passivo Circulante não são captadas por este índice. Assim, uma empresa que apresente um índice de liquidez corrente de 1,0 poderá ter uma situação muito melhor do que outra cujo índice seja de 2,0. A liquidez efetiva decorre dos fluxos de recebimentos e de pagamentos, apoiada pela facilidade de se levantarem novos empréstimos a qualquer tempo. (BRAGA, 2010, p.156).

Pode-se também investigar a composição do capital de giro a partir da inversão dos componentes do índice de liquidez corrente. Nisso, é possível acompanhar o financiamento do capital ao longo de seu histórico e denotar seu comportamento padrão.

O inverso desse índice fornece informações muito importantes. Ao calcular a porcentagem do Passivo Circulante sobre o Ativo Circulante, tem-se uma medida da participação das dívidas de curto prazo no financiamento do capital de giro. Subtraindo essa porcentagem de 100%, sabe-se qual é a participação do capital circulante líquido sobre o Ativo Circulante. (BRAGA, 2010, p.156)

Como medidor de uma realidade mais restrita, o índice de liquidez seca aponta para um maior ou menor grau de dependência da empresa em relação à conversão de seus estoques em moeda.

Subtraindo do Ativo Circulante os estoques e as despesas pagas antecipadamente, sobram os valores de maior liquidez, como as duplicatas e outras contas a receber a curto prazo, as aplicações financeiras e as próprias disponibilidades. Ao relacionar tais valores com o Passivo Circulante, tem-se uma medida mais rigorosa da capacidade de solvência denominada Índice de Liquidez Seca. Esse índice oferece a vantagem de desconsiderar os estoques que necessitam ser vendidos para se transformarem em contas a receber ou caixa. Normalmente, deve-se esperar que a liquidez seca seja superior a 1,0. (BRAGA, 2010, p.156)

Para uma conotação imediatista, o índice de liquidez imediata acusa a capacidade, como o próprio nome diz, imediata de saldar seus compromissos de curto prazo, usando, porém, somente recursos de curtíssimo prazo, ou seja, aqueles já disponíveis no momento.

O índice de Liquidez imediata expressa o quociente entre as disponibilidades e o Passivo Circulante. Se muito alto, este índice evidenciaria excesso de recursos parados no caixa ou aplicados no Open Market ou então baixo volume de dívidas a curto prazo. Em qualquer hipótese, maior do que alta liquidez, isto representaria má gestão dos recursos financeiros e do potencial de crédito da empresa. (BRAGA, 2010, p.156)

$$\text{Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Despesas Exercício Seguinte}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Rentabilidade

Para Braga (2010, p. 163), “neste grupo de informações, encontramos dois conjuntos de índices que expressam as margens de lucratividade das vendas e as taxas de retorno sobre os recursos investidos. Obviamente quanto maiores forem esses índices, melhores serão as informações por eles transmitidas”.

Margens de Lucratividade das Vendas

Essas margens são também encontradas na análise vertical da demonstração do resultado. Para Braga (2010, p. 163), “os três primeiros índices medem as proporções dos valores que constituem apurações parciais e final do resultado econômico em relação à receita operacional líquida”.

Para Braga (2010, p. 163), “a margem bruta indica a porcentagem do remanescente da receita operacional líquida após a dedução do custo das vendas. Esta informação poderá ser complementada pelo Mark-up Global, que corresponde à taxa de acréscimo sobre o custo das vendas para se chegar à receita operacional líquida”.

$$\text{Margem bruta} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$$

Já a margem operacional líquida é obtida a partir da relação entre o lucro operacional líquida e a receita operacional líquida. Para Braga (2010, p.164), “a margem operacional expressa percentualmente aquilo que restou da receita operacional líquida após deduzir as despesas operacionais”. Ainda para o autor, “esta margem corresponde ao ganho puro das operações, pois nela não são computadas as receitas e despesas financeiras e tão pouco o imposto de renda”.

$$\text{Margem operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$$

Segundo Braga (2010, p. 164), “A margem líquida revela o percentual da receita operacional líquida que sobrou após serem deduzidas todas as despesas e

computados os resultados não operacionais, a provisão para o imposto de renda e as participações estatutárias”.

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Receita Operacional Líquida}}$$

$$\text{Mark - up global} = \frac{\text{Lucro Bruto}}{\text{Custo das Vendas}}$$

Taxas de Retorno

As taxas de retorno mensuram quanto se obteve de lucro quando confrontado com o ativo total, com o patrimônio líquido e outros, para que se tenha uma proporção de desempenho em cima da estrutura dos resultados e patrimonial

Esses índices informam sobre a remuneração propiciada dos recursos investidos na empresa durante certo período (normalmente um ano).

Na taxa de retorno sobre o ativo operacional, tem-se uma medida que considera a rentabilidade pura das operações básicas da empresa, pois no lucro operacional não são computadas as despesas e receitas financeiras nem a tributação do imposto de renda. (BRAGA 2010, p.164)

$$\text{Retorno sobre o Ativo Operacional} = \frac{\text{Lucro Operacional}}{\text{Saldo médio do Ativo Operacional}}$$

A utilização do saldo médio decorre da necessidade de correção de valores em face da inflação. Para que não haja deturpação nos valores (ou para que esta seja minimizada), é necessário o uso do saldo médio do ativo operacional. Logo que,

Havendo inflação, os valores envolvidos neste índice deveriam ser homogeneizados para expressar moedas de uma mesma data (normalmente a data do último balanço). O lucro operacional deveria computar perdas e ganhos decorrente da existência de certos ativos e passivos cujos saldos têm seu poder aquisitivo corroído pela inflação. (BRAGA, 2010, p. 164).

“A taxa de retorno sobre o investimento total mede a rentabilidade final obtida sobre todos os recursos investidos na empresa” conforme Braga (2010, p.164).

Ainda tangente e ao pertinente problema da inflação e de suas corrosões do poder aquisitivo e representativo da moeda,

Sabemos que a sistemática legal de correção monetária faz com que o lucro líquido seja expresso da data do balanço. Deste modo, deve-se calcular o saldo médio do ativo total utilizando-se de valores homogeneizados para mesma data. Para tanto, corrige-se o saldo inicial e utiliza-se o valor contábil do saldo final.

$$\text{Retorno sobre o investimento total} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Saldo médio do Ativo Total}}$$

Para Braga (2010, p. 144), “a taxa de retorno sobre o capital próprio corresponde à rentabilidade que a empresa propiciou aos recursos investidos pelos seus acionistas”.

$$\text{Retorno sobre o Capital próprio} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Saldo médio ajustado do Patrimônio Líquido}}$$

2.2.4 Avaliação das Ações

Para avaliação de ações, seguem, no Quadro 3, alguns dos indicadores mais comuns no meio profissional elencados para tal fim rotineiramente.

Quadro 3 Indicadores de Análise de Ações

Valor Patrimonial da Ação (\$)	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$
Lucro por Ação (\$)	$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$
Dividendo por Ação (\$)	$\frac{\text{Dividendos Propostos}}{\text{Número de Ações Emitidas}}$
Preço / Lucro (P/L) (nº de vezes)	$\frac{\text{Cotação por Ação}}{\text{Lucro por Ação}}$

Fonte: Adaptado de Braga (2010, p. 166)

ANÁLISE VERTICAL

Segundo Braga (2010, p. 145), “a análise vertical é aplicada sobre o Balanço Patrimonial, à Demonstração do Resultado e à Demonstração das Origens e Aplicações de Recursos”.

A análise vertical é a comparação de proporções, isto é, de um valor com outro dentro de um mesmo período, tornando visível a representatividade de um em relação ao outro.

No Balanço, a análise vertical fornece indicadores que facilitam a avaliação da estrutura do ativo e das suas fontes de financiamento. Esses indicadores correspondem às participações percentuais dos saldos das contas e dos grupos patrimoniais sobre o total do ativo (ou do passivo + patrimônio líquido).

Para obter indicadores mais sensíveis sobre o saldo das contas, costuma-se calcular sua porcentagem sobre o valor total do grupo a que pertence. Essas porcentagens devem ser calculadas após a reclassificação das contas anteriormente mencionadas. (BRAGA, 2010, p. 145).

Como condição indispensável à análise de qualquer indicador (visto que são compostos por dois ou mais elementos inter-relacionados), esse tipo de análise se faz de vital para a devida compreensão dos quocientes obtidos através do uso de indicadores econômico-financeiros. Para Braga (2010, p.145), “a análise vertical da Demonstração do Resultado possibilita avaliar a participação de cada elemento na formação do lucro ou prejuízo do período. A base dos cálculos das porcentagens corresponde ao valor da receita operacional líquida.”

LIQUIDEZ E RENTABILIDADE

LIQUIDEZ

A liquidez mensura a relação entre ativos e passivos, revelando também parte da capacidade de liquidação dos compromissos financeiros da empresa em seus respectivos períodos. Apesar disso, este indicador não serve como referência de

caixa, haja vista as potenciais dissonâncias que podem ocorrer no curtíssimo prazo.

As empresas não podem prescindir do crédito concedido por seus fornecedores e pelas instituições financeiras. Deixando de liquidar seus compromissos financeiros nas datas convencionadas, a empresa sofrerá restrições de crédito e terá dificuldades na manutenção do ritmo normal de suas operações. A situação poderá deteriorar-se até o ponto de decretação de sua falência. (BRAGA, 2010, p. 29).

A incapacidade de saldar as dívidas pode decorrer de uma série muito distinta de fatores, tais como estoques obsoletos (que deturpam diversos indicadores, especialmente, os de liquidez), excesso de imobilização em equipamentos e estruturas não produtivos, obtenção de empréstimos de forma inconveniente e/ou com juros altos.

A insolvência de uma empresa pode surgir devido a excesso de imobilizações ou de estoques, à concessão de prazos muito longos aos clientes para pagamentos ou, ainda, à utilização de fontes de financiamentos inadequadas. Observa-se então que a capacidade da empresa cumprir seus compromissos financeiros é afetada tanto pela composição das fontes de fundos quanto pela composição dos ativos.

Os estoques de matérias-primas precisam ser transformados em estoques de produtos acabados e isto envolve certo período de tempo. Os estoques de produtos acabados necessitam ser vendidos, implicando mais esforço e tempo. As duplicatas precisam ser cobradas para transformar-se em numerário e novamente transcorre certo tempo relacionado com o prazo de faturamento e com alguns atrasos. Nesta etapa surgem algumas perdas a créditos incobráveis. (BRAGA, 2010, p. 29)

De forma simultânea, a despeito dos riscos de não obtenção dos devidos pagamentos aos quais a empresa tem direito, as obrigações financeiras precisam ser salgadas em tempo hábil, de forma a não gerar atrasos, juros, desmotivação e outros transtornos.

Enquanto esse processo se desenvolve, existem salários e outros compromissos que têm de ser pagos em datas previamente determinadas. Uma empresa apresenta boa liquidez quando seus ativos e passivos são administrados convenientemente. Não é necessário manter numerário

parado em caixa para liquidar compromissos a vencer num futuro próximo. Isto seria desaconselhável do ponto de vista da rentabilidade, uma vez que tais recursos não são gratuitos. O importante é manter os fluxos de entradas e saídas de caixa sob controle e conhecer antecipadamente as épocas em que irá faltar numerário.

Vê-se então que, muito mais do que um objetivo a ser perseguido, a liquidez constitui uma condição *sine qua non* para a continuidade das atividades empresariais. (BRAGA, 2010, p. 29).

RENTABILIDADE

Para Braga (2010, p.30), “as atividades empresariais estão orientadas para a consecução de lucros. O lucro ou prejuízo de cada período resulta da confrontação de receitas e despesas, observando seu regime de competência de exercícios.” De tal forma que não basta estabelecer parâmetros arbitrários para o tamanho do lucro almejado, mas uma linguagem que traduza um retorno de fato satisfatório aos sócios do negócio.

Tomado isoladamente, o lucro apenas indica o excedente das receitas sobre os custos e despesas incorridas. Podemos comparar o resultado de um exercício social com o obtido no exercício anterior ou com aquele que havia sido projetado e concluir sobre a sua evolução ou sobre o atingimento da meta proposta.

Embora tais informações tenham validade, será mais elucidativo comparar o lucro com o investimento realizado para sua obtenção. Com isto, obtemos uma medida da remuneração dos recursos aplicados denominada taxa de rentabilidade ou taxa de retorno. (BRAGA, 2010, p. 30)

É possível “conceituar rentabilidade como o grau de êxito econômico obtido por uma empresa em relação ao capital nela investido”, de acordo com Braga (2010, p.30).

Para delinear o grau de sucesso que a companhia tem em sua atividade-fim, a despeito de receitas financeiras e despesas também financeiras, é útil comparar o lucro operacional com o valor do ativo operacional.

Se desejarmos medir exclusivamente a rentabilidade das operações, devemos relacionar o lucro operacional com o valor do ativo operacional.

Com isto, estaríamos aferindo a eficiência na gestão dos recursos próprios e de terceiros, independentemente dos custos financeiros e outros fatores.

Uma medida mais abrangente corresponde à taxa obtida, da relação entre o lucro líquido e o capital próprio, que indica a remuneração alcançada pelos proprietários durante o exercício social da empresa. Nesta taxa, já se encontram computadas as despesas financeiras, os resultados não operacionais e a tributação do imposto de renda.

Para que essa taxa de retorno possa ser devidamente avaliada possa ser devidamente avaliada, devemos cotejá-la com a expectativa dos acionistas, que envolve a consideração do risco assumido e das demais oportunidades de ganho existentes no mercado para o mesmo grau de risco. (BRAGA, 2010, p. 30)

A priori, é possível encontrar oportunidades rentáveis com baixo grau de risco, como títulos da dívida pública por exemplo. Também é possível encontrar investimentos de má qualidade que permanecem no mercado devido a fatores como baixo risco ou alta liquidez, como a poupança. Por isso, não se deve ignorar o risco de perda como condição chave na avaliação do ganho potencial.

Tal risco pode estar associado à possibilidade das vendas declinarem devido a uma retração do mercado ou aos esforços bem-sucedidos da concorrência. Como uma parte das despesas operacionais irá manter-se constante, o lucro operacional acusará uma redução em maior proporção do que a queda verificada nas receitas de vendas. Este é um tipo de risco decorrente das atividades operacionais.

Outro aspecto a considerar refere-se à diferença entre a taxa de rentabilidade e das operações e a taxa que refletiria o custo médio ponderado dos empréstimos e financiamentos. Quando essa diferença for negativa, o retorno dos proprietários sofrerá um impacto altamente desfavorável, caracterizando um risco financeiro.

A conjugação desses riscos determina o risco global suportado pelos proprietários da empresa. Se houver queda nas receitas de vendas, o lucro operacional declinará mais do que proporcionalmente e o lucro líquido será duplamente afetado. Em uma situação como esta, a empresa poderá sofrer grandes prejuízos.

A rentabilidade das operações e os efeitos dos custos financeiros sobre o retorno dos proprietários constituem a preocupação básica do *Controller*, que é o executivo responsável por esta outra faceta da administração financeira. (BRAGA, 2010, p. 30)

INFLAÇÃO

A inflação é um fenômeno que designa um aumento generalizado dos preços. Isso acaba sendo percebido como uma perda do poder aquisitivo da moeda que sofre com tal enfermidade.

Além de servir como meio de pagamento nas transações, a moeda deve exercer a função de padrão de medida do valor de bens e serviços e representar uma reserva de valor. De fato, o preço de um bem ou serviço corresponde à expressão monetária de seu valor de mercado. Uma soma de moeda deveria, em qualquer época, possibilitar a aquisição da mesma quantidade de determinado bem, a menos que ocorresse alteração na sua oferta ou procura. Facilitando as trocas, a moeda permite separar no tempo a prestação e a contraprestação de, como ocorre nas operações a crédito. A inflação caracteriza-se por um aumento persistente dos preços em geral, resultando na contínua perda do poder aquisitivo da moeda (BRAGA, 2010, p.343).

Se perdurar por tempo significativo ou se se tiver um impacto muito violento na capacidade de compra de uma população (através de sua moeda), o desempenho de organizações empresariais se verá ameaçado e comprimido.

Esse fenômeno, quando persistente e intenso, ao contrário do que muitos imaginam, dificulta os resultados das empresas, dada a dificuldade que as mesmas têm para repassar a elevação inflacionária de seus custos a seus consumidores sem que isso prejudique a demanda por seu produto/serviço. (GRAHAM, 2007).

A moeda representa a soberania econômica de uma nação. Mesmo as nações de economia socialista, como China, Cuba e Coréia do Norte, possuem suas respectivas moedas – Renminbi, Peso Cubano, Won Norte-coreano. Não obstante, a moeda também permite o acúmulo de riquezas para uma pessoa, um grupo, uma instituição ou para uma nação.

Além de servir como meio de pagamento nas transações, a moeda deve exercer a função de padrão de medida do valor de bens e serviços e

representar uma reserva de valor. De fato, o preço de um bem ou serviço corresponde à expressão monetária de seu valor de mercado. Uma soma de moeda deveria, em qualquer época, possibilitar a aquisição da mesma quantidade de determinado bem, a menos que ocorresse alteração na sua oferta ou procura. Facilitando as trocas, a moeda permite separar no tempo a prestação da contratação, como ocorre nas operações a crédito. (Braga, p. 343)

A degradação da capacidade de compra de uma moeda é o fenômeno econômico denominado inflação. Conforme Braga (2010, p.343), “a inflação caracteriza-se por um aumento persistente nos preços em geral, resultando na contínua perda do poder aquisitivo da moeda”.

A inflação, como processo vivo do sistema neoliberal, se mostra presente de maneira a não poder ser negligenciada jamais.

“Os ativos financeiros e os preços em geral são constantemente reajustados através de diversos indexadores, como a taxa de variação do valor nominal das Obrigações do Tesouro Nacional, taxas oficiais de câmbios e vários índices gerais de preços.” (BRAGA, 2010, p.343).

A inflação demasiada gera um problema talvez ainda mais grave que a perda do poder aquisitivo, a perda do referencial econômico. Uma vez descontrolada, ela cria um clima de tensão e desconfiança frente aos preços, fazendo nascer, assim, um ciclo vicioso. Podemos notar isso nos contratos e as medidas tomadas por companhias e instituições diversas. Braga (2010) mostra isso com clareza:

A maioria dos contratos contém cláusulas de reajuste dos valores originais e as operações comerciais e financeiras de curto prazo trazem embutidos nos preços e nas taxas nominais de juros diferentes graus de expectativa inflacionária. (BRAGA, 2010, p.343-344).

Não se adaptando nem a um lado nem a outro – cliente e prestador/fornecedor –, a estabilidade do mercado como um todo tende a ser abalada, onde:

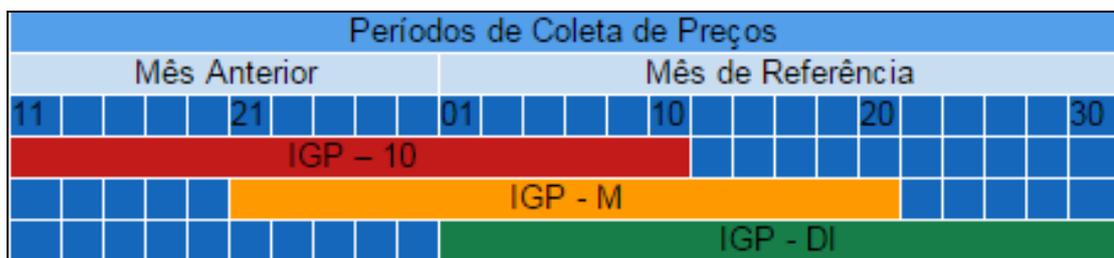
Em ambos os casos ocorrem distorções, pois os indexadores utilizados na correção postecipada refletem médias globais de variação do nível geral de preços que não se ajustam perfeitamente a nenhuma situação particular de indivíduos ou empresas. O cômputo da inflação prevista nos preços das vendas a prazo e nas taxas de juros pré-fixadas envolve o risco da subavaliação que provocaria perdas para os credores ou então implicaria a superavaliação, realimentando o processo inflacionário. (BRAGA, 2010, p.344).

Um mercado com alto grau de desconfiança, instável, com poucas chances de executar um planejamento financeiro acurado torna-se, sem sombra de dúvida, mais arriscado. Verifica-se deste modo que a inflação constitui um fator aleatório que se adiciona ao risco empresarial típico. Cria uma nebulosidade que impede distinguir claramente os elementos reais daqueles de natureza monetária, complica a gestão financeira e aumenta a incerteza no processo decisório.

Os Índices Gerais de Preços da Fundação Getulio Vargas foram divulgados pela primeira vez em novembro de 1947, no número de estréia da Revista Conjuntura Econômica. Desde então registram as variações de preços de matérias-primas agropecuárias e industriais, de produtos intermediários e de bens e serviços finais.

Apresentam-se em três versões: Índice Geral de Preços - 10 (IGP-10), Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M) e Índice Geral de Preços – Disponibilidade Interna (IGP-DI). A diferença entre eles está no período de coleta das informações para cálculo do índice. O quadro a seguir compara o período de referência de cada versão do IGP. Os preços coletados em cada período são comparados aos levantados nos 30 dias imediatamente anteriores:

Quadro 4 – Período de compilação do IGP-M



Fonte: Fundação Getulio Vargas (2016)

O IGP-M, diferentemente das demais versões, conta com um sistema de apurações prévias divulgadas antes do fechamento mensal. Essas prévias apresentam resultados parciais do índice com base na coleta realizada em períodos de dez dias.

A primeira prévia, divulgada com a denominação de primeiro decêndio, calcula as variações obtidas a partir das informações colhidas no período de 21 a 30 do mês anterior ao de referência, comparadas às levantadas ao longo dos trinta dias anteriores. A segunda prévia expande o período de coleta para 21 do mês anterior a

10 do mês de referência, apresentando resultados cumulativos. A terceira apuração é o próprio IGP-M.

TAXA BÁSICA DE JUROS

A taxa básica de juros define em grande parte a base do custo de capital, através da regulação do custo dos empréstimos interbancários, que serão os juros iniciais (e não totais) das operações financeiras de curtíssimo prazo (em geral, um dia) realizadas entre bancos e, por conseguinte, interfere fortemente no custo ao tomador do empréstimo. As garantias são protagonizadas por títulos públicos.

É o instrumento que os Bancos Centrais usam para controle da inflação, através da política monetária. Essa taxa é uma meta, e não uma lei. De acordo com Banco Central do Brasil:

Define-se Taxa Selic como a taxa média ajustada dos financiamentos diários apurados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) para títulos federais. Para fins de cálculo da taxa, são considerados os financiamentos diários relativos às operações registradas e liquidadas no próprio Selic e em sistemas operados por câmaras ou prestadores de serviços de compensação e de liquidação (art. 1º da Circular nº 2.900, de 24 de junho de 1999, com a alteração introduzida pelo art. 1º da Circular nº 3.119, de 18 de abril de 2002).

A taxa SELIC será utilizada como uma taxa livre de risco para fins de comparação com a rentabilidade, ou seja, ela será um parâmetro de custo de oportunidade para o investidor, de forma a definir se as rentabilidades de uma empresa e de suas ações (cada uma em seu respectivo módulo) são ou não vantajosas sob a ótica de oportunidades de mercado.

3 METODOLOGIA

3.1 Planejamento de Pesquisa

A metodologia tem o intuito de regular e demonstrar os procedimentos pelos quais se deram o atingimento dos objetivos ambicionados pelo trabalho científico.

A ciência é entendida como uma busca constante de explicações e soluções, de revisão e reavaliação de seus resultados e tem a consciência clara de sua falibilidade e de seus limites. Nesta busca sempre mais rigorosa, pretende aproximar-se cada vez mais da verdade através de métodos que proporcionam um controle, uma sistematização, uma revisão e uma segurança maior do que possuem outras formas de saber não científicas. Por ser algo dinâmico, a ciência busca renovar-se e reavaliar-se continuamente. A ciência é um processo de construção. (CERVO, 1983, p.9)

A partir de uma compreensão sistêmica dos fenômenos e de suas consequências, obtidos a partir de pesquisas científicas, é possível antever certos processos e resultados. A pesquisa, que é base essencial para a aquisição desse conhecimento, é definida por Gil (1988, p.15) é definida como "... o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos".

A pesquisa desta monografia tem caráter descritivo, pois, tem o intuito de descrever fenômenos já ocorridos sem projetá-los e contará com material bibliográfico previamente publicado, fazendo dela também bibliográfica já que, de acordo com Lakatos e Marconi (1986, p.45), "Trata-se de levantamento de toda a bibliografia já publicada, em forma de livros, revistas, publicações avulsas e imprensa escrita". Os dados utilizados são secundários, pois foram extraídos de fontes externas, sendo elas o site da Exame.com (para a obtenção da lista das empresas com valor de mercado superior a R\$ 1 bilhão de reais), da UOL Cotações para obtenção dos históricos de cotações de cada uma das empresas, e da Fundamentus – Invista Consciente (para a obtenção dos Balanços patrimoniais e das Demonstrações dos Resultados dos Exercícios).

O estudo abordado se baseia no conhecimento científico, cujo objetivo sumário é a explanação da realidade através da observação dos fatos e configuração de teorias fundamentadas por pesquisas científicas. A apresentação se dará na forma de monografia, que, para Salomon (1999, p.253), "se caracteriza pela

especificação, ou seja, a redução da abordagem a um só assunto, a um só problema".

A monografia é:

...um estudo sobre um tema específico ou particular, com suficiente valor representativo e que obedece a rigorosa metodologia. Portanto investiga determinado assunto não só em profundidade, mas também em todos os seus ângulos e aspectos, dependendo dos fins a que se refere. (LAKATOS e MARCONI, 1990, p.205.

Logo, o trabalho será embasado também em bibliografias diversificadas atreladas ao assunto tratado, na intenção de esclarecimento do tema e exposição de sua importância. Para mostrar sucintamente o grau de relevância das demonstrações financeiras – em especial do balanço patrimonial –, pode-se ler acerca de uma determinação realizada pelo banco central norte-americano. O corrido foi que,

Em 1915, determinava o Federal Reserve Board (Banco Central dos Estados Unidos) que só poderiam ser descontados os títulos negociados por empresas que tivessem apresentado seu balanço ao banco, medida que consagrou definitivamente o uso de demonstrações financeiras com base para concessão de crédito. Como não havia uniformidade quanto à apresentação das demonstrações, o Banco Central dos Estados Unidos, em 1918, lança um livreto que incluía formulários padronizados para Balanço e Demonstrações de Lucros e Perdas, bem como um esboço de procedimentos de auditoria e princípios de preparação de demonstrações financeiras.

Alexander Wall, considerado o pai da Análise de Balanços, apresentou, em 1919, um modelo de análise de balanços, através de índices, buscando demonstrar a importância de se considerar outras relações, que não somente de ativo circulante contra passivo circulante.

No Brasil, até meados do século passado, a análise de balanços era um instrumento pouco utilizado na prática, sendo criada em 1968, a SERASA (Serviços de Assessorias S/A), empresa que passou a operar como central de análise de balanços comerciais. MATARAZZO, 1998

Para Graham (2007), a compra de ações tem como princípio sine qua non o respeito à margem de segurança, que nada mais que uma diferença entre o valor intrínseco da ação e seu preço de mercado (cotação em Bolsa). Para tal cálculo, é preciso destacar que o valor intrínseco é encontrado através da diferença entre o Patrimônio Líquido e o (Ativo) Intangível, com o resultado dividido pelo número total de ações da companhia dispostas no mercado. Ou seja:

$$\text{Valor por ação (VPA)} = (\text{PL} - \text{Intangível}) / \text{n}^\circ \text{ total de ações}$$

Já a cotação de mercado é o preço pelo qual a ação está sendo ofertada em pregão, que é basicamente regulado pela demanda e oferta no que tange o curtíssimo prazo.

Há algumas ideias centrais de Graham nas quais se concentram este estudo. São elas:

- Uma ação não é um símbolo em uma fita ou um sinal eletrônico; ela representa o interesse do proprietário em um negócio real, com um valor intrínseco que independe do preço de ação.
- O mercado é pêndulo que sempre oscila entre o otimismo insustentável (que se torna as ações muito caras) e um pessimismo injustificável (que as torna muito baratos). O investidor inteligente é um realista que vende para os otimistas e compra dos pessimistas.
- O valor futuro de todo investimento é uma função de seu preço presente. Quanto mais alto o preço pago, menor o ganho.
- Não importa quanto você é cuidadoso, o risco que nenhum investidor pode eliminar é o de errar. É apenas ao insistir no que Graham chamou de “margem de segurança” – nunca pagar um preço elevado, independentemente de quanto um investimento possa ser atraente – que você poderá minimizar os riscos de errar.
- O segredo do seu sucesso financeiro está em você mesmo. Se você se tornar um pensador crítico que não acredita fielmente em todos os “fatos de Wall Street e investe com confiança e paciência, pode tirar vantagens constantes até mesmo dos piores mercados de baixa. Ao desenvolver disciplina e coragem, você pode evitar que as variações de humor de outras pessoas

governem seu destino financeiro. No fim das contas, o comportamento dos seus investimentos é bem menos importante que o seu próprio comportamento.

Fundamentalmente, a diferença (margem de segurança) entre o preço de mercado e o valor intrínseco da ação é a força motriz para o investimento seguro e bem-sucedido na Bolsa de Valores. “Uma abordagem decidida dos investimentos, firmemente embasada nos princípios da margem de segurança, pode render um retorno atraente.” Disse Graham.

Ele prima “que os preços pagos na compra das ações não sejam indevidamente altos à luz dos padrões aplicáveis”, que já forma mencionados e serão especificados a seguir. Além disso, “...é preciso se certificar de obter (1) um mínimo de qualidade no desempenho passado e na posição financeira atual da companhia e também (2) um mínimo de quantidade em termos de lucro e ativos por cada dólar do preço.”

Dito isso, Graham estabelece sete critérios para a compra sensata de ações de companhias listadas em bolsa para a composição do portfólio de ações:

1. Tamanho adequado.
2. Um condição financeira suficientemente forte.
3. Dividendos ininterruptos durante, pelo menos, os últimos vinte anos.
4. Nenhum déficit de lucros nos últimos dez anos.
5. Crescimento decenal de, pelo menos, um terço nos lucros por ação.
6. Preço da ação de, no máximo 1,5 vez o valor dos patrimônios líquidos.
7. Preço não superior a 15 vezes os lucros médios dos últimos três anos.

Esses sete critérios primordiais serão detalhadamente descritos e discutidos a seguir:

1. Tamanho adequado da empresa

Graham estabeleceu um parâmetro arbitrário – que será seguido nesta monografia –, no intuito de evitar englobar empresas excessivamente vulneráveis às mazelas do mercado.

Os valores mínimos são arbitrários e postos no intuito de eliminar da lista companhia pequenas que possam estar sujeitas a adversidades acima do

normal, especialmente no setor industrial. Com isso, fica estabelecido um faturamento anual mínimo de US\$100 milhões no caso de uma companhia industrial, e não inferior a US\$50 milhões em ativos totais, no caso de uma concessionário de serviços públicos.

2. Uma condição financeira suficientemente forte

Aqui Graham determina uma base fundamental para este trabalho, que trata acerca da liquidez corporativa. Para ele,

No caso das companhias industriais, o ativo circulante deveria ser, pelo menos, o dobro do passivo circulante, um assim chamado índice de liquidez normal de dois para um. Da mesma forma, o endividamento de longo prazo não deveria os patrimônios líquidos circulantes (ou “capital de giro”). No caso das concessionárias de serviços públicos, não deveria exceder duas vezes o capital social (avaliado ao valor contábil). (GRAHAM 2007, p.)

3. Estabilidade de lucros

Segundo Graham (2007), “algum lucro para as ações ordinárias em cada um dos dez anos passados”.

4. Histórico de dividendos

“Pagamentos ininterruptos durante, pelo menos os últimos vinte anos”. Na visão de Graham (2007)

5. Crescimento dos lucros

Para Graham (2007), deve ocorrer “um aumento mínimo de, pelo menos, um terço nos lucros por ação durante os últimos dez anos usando médias trienais no início e no fim”.

6. Razão preço/lucro moderada

Segundo Graham (2010), “o preço atual não dever ser mais do que 15 vezes os lucros médios dos últimos três anos”.

7. Razão preço/ativo total

Fica estabelecido como parâmetros de mensuração da precificação. Ele determina que

O preço atual não deveria ser mais do que 1,5 vez o último valor contábil divulgado. No entanto, um múltiplo de lucros inferior a 15 poderia justificar um múltiplo de ativos correspondentemente maior. Como uma regra de bolso é sugerível que o produto do múltiplo vezes a razão preço/valor contábil não deva exceder 22,5. (Esse número corresponde a 15 vezes os rendimentos e 1,5 vez o valor contábil. O resultado admitiria uma ação negociada a apenas nove vezes os lucros e 2,5 vezes o valor do ativo etc. (GRAHAM 2007, p. 387)

3.2 Método de Escolha e filtro das companhias listadas em Bolsa

Das 140 (cento e quarenta) empresas com valor de mercado superior a R\$ 1 bilhão de reais de acordo com o site Exame.com em 30 de março de 2016, quinze foram selecionadas de forma arbitrária, sendo cinco no topo da lista – ou seja, de maior valor patrimonial – cinco em torno do centro, assemelhando-se à mediana e cinco ao final – ou seja, de menor valor patrimonial. Houve restrições, ditadas principalmente pela falta de dados históricos acerca de muitas dessas empresas, fazendo com que muitas delas fossem descartadas para estudo e análise neste trabalho. Após esta seleção arbitrária, foram compilados e analisados os relatórios financeiros, através dos balanços patrimoniais e demonstrações dos resultados dos exercícios; e das cotações, de forma a criar um panorama trimestral ao longo de dez anos, que contemplaram de dezembro de 2005 a dezembro de 2015, com algumas exceções em face da dificuldade da obtenção de dados por período tão extenso.

Notas: houve uma profunda dificuldade na coleta de dados para realização desta monografia, os balanços patrimoniais, demonstrações do resultado, índices inflacionários e cotações de mercado foram obtidos em diferentes fontes. Enquanto os balanços e DRE's dispunham de um prazo de até dez anos de dados, as cotações não iam tão longe e dispunham de uma quantidade significativamente menor. Dito isso, os períodos de lucro trienal médio (corporativo) e lucro trienal médio por ação, tiveram de ser calculados em diferentes períodos.

Haja vista a dificuldade na aquisição de dados e informações por um período tão extenso de análise, alguns cálculos precisaram de certa adaptação. Apesar da potencial desorientação por parte do leitor, esses dois cálculos podem, sim, ser realizados isoladamente, ou seja, em diferentes espaços de tempo; primeiro por sua própria natureza; e, segundo, devido ao foco do trabalho, que é o de analisar o comportamento das ações e das empresas listadas na BVF BOVESPA no longo prazo, e não em um tempo específico. O foco é mostrar um ciclo, e não um tempo. Quando livro *O Investidor Inteligente* foi reeditado, após os anos 2000, foi realizada uma análise de 100 (cem) anos do mercado acionário norte americano, o que denota uma maior quantidade e disposição de dados e informações. Isso tudo, nos leva a concluir que o mercado de capitais brasileiro e sua visão da importância das informações ainda é imaturo e incipiente. Para a obtenção de dados como balanço patrimonial e demonstrações dos resultados dos exercícios, utilizou-se o site da Fundamentus; para a obtenção de dados inflacionários (IGP-M), as buscas se deram no site da Fundação Getúlio Vargas; para a aquisição de dados sobre cotações em Bolsa, utilizou-se o site da UOL cotações; para listagem de empresas com seus respectivos valores de mercado, a fonte foi o site da Exame.com.

Não foram encontradas informações consistentes acerca dos históricos de distribuição de dividendos por parte das empresas analisadas. A despeito disso, houve material suficiente para contemplar o assunto deste trabalho. Fica como sugestão para futuras edições a análise profunda e do endividamento das empresas de capital aberto listadas na BVMF BOVESPA e uma discussão sobre a quantidade e qualidade das informações contábeis, financeiras e econômicas disponibilizadas pelos canais abertos a consultas populares.

Com base em quatro grupos de indicadores de desempenho fundamentalistas: Retorno (rentabilidade, rentabilidade sobre o patrimônio líquido e lucratividade), Liquidez (geral, corrente, seca e imediata), Imobilização (total e sobre o patrimônio líquido) e Endividamento (total, sobre o patrimônio líquido, composição e grau de garantia de capitais), faz-se uma profunda análise fundamentalista ao longo de dez anos (de dezembro de 2005 a dezembro de 2015) de uma seleção de quinze ações listadas na Bolsa de Mercados & Futuros e Bolsa de Valores de São Paulo, buscando uma relação entre os grupos de indicadores supracitados e o desempenho das ações das companhias analisados. A análise se baseia sumariamente nas ideias de Benjamim Graham, através de seu livro *O Investidor*

Inteligente (Graham, 2007), e nos indicadores de desempenho econômico-financeiros fundamentalistas.

4 APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS DA PESQUISA

4.1 Análise descritiva dos indicadores e resultados de cada companhia

Neste capítulo, serão analisadas as quinze companhias selecionadas arbitrariamente (conforme exposto na metodologia deste trabalho) em períodos trimestrais por um espaço de tempo de dez anos (de dezembro de 2005 a dezembro de 2015). Há exceções, conforme mencionado anteriormente devido a limitações atreladas ao rol de informações disponíveis. Contudo, cada caso será dissecado de forma minuciosa e muito explícita, contemplando e discriminando detalhes e peculiaridades conforme decorrerem. A seguir, o Quadro 5 lista as empresas, bem como seus valores de mercado:

Quadro 5 – Lista de empresas e seus respectivos valores de mercado

Empresa	Código de negociação	Valor de mercado (em bilhões)
Itaú Unibanco	ITUB3	152,935
Bradesco	BBDC3	115,591
Vale	VALE3	59,943
Banco do Brasil	BBAS3	50,88
Brasil Foods	BRFS3	42,988
Gol	GOLL4	3,844
Energisa	ENGI3	3,407
Cyrela	CYRE3	3,354
Mahle	LEVE3	3,305
Dasa	DASA3	3,299
Dimed	PNVL3	1,254
Gerdaul	GGBR3	1,178
Oi	OIBR3	1,075
Gafisa	GFGA3	1,04
São Carlos	SCAR3	1,039

Fonte: Elaborado pelo autor, com base nos dados encontrados no site Exame.com no dia 30 de março de 2016.

4.1.1 Banco do Brasil

O Banco do Brasil mostrou uma liquidez de comportamento estável, principalmente por ser uma instituição de natureza financeira e bancária, onde os órgãos regulatórios são ostensivos quanto a esse indicador em especial. Apenas a liquidez geral visualizada no APÊNDICE A ficou acima de 1,0, o que ainda é muito abaixo do que determina Graham – que é de 2,0 – para níveis sensatos.

Seus níveis de endividamento são absolutamente preocupantes, sendo visualizados no APÊNDICE B ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de 1.400% para mais de 2.000% em nove anos. Fato gravíssimo sob a ótica fundamentalista. A imobilização como um todo é muito alta. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 724% para 1.043% em nove anos, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante como visto no APÊNDICE C. Embora seu capital circulante líquido tenha crescido de R\$ 8,96 bilhões para R\$ 41,11 bilhões visto no APÊNDICE D.

A Rentabilidade se mostrou baixa quando comparada com um título público – que paga cerca de 12% líquido ao ano –, ou com retorno de uma taxa livre de risco como a SELIC, que se encontra em 14,15% ao ano. A rentabilidade ficou abaixo de 1% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade (APÊNDICES E e F) oscilou muito, tendo uma mínima de 16,55% e uma máxima de 111,41%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi pífio, terminando o ano de 2015 em 3,52% e em nenhum momento sendo superior a 12,20%.

Os últimos dois anos de análise não mostraram crescimento dos lucros médios em relação à média dos lucros dos três triênios anteriores de acordo com o gráfico Lucro Trienal Médio (APÊNDICE D8) em milhares. De forma concomitante, o lucro trienal médio por ação não se mantém em ascendência. Ao contrário, mostra instabilidade, pendendo para a redução. Contudo, não houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE N4) nos nove anos e houve um crescimento de 99,28% em termos nominais e de 8,17% em termos reais.

Nos últimos dez anos, o Lucro Anual (APÊNDICE S8) teve um crescimento nominal de 72,97% e uma perda real de 6,10%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE J4), nota-se que o preço (cotação) se aproximou muito do valor intrínseco da ação nos últimos períodos

analisados, em uma tendência decrescente, ficando inclusive abaixo da mesma nos últimos dois trimestres do ano de 2015.

A margem de segurança (APÊNDICE K4) se manteve acima de 45% nos dois últimos trimestres de 2015, contudo, se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) durante o resto do período analisado. Coerentemente, a razão preço/VPA (APÊNDICE L4) veio caindo de 2,81 em 31/12/2006 para fechar em 0,69 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

O Banco do Brasil não se enquadrou nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens em outros indicadores, como liquidez e endividamento.

A cotação das ações ordinárias do Banco do Brasil (BBAS3) (APÊNDICE S3) foi de R\$ 20,33 (31/dez/06) para R\$ 14,74 (31/dez/15), com uma perda nominal de 27,50% e uma perda real de 59,13% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. Mostrando o quão verossímeis as alegações de Graham se fizeram neste caso.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE M4) foi de 46,67, em dezembro de 2006, para 16,98 em dezembro de 2015, com um pico de 69,23 em dezembro de 2007. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 16,98 ao final do último ano de análise. Preço caro a se pagar. O gráfico mostra uma forte queda no ano de 2008, mantendo um nível oscilante com suaves acréscimos e decréscimos ao longo do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE O4) (da ação), tem-se uma evolução de 2,64% para 5,89% no mesmo período citado, com um pico de 7% em dezembro de 2008. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 5,89% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve grande queda em dezembro de 2008, a razão Lucro/Preço viu um salto nesse momento, mantendo também um comportamento razoavelmente oscilante no restante do tempo.

4.1.2 Cyrela

A Cyrela teve uma liquidez (APÊNDICE G) de comportamento razoavelmente estável. A liquidez corrente subiu de 1,23 (em dezembro de 2005) para 1,39 (em dezembro de 2015), também abaixo do que foi elencado pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). Já a liquidez geral teve um quadro distinto, indo de 2,45 para 1,94, o que a deixa bem próxima do cenário ideal sob a ótica tema desta análise. Embora ainda abaixo de 2,0 e em uma queda quando comparada com a base de 2,45, dez anos atrás.

Nos últimos nove anos, o lucro teve um crescimento nominal de 339,38% e um ganho real de 138,51%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE H) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de 66,54% para mais de 102,78% em dez anos. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total se elevou de 38,19% para 47,53%. A imobilização total (APÊNDICE I) foi de 52,92% para 33,71% no período logo acima citado – uma melhora significativa. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 92,22% para 72,89% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. Embora tenha havido uma melhoria, a situação deste indicador ainda é dramática. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE J) melhorou, saindo de R\$ 0,43 bilhão para R\$ 5,40 bilhões.

A Rentabilidade se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre 0,004% e 4,92% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade (APÊNDICES K e L) oscilou de forma extrema, tendo uma mínima de 0,03% e uma máxima de 51,73%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insatisfatório, terminando o ano de 2015 em 1,67% e em nenhum momento sendo superior a 9,80%.

O Lucro Trienal Médio (APÊNDICE E8) teve consistente aumento nos três primeiros períodos, porém a média bianual (2014-2015) foi consideravelmente menor.

De forma concomitante, o lucro trienal médio por ação se mantém o aumento nos três primeiros períodos, porém a média bianual (2014-2015), apresentada em

(APÊNDICE T8) foi consideravelmente menor. Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE T4) (em 31 de dezembro de 2008) e houve um crescimento de 21,57% em termos nominais e uma perda de 31,47% em termos reais.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE P4) nota-se que o preço (cotação) se aproximou do valor intrínseco da ação nos últimos períodos analisados, em uma tendência decrescente, ficando inclusive abaixo do valor intrínseco de ação nos últimos oito trimestres.

A margem de segurança (APÊNDICE Q4) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) até 31 de dezembro de 2013 (entre -80,03% e -5,68%), a partir de então, passou a ter margem de segurança positiva em todos os períodos seguintes, terminando o ano de 2015 com uma margem de segurança de 93,52%. De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE R4) veio caindo sistematicamente, indo de 4,14 em 31/12/2006 para fechar em 0,52 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

A Cyrela também não se enquadrou totalmente nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens em indicadores como liquidez corrente, endividamento e imobilização, além de uma certa inconsistência na última média de lucros.

A cotação das ações ordinárias da Cyrela (CYRE3) (APÊNDICE T3) foi de R\$ 20,16 (31/dez/06) para R\$ 7,50 (31/dez/15), com uma perda nominal de 62,80% e uma perda real de 79,03% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. Novamente, Graham estava certo.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE S4) foi de 99,95, em dezembro de 2006, para 30,59 em dezembro de 2015, com um pico de 13.570,21 em dezembro de 2008. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 16,98 ao final do último ano de análise. Preço caro a se pagar. O gráfico mostra o pico no ano de 2008 como predominante, esmaecendo os outros anos, haja vista a sua proporção muito superior a qualquer outro um nível no período. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE U4) (da ação), tem-se uma evolução de 1% para 3,27% no mesmo período citado, com um pico de 3,48% em dezembro de 2012. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 3,48% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com

uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve pico em dezembro de 2008, a razão Lucro/Preço viu seu menor nível nesse momento, mantendo também um comportamento razoavelmente oscilante no restante do tempo e com sua elevação mais sensível em dezembro de 2011.

4.1.3 Dasa

A Dasa teve uma liquidez de comportamento com razoável oscilação. A liquidez corrente subiu de 1,35 (em dezembro de 2005) para 1,81 (em dezembro de 2015), também abaixo do que foi elencado pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). Já a liquidez geral (APÊNDICE M) teve um quadro distinto, indo de 0,73 para 0,85, algo ruim.

Nos últimos nove anos, o histórico do lucro não pode ser mensurado de forma eficaz por começar o período com prejuízo, o que deturpa o cálculo e inviabiliza sua mensuração. No entanto, é possível dizer que, dos dez anos analisados, em cinco, houve prejuízo, o que denota uma péssima consistência de resultados.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE N) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL caiu de 122,97% para mais de 67,83% em nove anos – ainda bastante alto. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total caiu de 55,12% para 40,41%. A imobilização total foi de 64,47% para 71,12% no período logo acima citado, como pode ser visto no (APÊNDICE O). O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 143,84% para 119,38% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. Embora tenha havido uma melhoria neste último índice, a situação dele ainda é muito ruim. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE P) melhorou, saindo de R\$ 0,545 bilhão para R\$ 0,604 bilhão.

A Rentabilidade se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre um prejuízo de 1,34% e um retorno de 4,61% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade (APÊNDICES Q e R) oscilou bastante, tendo uma mínima de 7,03% negativo (prejuízo) e uma máxima de 25,93%. O retorno sobre o

patrimônio líquido foi insatisfatório, terminando o ano de 2015 em 0,15% e em nenhum momento sendo superior a 9,45%.

O lucro trienal médio (APÊNDICE F8) teve prejuízo em três dos quatro períodos analisados. Esse é um péssimo cenário econômico.

Já o lucro trienal médio por ação variou de um prejuízo no primeiro período (2006-2008) e mostrou um crescimento muito sutil nos três períodos seguintes, sendo o segundo sem lucros significativos (abaixo de um centavo por ação). Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE B5) em cinco anos diferentes e, embora haja crescimento percentual nos lucros por ação, eles continuaram a cerca de um centavo por ação, mostrando – a despeito de percentuais distorcidos – que ocorreu estagnação nominal e perda real, dada a inflação do período, como pode ser visualizado no APÊNDICE U8.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE V4), nota-se que o preço (cotação) caiu consideravelmente. No entanto (embora tenha se aproximado mais do valor intrínseco da ação nos últimos períodos analisados), continua muito longe de um nível seguro de compra, ainda que em uma tendência decrescente.

A margem de segurança (APÊNDICE X4) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) em todo o período (entre -83,82% e -98,77%). De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE Z4) veio caindo sistematicamente depois de um pico de 81,56 em dezembro 2009, indo de 31,01 em 31/12/2006 para fechar em 6,93 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

A Dasa também não se enquadrou totalmente nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens em indicadores como liquidez, endividamento, imobilização e consistências resultados de lucros.

A cotação das ações ordinárias da Dasa (DASA3) (APÊNDICE U3) foi de R\$ 45,33 (31/dez/06) para R\$ 10,10 (31/dez/15), com uma perda nominal de 77,72% e uma perda real de 87,44% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. As conclusões fundamentalistas do autor Graham são fieis mais uma vez.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE A5) foi de 8,913,13 (o pico) em dezembro de 2006, para 745,55 em dezembro de 2015. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 745,55 ao final do último ano de análise. Preço absurdo a se pagar. O gráfico mostra uma forte

predominância no ano de 2006, mantendo grande oscilação por todo o tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE C5) (da ação), tem-se uma evolução de 0,01% para 0,13% no mesmo período citado, com um pico de 0,81% em dezembro de 2013. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 0,13% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve pico em 2008, a razão Lucro/Preço viu um seu menor nível nesse momento, mantendo também um comportamento fortemente oscilante no restante do tempo, incluindo seis anos em que houve prejuízo.

4.1.4 Energisa

A Energisa teve uma liquidez oscilante, como visualizado no APÊNDICE S. A liquidez corrente aumentou de 0,79 (em dezembro de 2005) para 1,25 (em dezembro de 2015), mostrando uma melhoria do indicador, embora muito insuficiente pela ótica da análise fundamentalista como piso do indicador (2,0 para corrente e geral). A geral teve sutil involução, indo de 0,73 para 0,72, valor excessivamente baixo, colocando o indicador em status de insolvência.

Nos últimos nove anos, o lucro teve um crescimento nominal de 409,50% e um ganho real de 176,57%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

Seus níveis de endividamento permaneceram em níveis extremos durante todo o tempo – o endividamento total foi de 60,50% para 83,13%, como pode ser observado no APÊNDICE T. São níveis indubitavelmente elevados para tal indicador. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de quase 191% para mais de 686% em nove anos. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. A imobilização total (APÊNDICE U) foi de 78,88% para 67,81% no período logo acima citado, uma leve melhoria, ainda que insuficiente –, enquanto o grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de mais de 248% para 560% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não

circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE V) teve aumento sensível, passando de um valor negativo de R\$ 0,14 bilhão para R\$ 1,16 bilhões.

A Rentabilidade se mostrou baixa quando comparada com custos de oportunidade a partir de ativos de risco nulo ou baixíssimos disponíveis no mercado de capitais, como pode ser visualizada nos APÊNDICES X e Z. A rentabilidade ficou entre um déficit de 0,85% e um superávit de 6,13% no período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma margem negativa de 6,34% e uma positiva de 36,76%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insuficiente para cobrir oportunidades de mercado dispostas a risco zero (dívida pública), terminando o ano de 2015 em 6,81%, porém chegando a 27,10% em 30/09/2010.

O lucro trienal médio (APÊNDICE G8) teve bom desempenho em três dos quatro períodos analisados. Quando confrontado o ano de 2015 com os três triênios anteriores, essa elevação ainda é mais intensa. A única exceção foi o triênio que comportou do ano de 2008 a 2010, quando ocorreu decréscimo em relação ao triênio anterior.

De forma diferente, o lucro trienal médio por ação ascendeu no segundo período (de 2007 a 2009) e seguiu estável. Ocorreu déficit uma vez nos lucros por ação (APÊNDICE H5), no ano de 2008, e, nos sete anos, houve uma variação intensa e intermitente nos lucros por ação, com um crescimento nominal de 409,50% em termos reais de 69,18%, como visto no APÊNDICE V8.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE D5), nota-se dois fatores importantes, uma pesada queda nos preços das ações ao final de 2009 e que do valor intrínseco da ação termina o ano de 2015 negativo. Na prática, isso decorre do fato de que o ativo intangível é maior que o patrimônio líquido da empresa, algo extremamente arriscado, visto que os intangíveis são de muito difícil mensuração e saber que uma empresa tem alta carga de seu capital nesse grupo do Ativo demonstra elevadíssimo risco, comprovando a ideia de Graham acerca do assunto.

A margem de segurança (APÊNDICE E5) se manteve fortemente negativa (ou seja, altamente não recomendável) durante todo o período analisado e sofreu negatividade ainda pior a partir de junho de 2014, estabilizando-se a partir daí, ficando entre -95% e -213%, o que fez com que a razão preço/VPA (APÊNDICE F5) visse uma elevação abrupta e perigosa, terminando 2015 em valores negativos, o que é uma subversão de sua função, semelhante ao tempo negativo na física. Isso

ocorre devido ativo intangível ter representatividade superior ao patrimônio, conforme explicado. Isso é visto em duas situações: a primeira vista neste exemplo e a segunda acontece quando a empresa tem patrimônio líquido negativo, denominado passivo a descoberto.

A Energisa também não se enquadrou em todos os padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou desvantagens em indicadores como o de margem de segurança e evolução dos lucros, bem como sua complicada estrutura patrimonial.

A cotação das ações ordinárias do Energisa (ENGI3) (APÊNDICE V5) foi de R\$ 9,18 (10/abr/07) para R\$ 3,00 (31/dez/15), com uma perda nominal de 67,32%, porém uma perda real de 81,37% quando considerada a inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. Forte corroboração da metodologia de Graham.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE G5) foi de 181,26, em dezembro de 2007, para 34,43, em dezembro de 2015, com um pico de 428,38 em dezembro de 2013. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 34,43 ao final do último ano de análise. Preço caríssimo a se pagar. O gráfico denota um pesado prejuízo em dezembro de 2008, mantendo um nível oscilante, cujo pico foi em 2013. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (da ação), tem-se uma evolução de 0,55% para 2,90% no mesmo período citado, com um pico de 3,27% em dezembro de 2012. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 2,90% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro (APÊNDICE I5) teve grande queda em 2013, a razão Lucro/Preço viu um salto nesse momento, mantendo também um comportamento instável no restante do tempo. Como houve prejuízo em 2008, os valores das razões tornaram-se negativos, o que os torna deturpados, visto que o investidor não pode pagar um valor negativo pela expectativa de lucro.

4.1.5 Gafisa

A Gafisa teve uma liquidez excelente, como pode ser observado no APÊNDICE A1, com exceção de dezembro de 2011, a liquidez corrente ficou acima

de 2,0 durante todo o período, chegando a 4,26 em março de 2006. Já a liquidez geral foi de 1,47 (dezembro de 2005) a 1,55 (dezembro de 2015), devido ao endividamento de longo prazo da empresa colocando o indicador fora do cenário ideal pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral).

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE B1), são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL caiu de 222,02% para 118,34% em nove anos – ainda bastante alto. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total caiu de 67,71% para 54,19%. A imobilização total (APÊNDICE C1), foi de 14,34% para 36,15% (mais que dobrou) no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 47,02% para 78,94% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE D1), melhorou, saindo de R\$ 0,70 bilhão para R\$ 1,87 bilhão.

A Rentabilidade apresentada nos APÊNDICES E1 e F1, se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre um prejuízo de 10,83% e um retorno de 11,26% durante todo o período avaliado. Isso configura um prejuízo pesado, quando houve lucro ao invés de prejuízo, esse lucro foi insuficiente para cobertura do custo de oportunidade. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 1.103,67% negativo (prejuízo) e uma máxima de 169,44%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi nulo, terminando o ano de 2015 em 0,03%, porém chegando a 28,87% em dezembro de 2013.

O lucro trienal médio (APÊNDICE H8), teve prejuízo em um dos quatro períodos analisados, de 2011 a 2013. Esse é um péssimo cenário econômico.

Já o lucro trienal médio por ação mostrou-se instável, com de um prejuízo no segundo período (2009-2011) e um crescimento nos dois períodos seguintes, com uma evolução significativa em nove anos, passando de R\$ 0,04 para R\$ 0,82 por ação em nove anos (crescimento de 2.132,99%). Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE N5) em quatro anos diferentes e em um o lucro foi nulo. Embora haja um crescimento muito grande no percentual nos lucros por ação, a instabilidade foi predominante, chegando inclusive a computar um forte prejuízo de R\$ 2,72 por ação em dezembro de 2011.

Nos últimos nove anos, o lucro (APÊNDICE X8), teve uma perda nominal de 86,82% e uma real de 92,84%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE J5), nota-se que o preço (cotação) caiu consideravelmente, chegando a ficar muito abaixo o valor intrínseco da ação de junho de 2011 a dezembro de 2015.

A margem de segurança (APÊNDICE K5) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) até março de 2011, mas fechou positivo em 228,52% em dezembro de 2015. De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE L5) veio caindo sistematicamente até junho de 2010, fechando 2015 em 0,30.

A Gafisa também não se enquadrou totalmente nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens. Embora sua liquidez corrente (e não a geral) tenha sido boa, fatores como endividamento, imobilização e instabilidade resultados, além de prejuízos grandes e recorrentes, faz dela uma opção fora da seleção de Graham.

A cotação das ações ordinárias da Gafisa (GFSA3) (APÊNDICE X3) foi de R\$ 31,73 (31/dez/06) para R\$ 2,43 (31/dez/15), com uma perda nominal de 92,34% e uma perda real de 95,68% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. As conclusões fundamentalistas do autor Graham são pontuais.

A compra desta ação não teria sido recomendada pelo foco fundamentalista e seu desempenho no longo prazo mostrou que ela seria, de fato, uma péssima escolha para o investidor.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE M5) foi de 863,96, em dezembro de 2006, para 1.113,58 em dezembro de 2015, sendo este o seu pico. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 1.113,58 ao final do último ano de análise. Preço absurdo a se pagar. O gráfico mostra uma grande inconsistência, sendo que os anos de maior razão Preço/Lucro foram 2006 e 2015. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (da ação), tem-se uma involução de 0,12% para 0,09% no mesmo período citado, com um pico de 69,3% em dezembro de 2013. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 0,09% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao

da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, a razão Preço/Lucro mostra pico em 2015, a razão Lucro/Preço (APÊNDICE O5) mostra um valor quase nulo, nesse momento, mantendo também um comportamento altamente oscilante no restante do tempo.

4.1.6 Gerdau

A Gerdau teve uma liquidez excelente, com exceção de dezembro de 2011, a liquidez corrente ficou acima de 2,0 durante quase todo o período, à exceção dos períodos de dezembro de 2007 a março de 2008, chegando ao ápice 8,33 em setembro de 2008, como pode ser observado no APÊNDICE G1. Já a liquidez geral foi de 3,13 (dezembro de 2015) a 3,68 (dezembro de 2005), colocando o indicador dentro do cenário ideal pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral).

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE H1) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL caiu de 139,41% para 120,32% em nove anos – muito alto. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total subiu de 52,77% para 54,39%. A imobilização total (APÊNDICE I1) foi de 46,44% para 68,36% no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 122,79% para 151,23% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante ainda que esta seja uma corporação industrial. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE J1) melhorou, saindo de R\$ 8,05 bilhões para R\$ 14,31 bilhões.

A Rentabilidade, apresentada nos APÊNDICES K1 e L1 se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre um prejuízo de 4,50% (no peculiar ano de 2015) e um retorno de 8,60% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 30,21% negativo (prejuízo) e uma máxima de 13,49% (obs: em setembro de 2007 e de junho de 2008 a dezembro de 2009, não foi possível calcular sua lucratividade em face do absenteísmo de dados). O retorno sobre o patrimônio líquido foi insatisfatório, terminando o ano de 2015 num prejuízo de 9,96%, porém chegando a 9,93% em junho de 2008.

O lucro trienal médio (APÊNDICE I8) teve um prejuízo gritante no último ano de análise (2015), porém houve manutenção dos lucros nos demais períodos. Já o lucro trienal médio por ação mostrou-se pessimista, com de um prejuízo no ano (2015) e estabilidade nos triênios anteriores, com uma evolução preocupante em nove anos, passando de R\$ 0,18 para um prejuízo R\$ 1,84 por ação em nove anos. Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE I5) em dois anos diferentes, 2008 (ano da crise imobiliária e 2015).

Quanto ao lucro (APÊNDICE Z8), vemos uma situação peculiar. Ao analisarmos nove anos, de 2006 a 2014, temos a perda nominal de 42,09% e real de 63,91%, considerada inflação acumulada (IGP-M) de 60,47% ao longo desses oito anos. Ao olharmos o décimo ano (2015), percebemos um prejuízo, fora do comum, de 3,16 bilhões, o que acusa uma involução nominal 564,28% e real de 361,73% em relação ao ano de 2006, dada uma inflação (IGP-M) de 77,39% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE P5), nota-se que o preço (cotação) caiu consideravelmente, chegando a ficar abaixo do valor intrínseco da ação, fenômeno que começou em junho de 2014 e se estendeu até o último período de análise, ficando inclusive muito abaixo o valor intrínseco da ação neste último momento.

A margem de segurança (APÊNDICE Q5) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) até junho de 2014, mas fechou positivo em 153,94% em dezembro de 2015. De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE R5) fechou 2015 em 0,39.

A Gerdau também se enquadrou parcialmente nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e mas mostrou fraquezas. Embora sua liquidez como um todo foi muito boa, contudo o endividamento, a imobilização e a instabilidade de resultados, além de dois prejuízos, sendo um deles enorme, faz dela uma opção duvidosa na seleção de Graham.

A cotação das ações ordinárias da Gerdau (GGBR3) (APÊNDICE Z3) foi de R\$ 15,15 (31/dez/06) para R\$ 3,48 (31/dez/15), com uma perda nominal de 77,03% e uma perda real de 87,05% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. As conclusões fundamentalistas do autor Graham são pontuais.

A compra desta ação não teria sido recomendada pelo foco fundamentalista e

seu desempenho no longo prazo mostrou que ela seria, de fato, uma péssima escolha para o investidor.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE S5) foi de 38,01, em dezembro de 2006, para -1,90 (deturpação ocorrida em face de prejuízo), em dezembro de 2015, com um pico de 202,26 em dezembro de 2012. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ -1,90 por ação ao final do último ano de análise – o que não faria nenhum sentido, já que não há como pagar valor negativo por ação. O gráfico mantém um nível oscilante com acréscimos e decréscimos sensíveis ao longo do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (da ação), percebe-se uma grande involução, saindo de 2,63% para -52,76% (prejuízo) no mesmo período citado, com um pico de 2,87% em dezembro de 2014. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um grande prejuízo, porém o número explicitado não pode ser considerado nem mesmo de forma modular, tendo em vista que, ao ficar negativo, ele perde completamente sua natureza, precisão e significado. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro (APÊNDICE U5), justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, houve também grande prejuízo em 2015, contudo, não sendo possível mensurar a razão, considerado o fator negativo comentado.

4.1.7 Gol

A Gol teve uma liquidez (APÊNDICE M1) bastante insatisfatória, onde a liquidez corrente envolveu de 2,37 (excelente) a 0,44 (péssima) em dezembro de 2015. Já a liquidez geral foi de 2,45 a 0,30, deixando-a à margem da visão fundamentalista com o piso de liquidez (2,0 para corrente e geral).

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE N1) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL é negativo, isso é uma deturpação do cálculo em decorrência de a empresa possuir um passivo a descoberto (ou seja, um patrimônio líquido negativo, mostrando que o a dívida da empresa é superior a tudo o que ela possui). O endividamento total passou de 30,27% para 141,69%. A imobilização total (APÊNDICE O1) foi de 31,44% para 76,26% (mais que dobrou) no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido também foi negativo em face do evento há

pouco explicado. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE P1) pirou drasticamente, saindo de R\$ 0,89 bilhão para R\$ -3,08 (negativo) bilhão.

A Rentabilidade (APÊNDICES Q1 e R1) só reforçou a criticidade da companhia e ficou entre um prejuízo de 19,59% e um retorno de 6,62% durante todo o período avaliado. Isso configura um panorama com projeção de falência. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 87,52% negativo (prejuízo) e uma máxima de 24,49%. O retorno sobre o patrimônio líquido ficou entre extremos, terminando o ano de 2015 agregando seu pior prejuízo a um já passivo a descoberto, porém chegando a um prejuízo a prejuízos magnânicos, difíceis de colocar em percentuais, tendo em vista sua situação patrimonial, conforme discorrido anteriormente.

O lucro trienal médio (APÊNDICE J8) teve prejuízo em um dos quatro períodos analisados. Esse é um péssimo cenário econômico. O lucro trienal médio por ação mostrou o mesmo padrão, com prejuízo em três dos quatro períodos analisados, passando de um prejuízo de R\$ 0,03 para um de R\$ 0,12 por ação em nove anos (deterioração de 400%). Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE B6) em seis anos diferentes e (dos dez analisados).

Dos últimos dez anos analisados (APÊNDICE A9), em seis a Gol teve prejuízo, tendo seu maior dano ocorrido em 2015, chegando a 1,18 bilhão.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE V5), nota-se que o preço (cotação) manteve um comportamento padrão, contudo, pelo fato de a empresa ter um passivo a descoberto, qualquer preço pago pela ação faz dela muito cara, mesmo um único centavo de real.

A margem de segurança (APÊNDICE X5) se manteve fortemente negativa (ou seja, altamente não recomendável) em todo o período. A razão preço/VPA (APÊNDICE Z5) tem seus resultados deturpados, com a composição patrimonial.

A Gol ficou totalmente fora dos determinados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens. Todos os fatores analisados como endividamento, imobilização e instabilidade resultados, além de prejuízos grandes e recorrentes, faz dela uma opção completamente fora da seleção de Graham.

A cotação das ações preferenciais (pois não foram encontrados registros de ações ordinárias) da Gol (GOLL4) (APÊNDICE A4) foi de R\$ 62,03 (31/dez/06) para R\$ 2,52 (31/dez/15), com uma perda nominal de 95,94% e uma perda real de

97,71% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015.

As conclusões fundamentalistas do autor Graham são pontuais. A compra desta ação não teria sido recomendada pelo foco fundamentalista e seu desempenho no longo prazo mostrou que ela seria, de fato, uma péssima escolha para o investidor.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE A6) foi de 1.680,20 (pico), em dezembro de 2006, para -11,17 em dezembro de 2015, em face de seus prejuízos. Em razão de seus contínuos prejuízos, tanto a Razão Preço/Lucro quanto Lucro/Preço (APÊNDICE C6) ficam invalidadas. Isso as torna negativas, deixando-as sem sentido.

4.1.8 Brasil Foods

A Brasil Foods teve uma liquidez oscilante. A liquidez corrente caiu de 2,21 (em março de 2006) para 1,65 (em dezembro de 2015), mostrando uma deterioração do indicador, caindo de um nível bom para um insuficiente no tangente ao que foi elencado pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A liquidez geral (APÊNDICE S1) teve involução, indo de 0,98 para 0,91, o que é inaceitável sob a ótica tema desta análise.

Seus níveis de endividamento permaneceram estáveis – Endividamento total ficou entre 46% e 68%(APÊNDICE T1). Embora estável, são níveis indubitavelmente elevados para tal indicador. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de mais 185% para mais de 196% em nove anos. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. A imobilização total (APÊNDICE U1) foi de 42,59% para 52,51% no período logo acima citado –, enquanto o grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de mais de 121% para quase 157% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. Outro sinal alarmante é o de que seu capital circulante líquido (APÊNDICE V1) teve aumento sensível, passando de R\$ 1,10 bilhões para R\$ 75,59 bilhões.

A Rentabilidade (APÊNDICES X1 e Z1) se mostrou baixa quando comparada com custos de oportunidade a partir de ativos de risco nulo ou baixíssimo disponíveis no mercado de capitais. A rentabilidade, entre um déficit de 10,53% e um superávit de 8,12% no período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma margem negativa de 31,13% e uma positiva de 29,77%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insuficiente para cobrir oportunidades de mercado dispostas

a risco zero (dívida pública), terminando o ano de 2015 em 10,47%, porém chegando a 22,15% em 31/12/2008.

O lucro trienal médio (APÊNDICE K8) teve grandes variações no período. Quando confrontado o ano de 2015 com os três triênios anteriores, essa elevação ainda é mais intensa. De forma inerente, o lucro trienal médio por ação oscilou durante o tempo da análise. Não houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE H6) nos sete anos e houve um crescimento de impressionantes 24.717,07% em termos nominais e de 16.168,26% em termos reais. Isso se deve ao fato de que em 31 de dezembro de 2009, o lucro por ação foi inferior a um centavo de real, enquanto em 31 de dezembro de 2015, esse mesmo lucro por ação ascendeu a 1,74 real. Situação ímpar que pode gerar distorção na interpretação no momento de leitura.

Nos últimos nove anos (APÊNDICE B9), o lucro teve um crescimento nominal de 1.166,65% e um ganho real de 614,04%, dada uma inflação (IGP-M) de 77,39% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE D6), nota-se que o preço (cotação) se manteve muito acima do valor intrínseco da ação em todos os períodos analisados, com uma intensificação no último ano (à exceção do último trimestre de 2015).

A margem de segurança (APÊNDICE E6) se manteve fortemente negativa (ou seja, altamente não recomendável) durante todo o período analisado (entre -48% e -85%), o que fez com que a razão preço/VPA (APÊNDICE F6) visse uma elevação nos períodos mais recentes, indo de 3,67 em 31/12/2009 para fechar em 5,29 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

A Brasil Foods também não se enquadrou em todos os padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou desvantagens em indicadores como o de margem de segurança e evolução dos lucros.

A cotação das ações ordinárias do Brasil Foods (BRFS3) (APÊNDICE B4) foi de R\$ 45,37 (31/dez/09) para R\$ 55,40 (31/dez/15), com um ganho nominal de 22,11%, porém uma perda real de 19,96% quando considerada a inflação de janeiro de 2010 a dezembro de 2015. Novamente, vemos Graham se enraizar.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE G6) foi de 6.438,36 (caríssimo e também seu pico), em dezembro de 2009, para 31,81 em dezembro de 2015. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto

a pagar R\$ 31,81 ao final do último ano de análise. Preço caro a se pagar. O gráfico mostra um ponto alto, o mais alto, no ano de 2009, mantendo um nível oscilante porém muito inferior no restante do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE I6) (da ação), tem-se uma evolução de 0,02% para 3,14% no mesmo período citado, sendo este o seu pico. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 3,14% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve seu ponto mais baixo em dezembro de 2009, e mantém um comportamento que alterna a cada ano, com uma elevação e uma queda pelo restante do tempo, com exceção dos últimos dois anos, em que há duas elevações consecutivas.

4.1.9 Itaú Unibanco

O Itaú Unibanco teve uma liquidez corrente excelente a partir de dezembro de 2011, ficando em 3,12 em dezembro de 2015 chegando a um pico 14,53 em março de 2006. Já a liquidez geral (APÊNDICE A2) foi de 1,47 (dezembro de 2005) a 1,55 (dezembro de 2015), devido ao endividamento de longo prazo da empresa, colocando o indicador fora do cenário ideal pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral).

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE B2) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL caiu de 864,33% para 48,19% em nove anos – ainda bastante alto. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total caiu de 88,92% para 32,52%. A imobilização total (APÊNDICE C2) foi de 24,62% para 90,16% (mais que dobrou) no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 239,28% para 133,61% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE D2) piorou, saindo de R\$ 28,18 bilhões para R\$ 10,97 bilhões.

A Rentabilidade apresentada nos APÊNDICES E2 e F2 se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre 0,03% e 4,65% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 0,80% e uma máxima de 1.392,21%. O retorno sobre o patrimônio líquido baixo, terminando o ano de 2015 em 4,31%, porém chegando a 9,16% em dezembro de 2013.

O lucro trienal médio (APÊNDICE L8) ascendeu constantemente. O lucro trienal médio por ação seguiu o mesmo destino, com evolução significativa em nove anos, passando de R\$ 0,54 para R\$ 0,82 por ação em nove anos (crescimento de 51,85%). Não houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE N6). Ocorreu crescimento contínuo dos lucros por ação (APÊNDICE N6);

Nos últimos nove anos (APÊNDICE C9), o lucro teve um ganho nominal de 234,52% e um real de 81,59%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE J6), nota-se que o preço (cotação) caiu consideravelmente, chegando a ficar muito abaixo o valor intrínseco da ação de junho de 2011 a dezembro de 2015.

A margem de segurança (APÊNDICE K6) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) até março de 2011, mas fechou positivo em 228,52% em dezembro de 2015. De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE L6) veio caindo sistematicamente até junho de 2010, fechando 2015 em 0,30.

O Itaú Unibanco também não se enquadrava totalmente nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens. Embora sua liquidez corrente (e não a geral) tenha sido boa, fatores como endividamento, imobilização e instabilidade resultados, além de prejuízos grandes e recorrentes, faz dela uma opção fora da seleção de Graham.

A cotação das ações ordinárias do Itaú Unibanco (ITUB3) (APÊNDICE C4) foi de R\$ 25,86 (31/mai/09) para R\$ 24,58, (31/dez/15), com uma perda nominal de 4,95% e uma perda real de 37,33% quando considerada uma inflação de junho de 2009 a dezembro de 2015. As conclusões fundamentalistas do autor Graham são pontuais. A compra desta ação não teria sido recomendada pelo foco fundamentalista e seu desempenho no longo prazo mostrou que ela seria, de fato, uma escolha ruim para o investidor.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE M6) foi de 55,88, em dezembro de 2009, para 30,86 em dezembro de 2015, com um pico de 73,13 em dezembro de 2012. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 30,86 ao final do último ano de análise. Preço muito caro a se pagar. O gráfico mostra que houve substancial queda nos últimos anos contemplados, especialmente frente a 2012. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE O6) (da ação), tem-se uma evolução de 1,79% para 3,24% (pico) no mesmo período citado. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 3,24% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve grande queda em dezembro nos últimos anos, especialmente após 2012, a razão Lucro/Preço viu um crescimento nesse momento, também mais especificamente quando referenciado com 2012.

4.1.10 Mahle

A Mahle teve uma liquidez oscilante. A liquidez corrente (APÊNDICE G2) aumentou de 1,08 (em dezembro de 2005) para 1,75 (em dezembro de 2015), mostrando uma melhoria do indicador, embora insuficiente pela ótica da análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A liquidez geral teve sutil involução, indo de 0,98 para 0,93, valor excessivamente baixo, colocando o indicador em status de insolvência.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE H2) permaneceram altos durante todo o tempo – o endividamento total entre foi de 57,92% para 47,91%, níveis elevados para tal indicador. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de quase 141,60% para 92,01% em nove anos. Melhorou, porém ainda insalubre. A imobilização total (APÊNDICE I2) foi de 50,34% para 58,56% no período logo acima citado, enquanto o grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 244,48% para 192,04% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante

líquido (APÊNDICE J2) teve aumento sensível, passando de R\$ 0,37 bilhão para R\$ 0,44 bilhão.

A Rentabilidade (APÊNDICES K2 e L2) se mostrou baixa quando comparada com custos de oportunidade a partir de ativos de risco nulo ou baixíssimos disponíveis no mercado de capitais. A rentabilidade ficou entre um déficit de 2,22% e um superávit de 3,87% no período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma margem negativa de 10,82% e uma positiva de 15,18%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insuficiente para cobrir oportunidades de mercado dispostas a risco zero (dívida pública), terminando o ano de 2015 em 2,62%, porém chegando a 9,42% em 31/12/2009.

O lucro trienal médio (APÊNDICE M8) teve desempenho oscilante, porém sempre positivo todo o período analisados. Quando confrontado o ano de 2015 com os três triênios anteriores, houve elevação mais intensa. A única exceção foi o triênio que comportou do ano de 2008 a 2010, quando ocorreu decréscimo em relação ao triênio anterior. De forma diferente, o lucro trienal médio por ação ascendeu em todo período.

Nos últimos nove anos (APÊNDICE D9), o lucro teve um crescimento nominal de 0,98% e um ganho real negativo de 45,19%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE P6), que o preço das ações permaneceu o tempo todo, em maior ou menor grau, muito acima do valor intrínseco da ação.

A margem de segurança (APÊNDICE Q6) se manteve fortemente negativa (ou seja, altamente não recomendável) durante todo o período analisado, ficando entre -70,52% e -96,48%, o que fez com que a razão preço/VPA (APÊNDICE R6) sofreu queda nos últimos períodos, mantendo-se alta ainda assim, terminando 2015 em 4,86.

A Mahle também não se enquadrou em todos os padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou desvantagens em indicadores como o de margem de segurança e endividamento.

A cotação das ações ordinárias do Mahle (LEVE3) (APÊNDICE D4) foi de R\$ 48,76 (30/set/07) para R\$ 24,75 (31/dez/15), com uma perda nominal de 49,24%, e uma perda real de 70,22% quando considerada a inflação de outubro de 2007 a dezembro de 2015. Forte corroboração da metodologia de Graham.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE S6) foi de 187,06, em dezembro de 2007, para 94,06, em dezembro de 2015, com um pico de 927,76 em dezembro de 2010. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 96,06 ao final do último ano de análise. Preço caro a se pagar. O gráfico mostra o pico no ano de 2010, descendo bastante seu nível até fim da análise. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE U6) (da ação), tem-se uma evolução de 0,53% para 1,06% no mesmo período citado, com um pico de 1,93% em dezembro de 2014. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 1,93% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve seu pico em dezembro de 2010, esse foi o momento em que a razão Lucro/Preço viu seu menor valor (ressalvada a exceção de um prejuízo em 2008, que deturpa a natureza do cálculo) e, a seguir, alternou entre acréscimo e decréscimo até o fim do período.

4.1.11 Oi

A Oi teve uma liquidez inapropriada durante todo o tempo analisado (dez anos). A liquidez corrente (APÊNDICE M2) aumentou de 0,98 (em dezembro de 2005) para 1,49 (em dezembro de 2015), mostrando uma melhoria do indicador, embora insuficiente pela ótica da análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A liquidez geral teve sutil evolução, indo de 0,66 para 0,82, valor excessivamente baixo, colocando o indicador em status de insolvência.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE N2) permaneceram altos durante todo o tempo – o endividamento total entre foi de 66,54% para 85,15%, níveis elevados para tal indicador. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de quase 202,49% para 625,08% em nove anos – piora drástica. A imobilização total (APÊNDICE O2) foi de 67,79% para 60,76% no período logo acima citado, enquanto o grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 206,30% para 446,04% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE P2)

teve aumento sensível, passando de um negativo de R\$ 0,92 bilhão para R\$ 12,49 bilhões.

A Rentabilidade (APÊNDICES Q2 e R2) se mostrou baixa quando comparada com custos de oportunidade a partir de ativos de risco nulo ou baixíssimos disponíveis no mercado de capitais. A rentabilidade ficou entre um déficit de 8,65% e um superávit de 3,82% no período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma margem negativa de 105,80% e uma positiva de 41,07%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insuficiente para cobrir oportunidades de mercado dispostas a risco zero (dívida pública), terminando o ano de 2015 em déficit de 31,57%, porém chegando a 10,26% em 31/12/2013.

O lucro trienal médio (APÊNDICE N8) teve ascendência regular com exceção do ano de 2015, onde o prejuízo prevaleceu. De forma diferente, o lucro trienal médio por ação teve desempenho altamente negativo. Quando confrontado o ano de 2015 com o triênio anterior, onde já havia prejuízo, vê-se um quadro ainda pior.

Nos últimos nove anos (APÊNDICE E9), o lucro teve um comportamento degradante, atingindo prejuízos bilionários em 2014 e 2015.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE V6), que o preço das ações permaneceu, na maior parte do tempo, abaixo do valor intrínseco da ação.

A margem de segurança (APÊNDICE X6N8) se manteve altamente positiva também durante a maior parte do período analisado, fechando 2015 em 400,24%, o que fez com que a razão preço/VPA (APÊNDICE Z6) sofreu queda nos últimos períodos, mantendo-se alta ainda assim, terminando 2015 em 0,20

A Oi também não se enquadrou em todos os padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou desvantagens em indicadores como os de endividamento, imobilização, resultados de lucros inconsistentes.

A cotação das ações ordinárias do Oi (OIBR3) (APÊNDICE E4) foi de R\$ 9,45 (30/jun/12) para R\$ 2,40 (31/dez/15), com uma perda nominal de 74,60%, e uma perda real de 79,90% quando considerada a inflação de julho de 2012 a dezembro de 2015. Corroborando Graham.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE A7) foi de 18,39, em dezembro de 2012, para -0,47 em dezembro de 2015, com um pico de 18,39 em dezembro de 2012. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar

disposto a pagar R\$ -0,47 ao final do último ano de análise. Afirmação sem sentido devido à negatividade do resultado. O gráfico mostra quedas e prejuízos sequenciais no ano de 2008, mantendo um nível oscilante com suaves acréscimos e decréscimos ao longo do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE C7) (da ação), tem-se uma evolução de 5,44% para -210,55% no mesmo período citado, com um pico de 39,67% em dezembro de 2013. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um prejuízo 210,55% sobre o seu preço de mercado. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Contudo, devido a seus constantes prejuízos, a análise fica prejudicada.

4.1.12 São Carlos

A São Carlos teve uma liquidez com grande alternância, com a corrente variando de 0,73 (setembro de 2006) a 12,53 (dezembro de 2005) e terminando o ano de 2015 em 2,14 (ainda excelente). Já a geral (APÊNDICE S2) foi de 2,21 (dezembro de 2005) a 0,23 (dezembro de 2015), tirando o indicador do cenário ideal pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral).

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE T2) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de 40,71% para 142,67% – muito alto. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total subiu de 28,93% para 58,76%. A imobilização total (APÊNDICE U2) foi de 38,47% para 88,53% no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 54,13% para 214,97% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE V2) melhorou, saindo de R\$ 0,49 bilhão para R\$ 0,19 bilhão.

A Rentabilidade (APÊNDICES X2 e Z2) se mostrou desfavorável quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre um prejuízo de 3,47% e um retorno de 6,81% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 140,25% negativo (prejuízo) e uma máxima de 166,82%. O retorno sobre

o patrimônio líquido foi razoável nos momentos positivos, terminando o ano de 2015 em 0,73%, porém chegando a 15,47% em junho de 2012.

O lucro trienal médio (APÊNDICE O8) teve um comportamento instável, tendo um grande alavancagem no período de 2011 a 2013, caindo com força no biênio de 2014 a 2015. Da mesma forma se comportou o lucro trienal médio por ação. Houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE H7) no ano de 2006.

Quanto ao lucro (APÊNDICE F9), vemos uma situação peculiar. Ao analisarmos a evolução em nove anos, temos a perda nominal de 70,85% e real de 84,18%, considerada inflação acumulada (IGP-M) de 84,22% ao longo desses nove anos.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE D7), nota-se que o preço (cotação) caiu consideravelmente, chegando a ficar muito próximo do valor intrínseco da ação, ainda acima no entanto.

A margem de segurança (APÊNDICE E7) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) todo o tempo, e fechou positivo em -5,45% em dezembro de 2015. De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE F7) fechou 2015 em 1,06.

A São Carlos também não se enquadrou nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações. Embora sua liquidez corrente tenha sido muito boa, contudo o endividamento, a imobilização e a instabilidade resultados, além de do prejuízo em 2006, faz dela uma opção excluída na seleção de Graham.

A cotação das ações ordinárias da São Carlos (SCAR3) (APÊNDICE F4) foi de R\$ 18,64 (31/dez/06) para R\$ 23,00 (31/dez/15), com ganho nominal de 23,39% e uma perda real de 32,55% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015.

As conclusões fundamentalistas do autor Graham são pontuais. A compra desta ação não teria sido recomendada pelo foco fundamentalista e seu desempenho no longo prazo mostrou que ela seria, de fato, não recomendável para o investidor.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE G7) foi de -35,65 (devido a prejuízo), em dezembro de 2006, para 143,98 em dezembro de 2015, com um pico de 1.391,07 em dezembro de 2010. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 143,98 ao final do último ano de

análise. Preço altíssimo a se pagar. O gráfico mostra o pico esmagador de 2010. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE I7) (da ação), tem-se uma evolução de -2,80% (prejuízo) para 0,69% no mesmo período citado, com um pico de 7,23% em dezembro de 2013. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 0,69% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve seu pico em dezembro de 2010, a razão Lucro/Preço viu um seu menor valor, mantendo também um comportamento muito instável no restante do tempo.

4.1.13 Vale

A Vale teve uma liquidez oscilante. A corrente aumentou de 1,08 (em dezembro de 2005) para 1,47 (em dezembro de 2015), mostrando uma melhoria do indicador, embora insuficiente pela ótica da análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A geral (APÊNDICE A3) teve sutil involução, indo de 0,63 para 0,49, valor excessivamente baixo, colocando o indicador em status de insolvência.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE B3) permaneceram altos durante todo o tempo – o endividamento total foi de 49,60% para 59,65%, níveis elevados para tal indicador. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de quase 110,52% para 157,16% em nove anos, piorando bastante. A imobilização total (APÊNDICE C3) foi de 76,54% para 82,52% no período logo acima citado, enquanto o grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 170,56% para 217,39% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE D3) teve aumento sensível, passando de R\$ 0,90 bilhão para R\$ 19,24 bilhões.

A Rentabilidade (APÊNDICES E3 e F3) se mostrou baixa quando comparada com custos de oportunidade a partir de ativos de risco nulo ou baixíssimos disponíveis no mercado de capitais. A rentabilidade ficou entre um déficit de 7,14% e um superávit de 9,59% (dezembro de 2015) no período avaliado.

Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma margem negativa de 146,17% e uma positiva de 60,07%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insuficiente para cobrir oportunidades de mercado dispostas a risco zero (dívida pública), terminando o ano de 2015 em um prejuízo de 25,28%, porém chegando a 13,01% em setembro de 2008.

O lucro trienal médio (APÊNDICE P8) teve desempenho oscilante, com dois períodos positivos e outros dois (os mais recentes) negativos. De forma idêntica, o lucro trienal médio por ação fez o mesmo trajeto.

Dos últimos nove anos (APÊNDICE G9), em quatro houve prejuízo: nos anos de 2012, 2013, 2014 e 2015, a companhia teve prejuízos de 5,63, 14,87, 4,76 e 33,16 bilhões respectivamente.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE J7), notamos que o preço das ações se aproximou consideravelmente do valor da ação, chegando a ficar baixo em setembro de 2015.

A margem de segurança (APÊNDICE K7) variou muito durante todo o período analisado, ficando entre -70,45% (em dezembro de 2006) e 62,68% (em setembro de 2008), o que fez com que a razão preço/VPA (APÊNDICE L7) sofresse queda nos últimos períodos, mantendo-se alta ainda assim, terminando 2015 em 1,09.

A Vale também ficou longe de enquadrar-se em todos os padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou desvantagens em indicadores como o de margem de segurança (no geral), prejuízos recorrentes, endividamento e imobilização.

A cotação das ações ordinárias do Vale (VALE3) (APÊNDICE G4) foi de R\$ 30,55 (31/dez/06) para R\$ 13,03 (31/dez/15), com uma perda nominal de 57,35%, e uma perda real de 75,96% quando considerada a inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. Forte corroboração da metodologia de Graham novamente.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE M7) foi de 29,71, em dezembro de 2006, para -3,64 em dezembro de 2015, com um pico de 69,23 em dezembro de 2007. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ -3,64 ao final do último ano de análise. Valor negativo sem sentido. O gráfico mostra uma oscilações razoáveis até dezembro de 2009, quando sofre duas quedas mais fortes (2010 e 2011) até fechar os próximos quatro períodos (de 2012 a 2015) em prejuízos. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço

(APÊNDICE O7) (da ação), tem-se uma involução de 3,37% para -27,49% no mesmo período citado, com um pico de 8,20% em dezembro de 2010. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um prejuízo de 27,49%, corroendo a relevância do resultado. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve grande queda em dezembro de 2010, a razão Lucro/Preço viu um aumento nesse momento, mantendo, porém o prejuízo dos últimos quatro anos.

4.1.14 Dimed

A Dimed teve uma liquidez de comportamento um pouco estável, porém com uma pequena queda vista ao longo do tempo. A liquidez corrente (APÊNDICE G3) caiu de 2,17 (em dezembro de 2005) para 1,71 (em dezembro de 2015), também abaixo do que foi elencado pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A liquidez geral seguiu o mesmo destino com maior afinco porém, indo de 1,99 para 1,33, algo ruim.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE H3) são altos, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL se elevou de 78,94% para mais de 120,83% em nove anos – altíssimo. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total também seguiu o ritmo e cresceu, passando de 44,12% para 54,72%. A imobilização total (APÊNDICE I3) foi de 15,45% para 28,96% no período logo acima citado. O grau de imobilização sobre o patrimônio líquido passou de 27,64% para 63,95% no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. Não obstante, há uma tendência de aumentar, o que é muito ruim. O seu capital circulante líquido (APÊNDICE J3) aumentou, saindo de R\$ 0,09 bilhão para R\$ 0,22 bilhão.

A Rentabilidade (APÊNDICES K3 e L3) foi muito baixa quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade ficou entre 0,72% e um retorno de 3,29% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 0,78% e uma máxima de 4,21%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi insatisfatório, terminando o ano de 2015 em 4,33% e em nenhum momento sendo superior a 7,08%.

O lucro trienal médio (APÊNDICE Q8) teve constante e intensa elevação durante todo o período, especialmente no último ano (2015). O lucro trienal médio por ação teve o mesmo parâmetro de desenvolvimento, tendo crescido em todos os períodos analisados, inclusive no último ano (2015). Não houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE T7) em nenhum momento e houve um crescimento 458,38% em termos nominais e de 214,77% em termos reais.

Nos últimos nove anos (APÊNDICE H9), o lucro teve um aumento nominal de 358,38% e um aumento real de 148,83%, dada uma inflação (IGP-M) de 84,22% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE P7), nota-se que o preço (cotação) subiu consideravelmente. Embora, em meados de 2009, ele tenha se aproximado bastante do valor intrínseco da ação, ao final de 2015, estava muito longe de um nível seguro de compra, ainda por cima com uma tendência crescente.

A margem de segurança (APÊNDICE Q7) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) em todo o período (entre -0,87% e -83,29%). De forma natural, a razão preço/VPA (APÊNDICE R7) veio subiu, indo de 1,23 em 31/12/2006 para fechar em 3,97 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

A Dimed se enquadrou na maior parte dos quesitos fundamentalistas indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações. Possui liquidez acima 2,0 em parte do período e próximo a isso logo em seguida (momento em que deveria haver a compra da ação – dezembro de 2006). Estava com endividamento alto, o que age em desfavor, porém com alta consistência nos resultados de lucros e uma imobilização baixa, o que é excelente, não dispendo de capital ocioso e não produtivo no ativo não circulante.

A cotação das ações ordinárias da Dimed (PNVL3) (APÊNDICE H4) foi de R\$ 31,80 (31/dez/06) para R\$ 290,00 (31/dez/15), com um ganho nominal de 811,95% e uma perda real de 414,09% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. As conclusões fundamentalistas do autor Graham são categóricas e revelam neste caso que poderiam ter indicado a compra desta ação em dezembro de 2006 de forma segura e rentável quando comparado com o panorama de dezembro de 2015 – momento em que indicadores de liquidez, endividamento e margem de segurança indicariam a venda da ação, haja vista a significativa elevação dos riscos.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE S7) foi de 44,59, em dezembro de 2006, para 88,72 em dezembro de 2015, com um pico de 114,40 em dezembro de 2012. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 88,72 ao final do último ano de análise. Preço muito caro a se pagar. O gráfico mostra com clareza a elevação do preço no ano de 2012, mantendo um nível oscilante com instáveis acréscimos e decréscimos ao longo do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (da ação), tem-se uma involução de 2,24% para 1,13% no mesmo período citado, com um pico de 2,57% em dezembro de 2009. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 1,13% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro (APÊNDICE U7), justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, enquanto a razão Preço/Lucro teve seu pico em dezembro de 2012, a razão Lucro/Preço viu seu menor nível aí, porém mantendo também um comportamento razoavelmente oscilante no restante do tempo, sempre em medidas em inversas.

4.1.15 Bradesco

O Bradesco teve uma liquidez de comportamento mais instável que o Banco do Brasil, mesmo sendo uma instituição de natureza financeira e bancária. A liquidez corrente (APÊNDICE M3) caiu de 1,33 (em março de 2006) para 0,78 (em dezembro de 2015), também muito abaixo do que foi elencado pela análise fundamentalista como piso de liquidez (2,0 para corrente e geral). A liquidez geral teve involução, indo de 1,08 para 1,01, o que é inaceitável sob a ótica desta análise.

Seus níveis de endividamento (APÊNDICE N3) também são absolutamente preocupantes, ainda mais no que diz respeito ao seu patrimônio líquido. O grau de endividamento sobre o seu PL subiu de mais 961% para mais de 965% em nove anos. Fato também gravíssimo sob a ótica fundamentalista. O endividamento total ficou acima de 90% em todo o período observado. A imobilização total (APÊNDICE O3) foi de 23,76% para 48,89% no período logo acima citado – uma piora significativa, onde o fator quase dobra –, enquanto o grau de imobilização sobre o

patrimônio líquido passou de 252,33% para 520,85% – mais que dobrou – no mesmo espaço de tempo, denotando que há capital ocioso por excesso de alocação no ativo não circulante. Outro sinal alarmante é o de que seu capital circulante líquido (APÊNDICE P3) caiu de R\$ 40,64 bilhões positivo para R\$ 134,98 bilhões negativo.

A Rentabilidade (APÊNDICES Q3 e R3) se mostrou baixa quando comparada com um título público ou com retorno de uma taxa livre de risco, como a SELIC. A rentabilidade, assim como a do Banco do Brasil, também ficou abaixo de 1% durante todo o período avaliado. Sua lucratividade oscilou bastante, tendo uma mínima de 2,28% e uma máxima de 21,85%. O retorno sobre o patrimônio líquido foi pífio, terminando o ano de 2015 em 4,90% e em nenhum momento sendo superior a 8,36%.

O lucro trienal médio (APÊNDICE R8) teve consistente aumento em todo o período. Quando confrontado o ano de 2015 com os três triênios anteriores, essa elevação é ainda mais intensa.

De forma concomitante, o lucro trienal médio por ação se mantém em ascendência por todo o espaço de tempo da análise. Não houve déficit nos lucros por ação (APÊNDICE B8) nos nove anos e houve um crescimento de 155,61% em termos nominais e de 44,09% em termos reais.

Nos últimos nove anos (APÊNDICE I9), o lucro teve um crescimento nominal de 155,61% e um ganho real de 44,09%, dada uma inflação (IGP-M) de 77,39% acumulada nos nove anos de pesquisa.

De acordo com o gráfico Preço VS Valor (APÊNDICE V7), nota-se que o preço (cotação) se aproximou do valor intrínseco da ação nos últimos períodos analisados, em uma tendência decrescente.

A margem de segurança (APÊNDICE X7) se manteve negativa (ou seja, altamente não recomendável) durante todo o período analisado (entre -30% e -88%). Coerentemente, a razão preço/VPA (APÊNDICE Z7) veio caindo sistematicamente, indo de 7,32 em 31/12/2006 para fechar em 1,43 em 31/12/2015, com oscilações no meio tempo.

O Bradesco também não se enquadrou nos padrões indicados por Graham para estabelecer uma compra sensata de ações e também mostrou fortes desvantagens em indicadores como liquidez e endividamento.

A cotação das ações ordinárias do Bradesco (BBDC3) (APÊNDICE I4) foi de R\$ 26,87 (31/dez/06) para R\$ 20,50 (31/dez/15), com uma perda nominal de 23,71% e uma perda real de 56,99% quando considerada uma inflação de janeiro de 2007 a dezembro de 2015. Mostrando, mais uma vez, o quão factíveis as alegações de Graham se fizeram.

A razão Preço/Lucro (APÊNDICE A8) foi de 87,63, em dezembro de 2006, para 26,16 em dezembro de 2015, com um pico de 87,63 em dezembro de 2006. Essa razão aponta que, para cada um real de lucro por ação, o investidor teria de estar disposto a pagar R\$ 26,16 ao final do último ano de análise. Preço caro a se pagar. O gráfico mostra instabilidade, mantendo um nível oscilante com suaves acréscimos e decréscimos ao longo do tempo. Numa razão inversa, ou seja, Lucro/Preço (APÊNDICE C8) (da ação), tem-se uma evolução de 1,14% para 3,82% no mesmo período citado, sendo este [ultimo seu pico. Isso mostra que a ação gerou, ao final de 2015, um lucro de 3,82% sobre o seu preço de mercado, que pode ser interpretado como uma (e não a única) forma potencial de retorno – porém ainda abaixo das remunerações dispostas em investimentos de risco zero, baixíssimo ou quando comparado com uma taxa livre de risco. Seu gráfico aponta para um sentido precisamente inverso ao da razão Preço/Lucro, justamente por sua forma de cálculo, onde numerador vira denominador e vice-versa. Portanto, tanto a razão Preço/Lucro quanto a razão Lucro/Preço tiveram um comportamento razoavelmente oscilante o tempo todo.

4.2 Síntese de Resultados

As empresas que mostraram indicadores insatisfatórios ao longo das análises explicitadas tiveram um desempenho ruim com suas ações no longo prazo. Já quem se mostrou equilibrado em seus indicadores de desempenho teve sua gestão recompensada através da valorização de suas cotações, a exemplo disso está a Dimed (PNVL3), cujo desempenho das ações foi excepcional, conforme explicitado – ainda que não tenha atingido plenamente os princípios de Graham. Isso pode ser visto com clareza no Quadro 6 a seguir:

Quadro 6 – Lista de empresas e sintetização de resultados

Empresa	Código de negociação	Valor de mercado (em bilhões)	Liquidez	Endividamento	Imobilização	Rentabilidade	Crescimento dos lucros	Margem de segurança	Níveis de preços	Recomendado?	Desempenho das ações (ganho real)
Itaú Unibanco	ITUB3	152,935	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Suficiente	Negativa	Caro	Não	-37,33%
Bradesco	BBDC3	115,591	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Suficiente	Negativa	Caro	Não	-56,99%
Vale	VALE3	59,943	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-75,96%
Banco do Brasil	BBAS3	50,88	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-59,13%
Brasil Foods	BRFS3	42,988	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Suficiente	Negativa	Caro	Não	-19,96%
Gol	GOLL4	3,844	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa ou negaiva	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-97,71%
Energisa	ENGI3	3,407	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-81,37%
Cyrela	CYRE3	3,354	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-79,03%
Mahle	LEVE3	3,305	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-70,22%
Dasa	DASA3	3,299	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-87,44%
Dimed	PNVL3	1,254	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Suficiente	Negativa	Caro	Não	414,09%
Gerdau	GGBR3	1,178	Excelente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-87,05%
Oi ¹	OIBR3	1,075	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa ou negaiva	Insuficiente	Alta	Caro	Não	-79,90%
Gafisa	GFSA3	1,04	Insuficiente	Alto	Médio	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-95,68%
São Carlos	SCAR3	1,039	Insuficiente	Alto	Alta	Baixa	Insuficiente	Negativa	Caro	Não	-32,55%

Fonte: o Autor (2016)

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

As ideias do autor de o investidor inteligente - Benjamim Graham - nunca foram tão verdadeiras. Os resultados comprovam que seu método de análise permite a seleção de ações para composição de uma carteira sensata e o descarte de ações de má qualidade a despeito do pessimismo ou euforia do mercado. Não obstante, a inflação é um poderoso fator de distorção dos preços e valores. Quando elevada, ela não apenas corrói o poder aquisitivo de uma moeda, como também retira sua referência como valor e sua possibilidade de formação de reserva em si mesma. Tudo isso, além de levar embora o capital na calada da noite, muitas vezes, sem que seu veneno seja percebido de forma apropriada.

Conforme sintetizado no Quadro 6, as empresas que mostraram indicadores insatisfatórios ao longo das análises explicitadas tiveram um desempenho ruim em suas ações no longo prazo. Já quem se mostrou equilibrado em seus indicadores de desempenho teve sua gestão recompensada através da valorização de suas cotações, a exemplo disso está a Dimed (PNVL3), cujo desempenho das ações foi excepcional, conforme explicitado – ainda que não tenha atingido plenamente os princípios de Graham.

Ao longo da história mundial, muito se viu sobre empresas muito bem cotadas que faliram aparentemente do dia para a noite, muitas vezes não sendo por seus resultados (lucros ou prejuízos), mas por outros fatores, como endividamento ou fluxo de caixa. No Brasil, vimos recentemente o pedido de recuperação judicial do grupo Oi¹ de telecomunicações, que se deu não somente por seus resultados negativos, mas muito devido ao alto grau de endividamento, cuja execução estrangulou seu caixa. Nos Estados Unidos e de forma global, pudemos presenciar a tragédia onde o quarto maior banco de investimentos dos EUA – Lehman Brothers² – simplesmente quebrou, também devido a um endividamento em uma razão de 16 para 1 (ou seja, devendo 16 vezes o que possuía em ativos), levando o sistema financeiro global à sua pior crise desde a quebra Bolsa de Valores de Nova

¹ Para ler mais acerca da situação da Oi, acesse: <http://g1.globo.com/economia/negocios/noticia/2016/06/oi-entra-com-pedido-de-recuperacao-judicial.html>

² Para ler mais sobre o escândalo da Lehman Brothers acesse: http://www.bbc.com/portuguese/reporterbbc/story/2008/09/080915_lehman_qa_pu.shtml

lorque em 1929³ – o Crash de 29. A crise causada pelo inconsequente banco americano ficou conhecida mundo afora como bolha imobiliária. Outro caso emblemático no Brasil foi o da petrolífera OGX⁴, que teve seu valor deteriorado tornando-se uma empresa cuja ação chegou negociada a centavos na BOVESPA. Foi escandaloso, especialmente por ter financiamento governamental através do Banco Nacional do Desenvolvimento Econômico e Social, o BNDES.

Todas essas ditas surpresas poderiam ter sido previstas se o mercado (instituições e investidores) tivessem ficado atentos aos indicadores de desempenho do longo prazo, e não eufóricos com os potenciais, magnânicos e ilusórios ganhos imediatos ou de curto prazo. Aqui, Benjamin se faz de utilidade pública, mostrando que esses eventos seriam facilmente previstos se sua visão fosse levada a cabo. Seu maior discípulo Warren E. Buffet, que hoje é o maior investidor individual de todos os tempos, costuma dizer que “o risco está em (citado em biografia de Warren E. Buffet, escrita por Janet Lowe, p. 90) você não saber o que está fazendo.” Ele também defende que o mercado, no curto prazo é um pêndulo, e no longo, uma balança. Aqui, encerra-se esta conclusão com mais uma frase do aclamado e mais bem-sucedido discípulo de Graham (também citado por Janet Lowe, p. 85): “Por algum motivo, as pessoas se guiam pelos preços, e não pelos valores. Preço é o que você paga, valor é o que você leva.”

³ Para saber mais sobre a quebra da Bolsa de Valores de Nova Iorque, acesse:
<http://brasilecola.uol.com.br/historiag/crise29.htm>

⁴ Para saber mais sobre o escândalo tangente à petrolífera OGX, acesso:
<http://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/09/28/ogx-de-eike-perde-mais-de-r-13-bi-em-valor-de-mercado-no-ano.htm>

REFERÊNCIAS

BOOTH, Wayne C.; COLOMB, Gregory G. e WILLIAMS, Joseph M. **A Arte da Pesquisa**. 2.a. ed., São Paulo: Martins Fontes, 2005.

BRAGA, Roberto. **Fundamentos e Técnicas da Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2010.

CERVO, Amado Luiz. **Metodologia Científica**. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim e ALVIM, Marcelo Arantes. **Valuation: Manual de Avaliação e Reestruturação Econômico de Empresas**. 2.a. ed., São Paulo: Editora Atlas S.A., 2011.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Atlas, 1988.

GRAHAM, Benjamin. **O Investidor Inteligente**. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 2007.

LAKATOS, Eva Maria. **Metodologia Científica**. São Paulo: Atlas, 1991.

LOWE, Janet. **Warren Buffet: Dicas do Maior Investidor do Mundo**. 2.a. ed. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

MARCONI, Marina de Andrade & LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa: planejamento e execução de pesquisas, amostragens e técnicas de pesquisa, elaboração, análise e interpretação de dados**. 2.n ed. ver, e ampl. São Paulo: Atlas, 1990.

MEDEIROS, Jaw Bosco. **Redação Científica: a prática de fichamentos, resumos, resenhas**. 2.a ed. São Paulo: Atlas, 1996.

SOUZA FILHO, José Vicente de. **Análise de Demonstrações Contábeis. Análise dos Demonstrativos Contábeis**. Campinas 2009.

Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/htms/selic/asp>>. Acesso em: 20 jun. 2014.

Revista Exame.com. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/>>. Acesso em: 30 março de 2016.

Fundamentus. Disponível em: <www.fundamentus.com.br/>. Acesso em: 12 jul. 2016.

Fundação Getulio Vargas. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/>>. Acesso em: 12 jul. 2016.

Portal Brasil. Disponível em: <<http://www.portalbrasil.net/igpm.htm>> Acesso em: 12 jul. 2016.

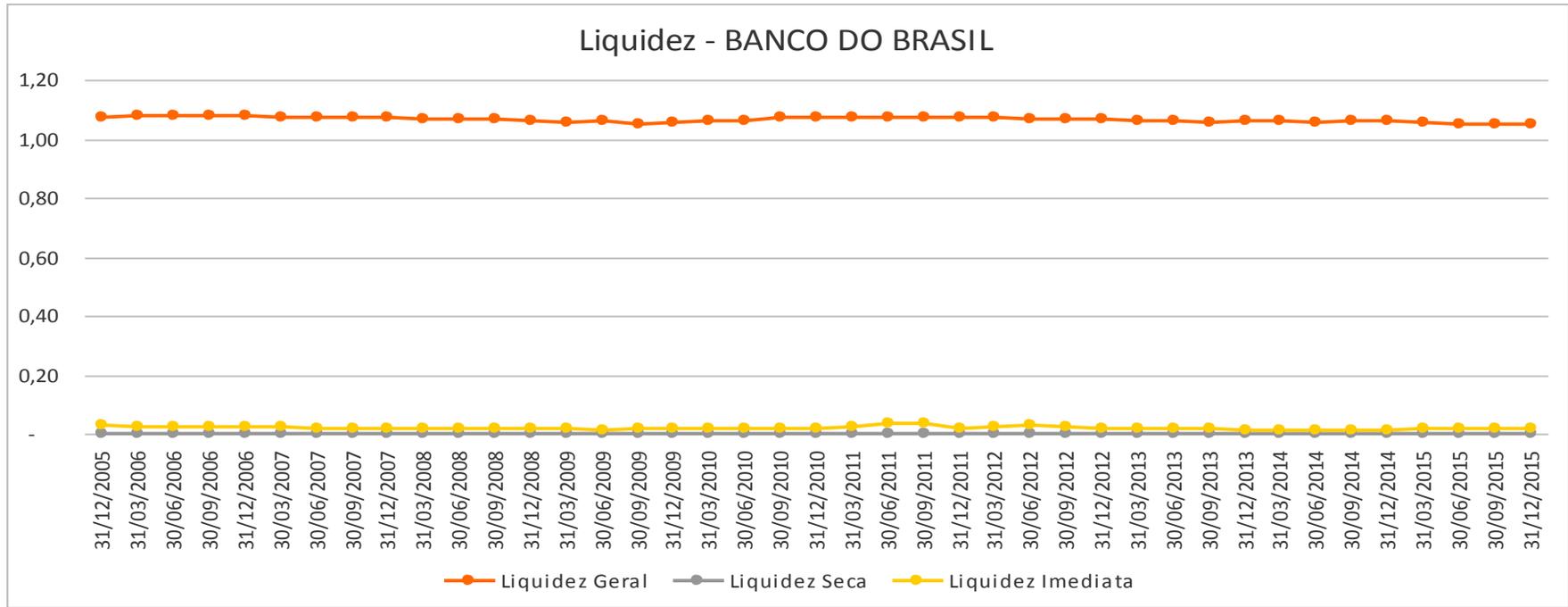
Site da Bovespa: Disponível em: <<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb>> Acesso em: 12 jul. 2016.

UOL cotações. Disponível em: <<http://cotacoes.economia.uol.com.br/>>. Acesso em: 12 jul. 2016.

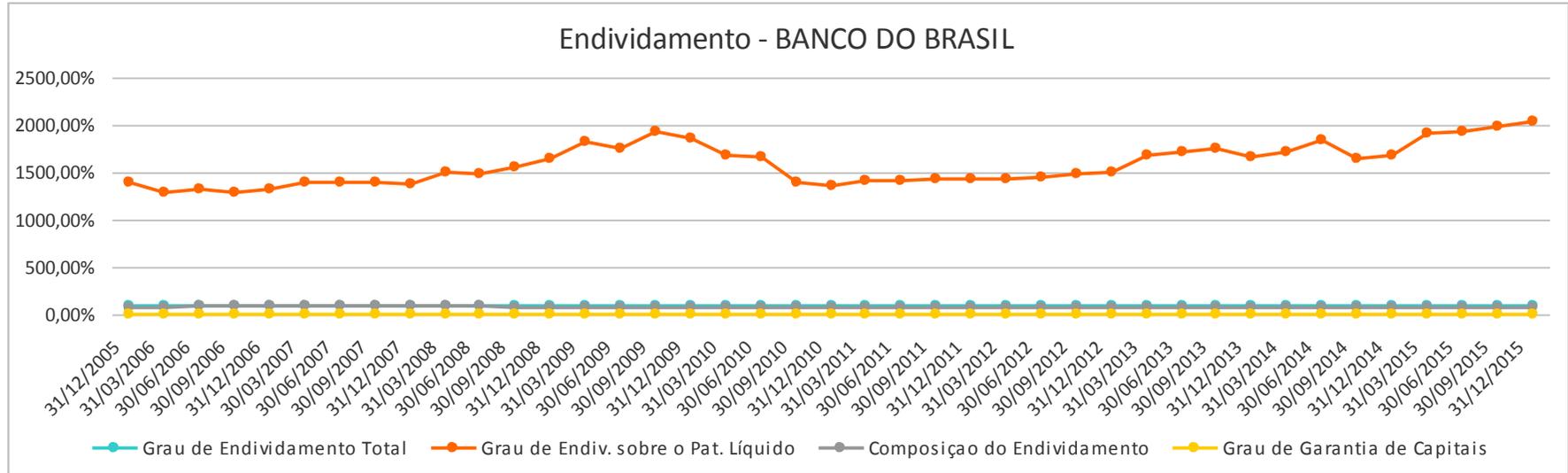
Arena do Pavini. Disponível em: <<http://www.arenadopavini.com.br//acoes-na-arena/bmfbovespa-movimenta-r-167-trilhao-em-2015>>. Acesso em: 15 nov. 2016.

BANCO DO BRASIL

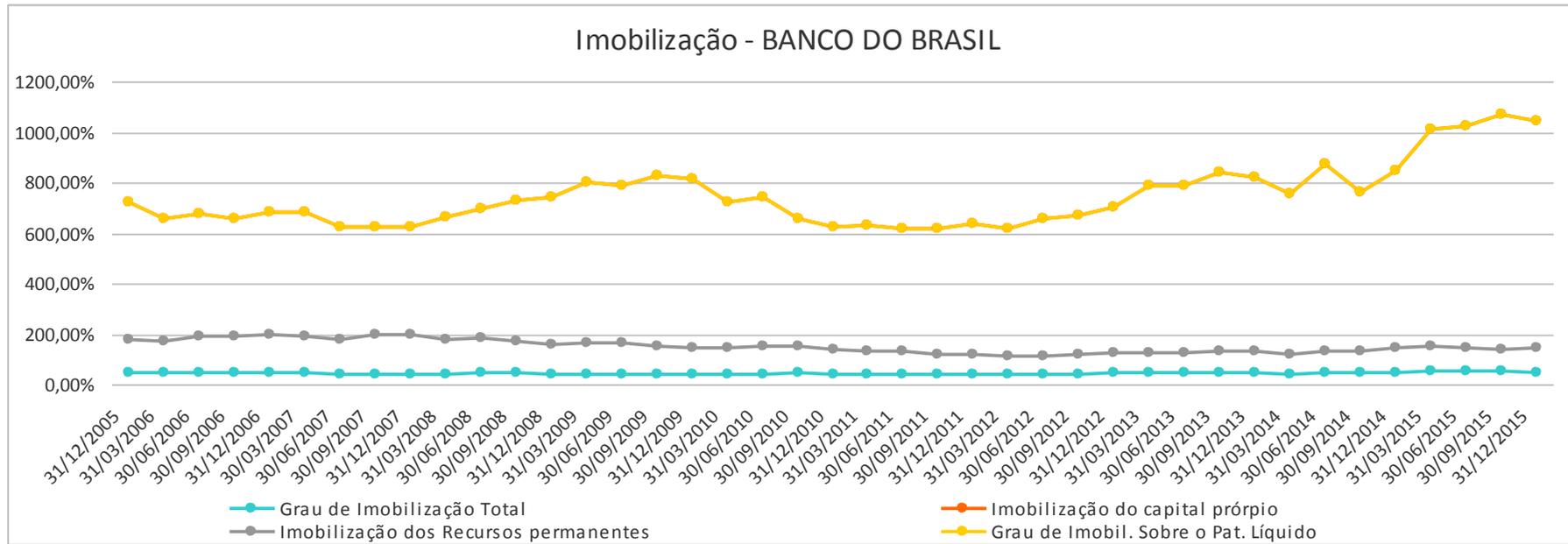
APÊNDICE A - Liquidez BANCO DO BRASIL



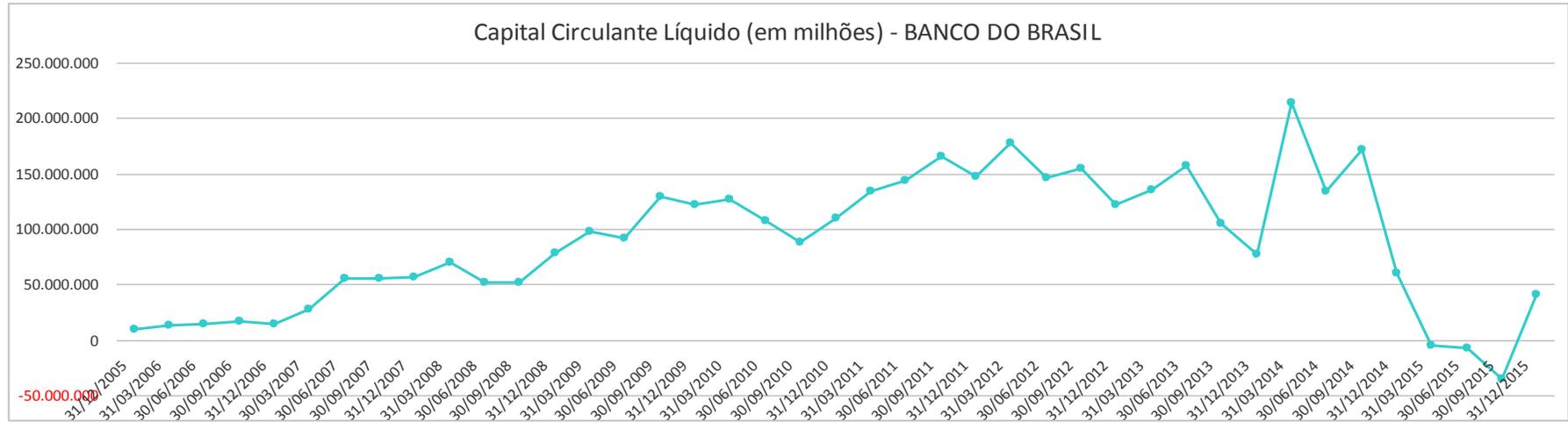
APÊNDICE B - Endividamento BANCO DO BRASIL



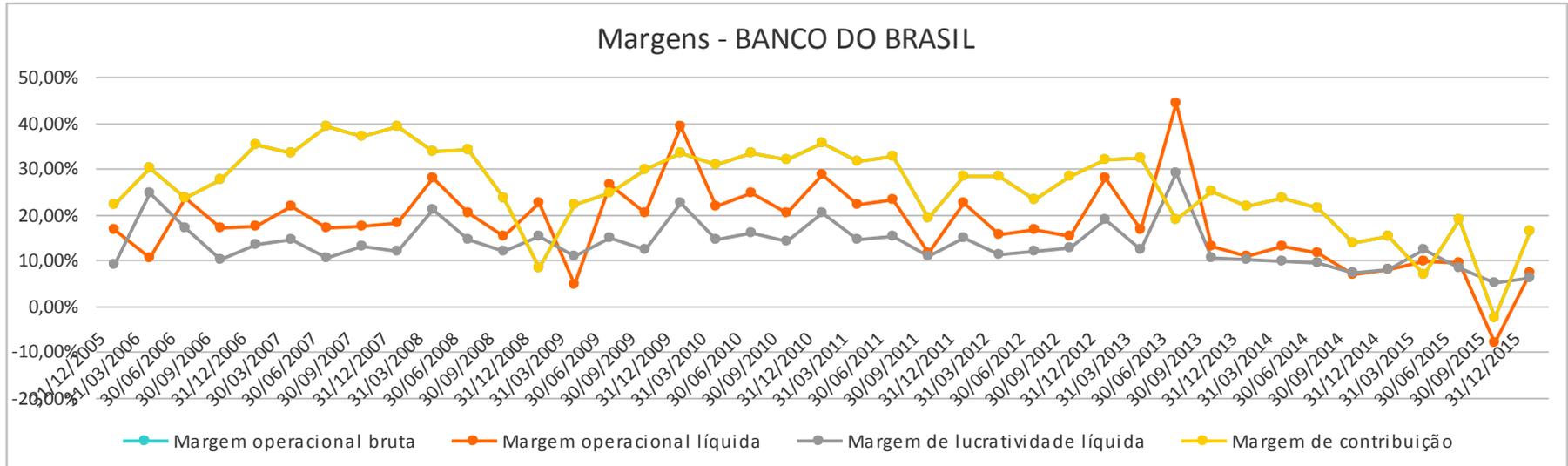
APÊNDICE C - Imobilização BANCO DO BRASIL



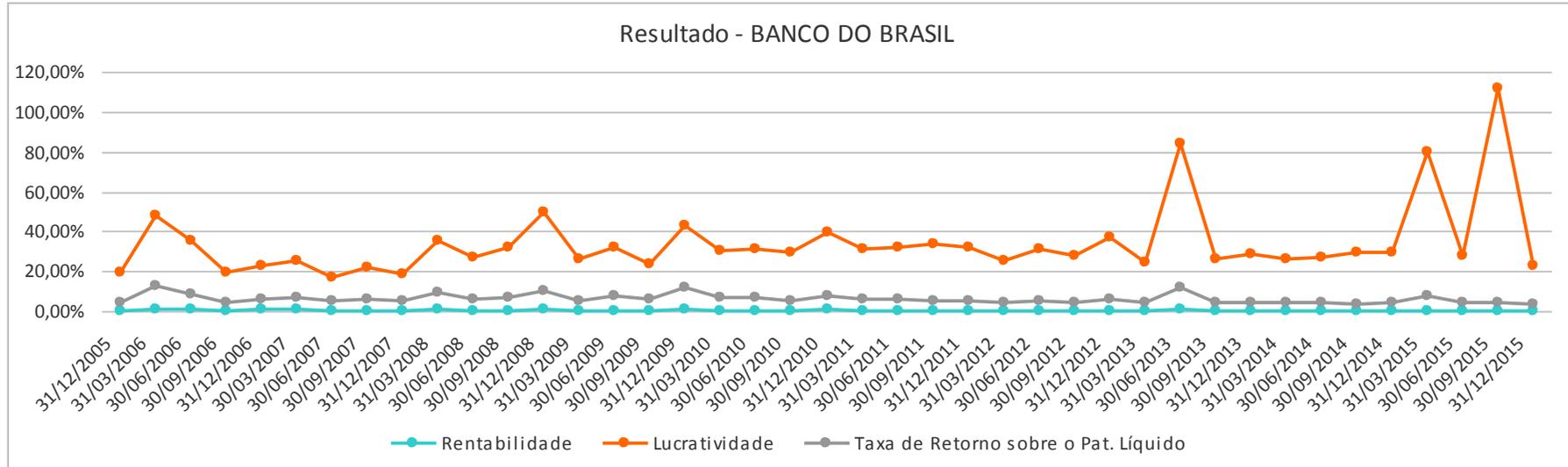
APÊNDICE D - Capital Circulante Líquido BANCO DO BRASIL



APÊNDICE E - Margens BANCO DO BRASIL

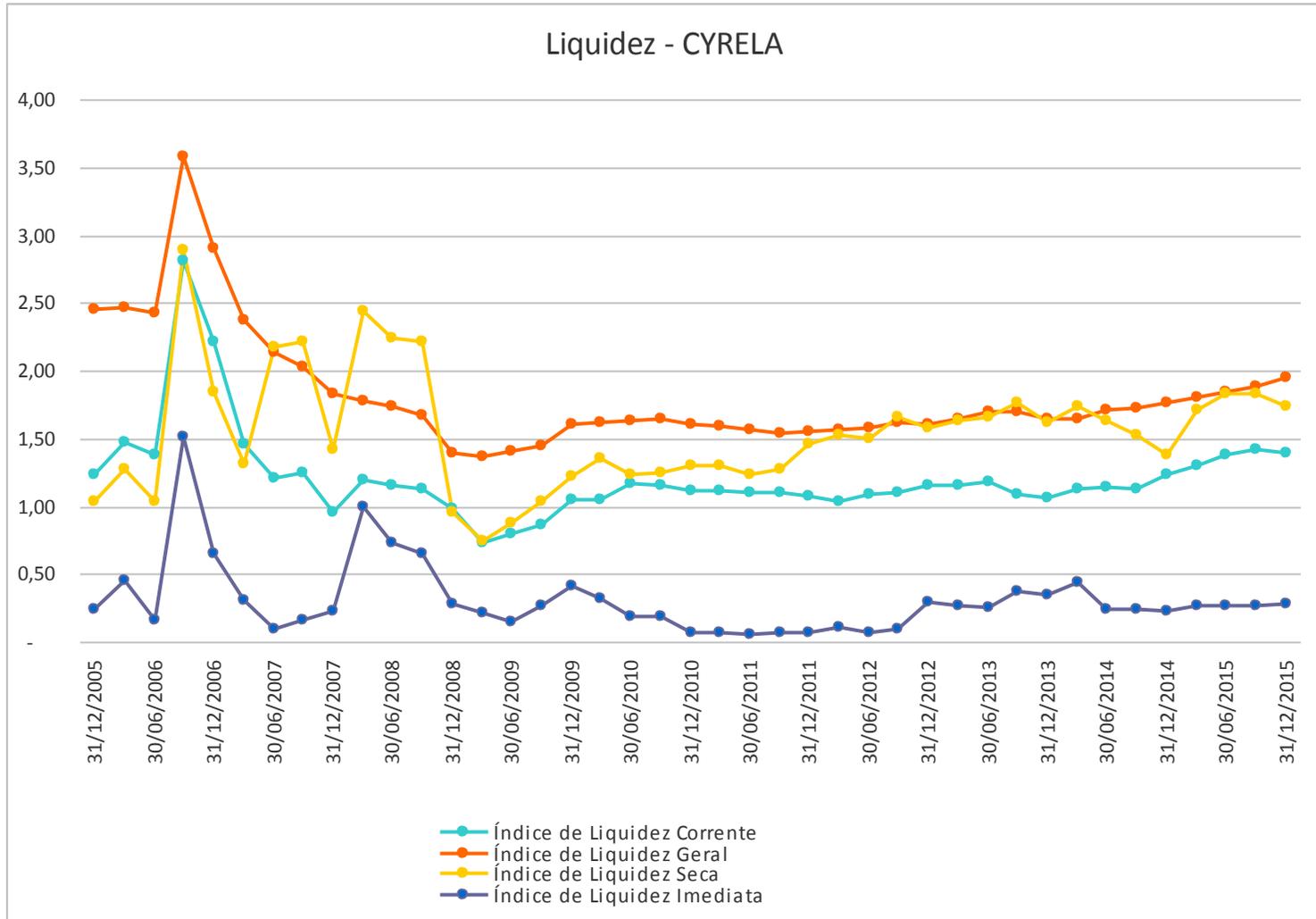


APÊNDICE F - Resultado BANCO DO BRASIL

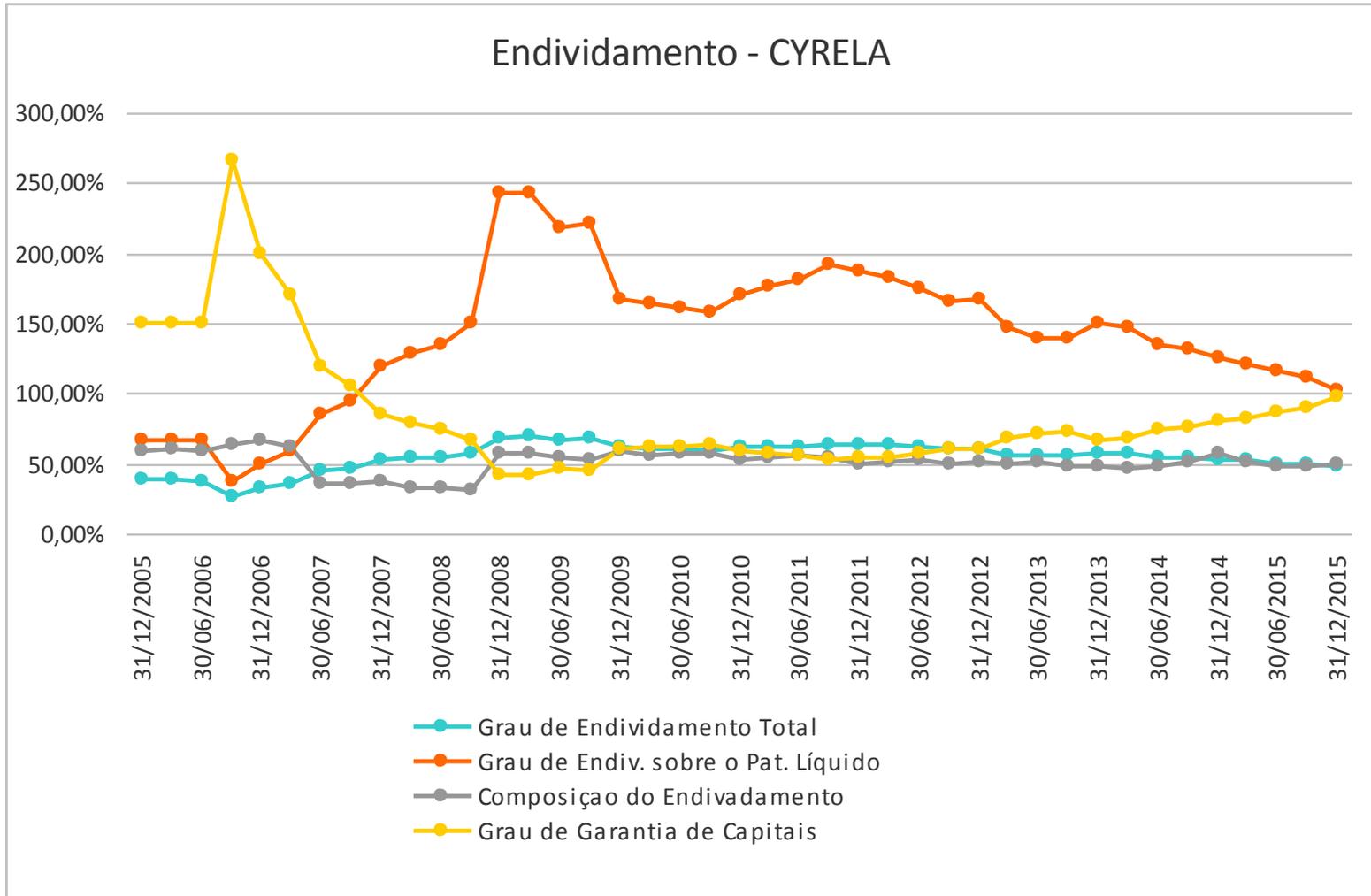


CYRELLA

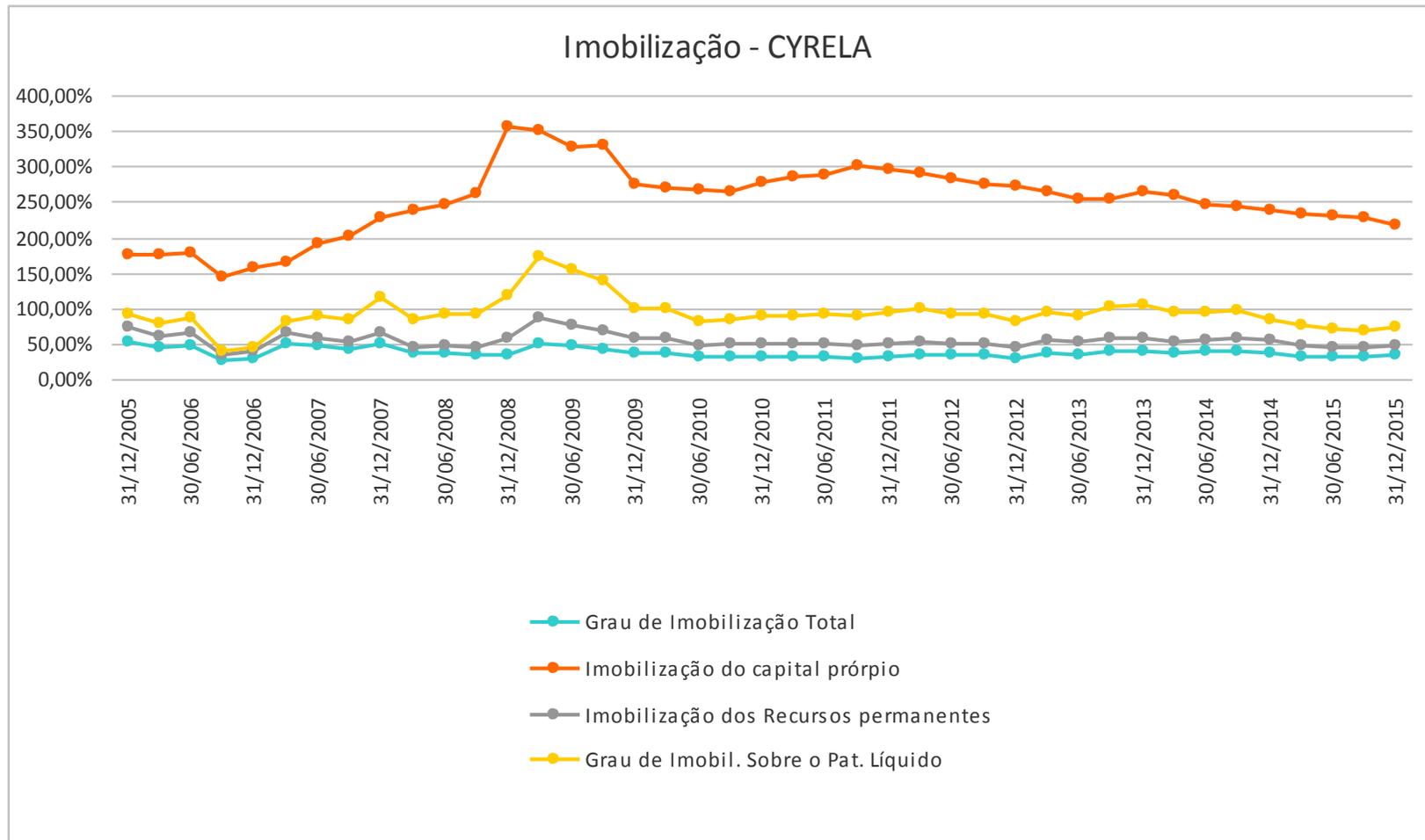
APÊNDICE G - Liquidez CYRELA



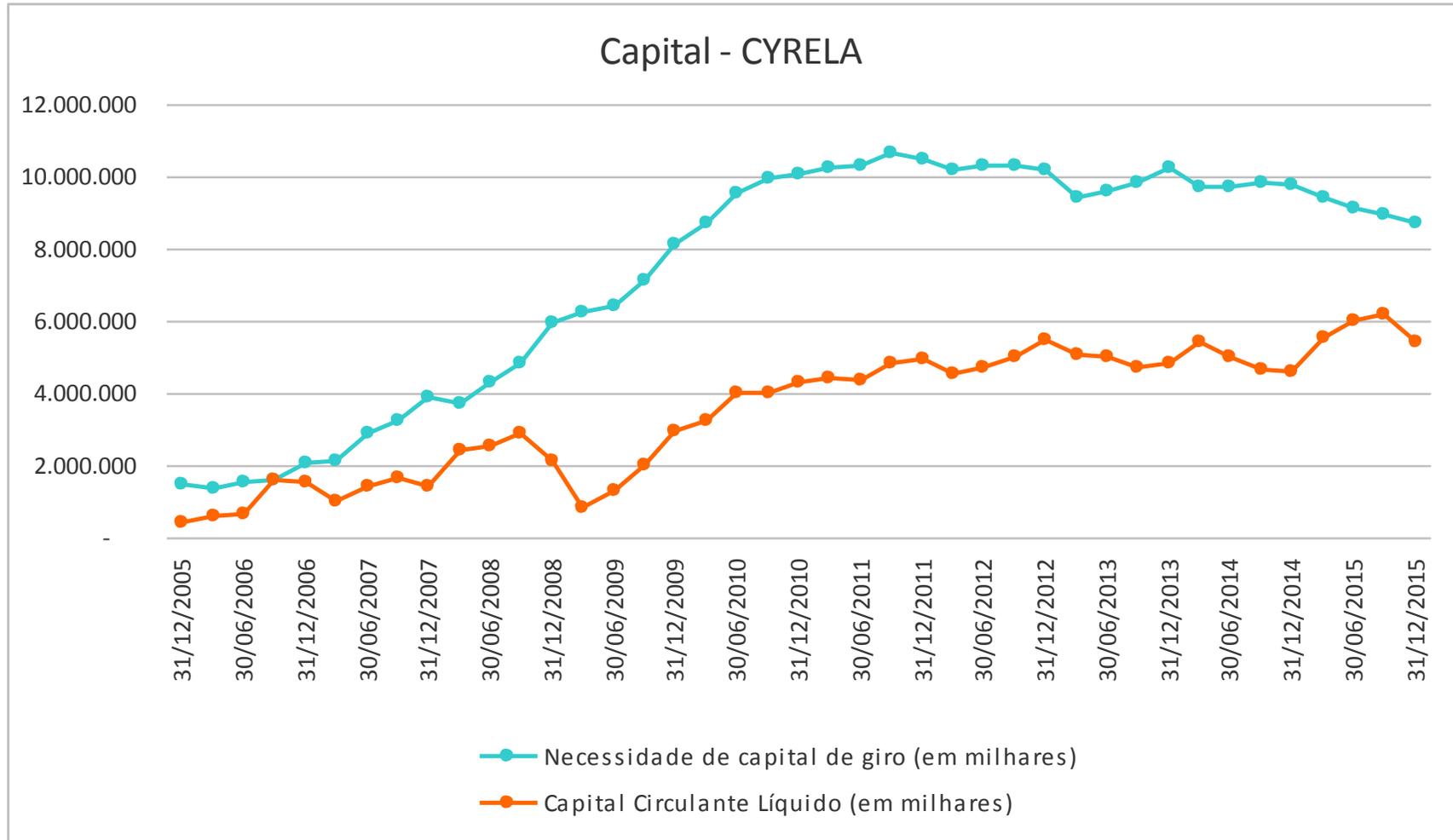
APÊNDICE H - Endividamento CYRELA



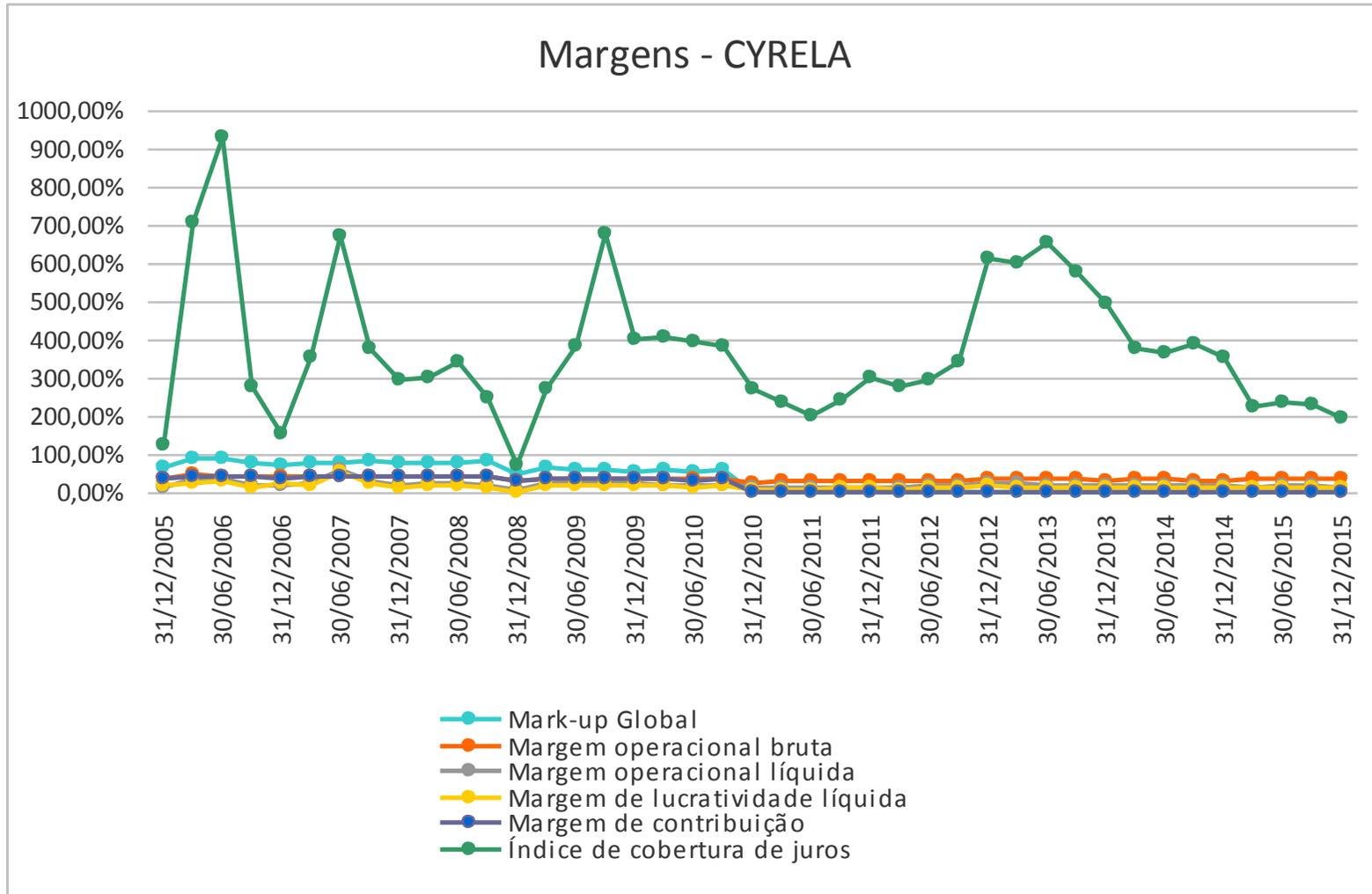
APÊNDICE I - Imobilização CYRELA



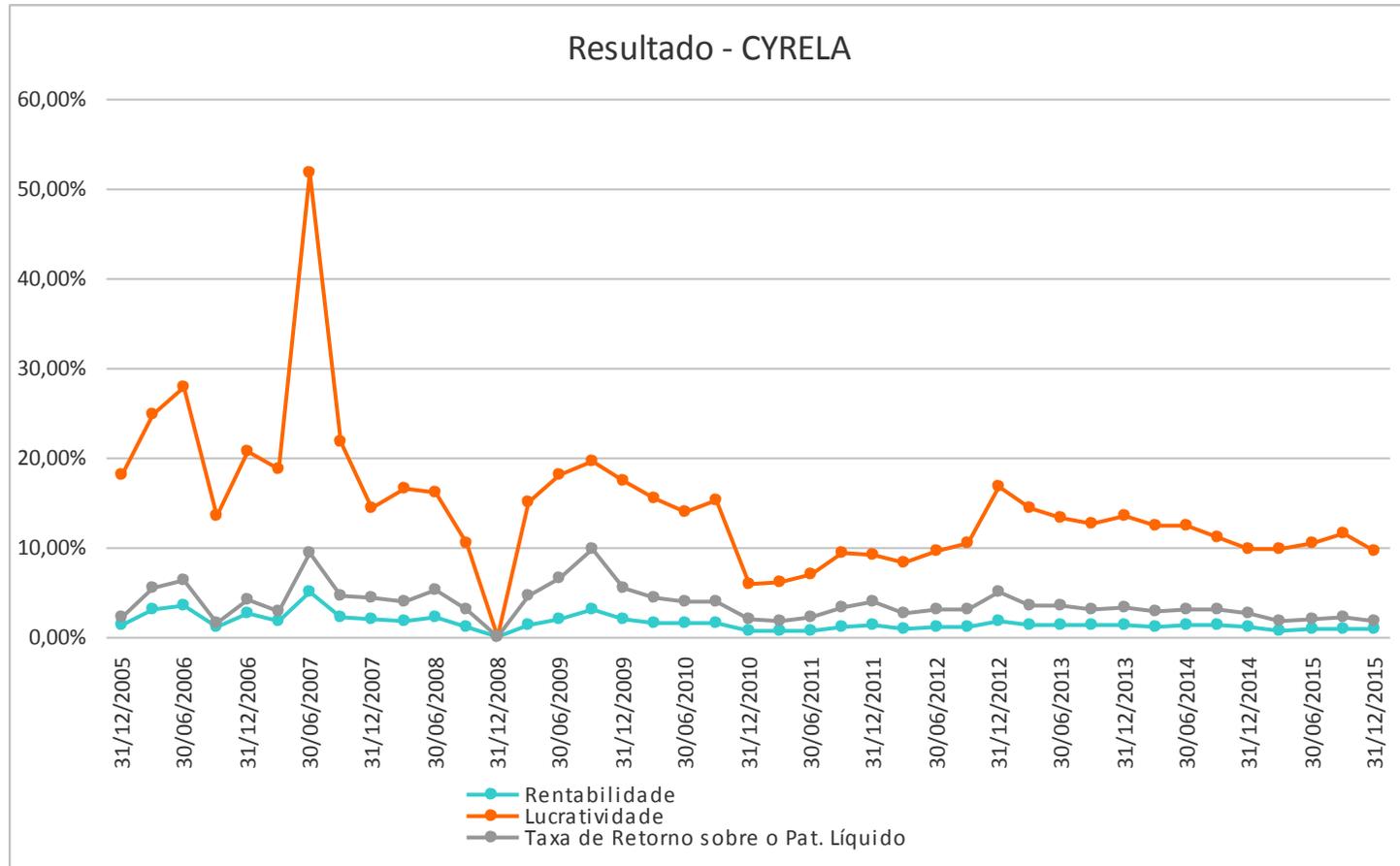
APÊNDICE J - Capital CYRELA



APÊNDICE K - Margens CYRELA

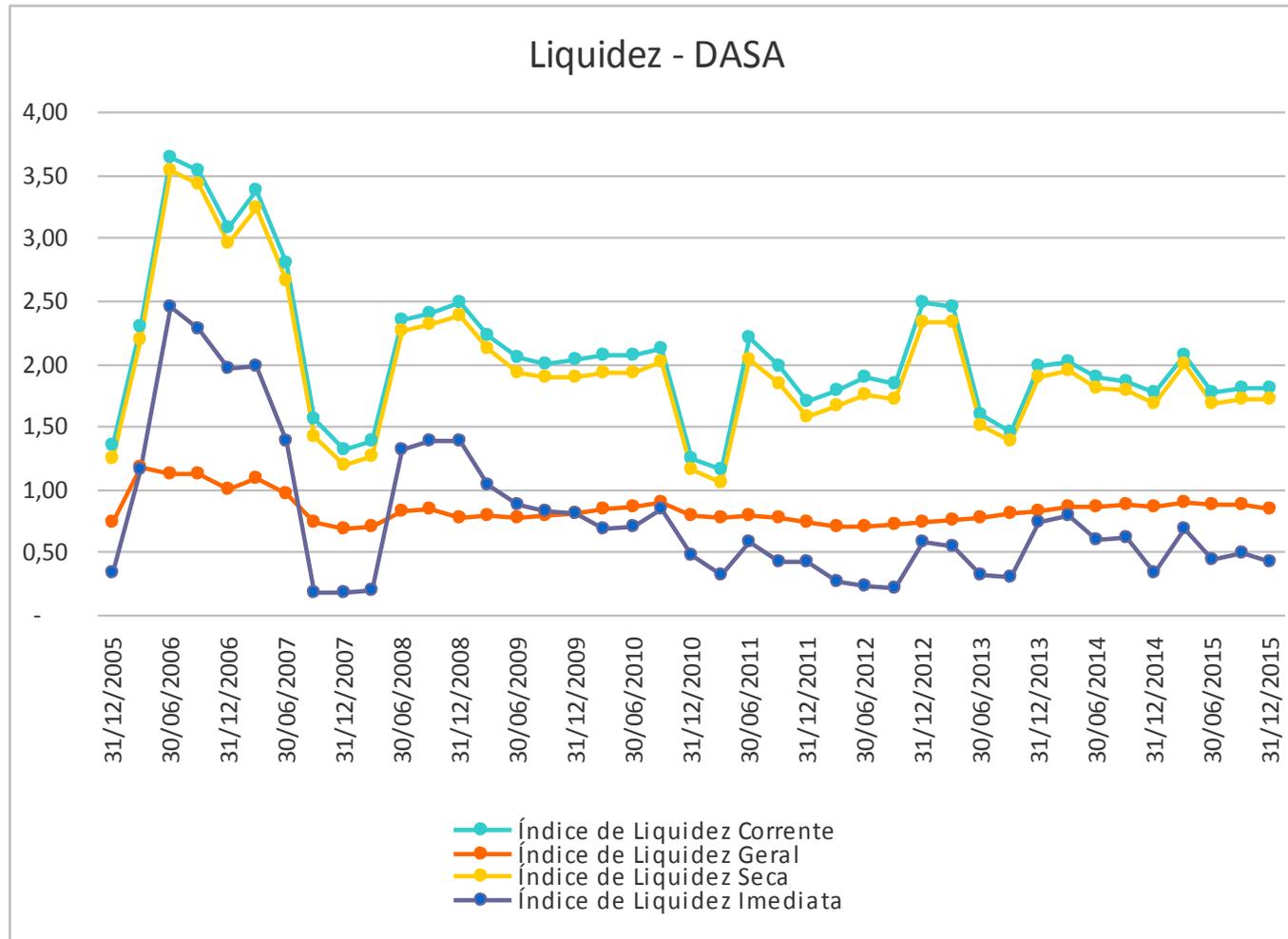


APÊNDICE L - Resultado CYRELA

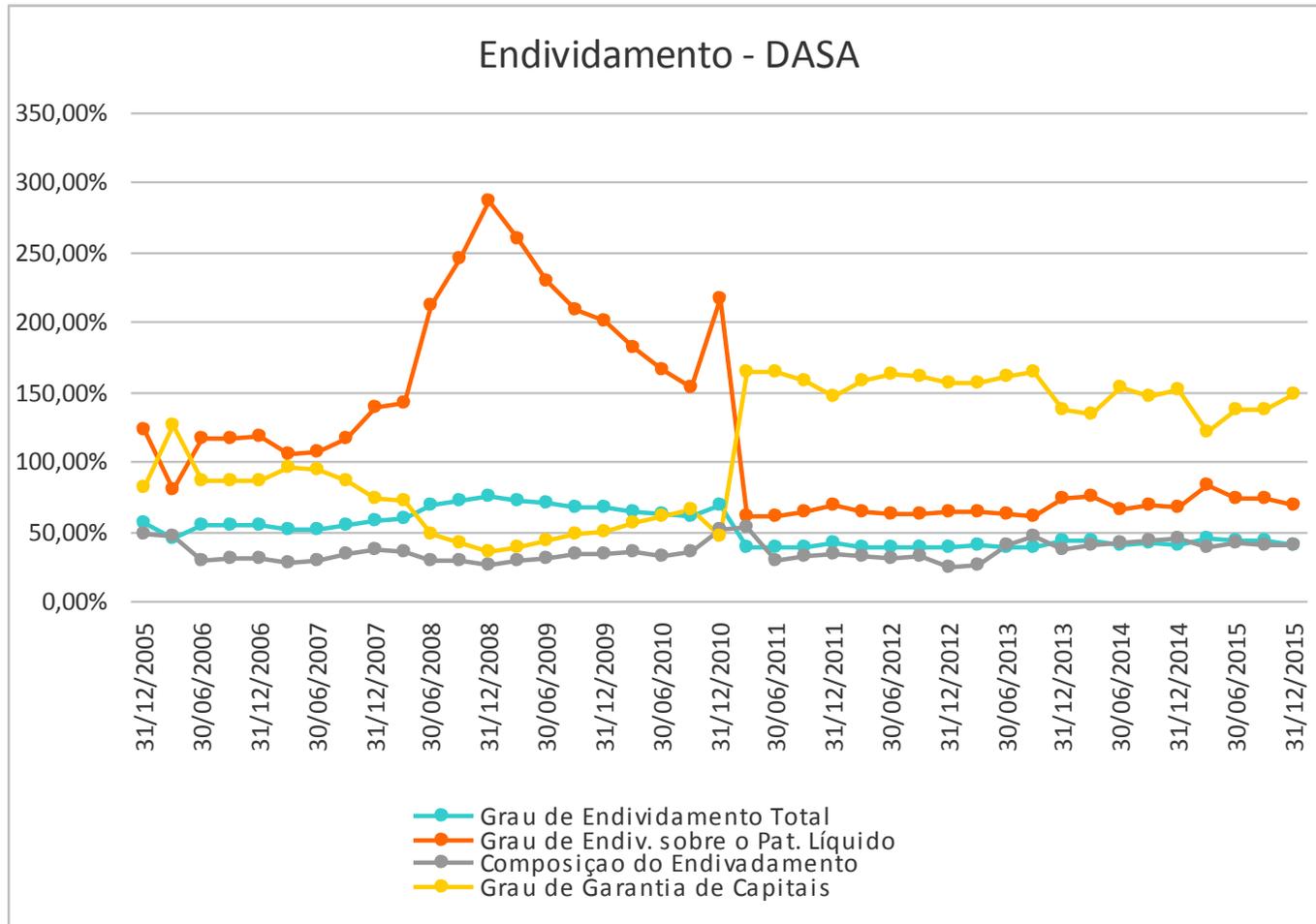


DASA

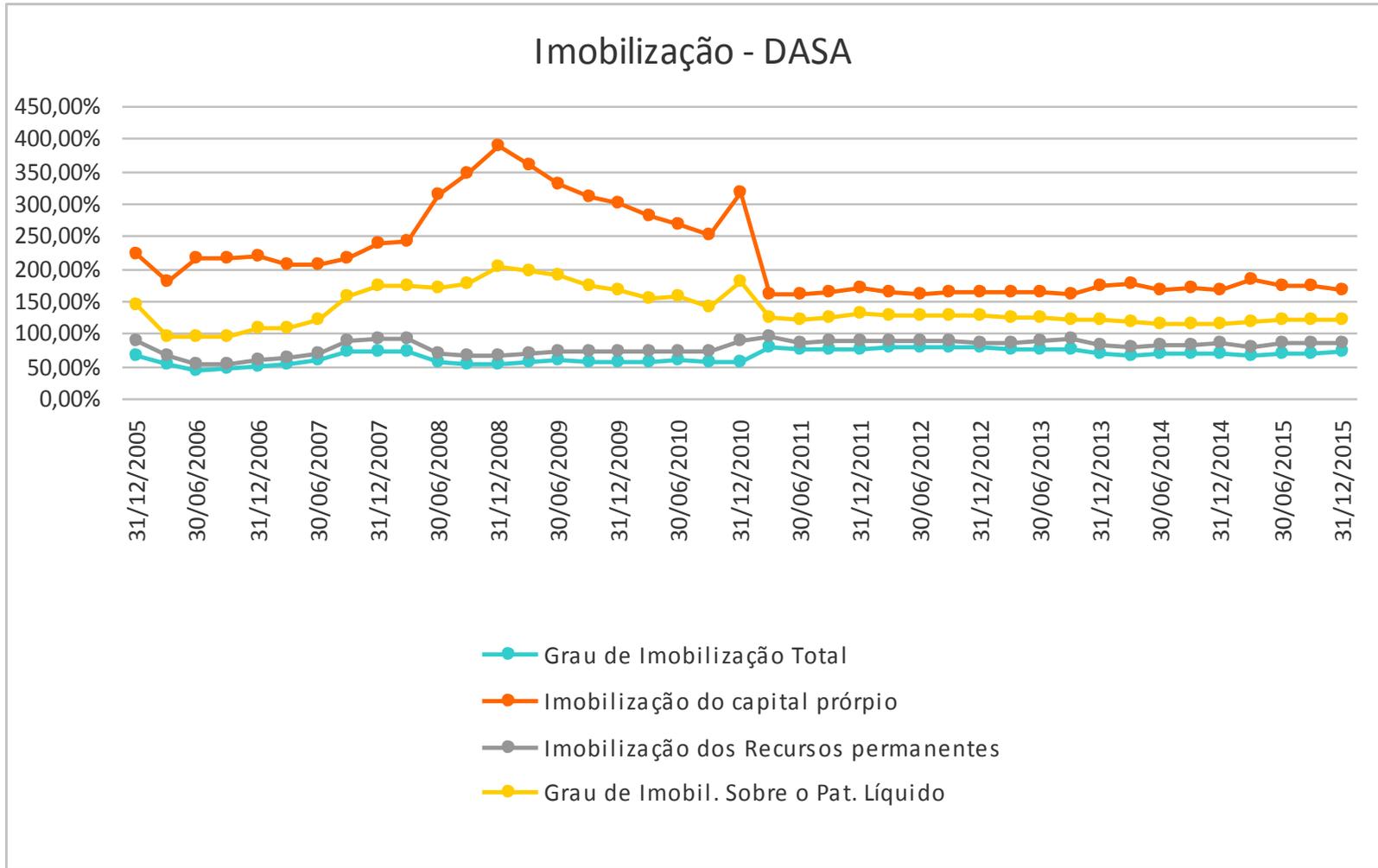
APÊNDICE M - Liquidez DASA



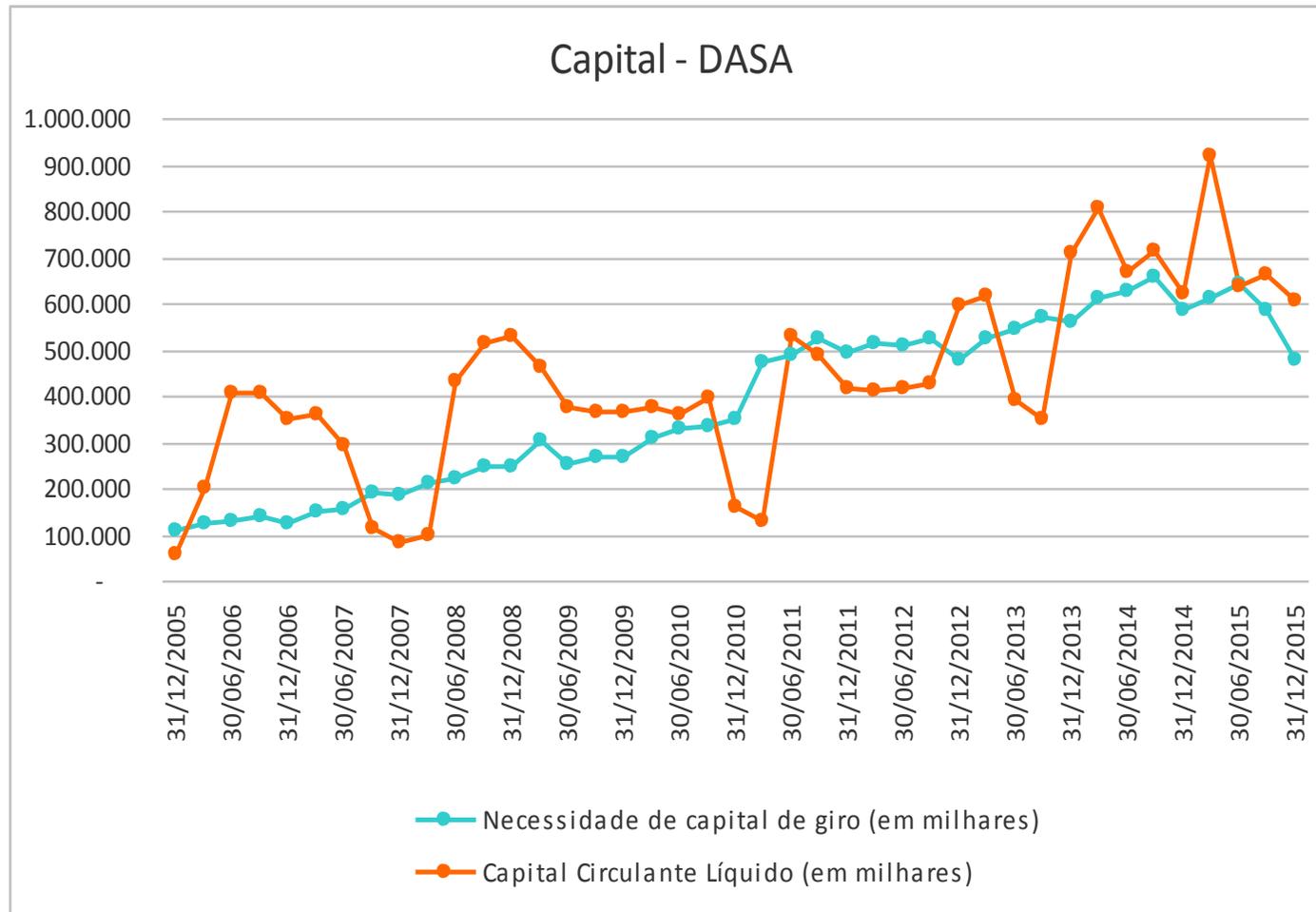
APÊNDICE N - Endividamento DASA



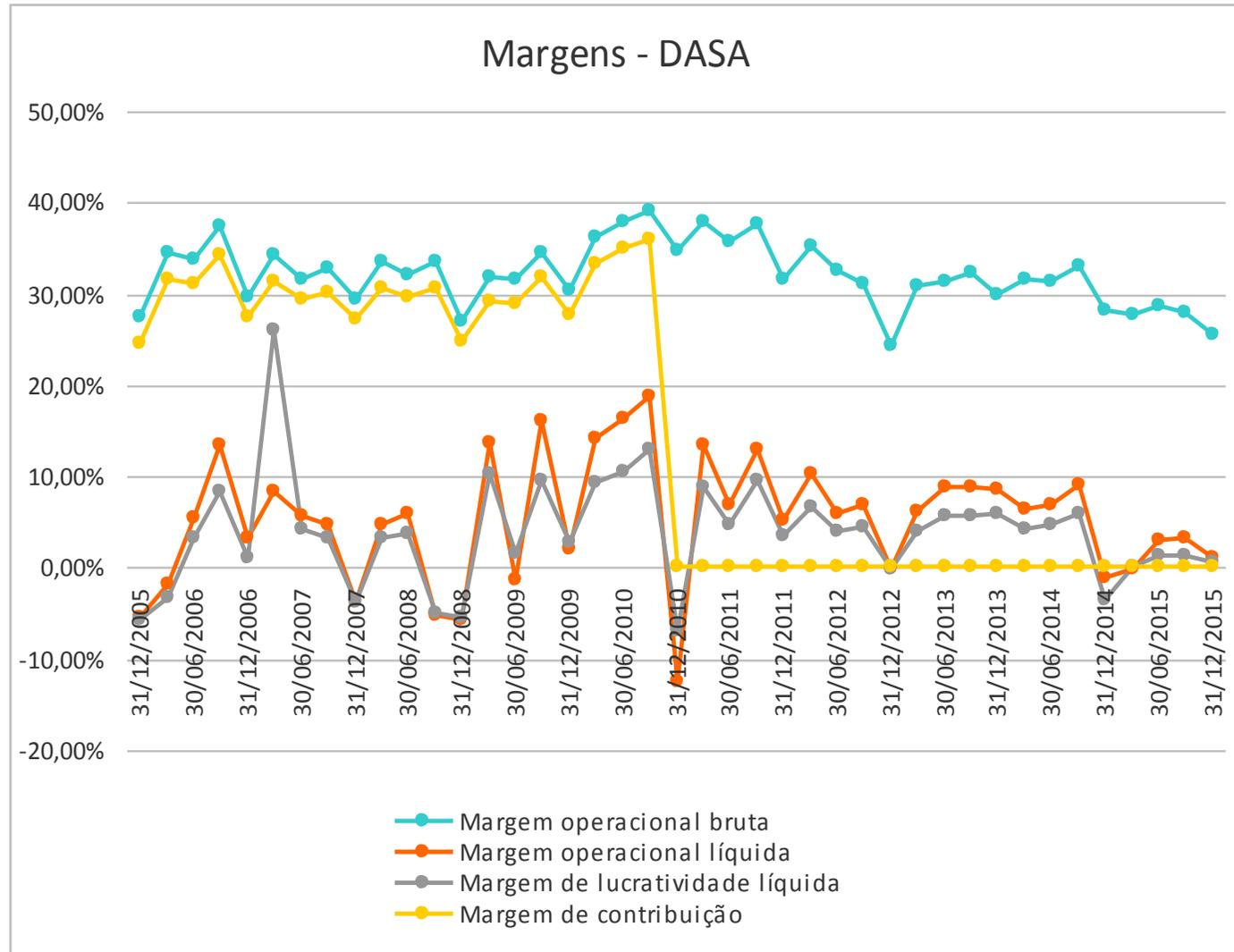
APÊNDICE O - Imobilização DASA



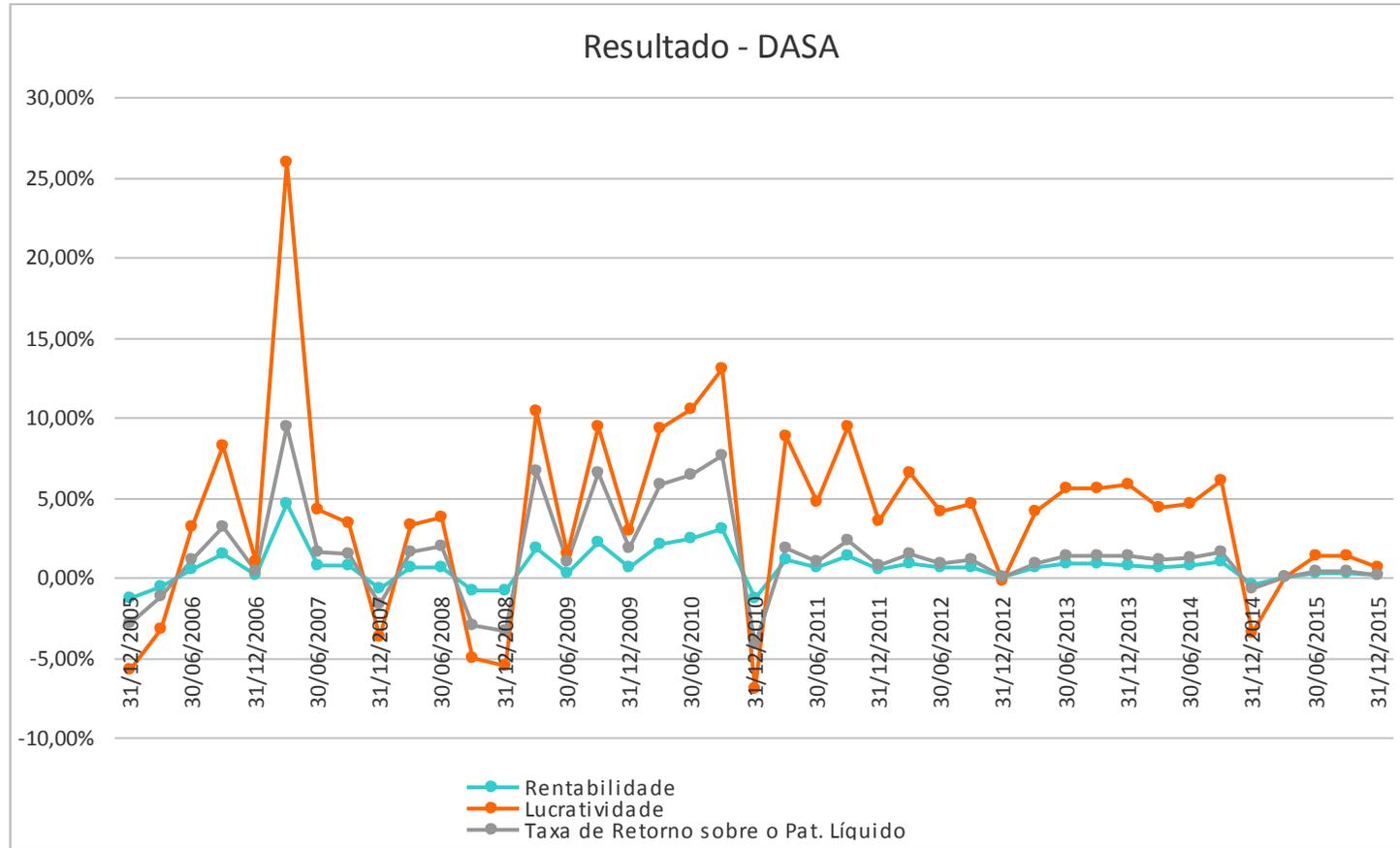
APÊNDICE P - Capital DASA



APÊNDICE Q - Margens DASA

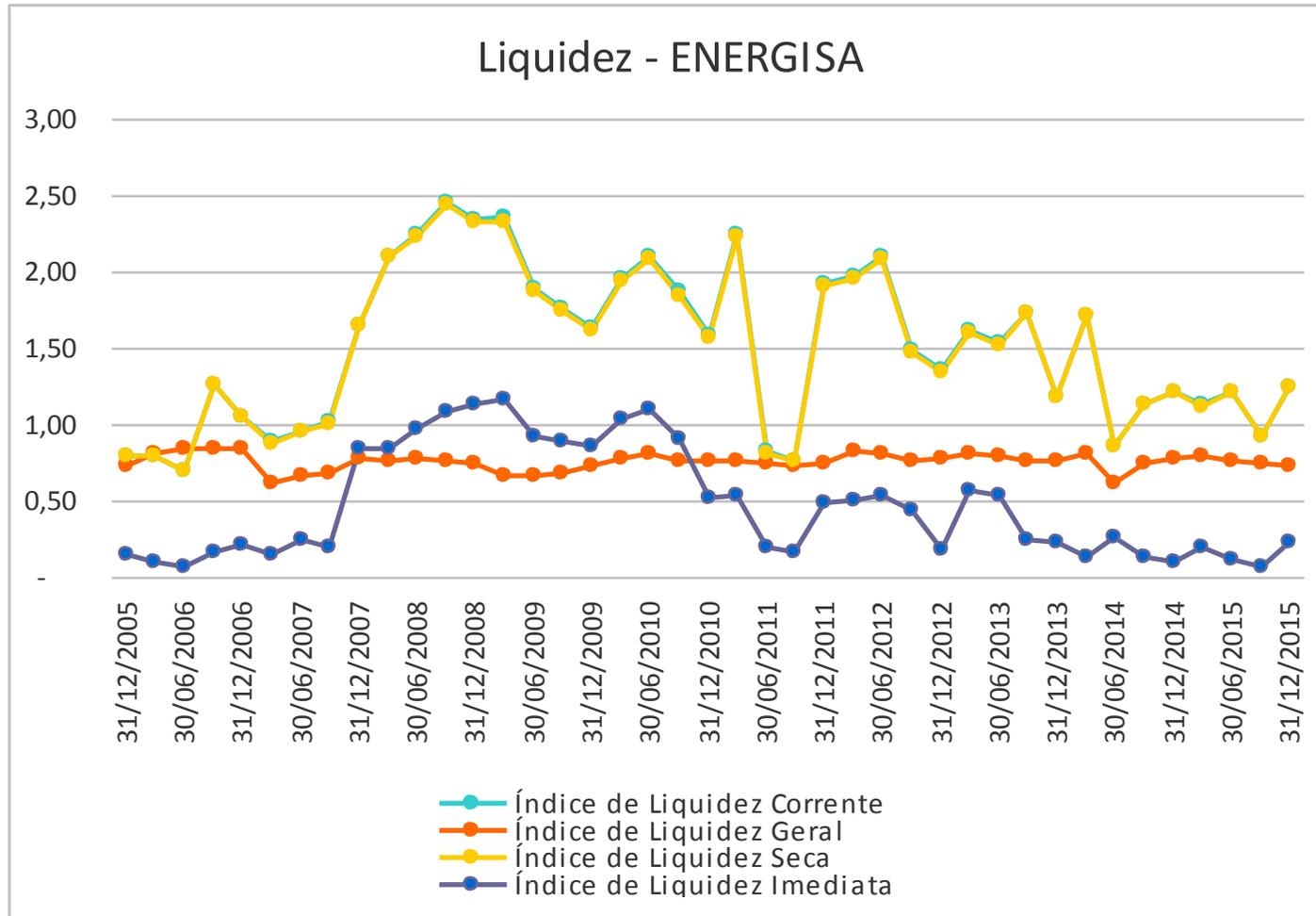


APÊNDICE R - Resultado DASA

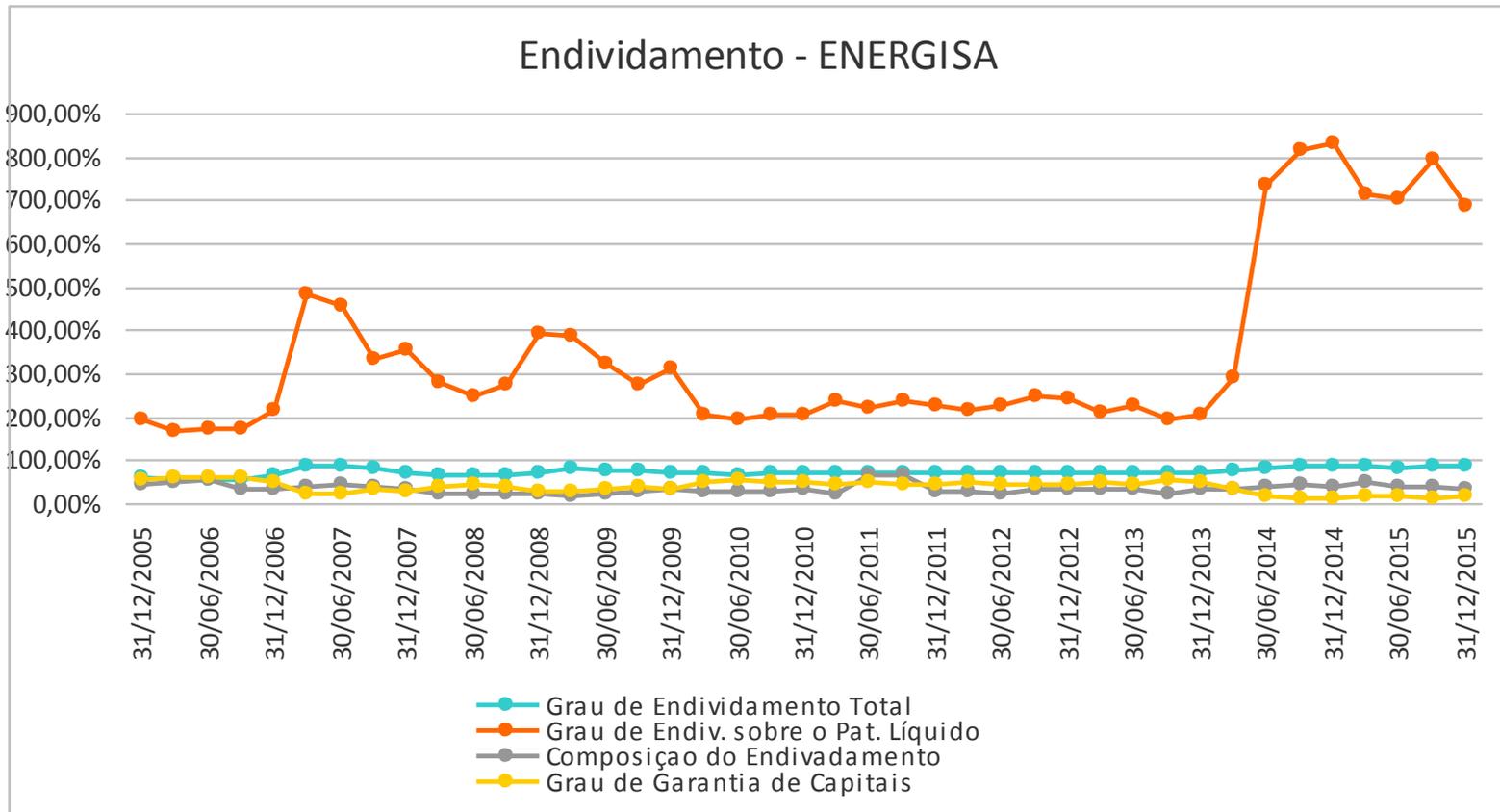


ENERGISA

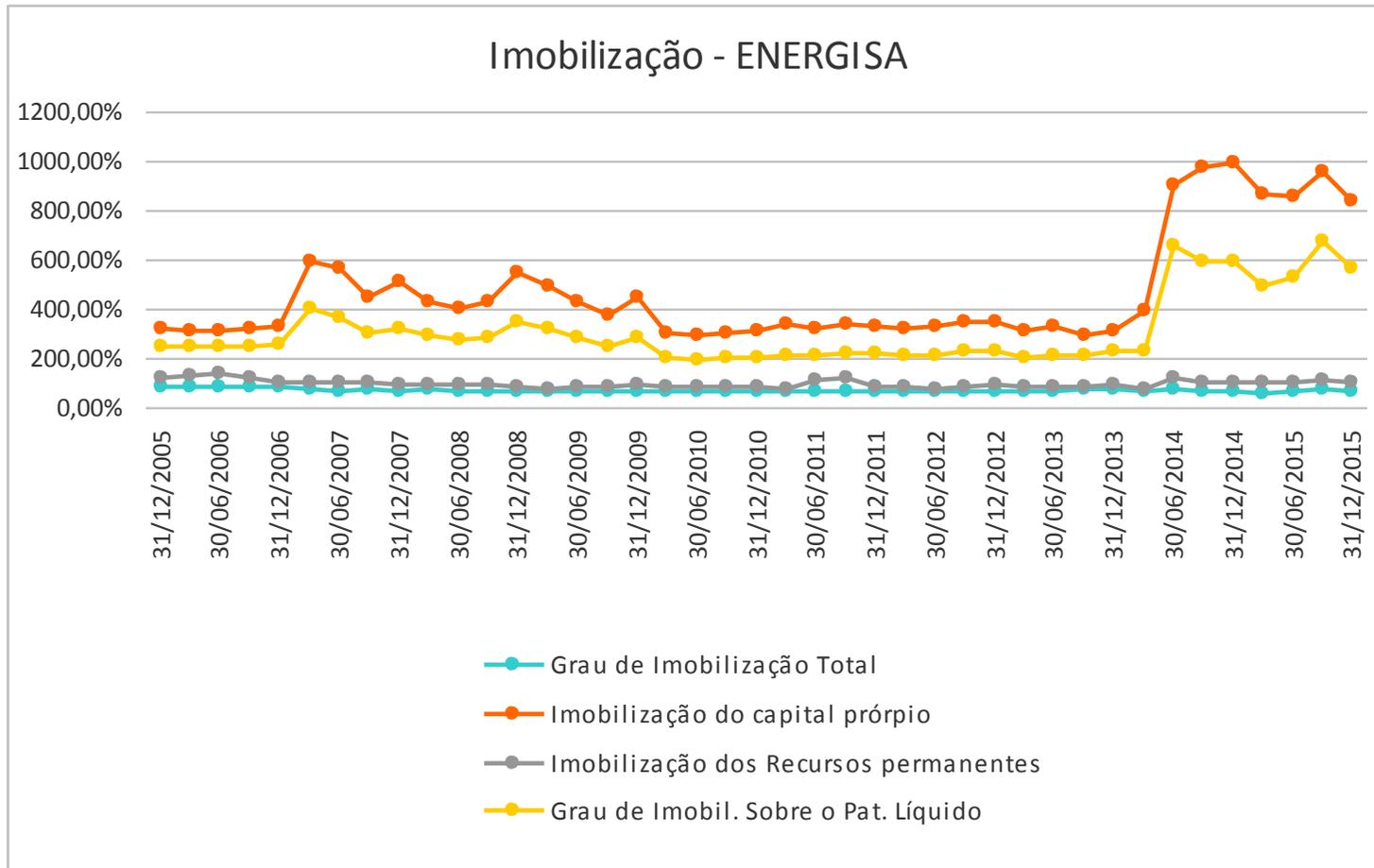
APÊNDICE S - Liquidez ENERGISA



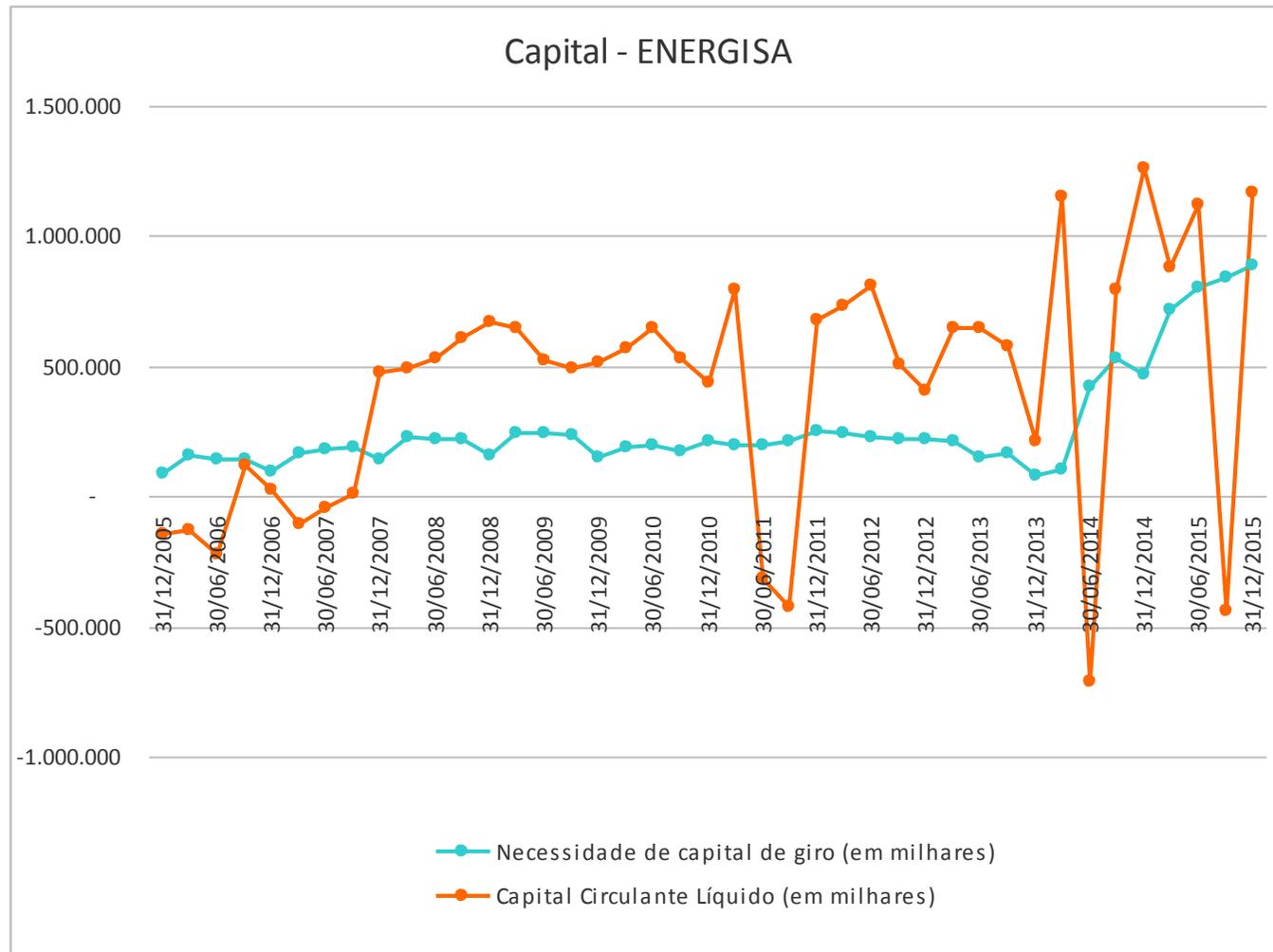
APÊNDICE T - Endividamento ENERGISA



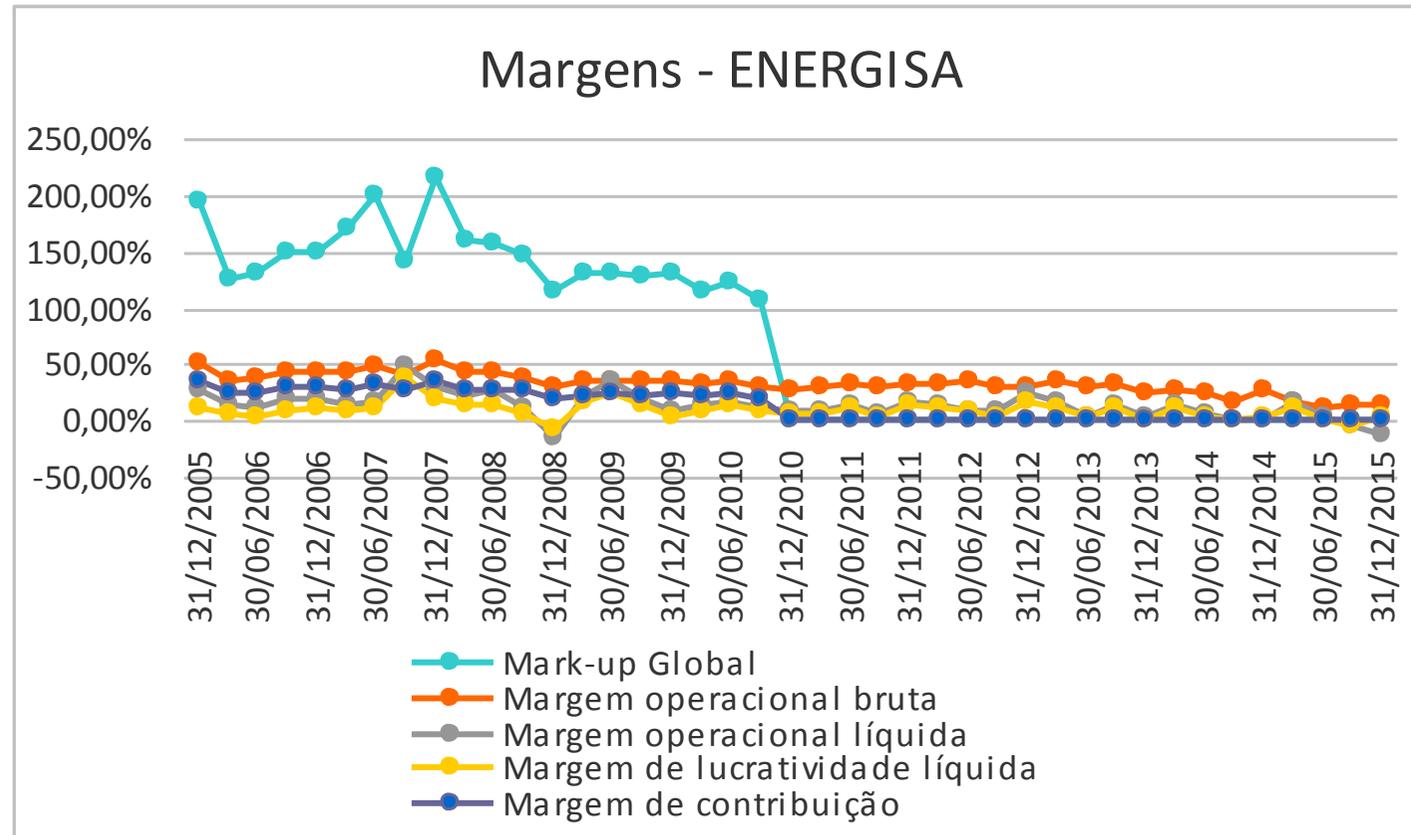
APÊNDICE U - Imobilização ENERGISA



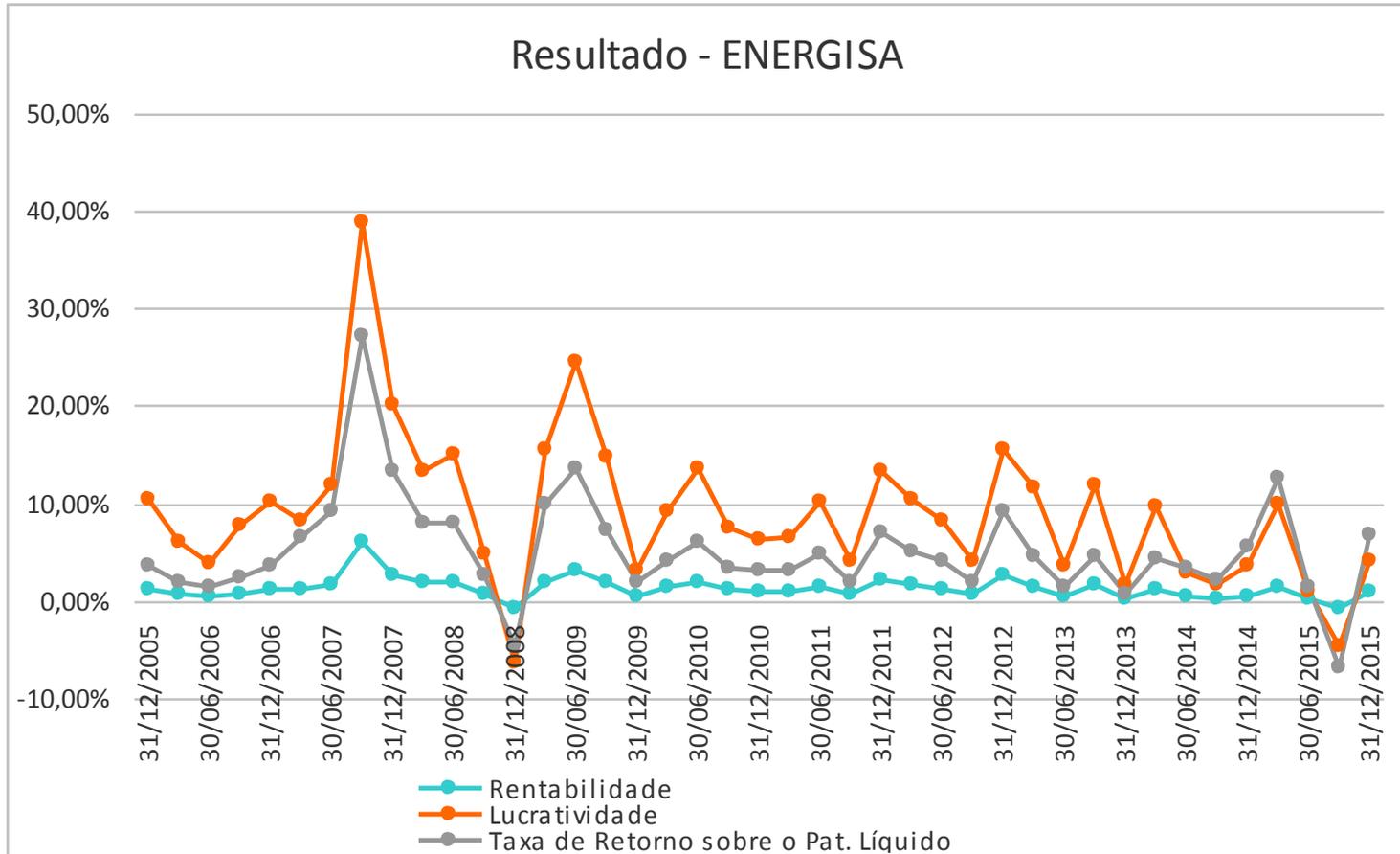
APÊNDICE V - Capital ENERGISA



APÊNDICE X - Margens ENERGISA

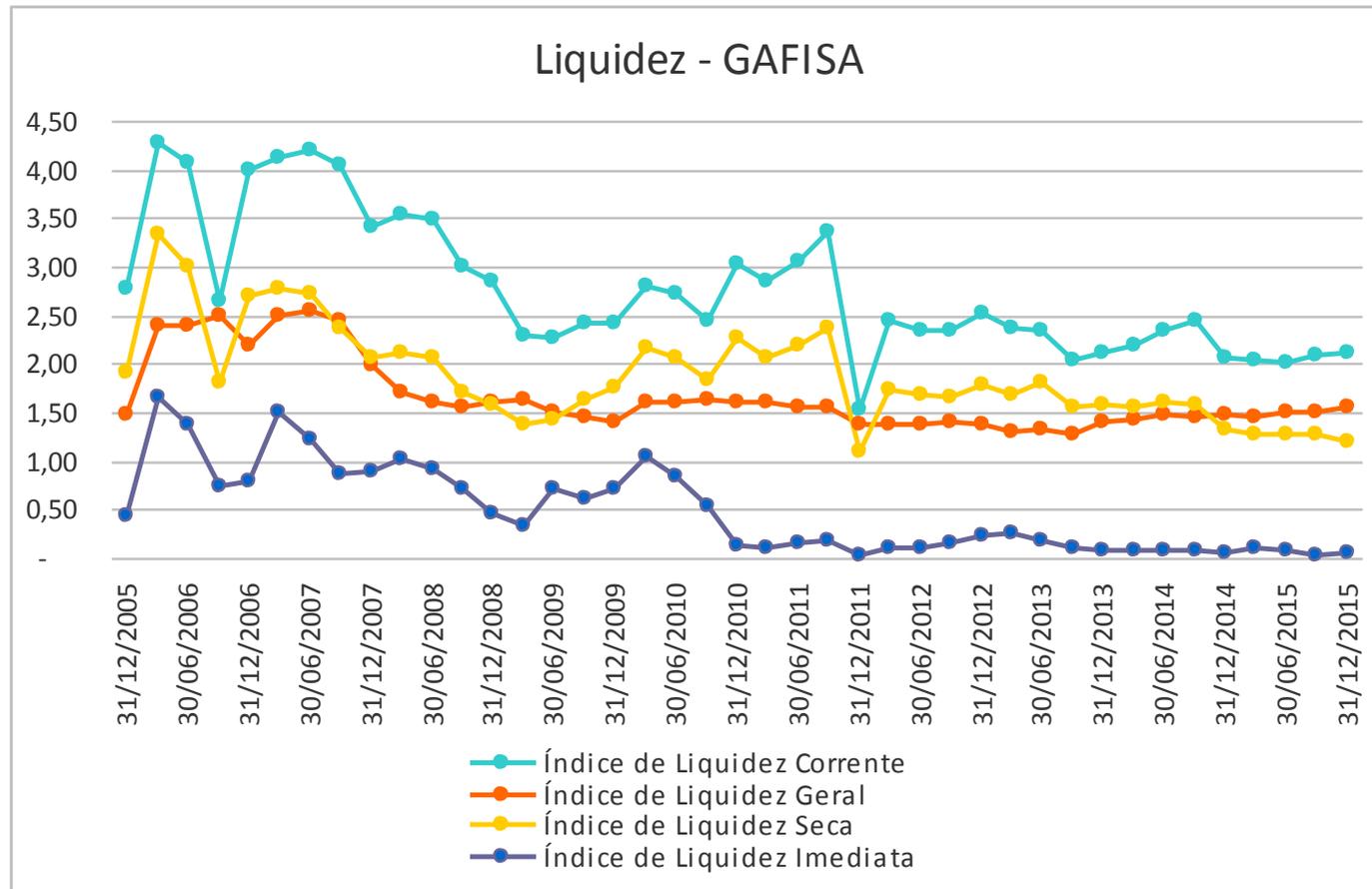


APÊNDICE Z - Resultado ENERGISA

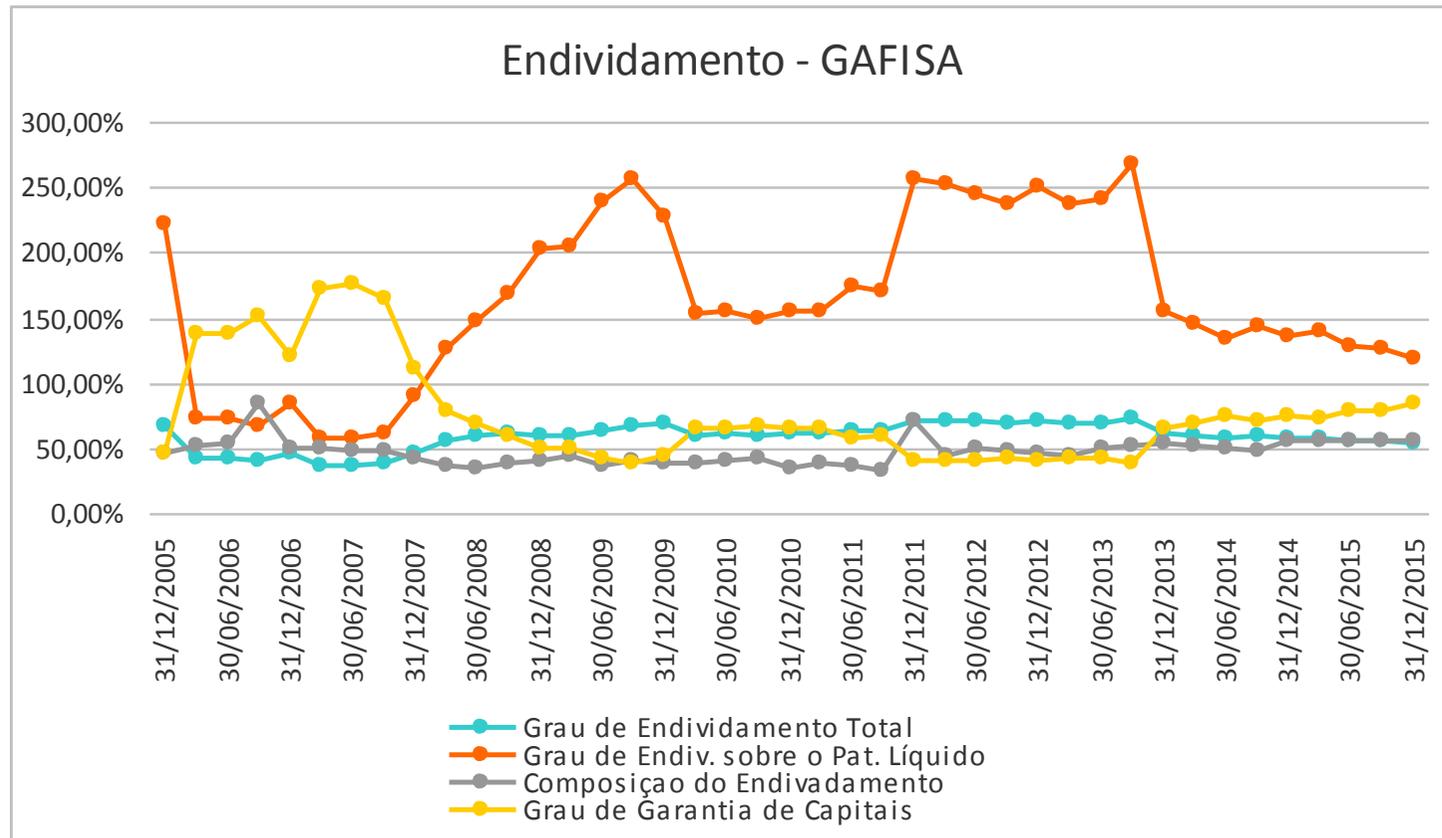


GAFISA

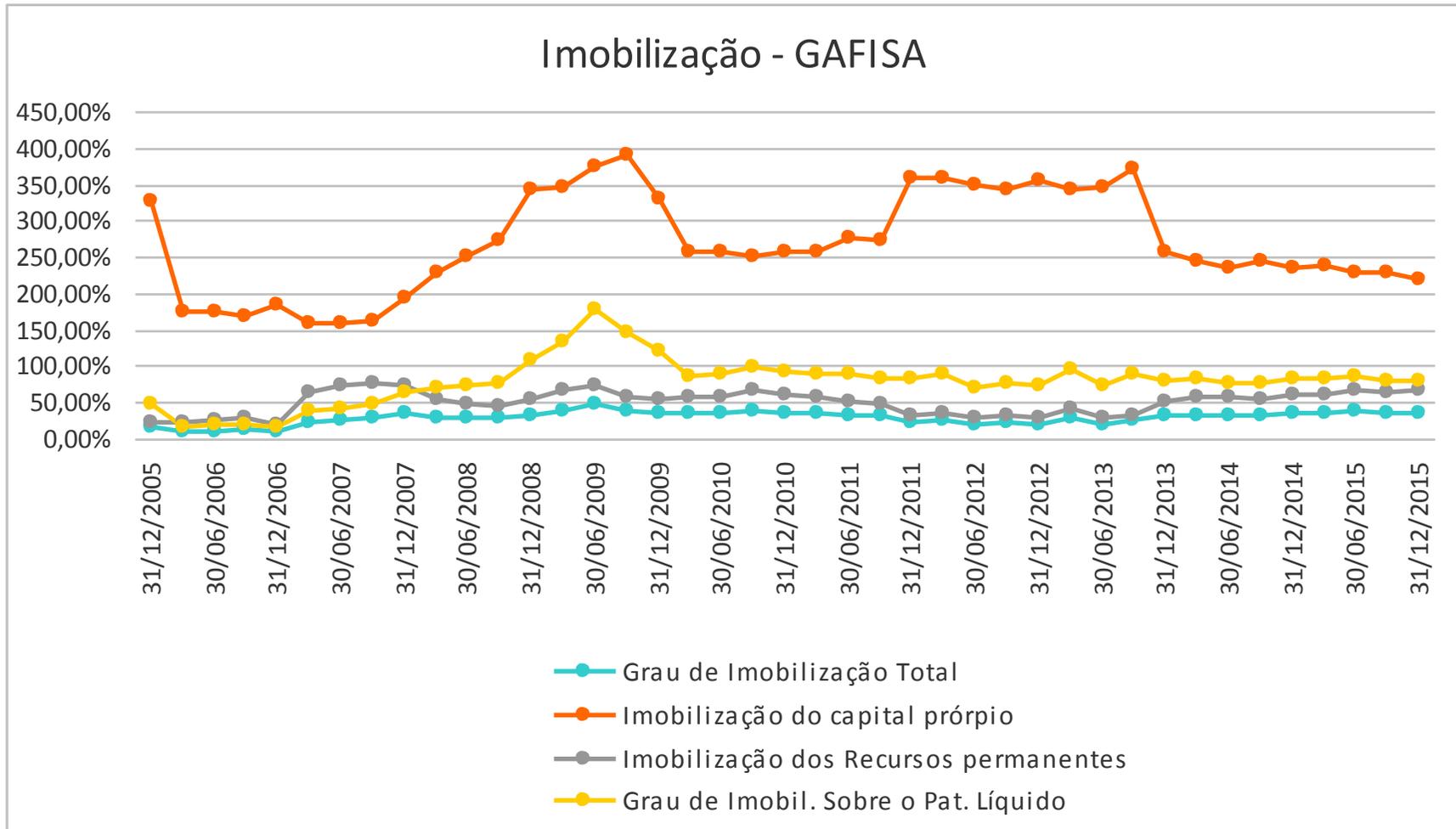
APÊNDICE A1 - Liquidez GAFISA



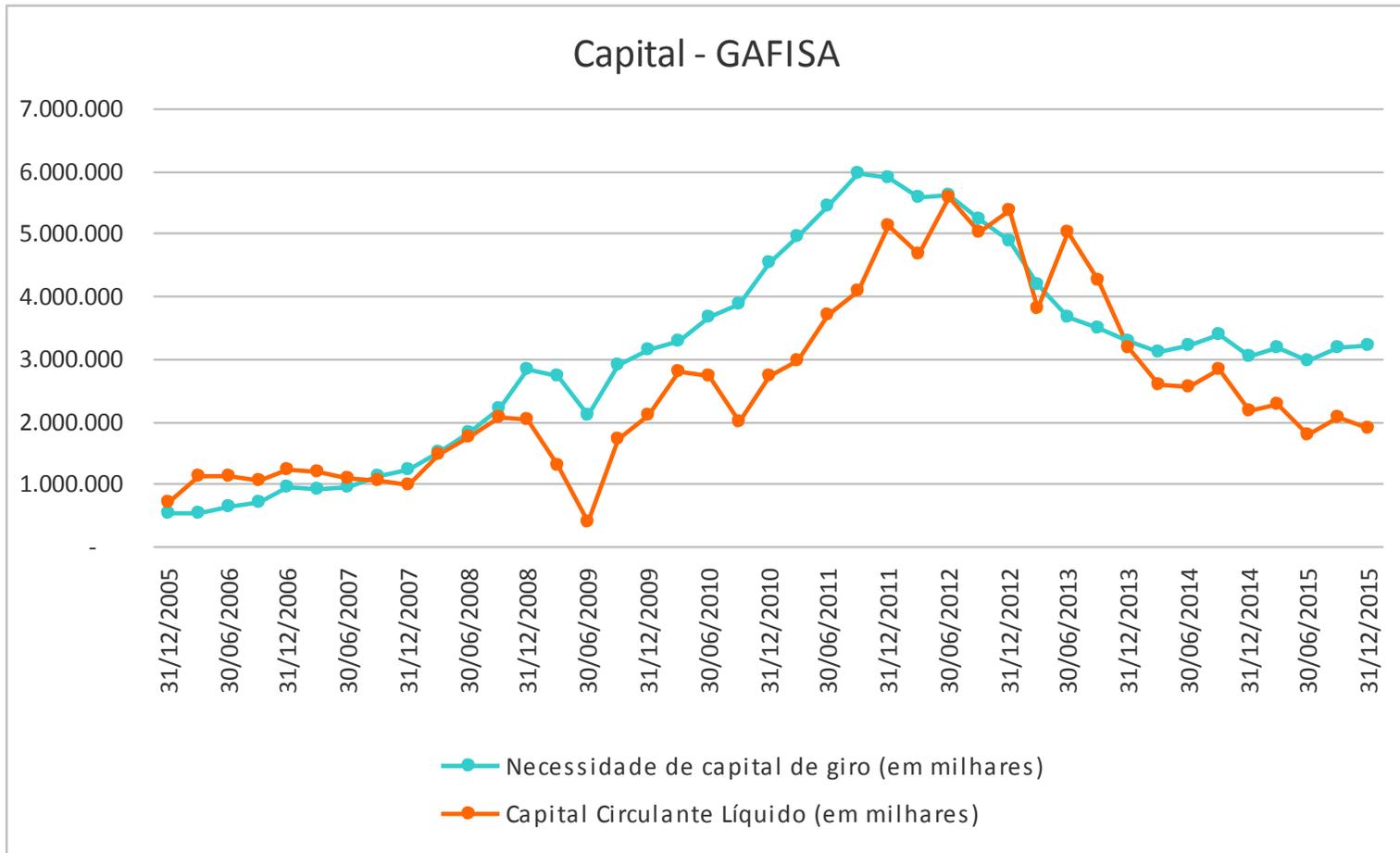
APÊNDICE B1 - Endividamento GAFISA



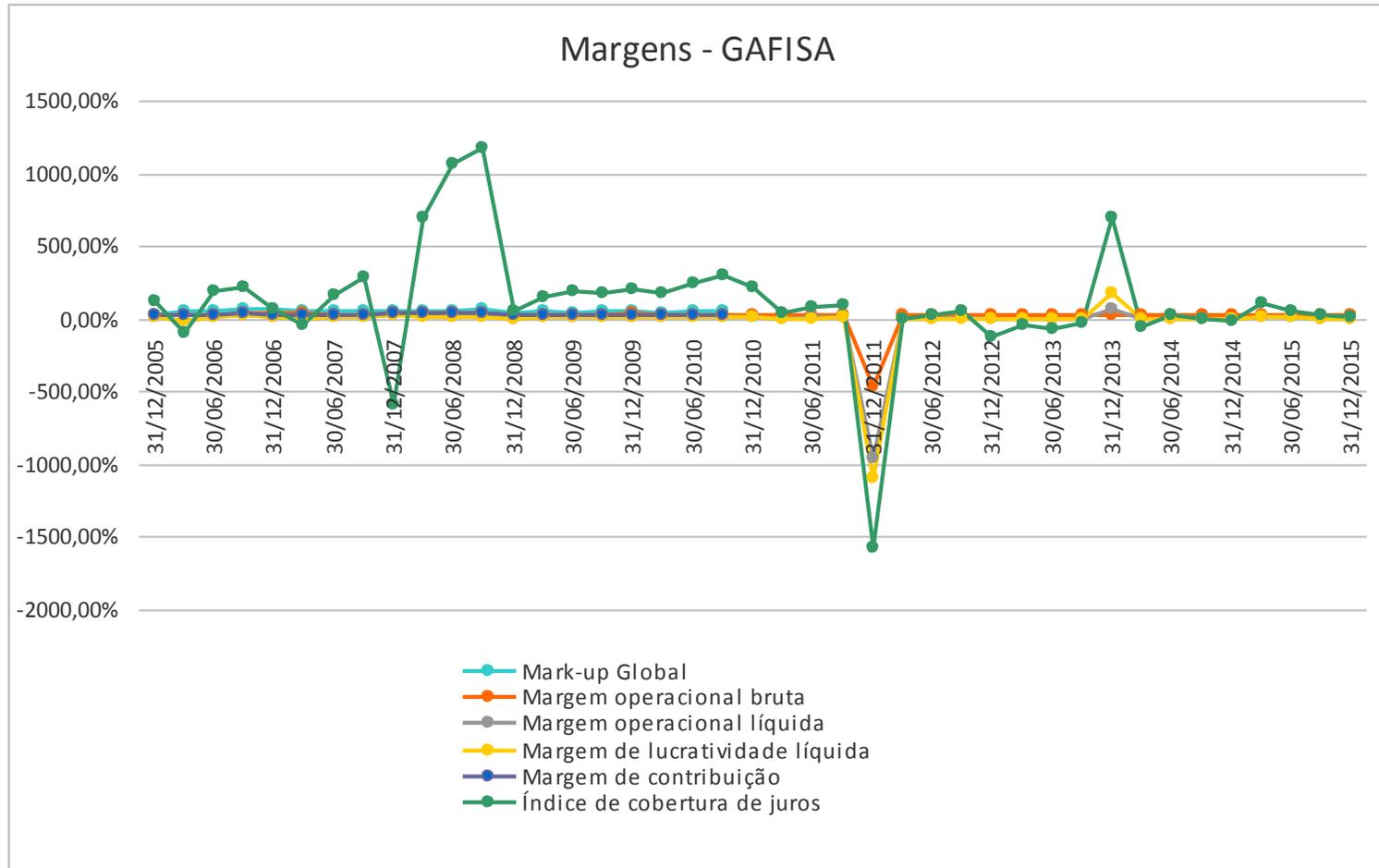
APÊNDICE C1 - Imobilização GAFISA



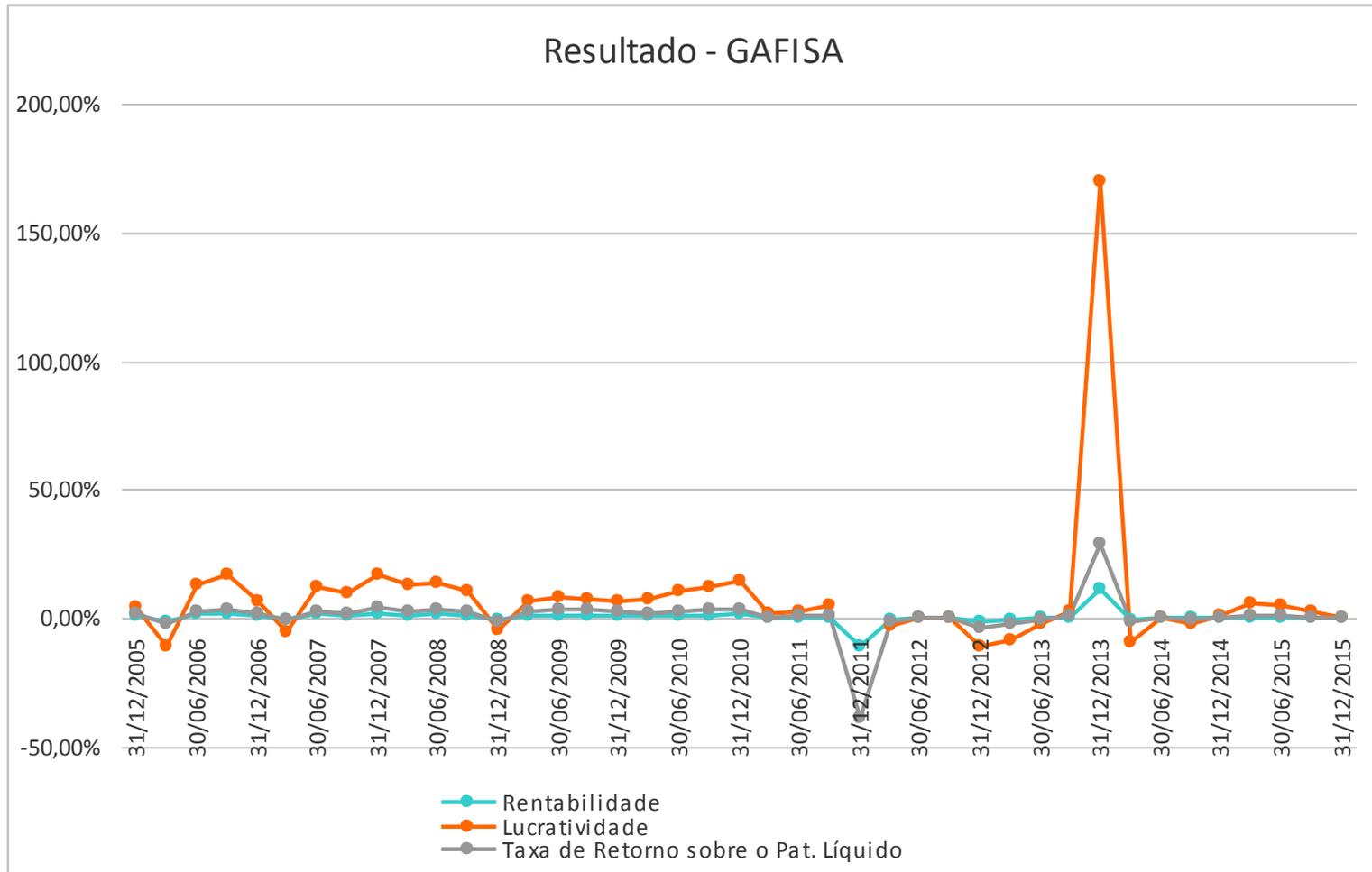
APÊNDICE D1 - Capital GAFISA



APÊNDICE E1 - Margens GAFISA

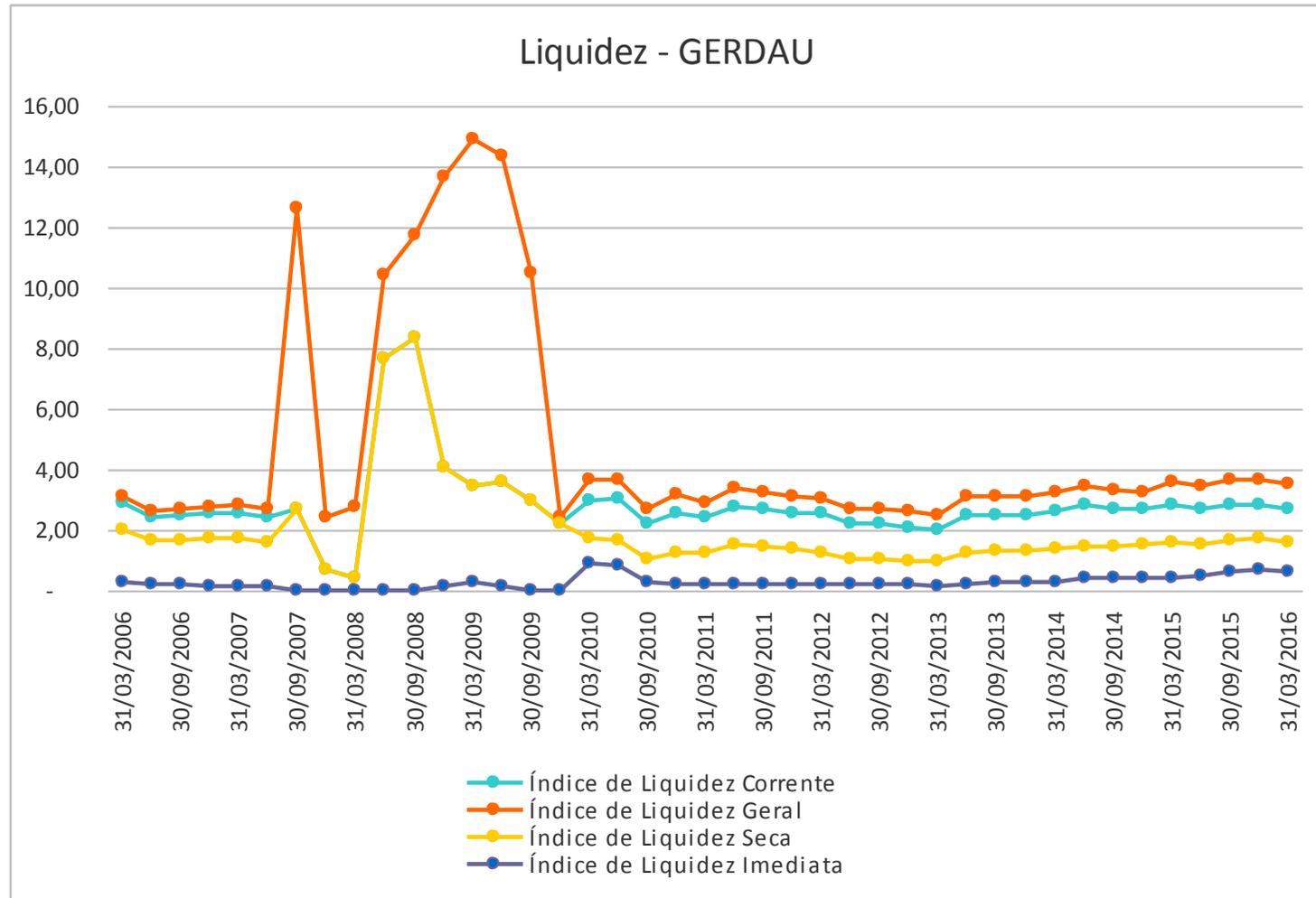


APÊNDICE F1 - Resultado GAFISA

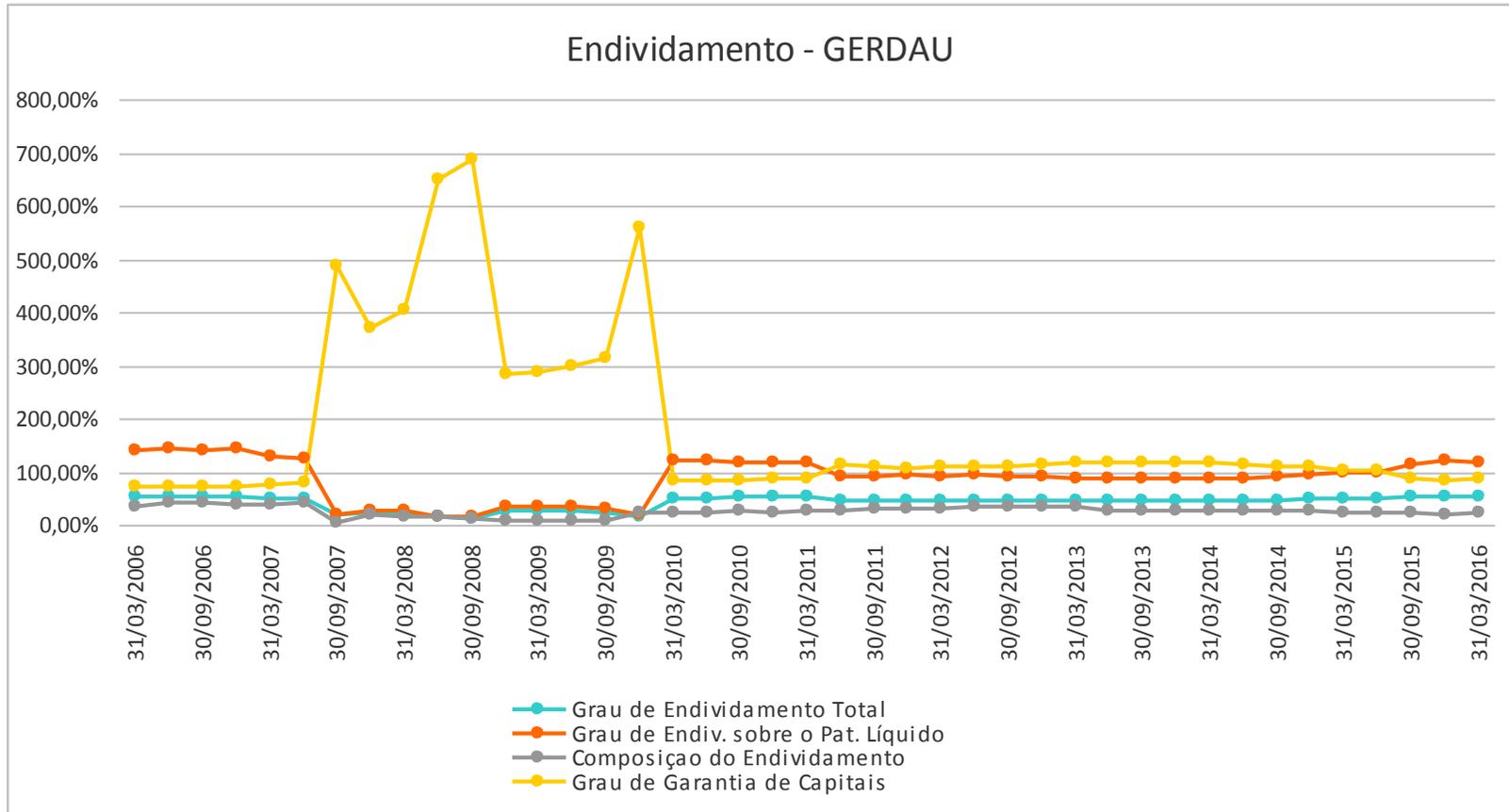


GERDAU

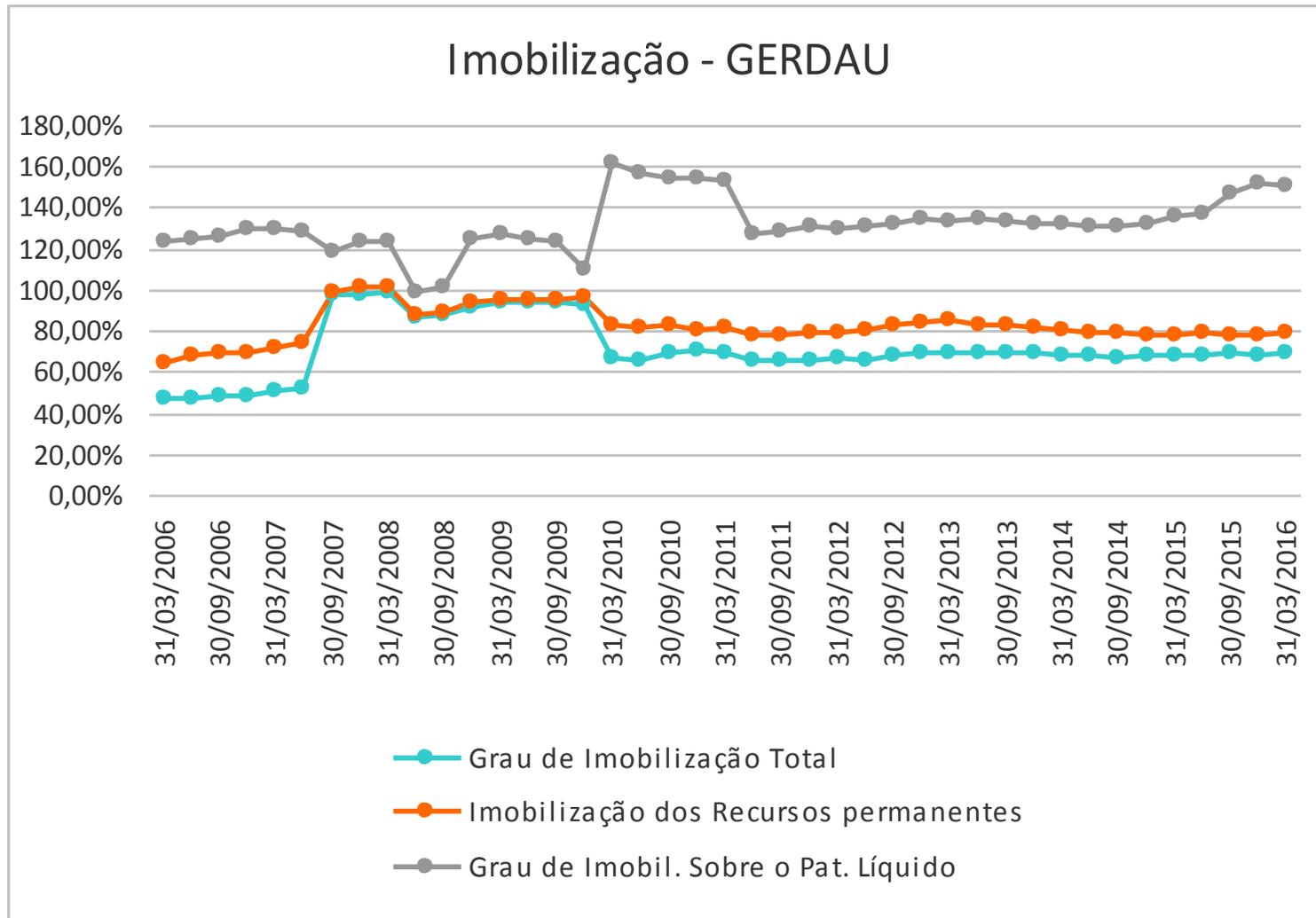
APÊNDICE G1 - Liquidez GERDAU



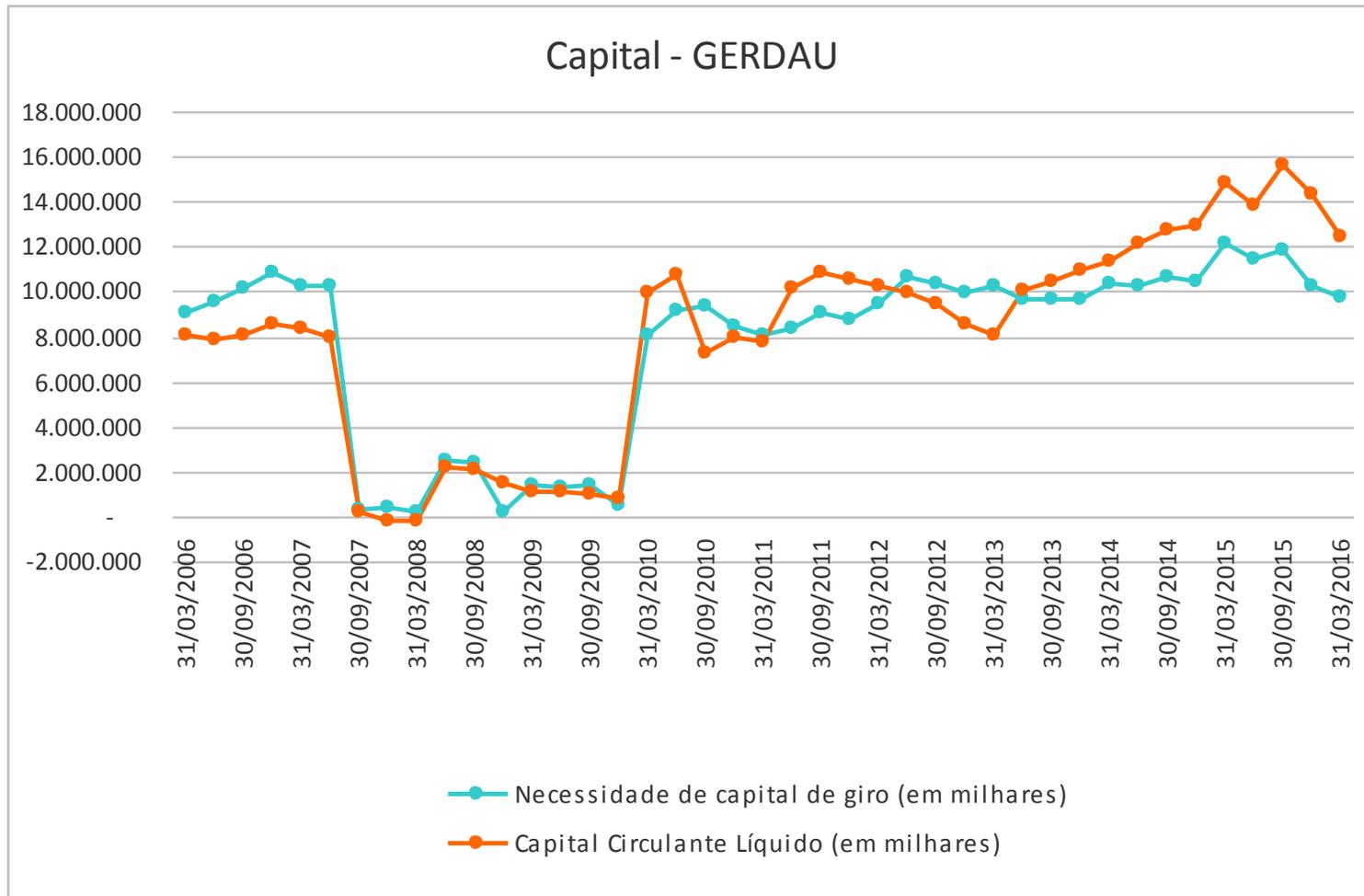
APÊNDICE H1 - Endividamento GERDAU



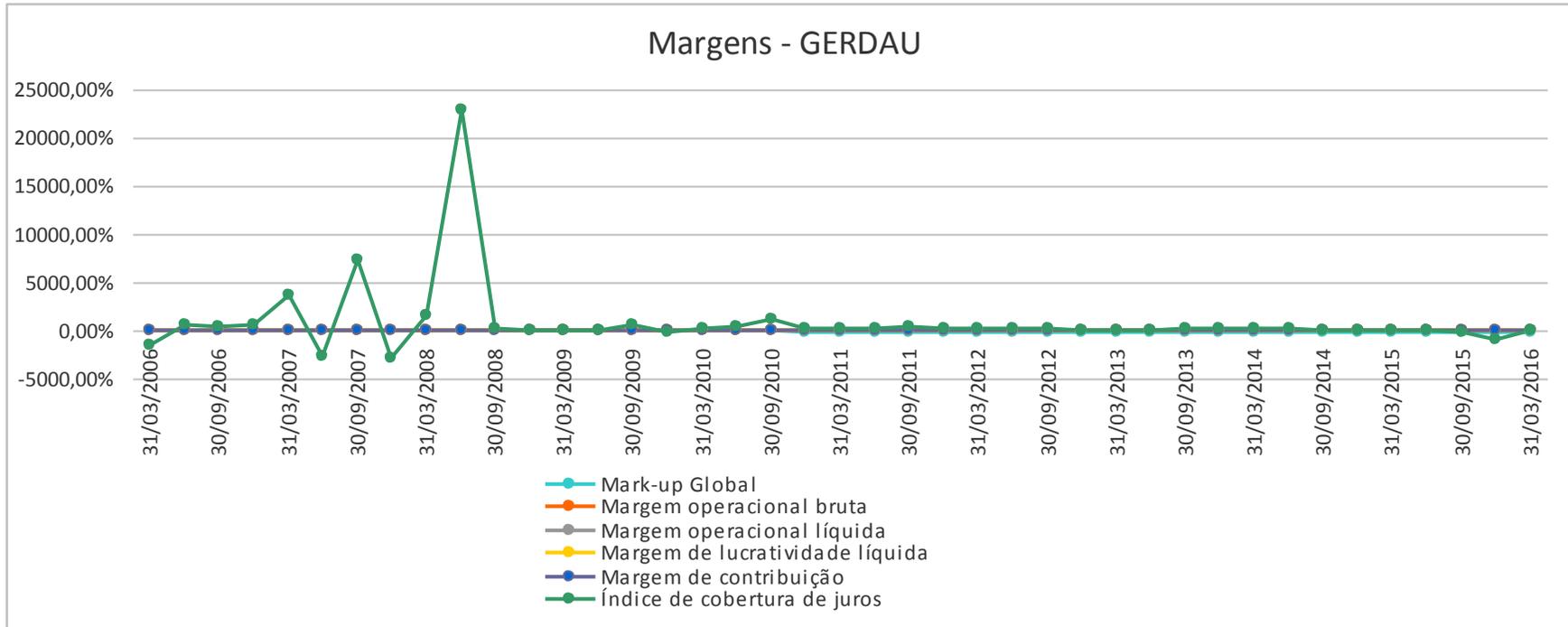
APÊNDICE I1 - Imobilização GERDAU



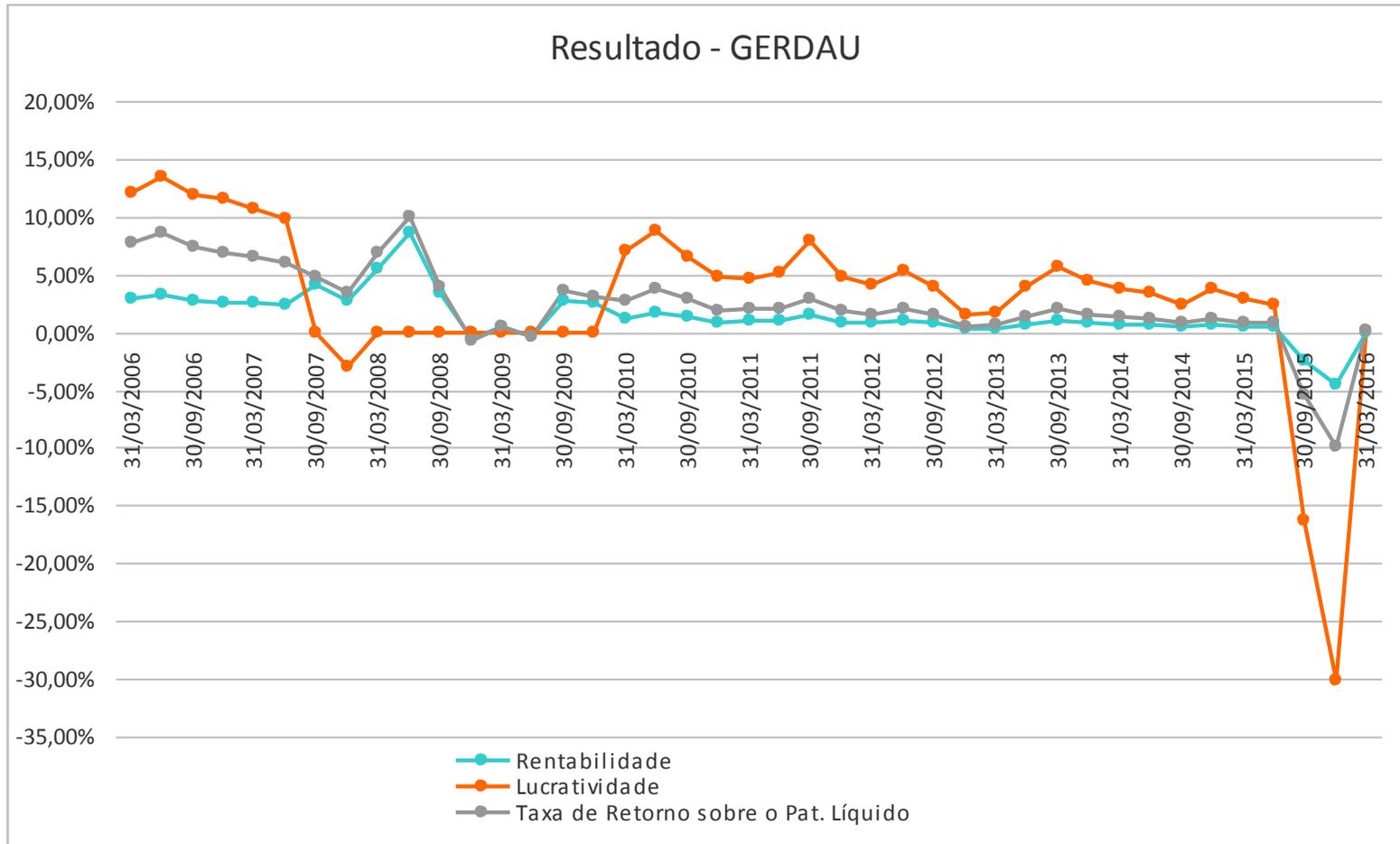
APÊNDICE J1 - Capital GERDAU



APÊNDICE K1 - Margens GERDAU

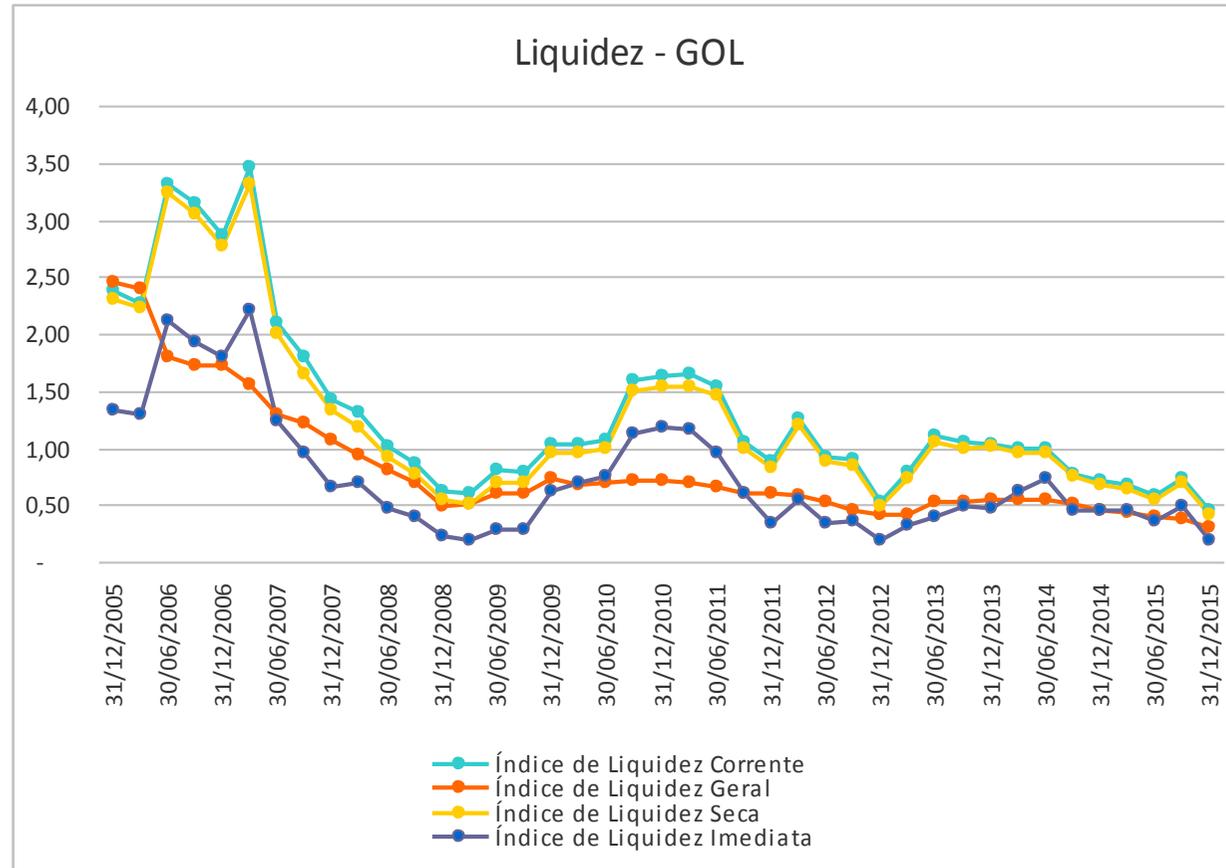


APÊNDICE L1 - Resultado GERDAU

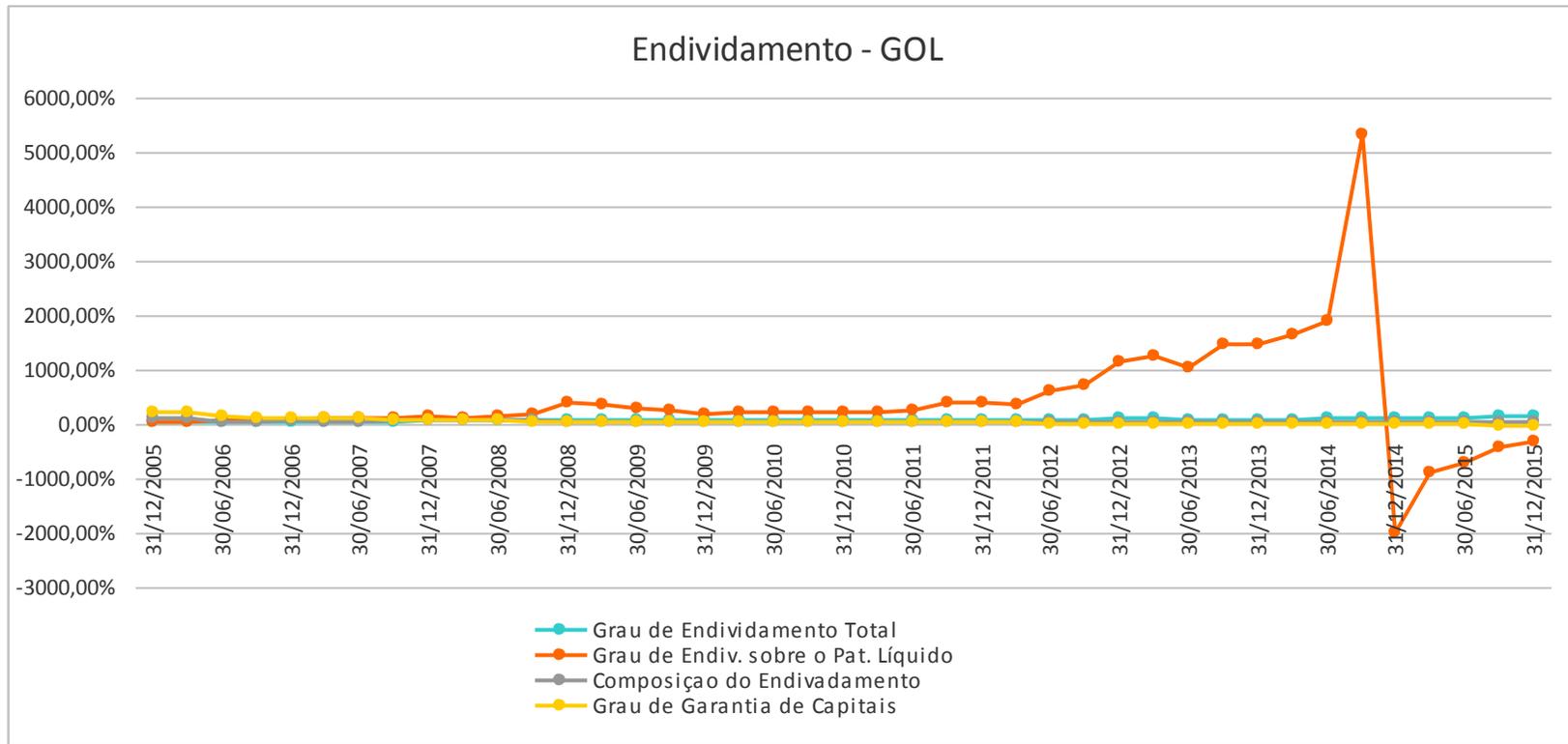


GOL

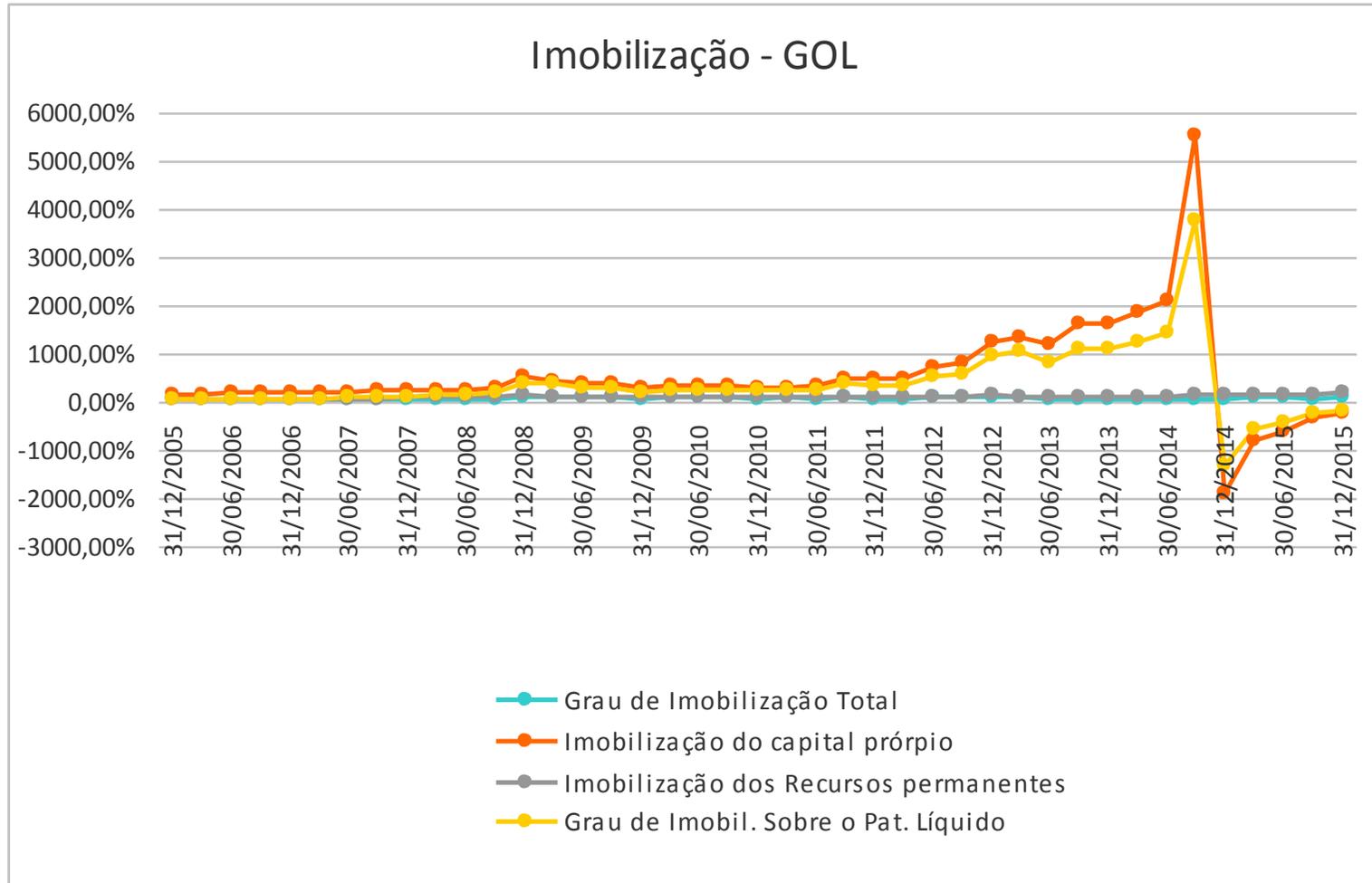
APÊNDICE M1 - Liquidez GOL



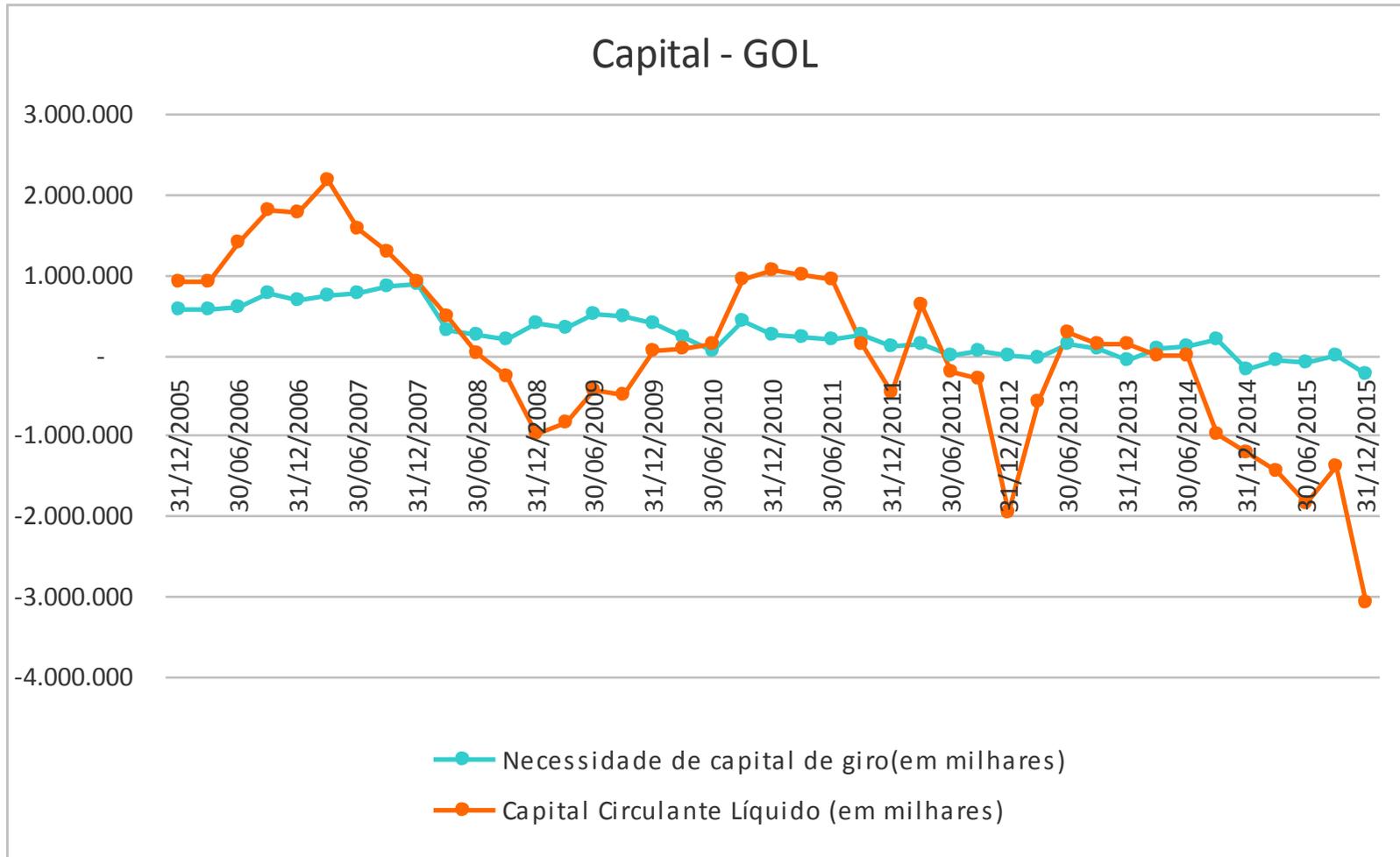
APÊNDICE N1 - Endividamento GOL



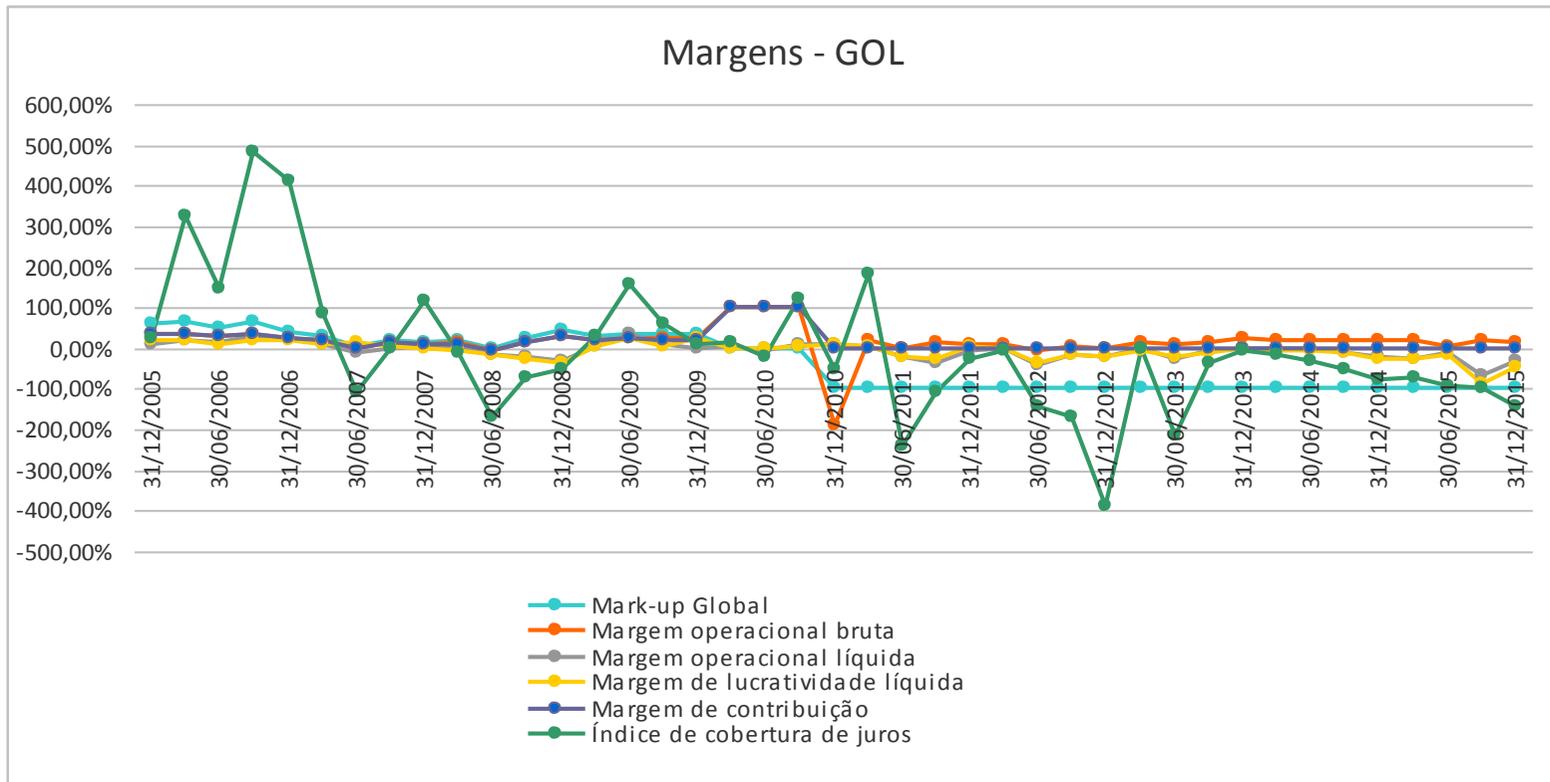
APÊNDICE O1 - Imobilização GOL



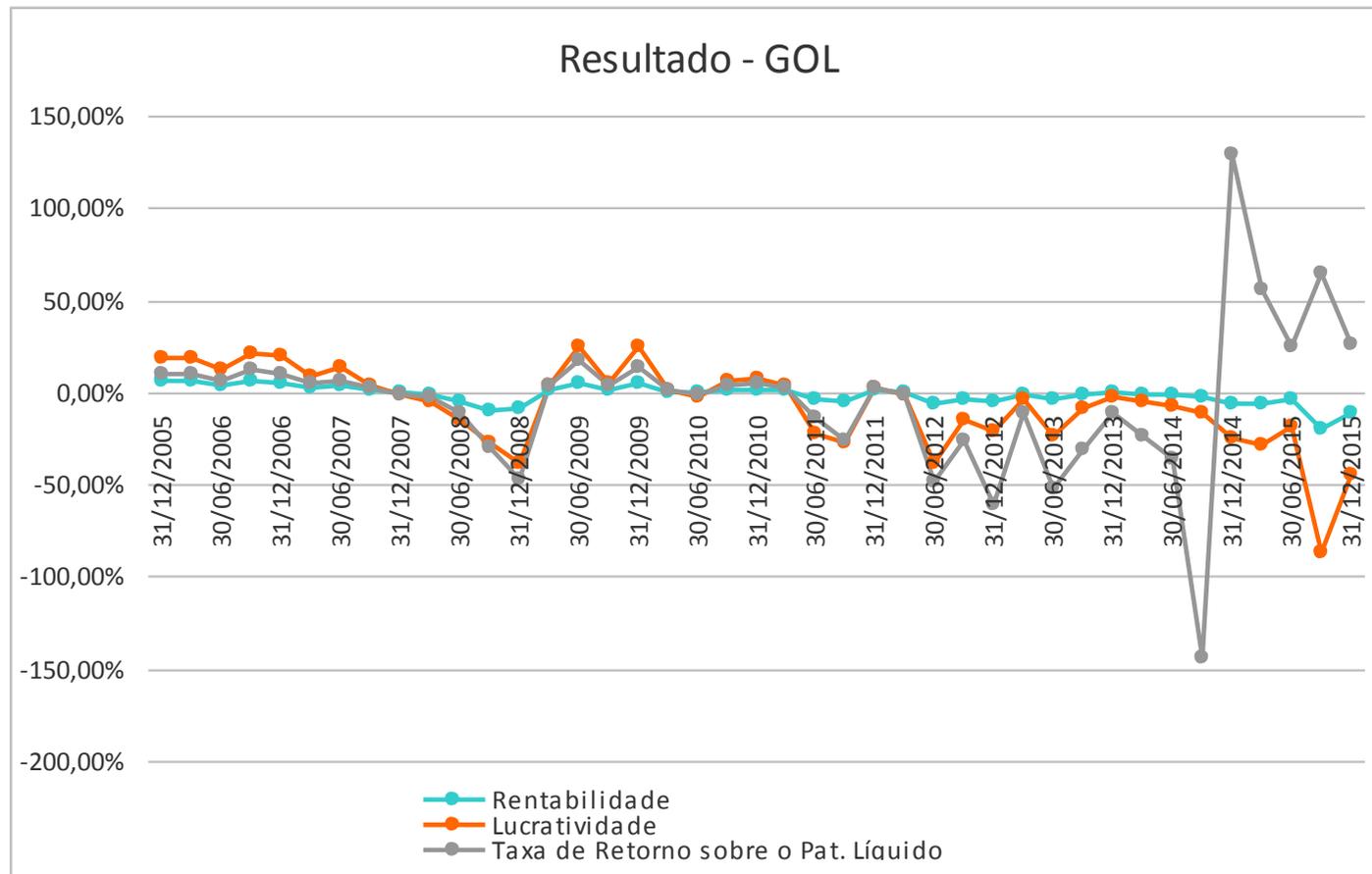
APÊNDICE P1 - Capital GOL



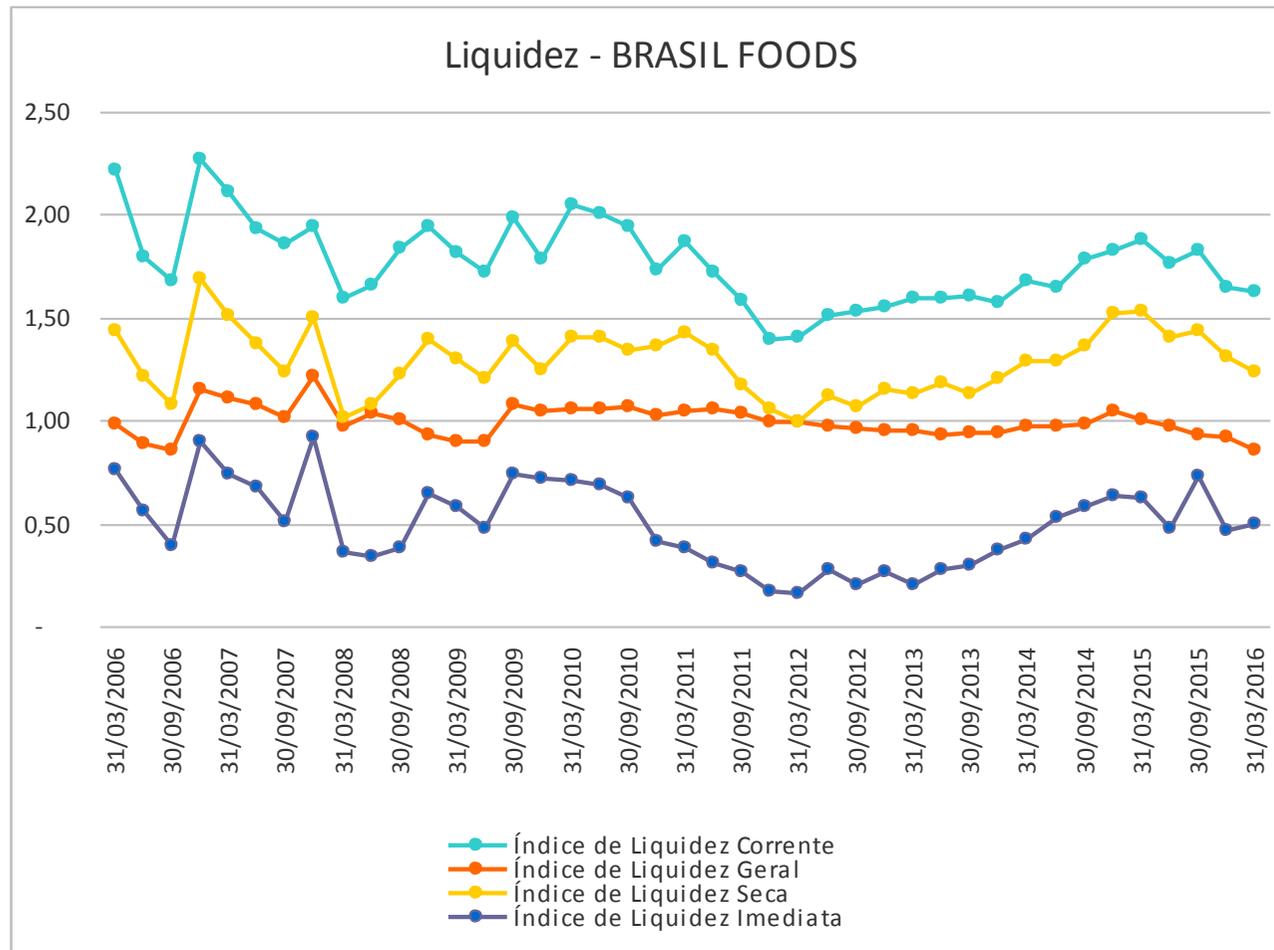
APÊNDICE Q1 - Margens GOL



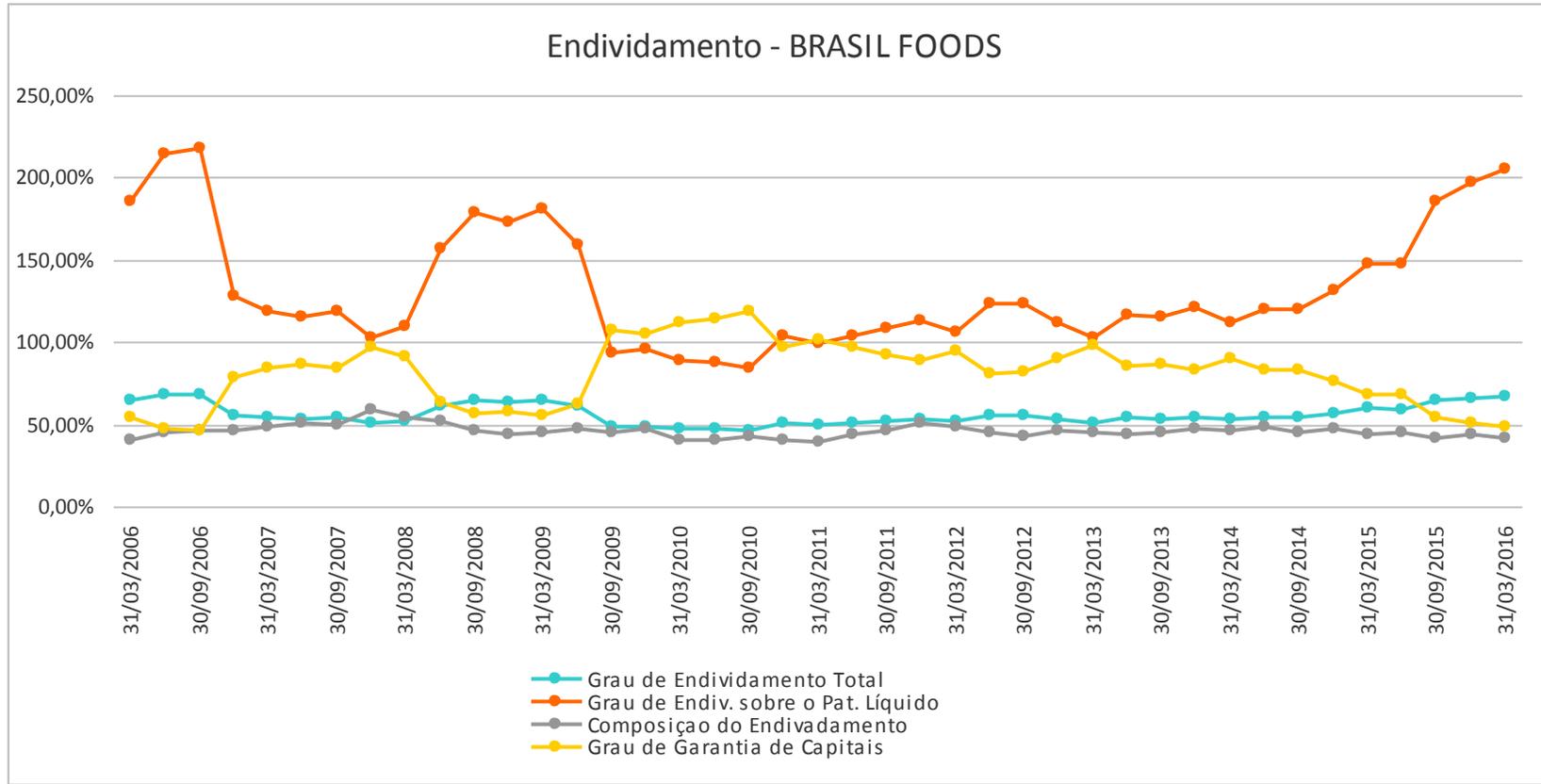
APÊNDICE R1 - Resultado GOL



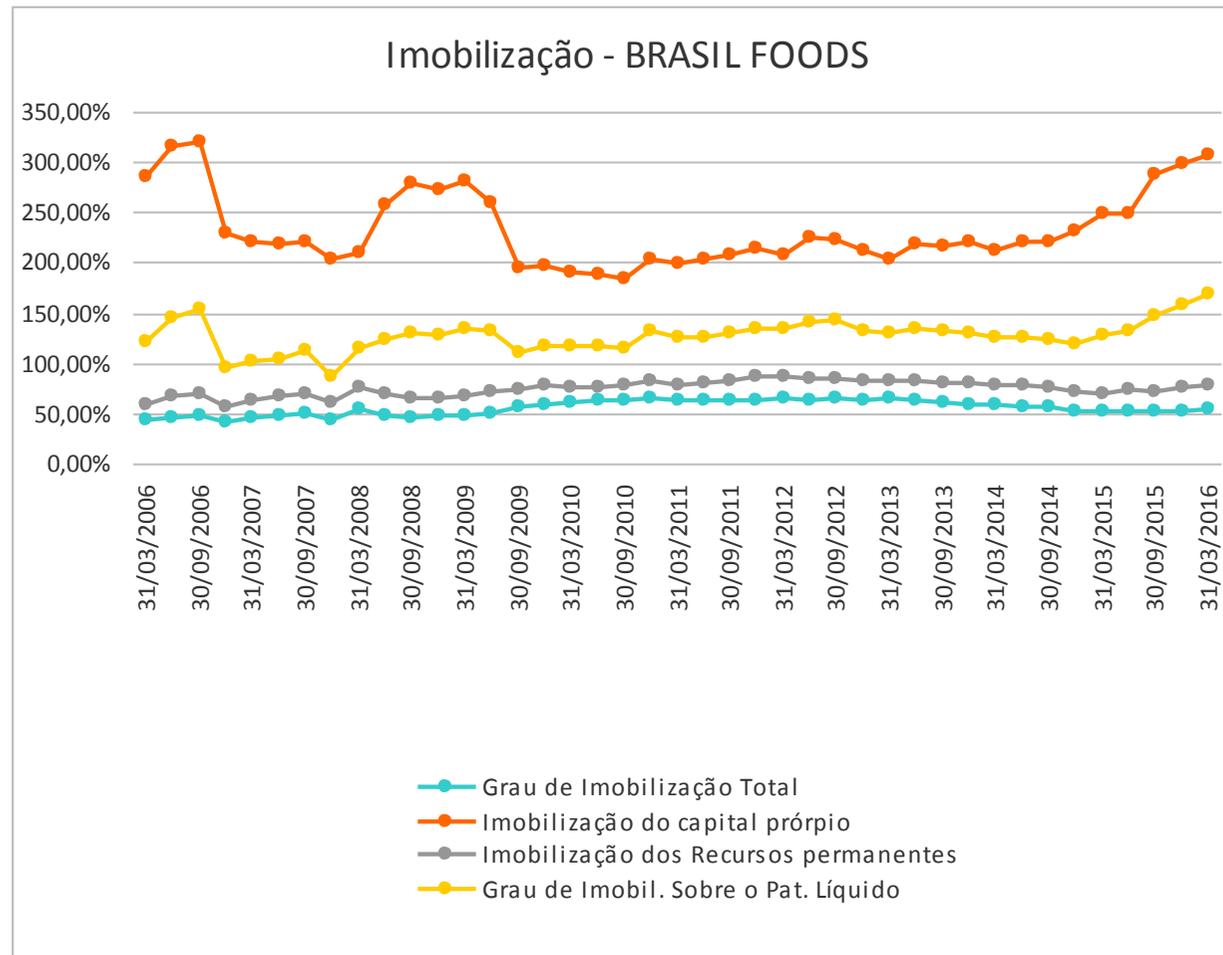
APÊNDICE S1 - Liquidez BRASIL FOODS



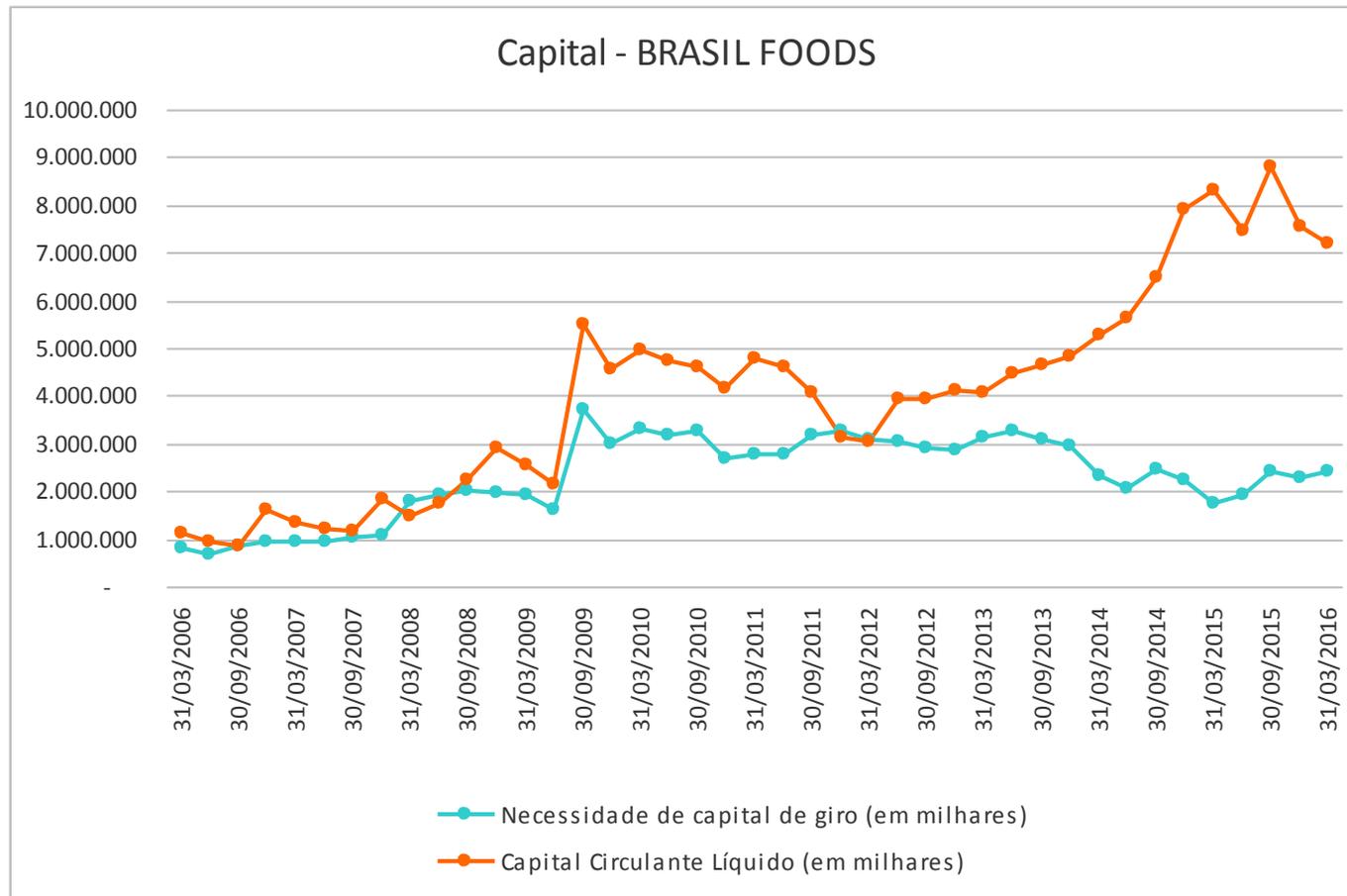
APÊNDICE T1 - Endividamento BRASIL FOODS



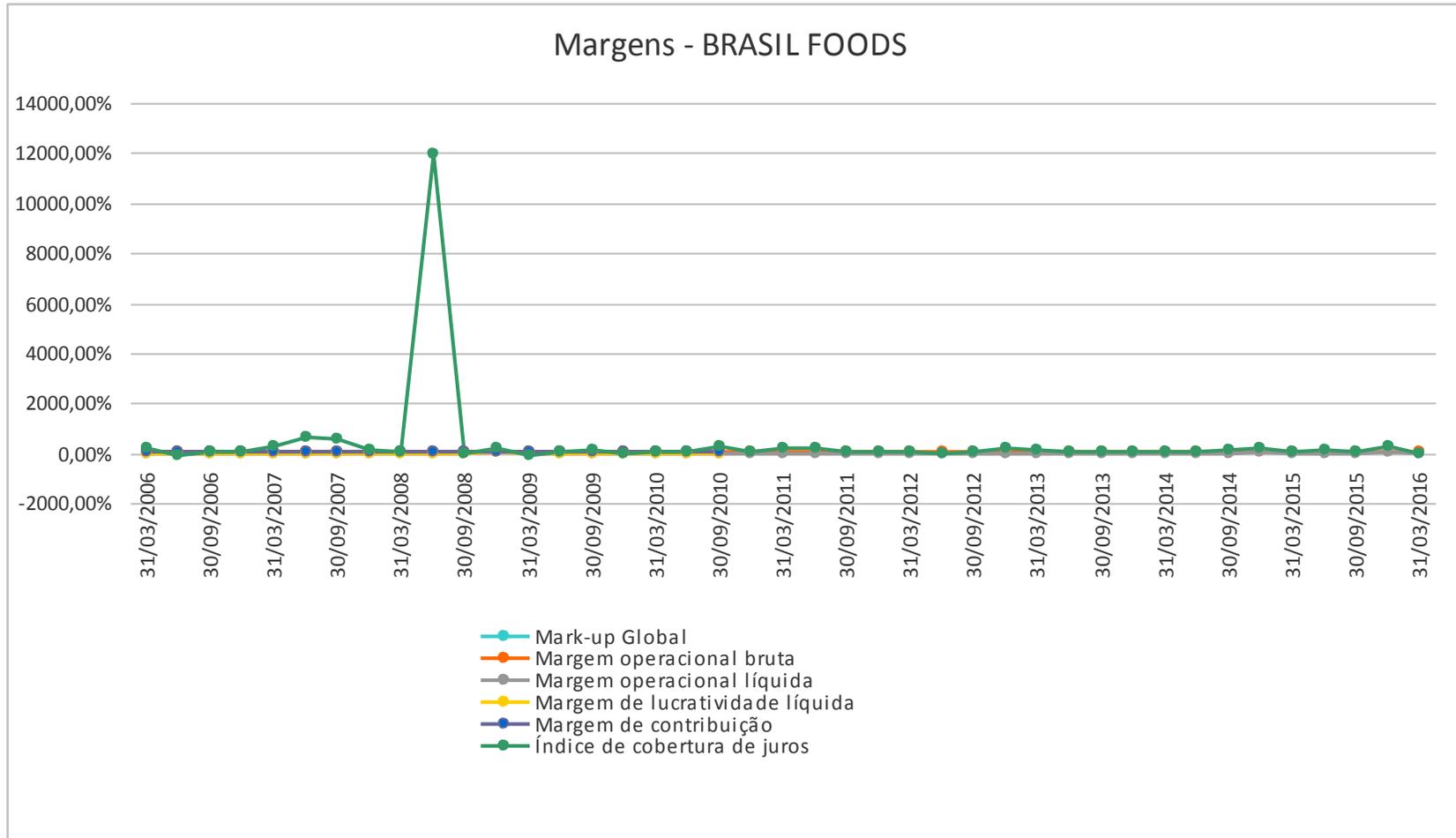
APÊNDICE U1 - Imobilização BRASIL FOODS



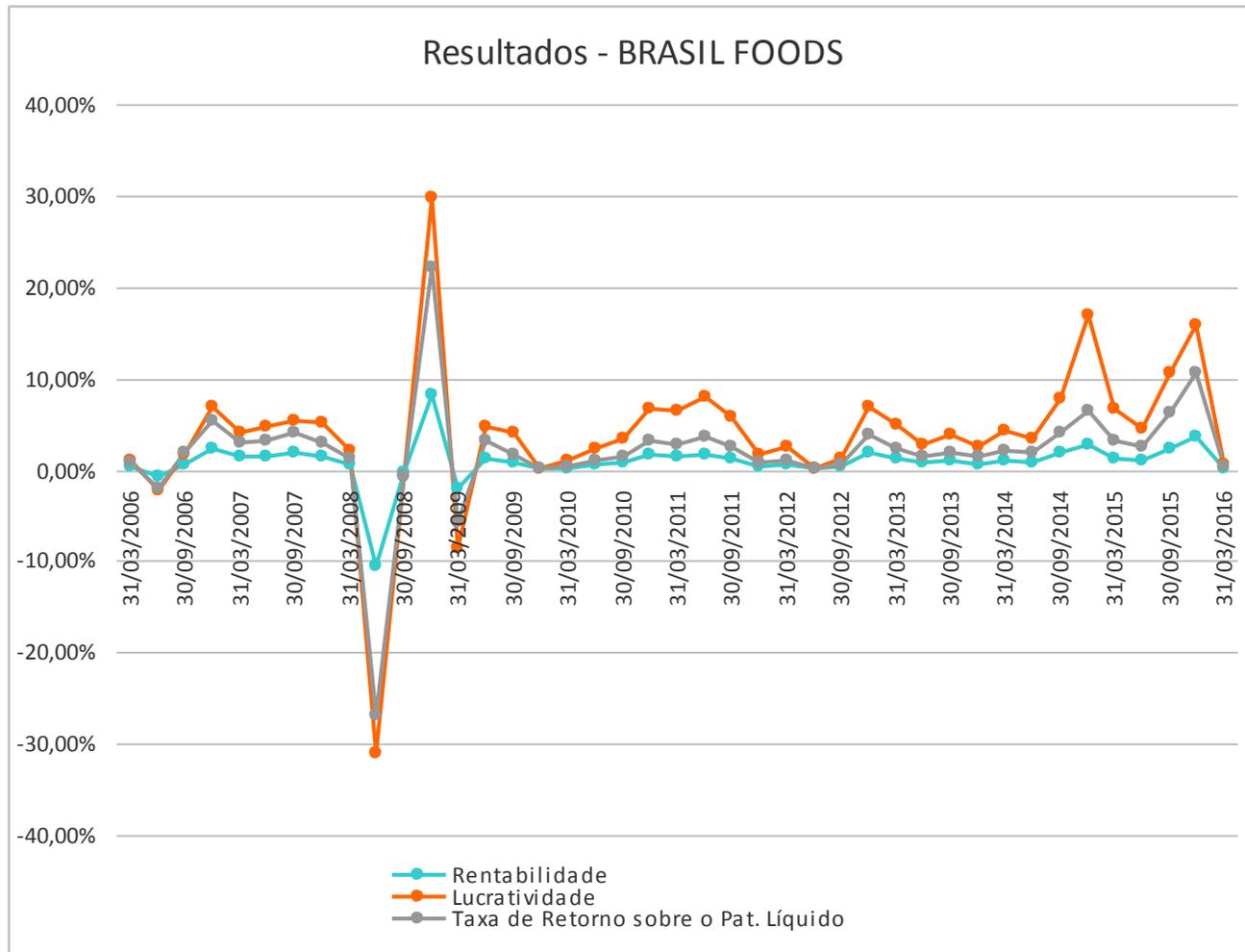
APÊNDICE V1 - Capital BRASIL FOODS



APÊNDICE X1 - Margens BRASIL FOODS

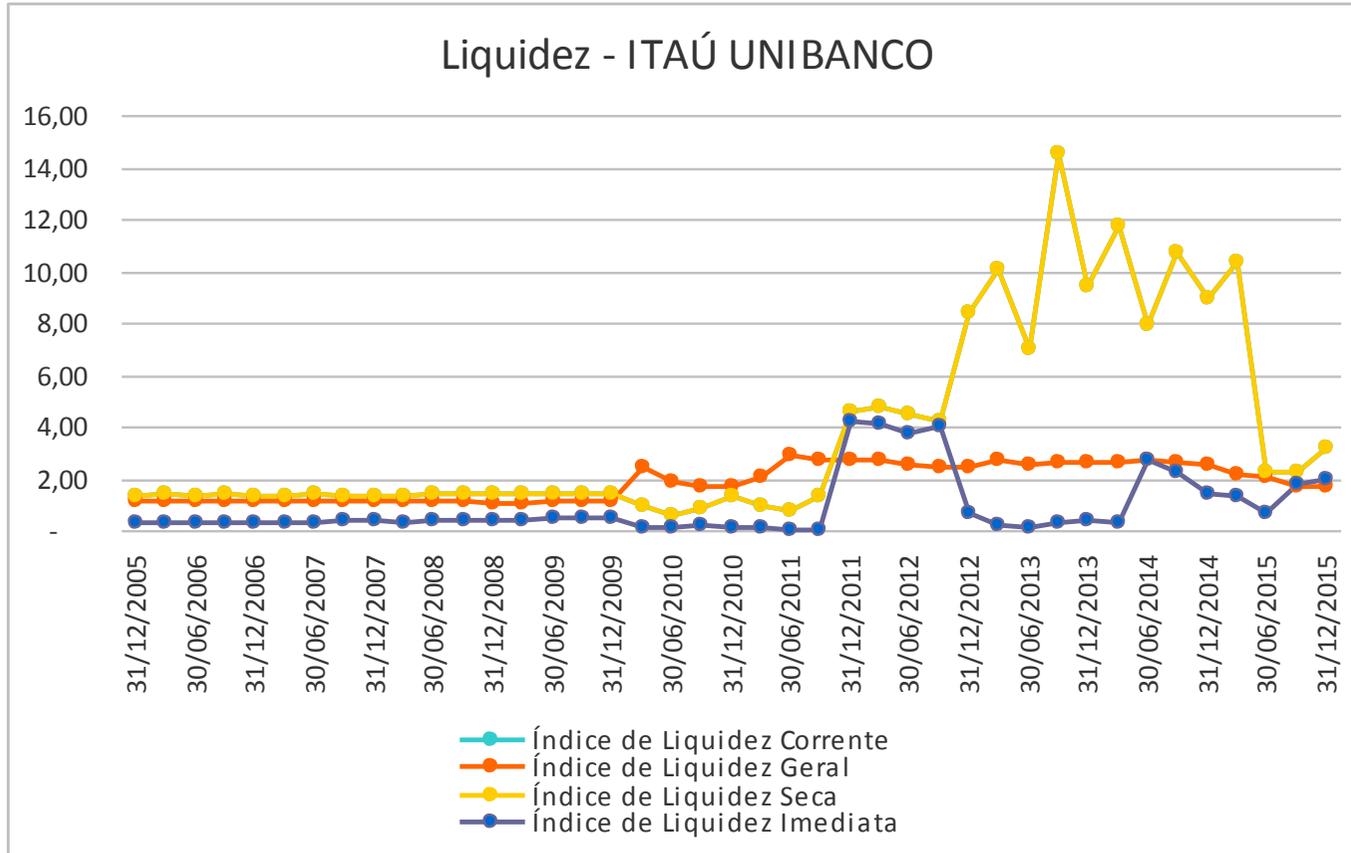


APÊNDICE Z1 - Resultado BRASIL FOODS

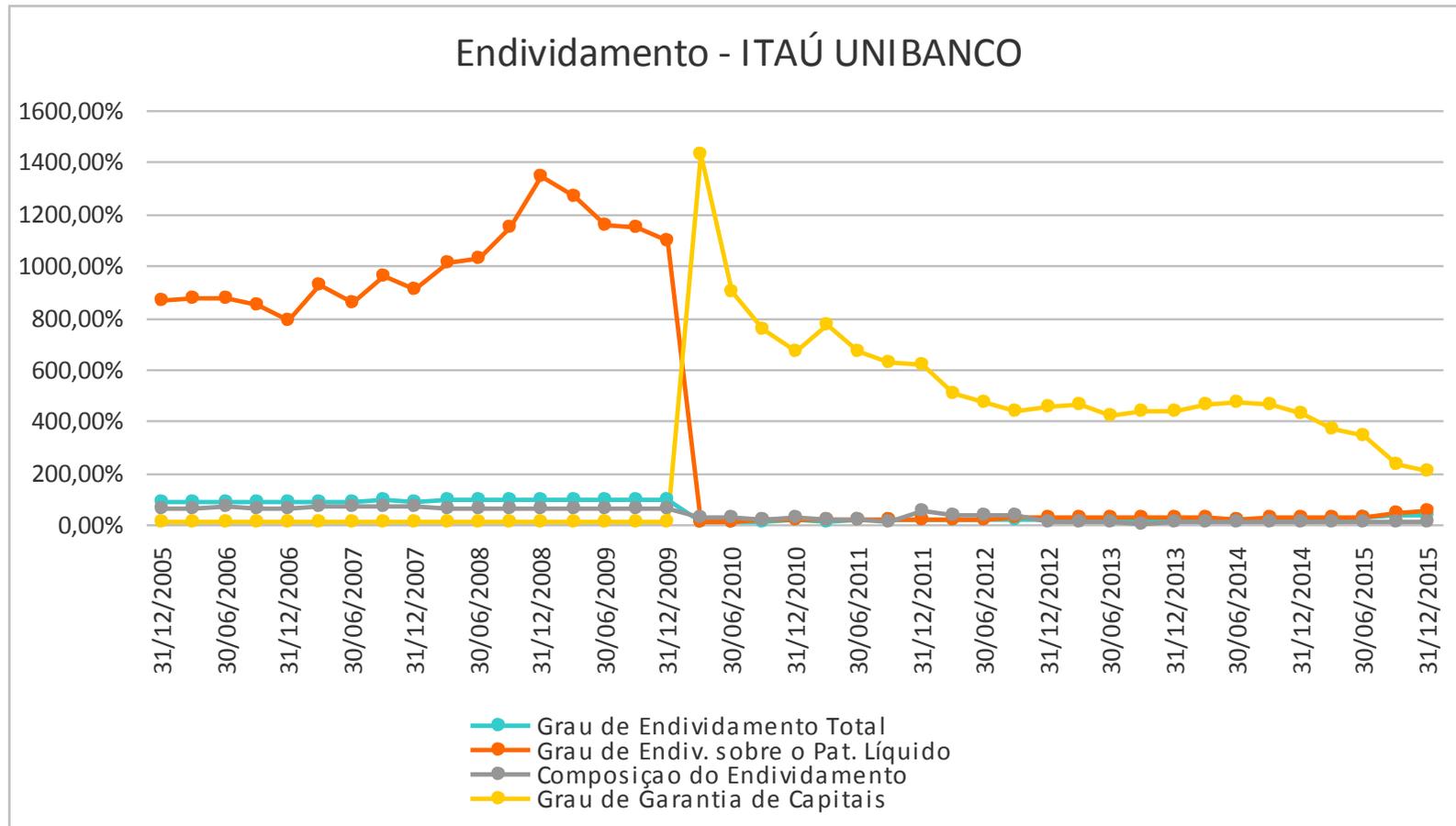


ITAÚ UNIBANCO

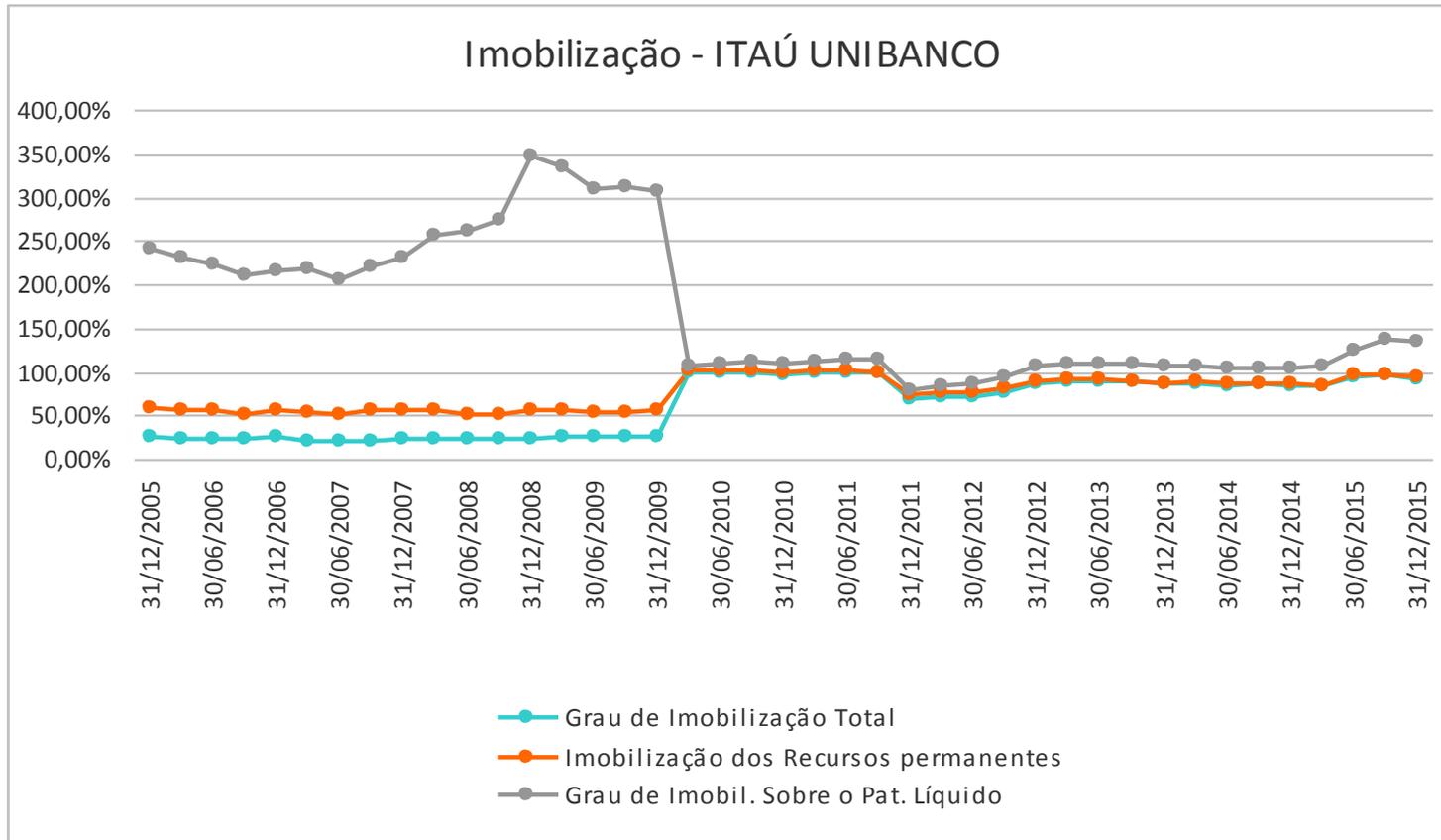
APÊNDICE A2 - Liquidez ITAÚ UNIBANCO



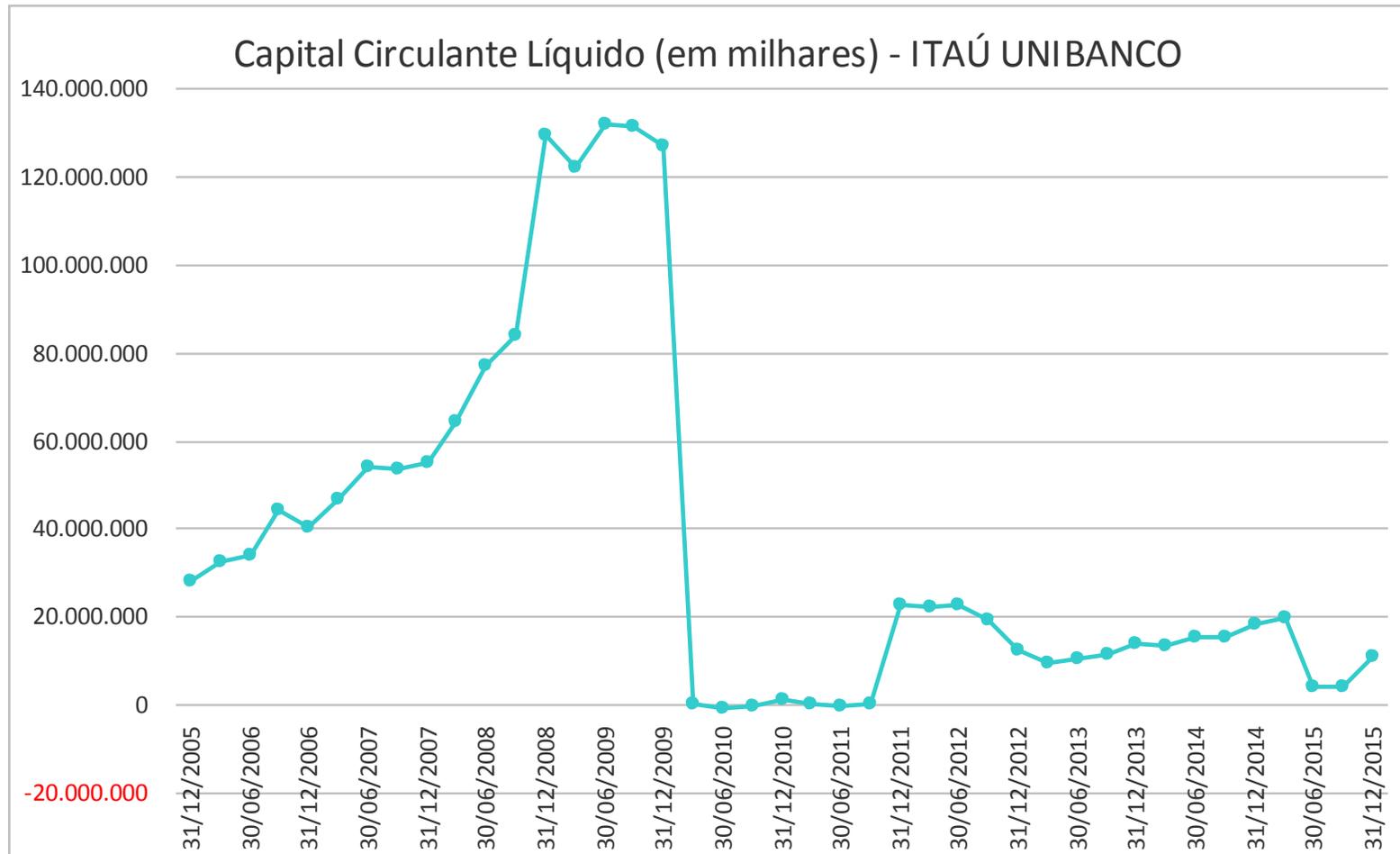
APÊNDICE B2 - Endividamento ITAÚ UNIBANCO



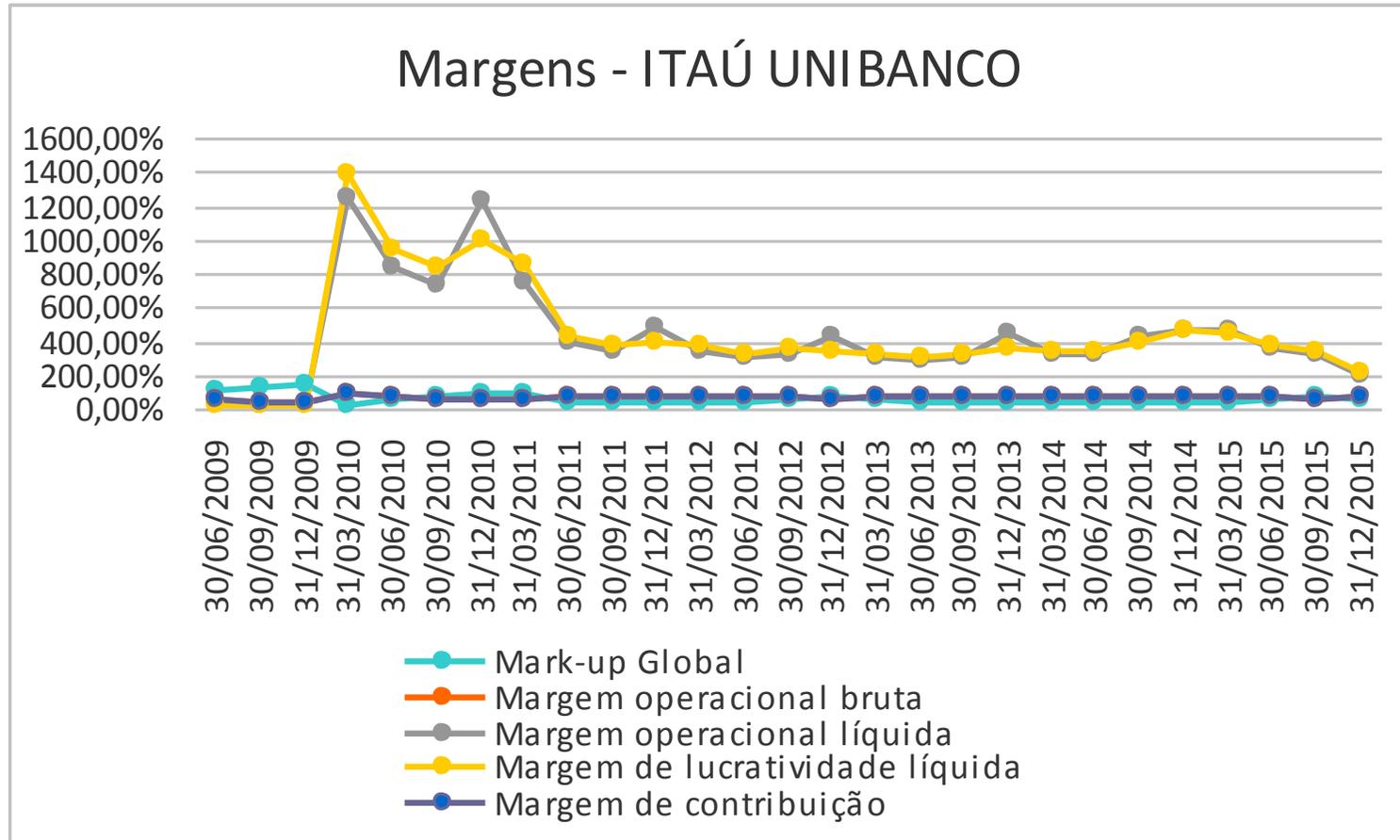
APÊNDICE C2 - Imobilização ITAÚ UNIBANCO



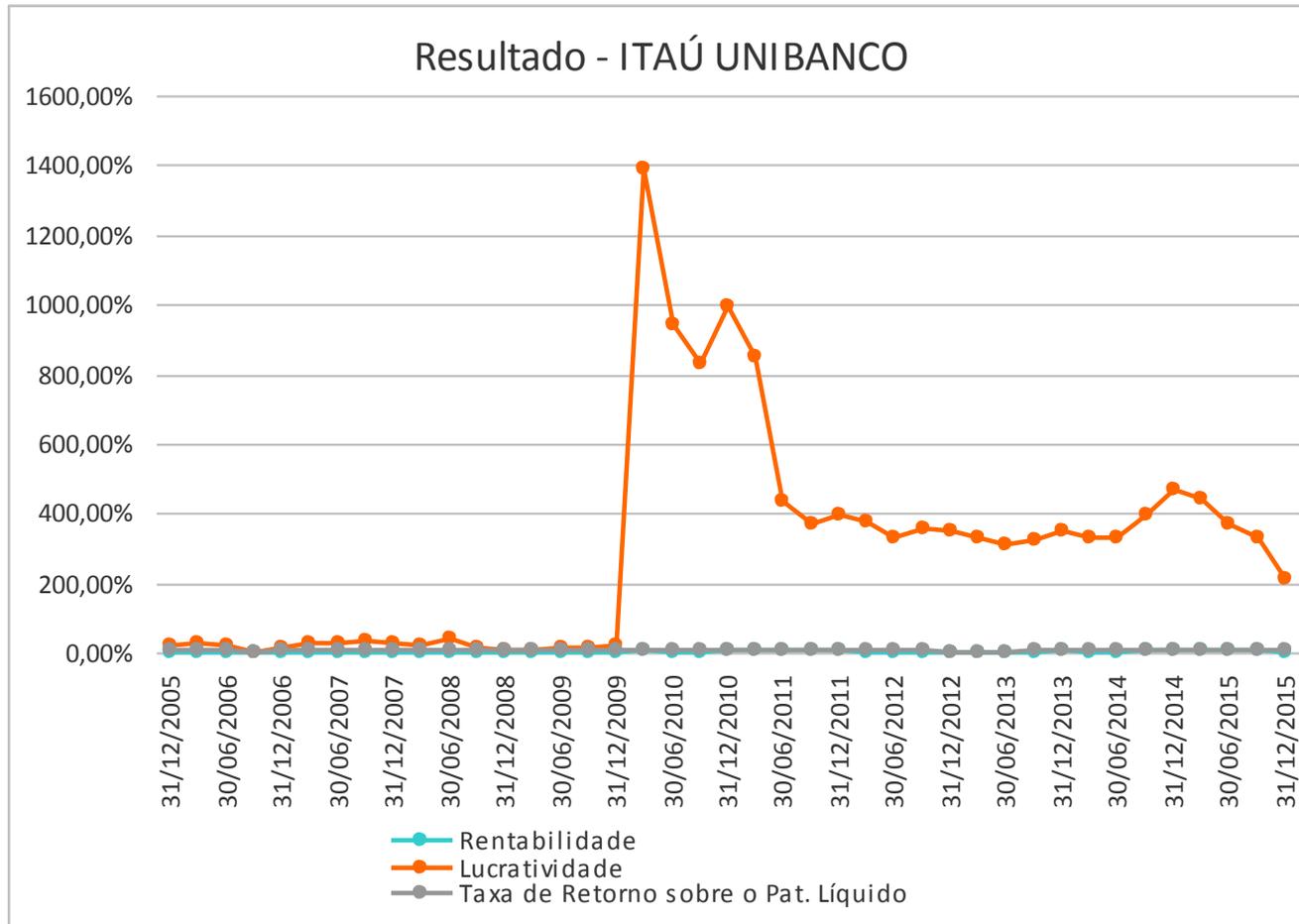
APÊNDICE D2 - Capital Circulante Líquido ITAÚ UNIBANCO



APÊNDICE E2 - Margens ITAÚ UNIBANCO

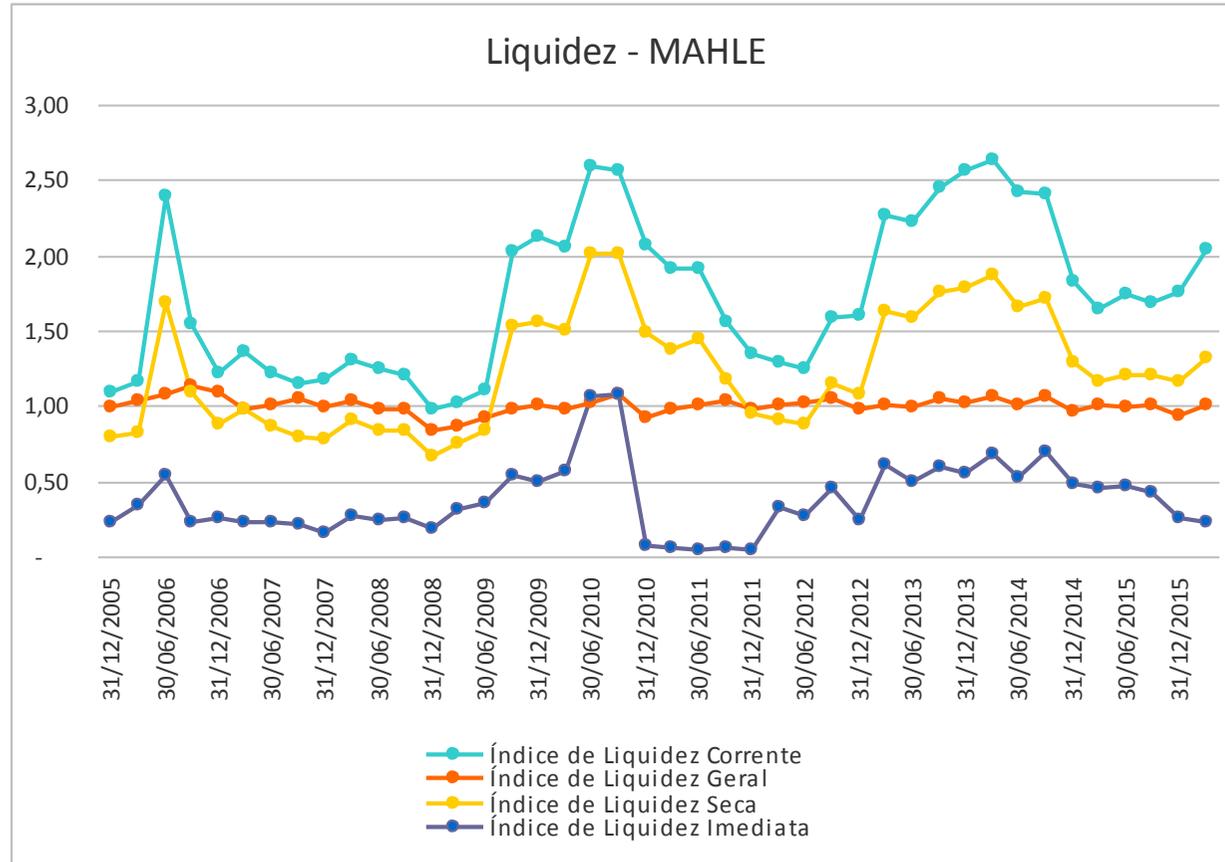


APÊNDICE F2 - Resultado ITAÚ UNIBANCO

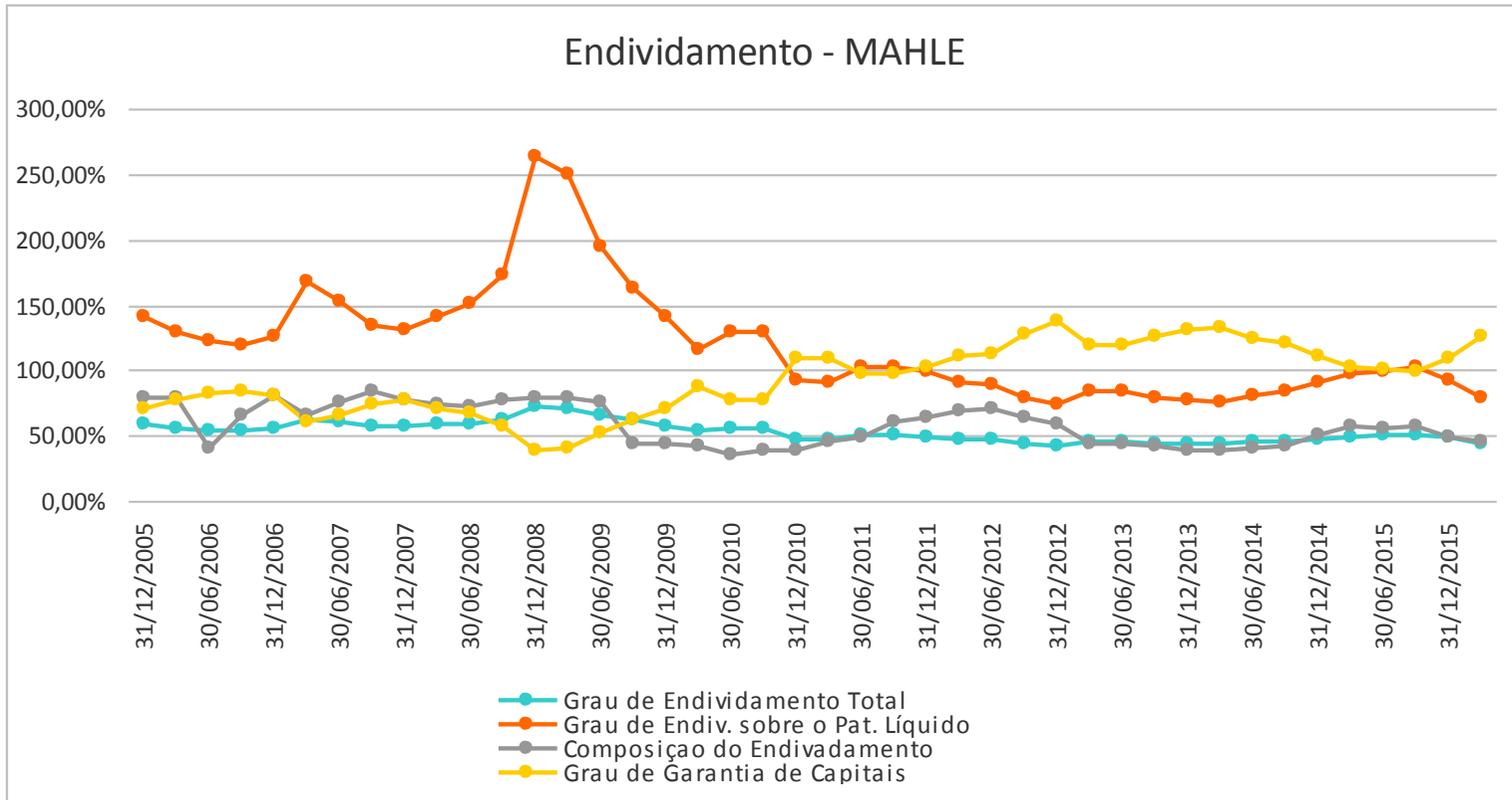


MAHLE

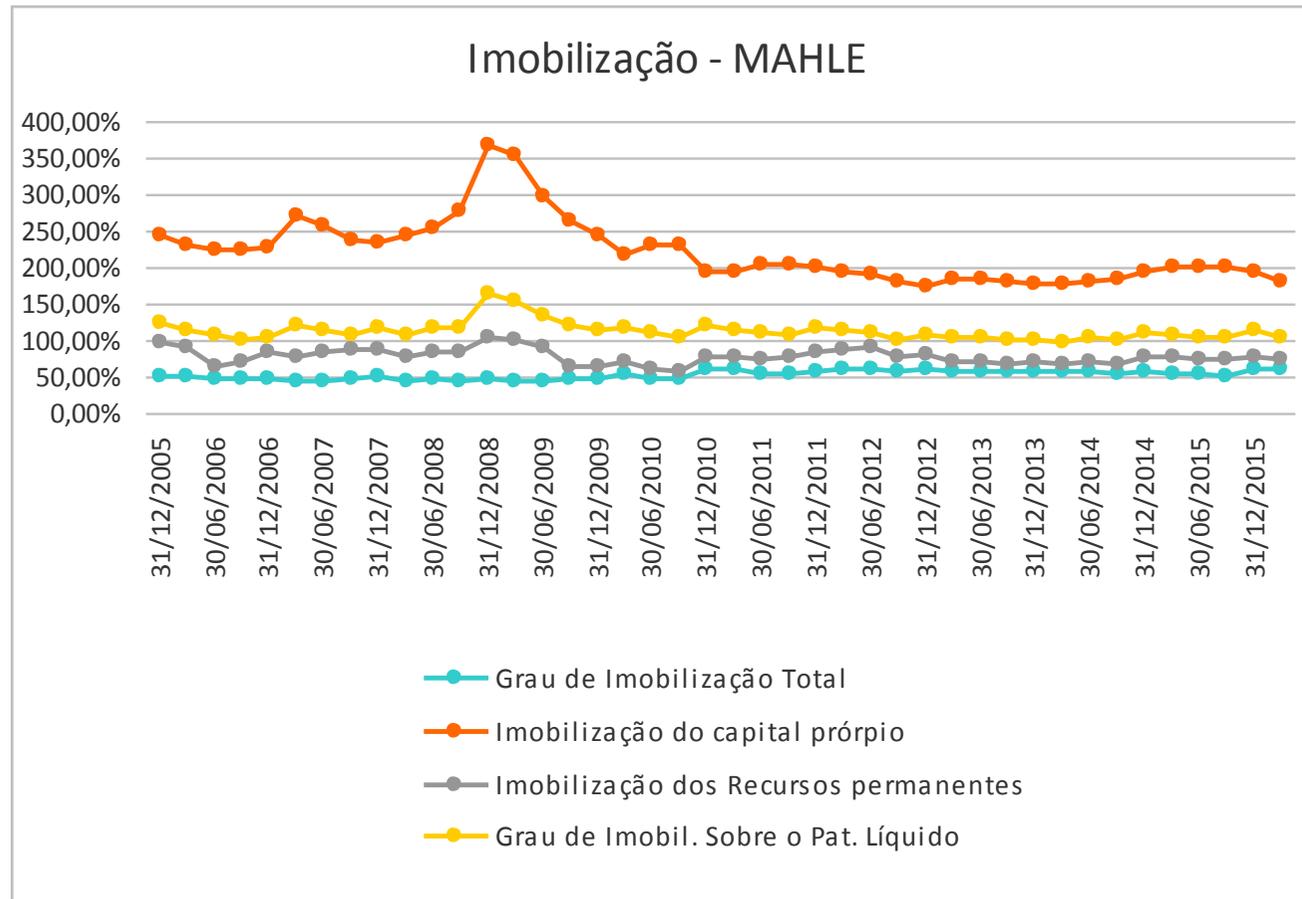
APÊNDICE G2 - Liquidez MAHLE



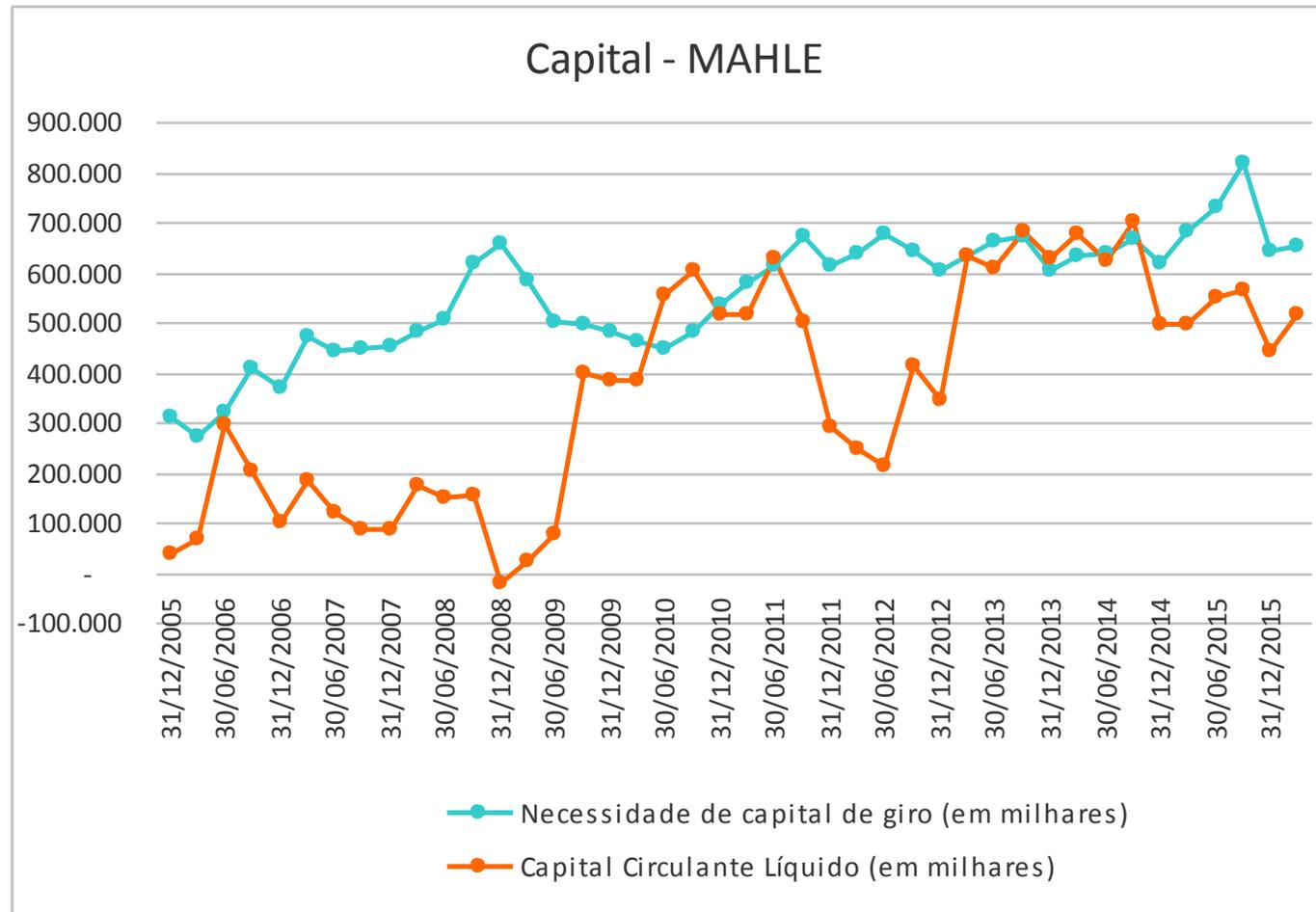
APÊNDICE H2 - Endividamento MAHLE



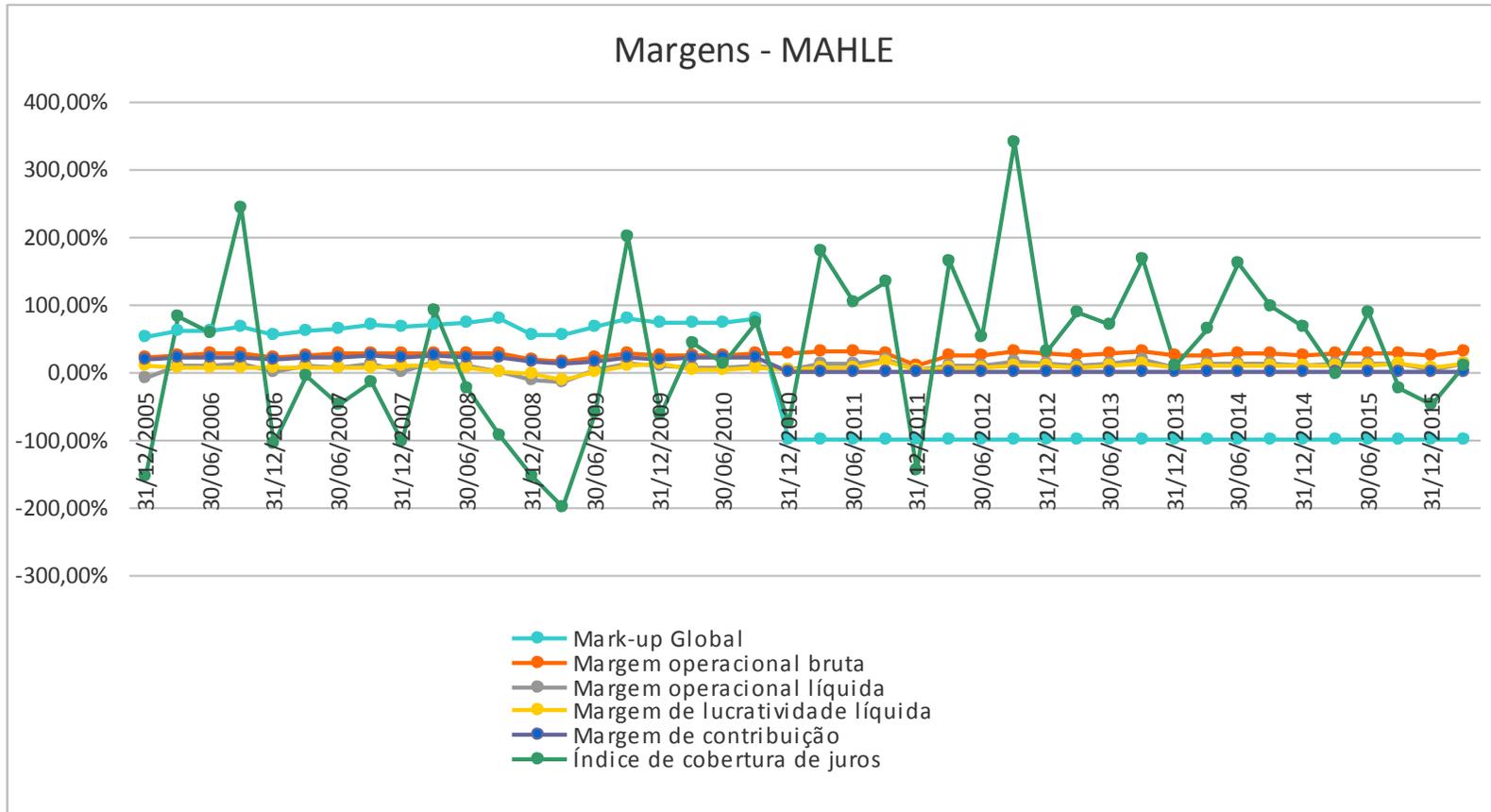
APÊNDICE I2 - Imobilização MAHLE



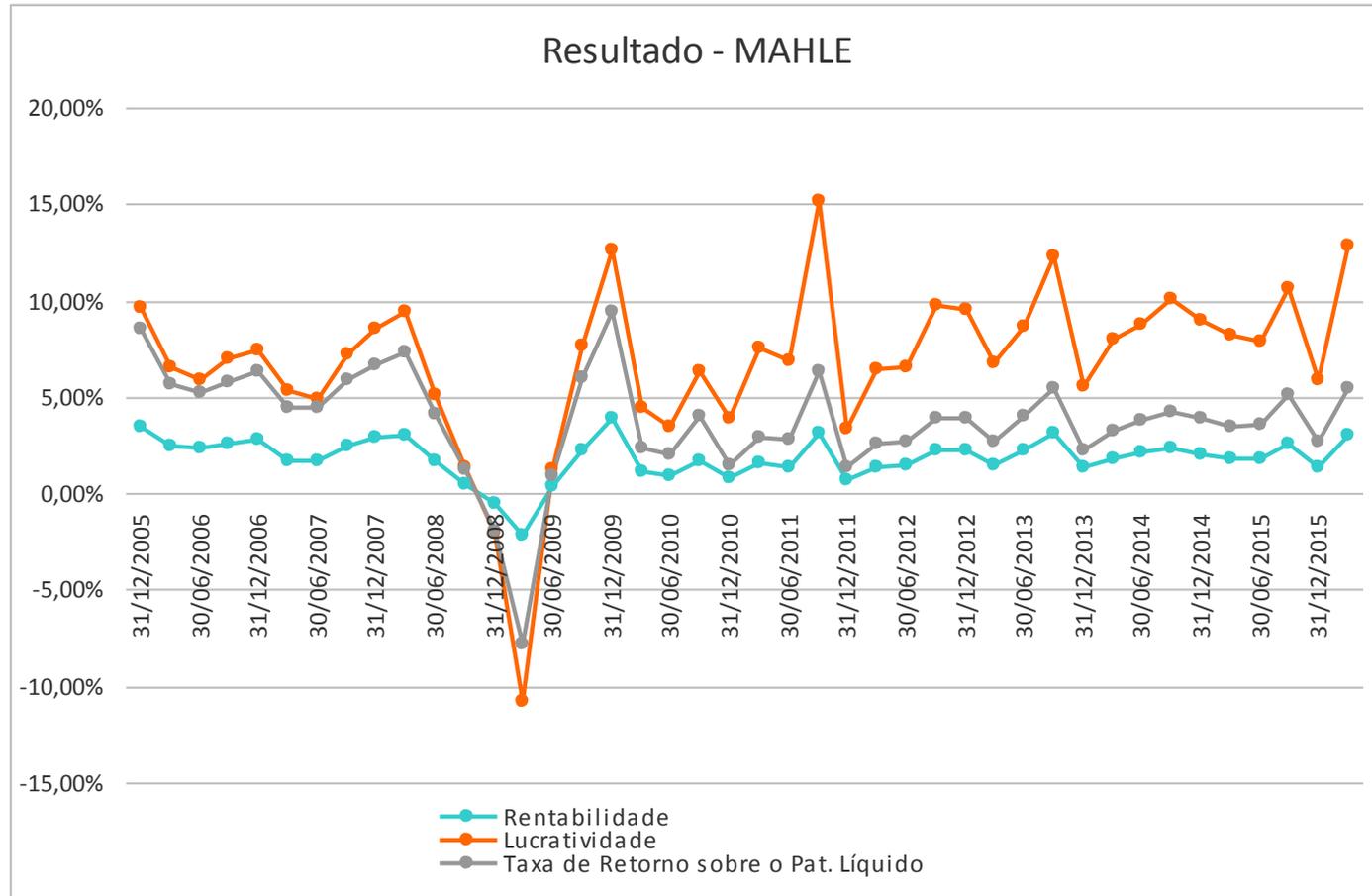
APÊNDICE J2 - Capital MAHLE



APÊNDICE K2 - Margens MAHLE

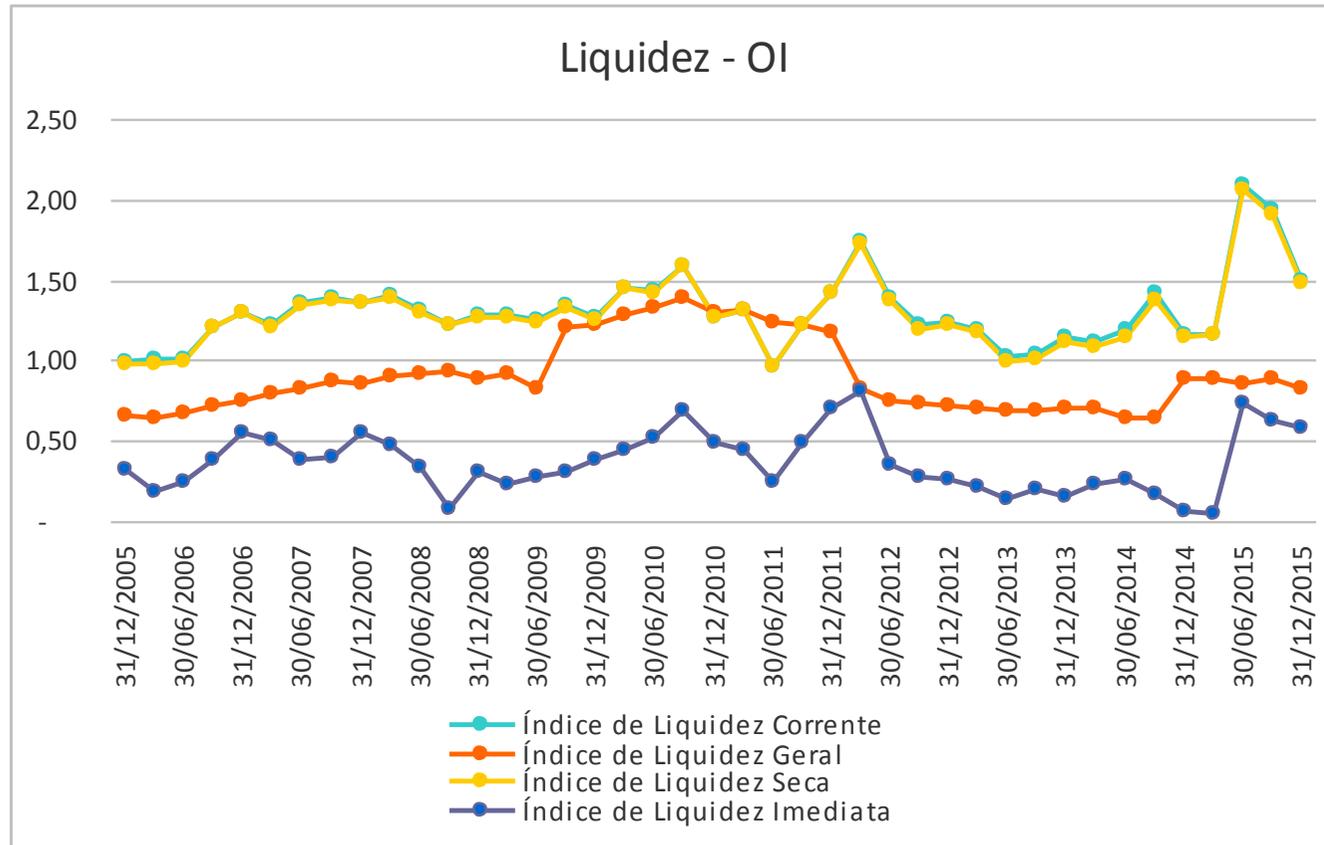


APÊNDICE L2 - Resultado MAHLE

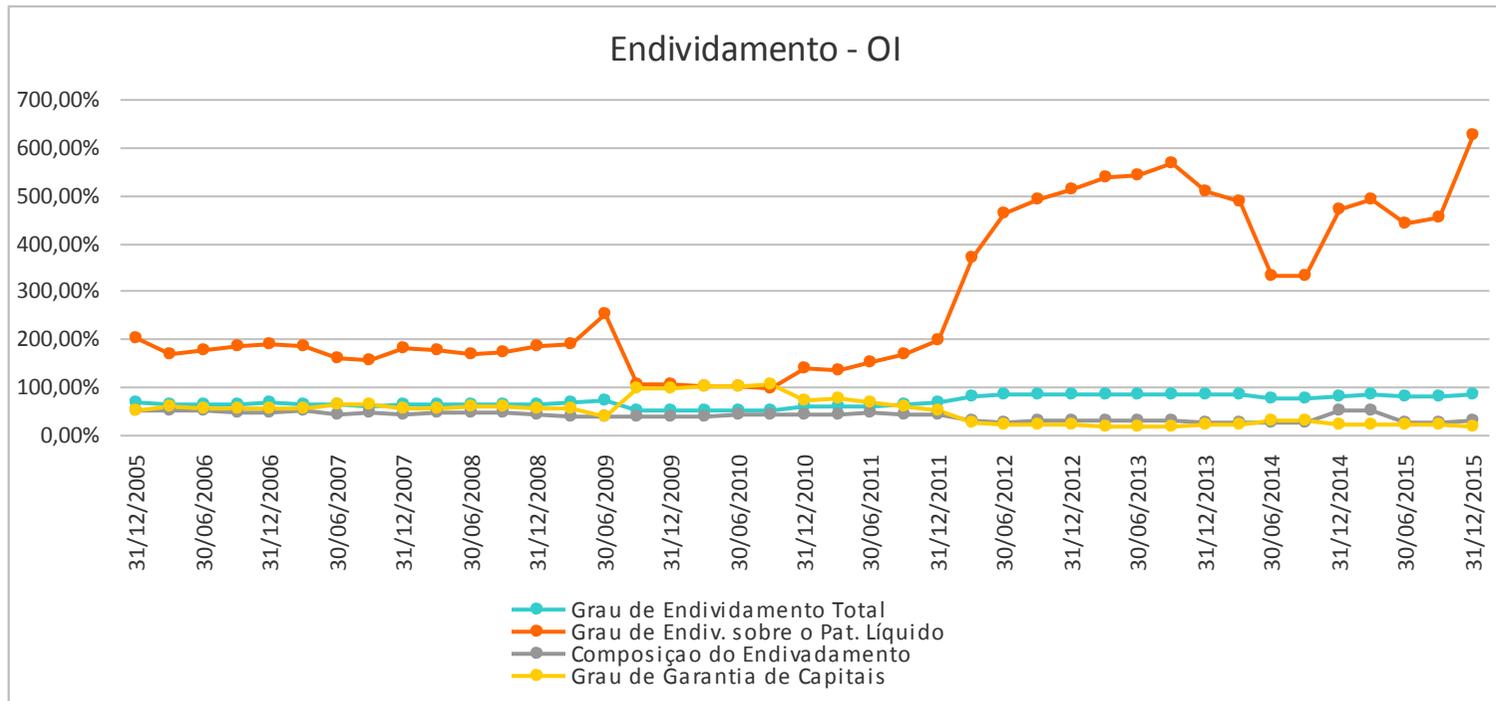


01

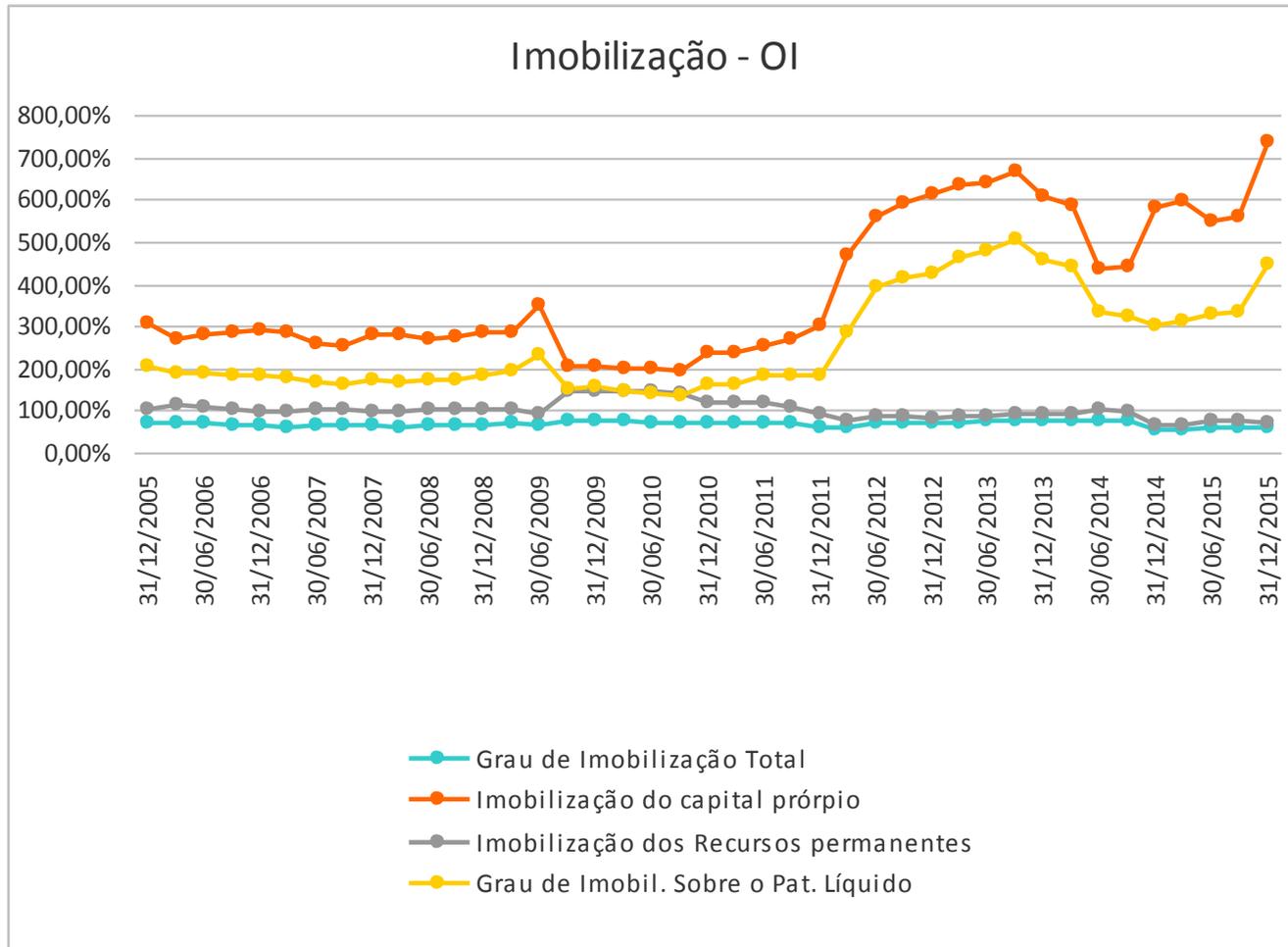
APÊNDICE M2 - Liquidez OI



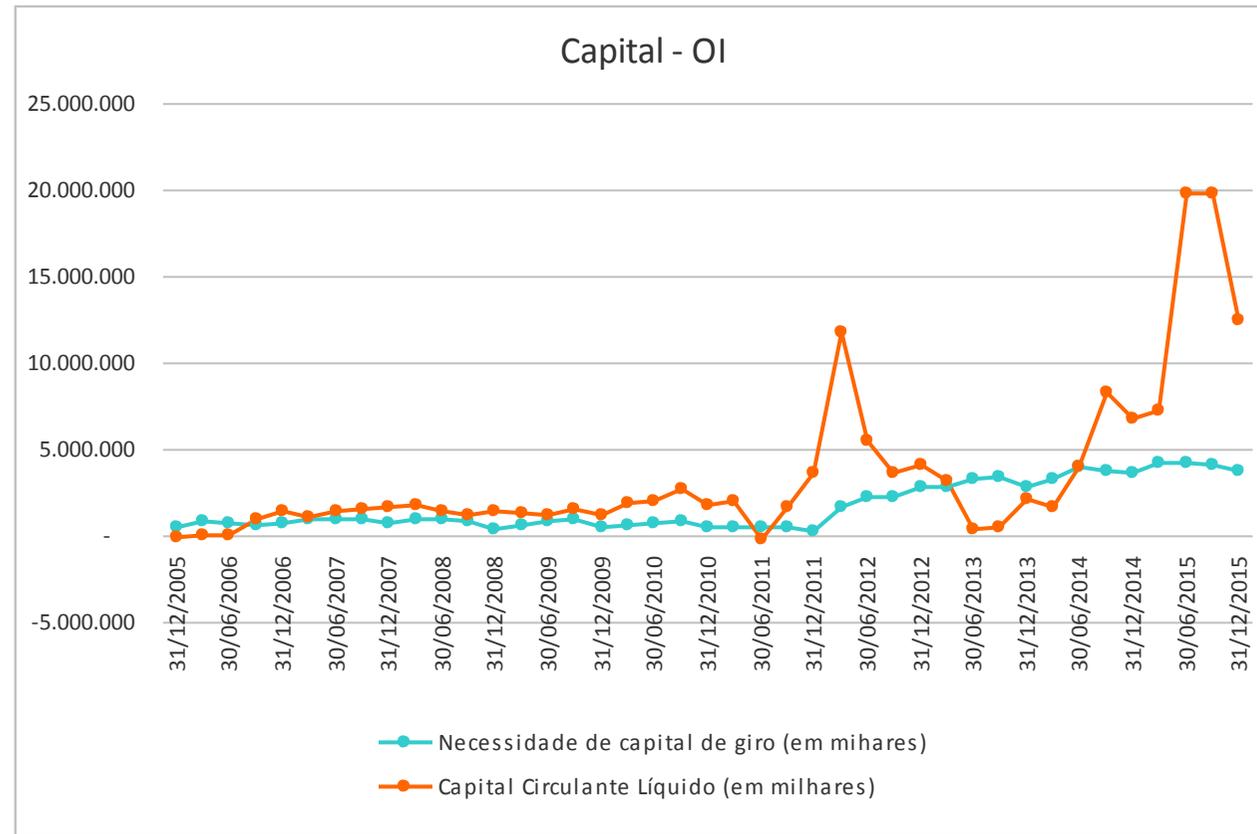
APÊNDICE N2 - Endividamento OI



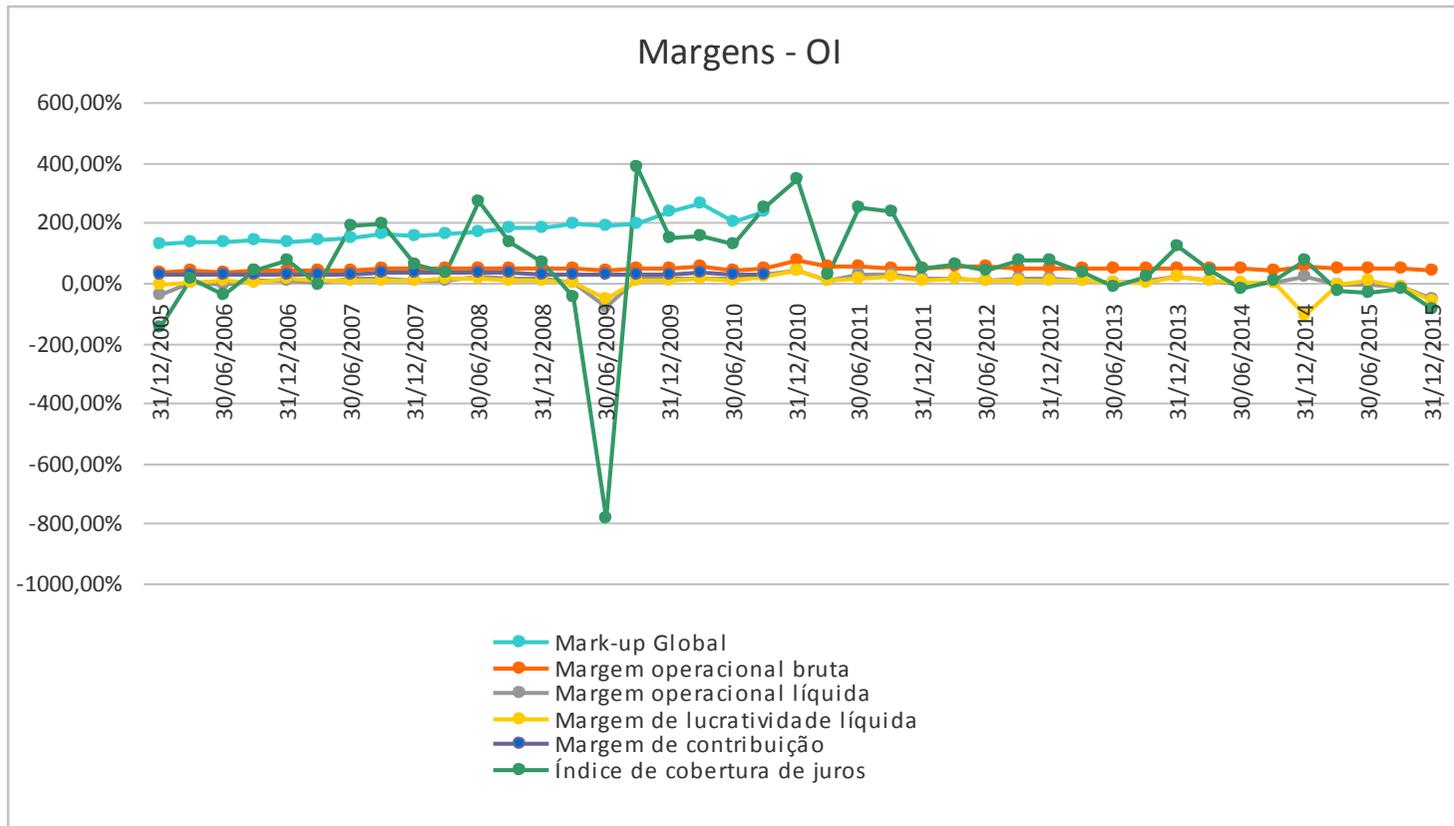
APÊNDICE O2- Imobilização OI



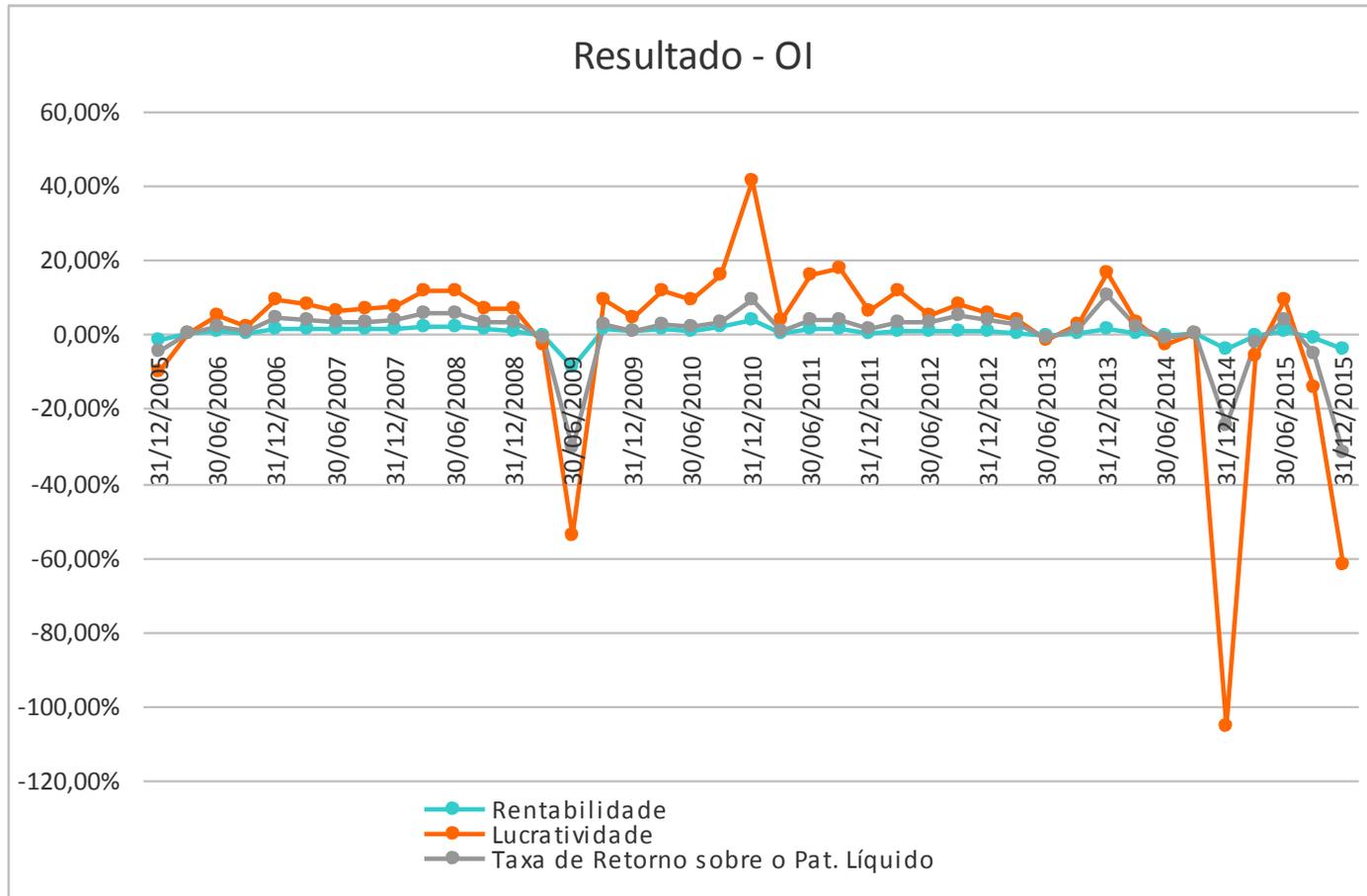
APÊNDICE P2 - Capital OI



APÊNDICE Q2 - Margens OI

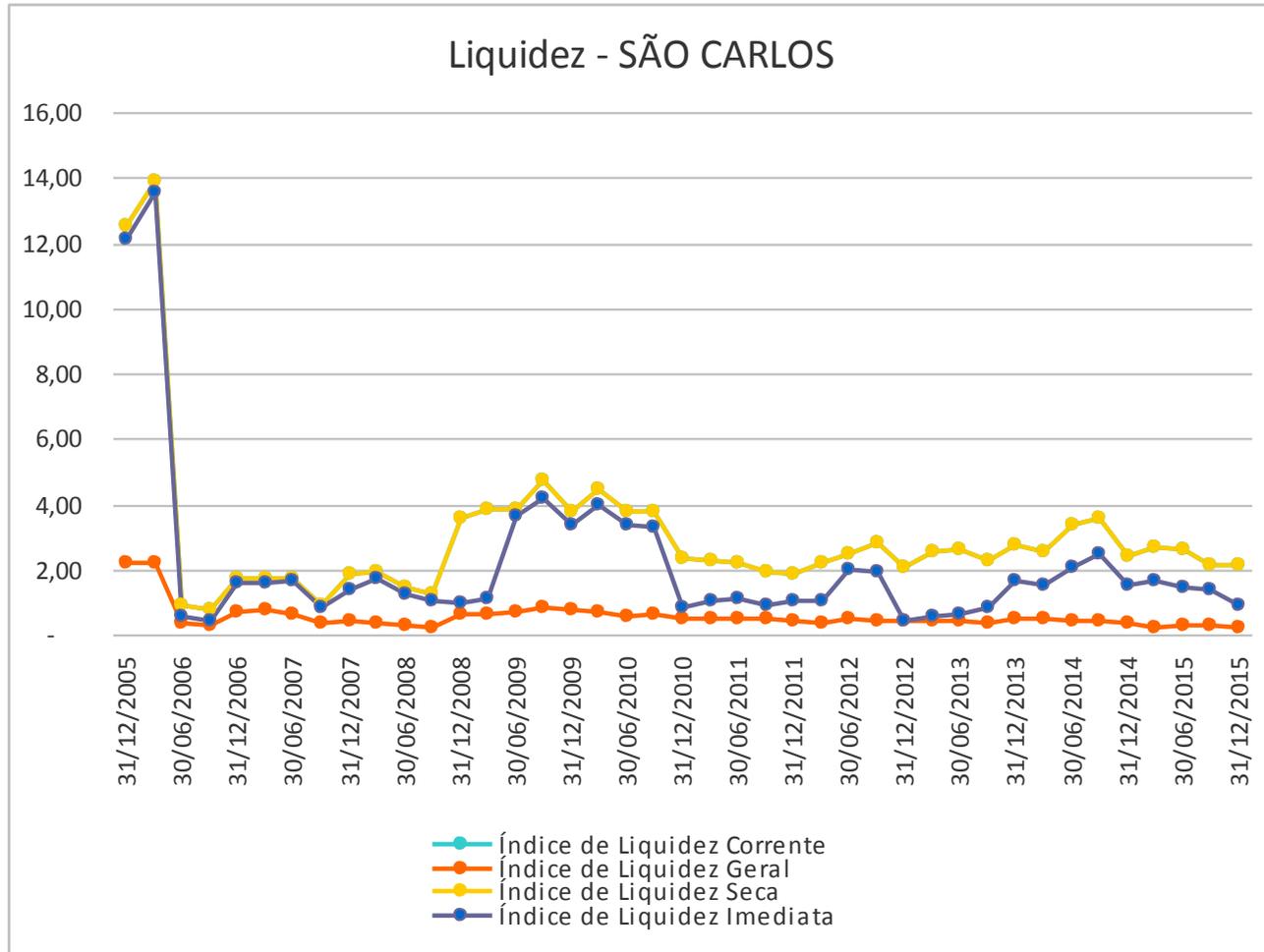


APÊNDICE R2 - Resultado OI

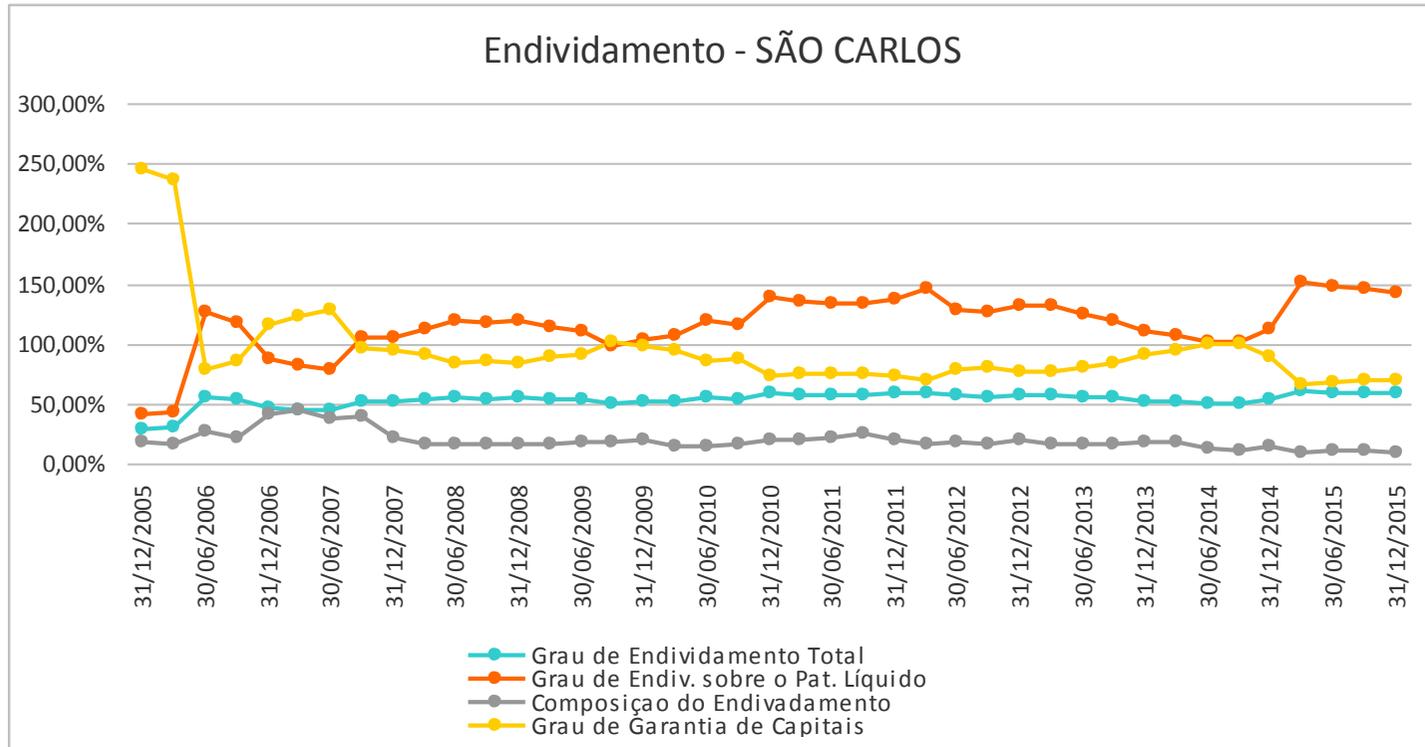


SÃO CARLOS

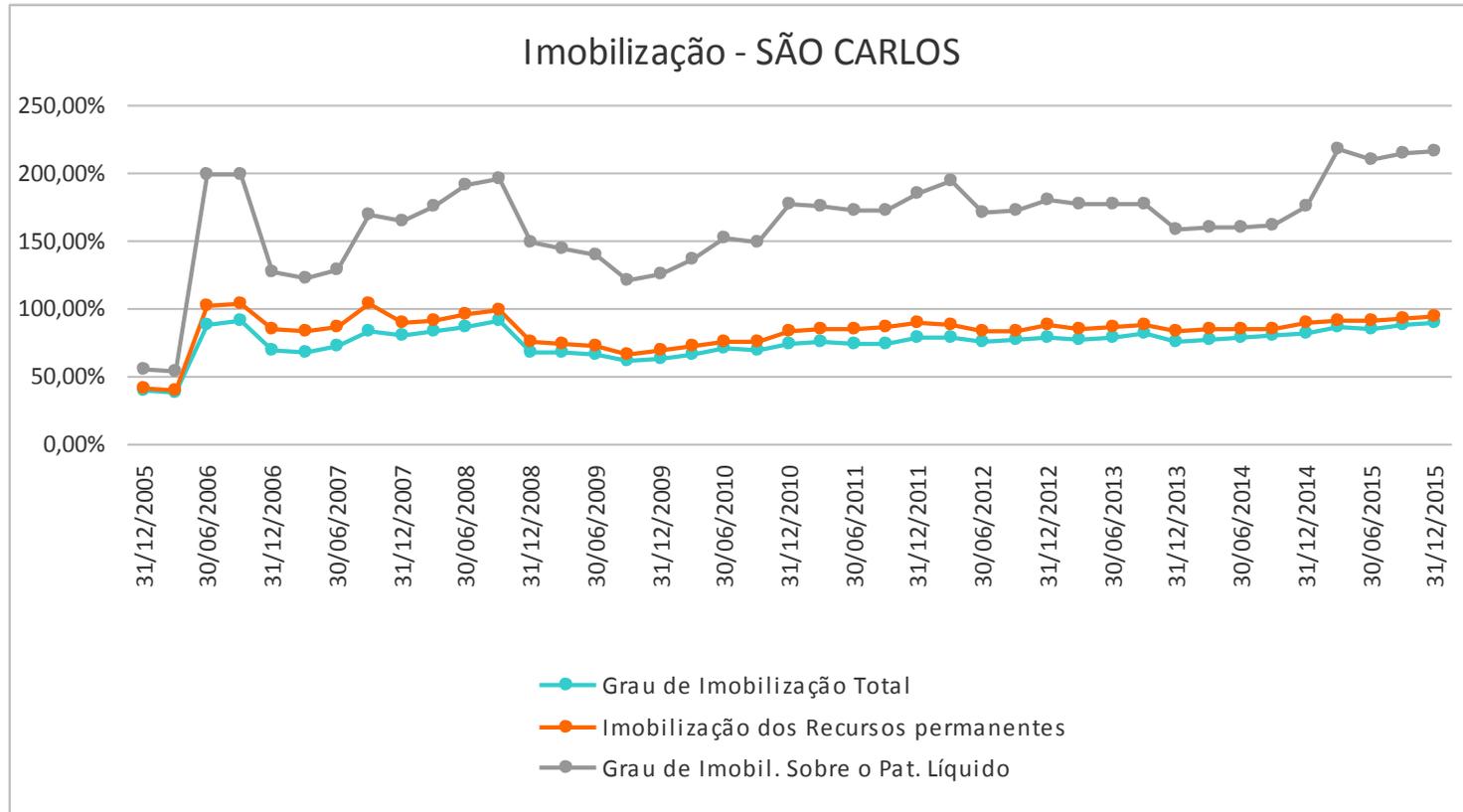
APÊNDICE S2 - Liquidez SÃO CARLOS



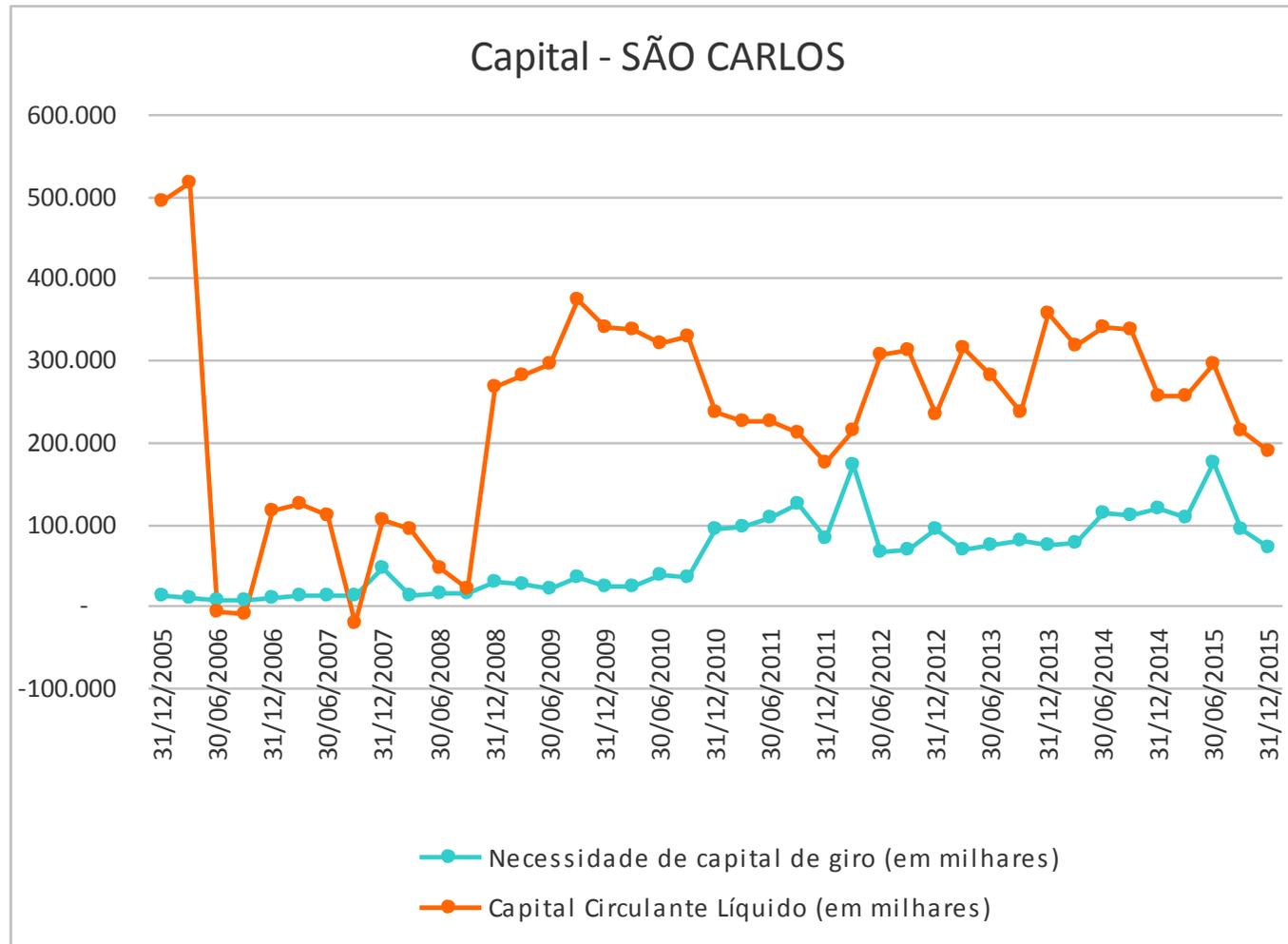
APÊNDICE T2 - Endividamento SÃO CARLOS



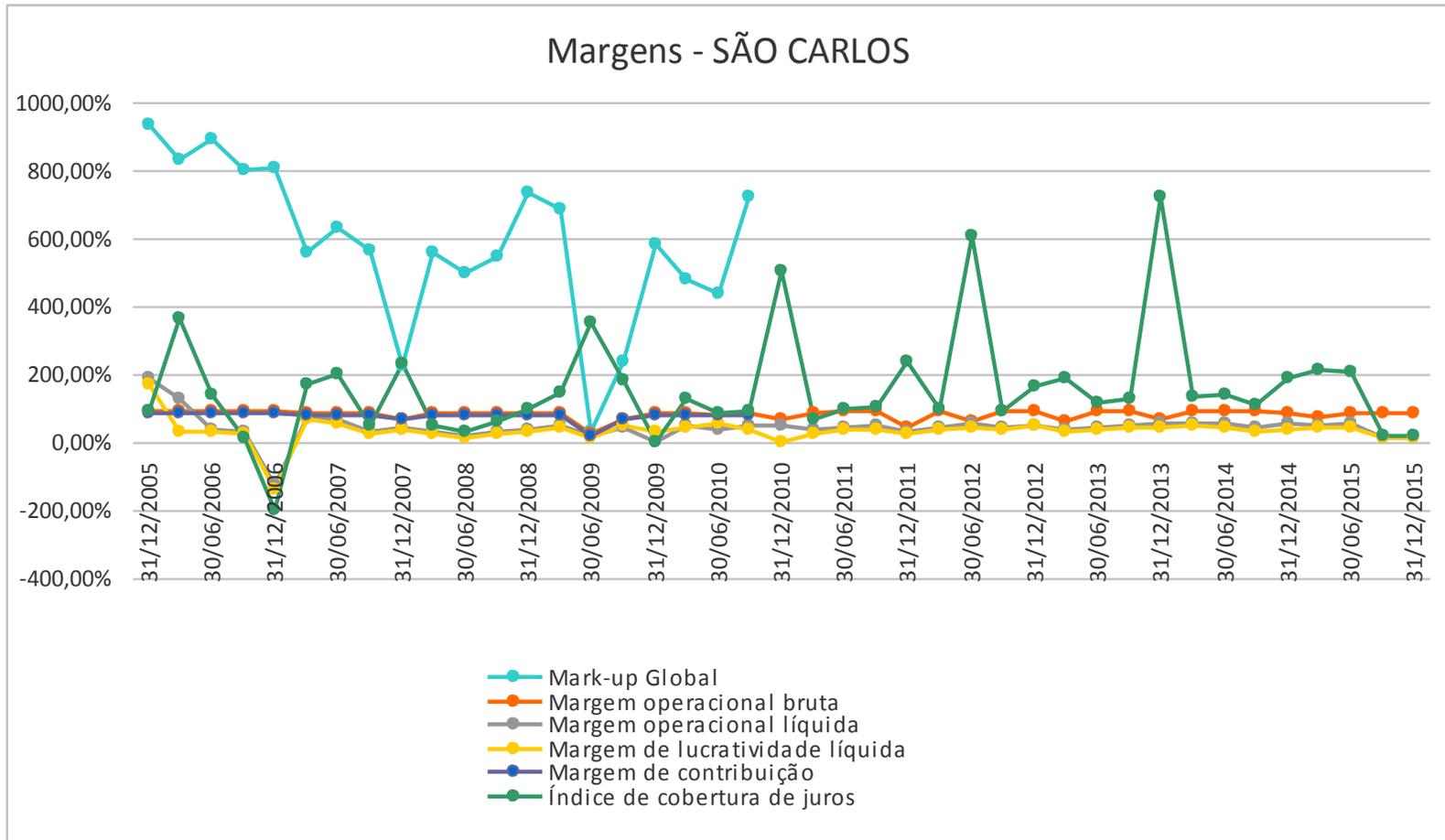
APÊNDICE U2 - Imobilização SÃO CARLOS



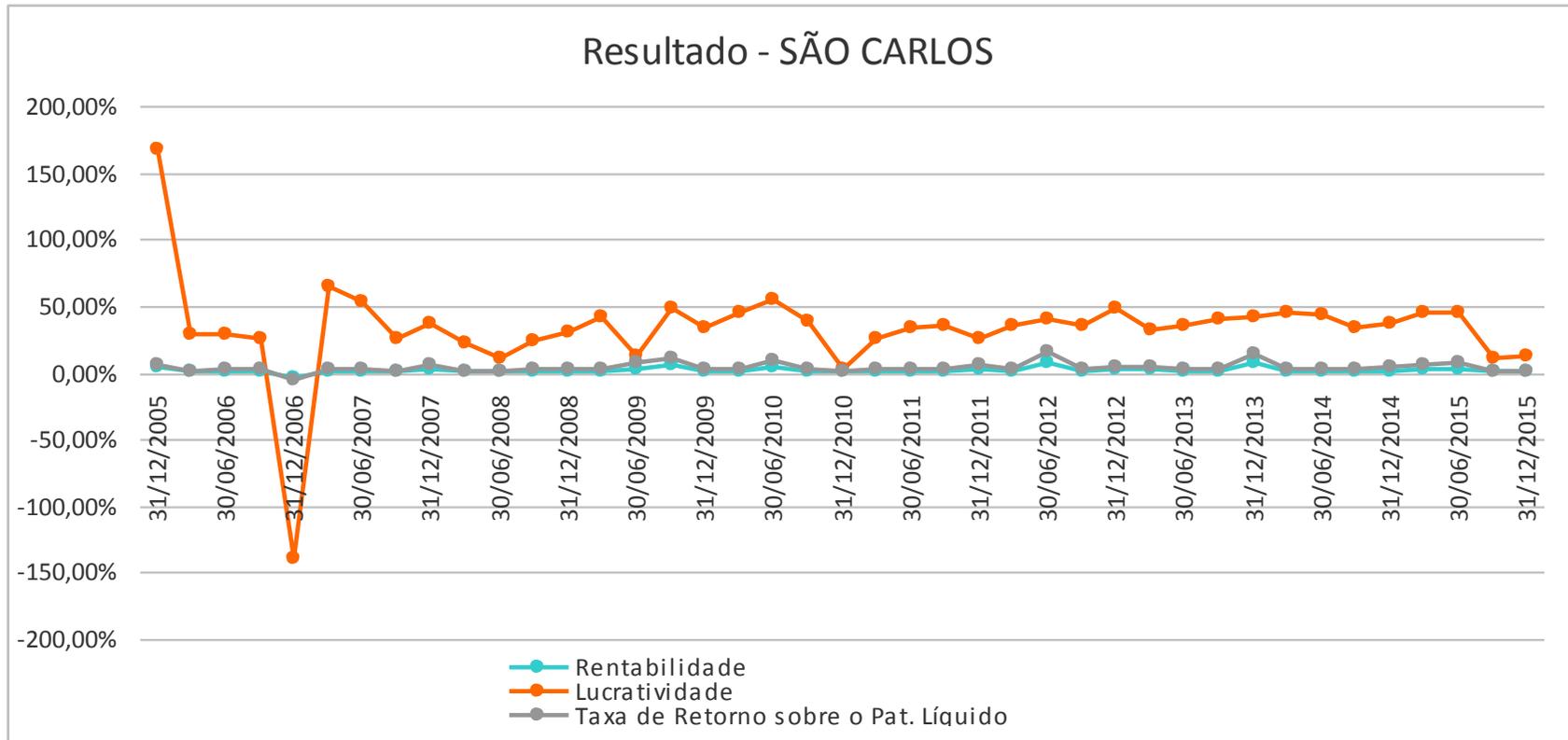
APÊNDICE V2 - Capital SÃO CARLOS



APÊNDICE X2 - Margens SÃO CARLOS

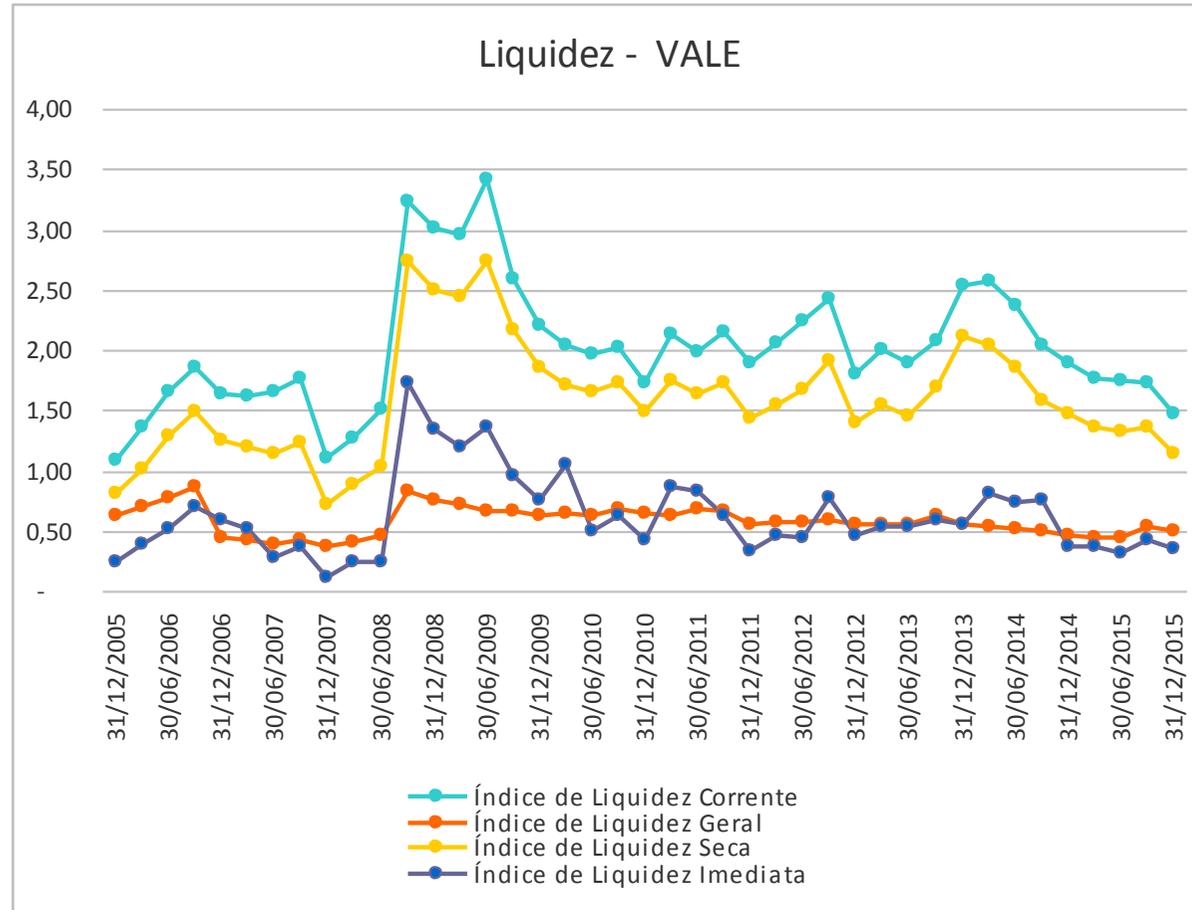


APÊNDICE Z2 - Resultado SÃO CARLOS

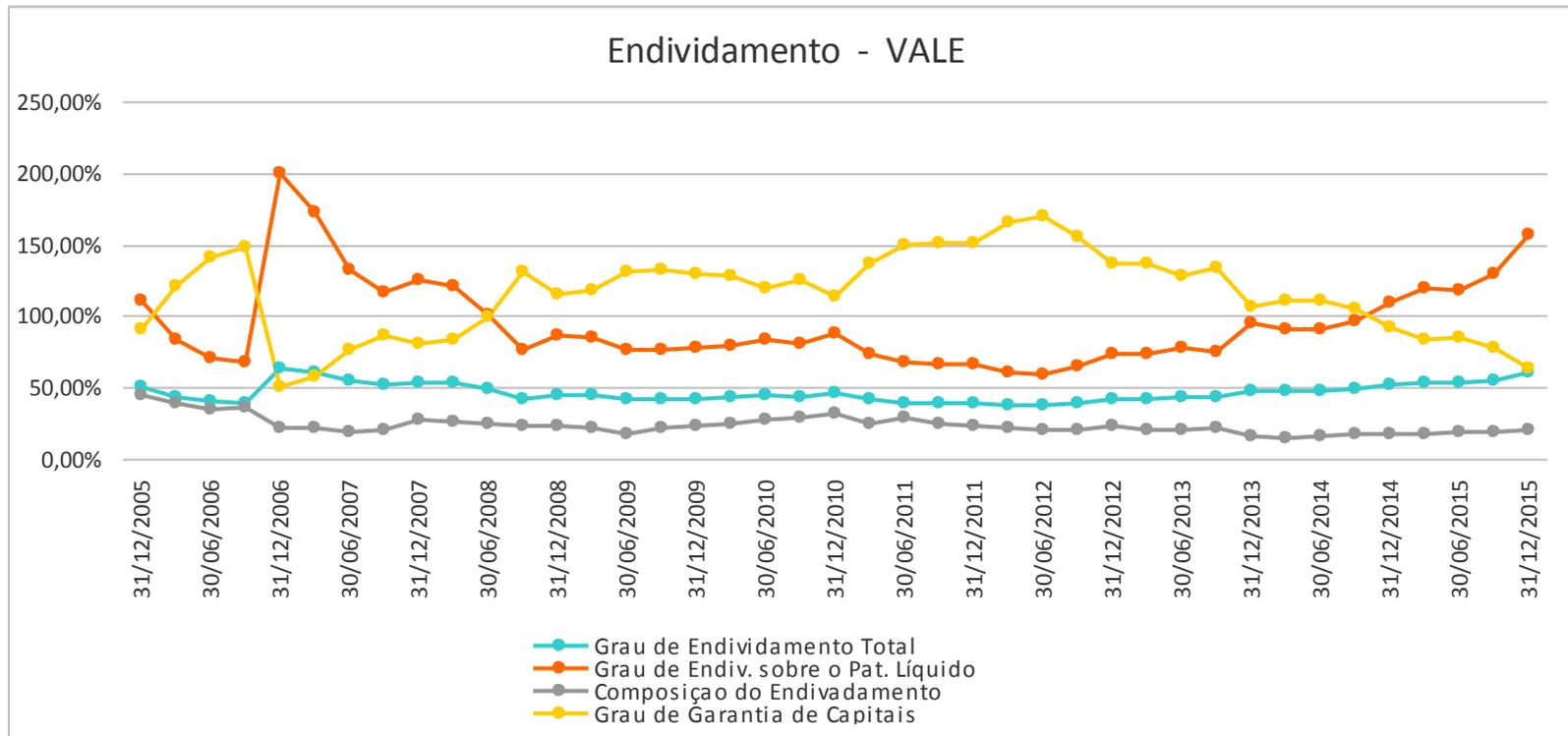


VALE

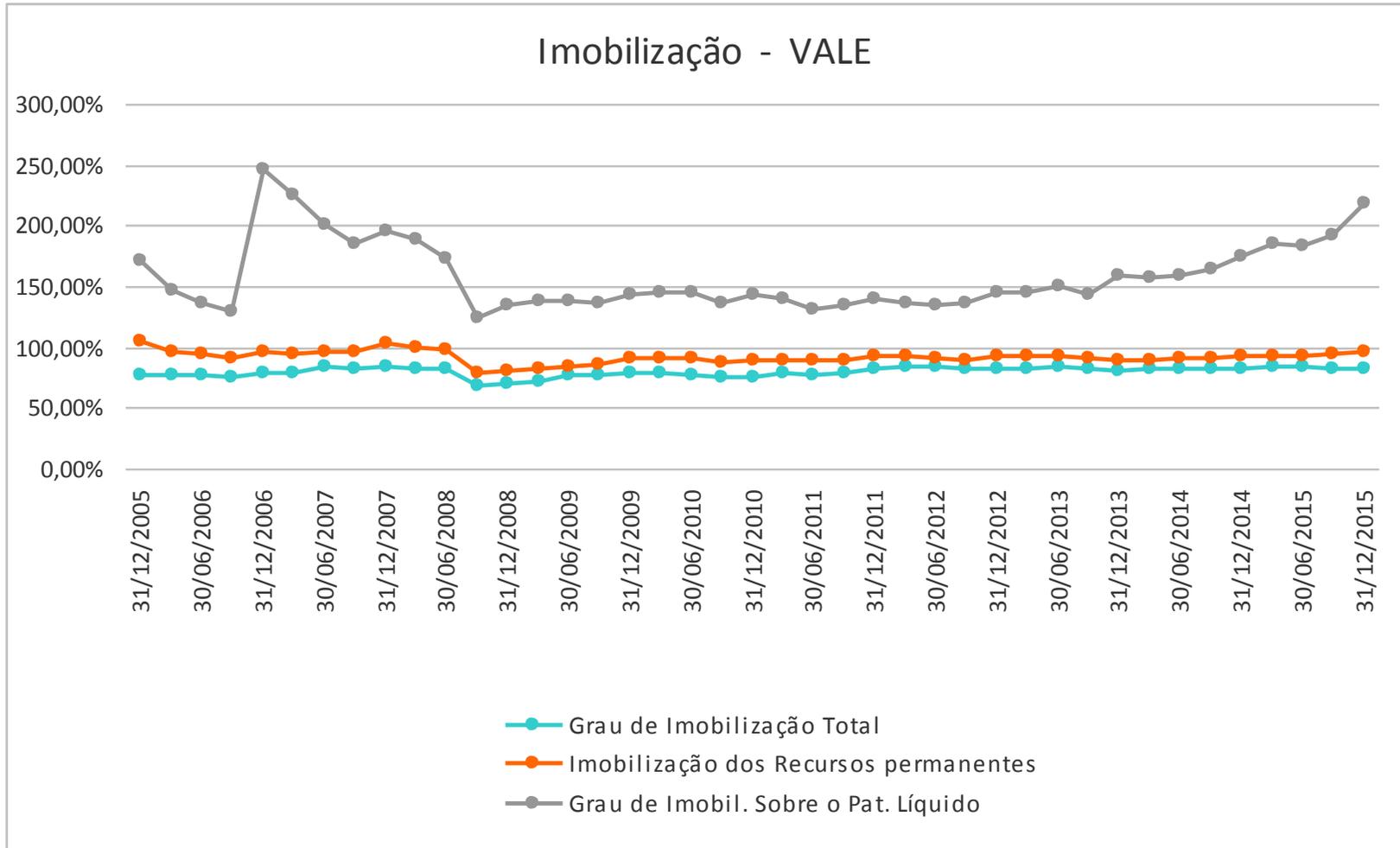
APÊNDICE A3 - Liquidez VALE



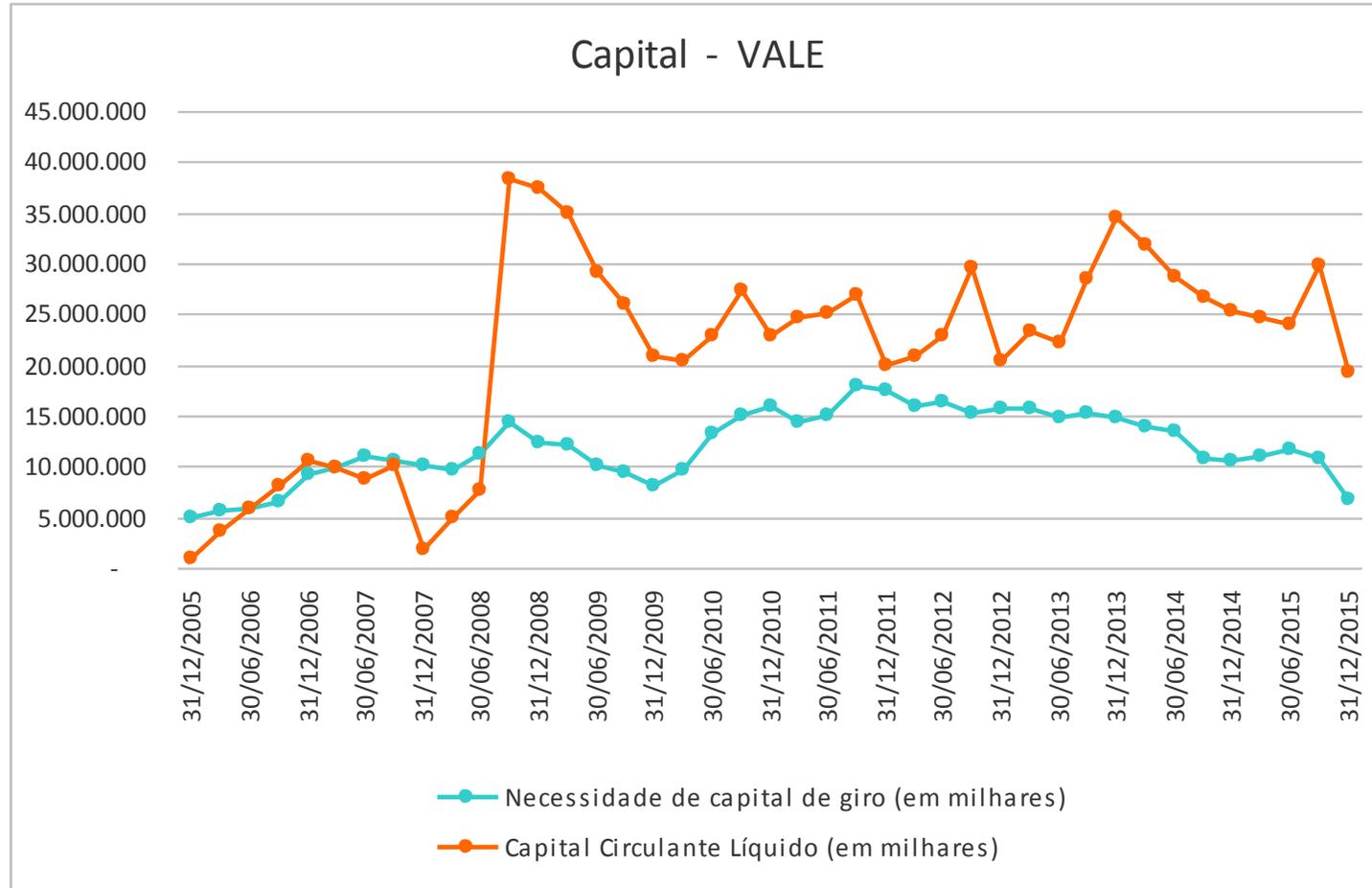
APÊNDICE B3 - Endividamento VALE



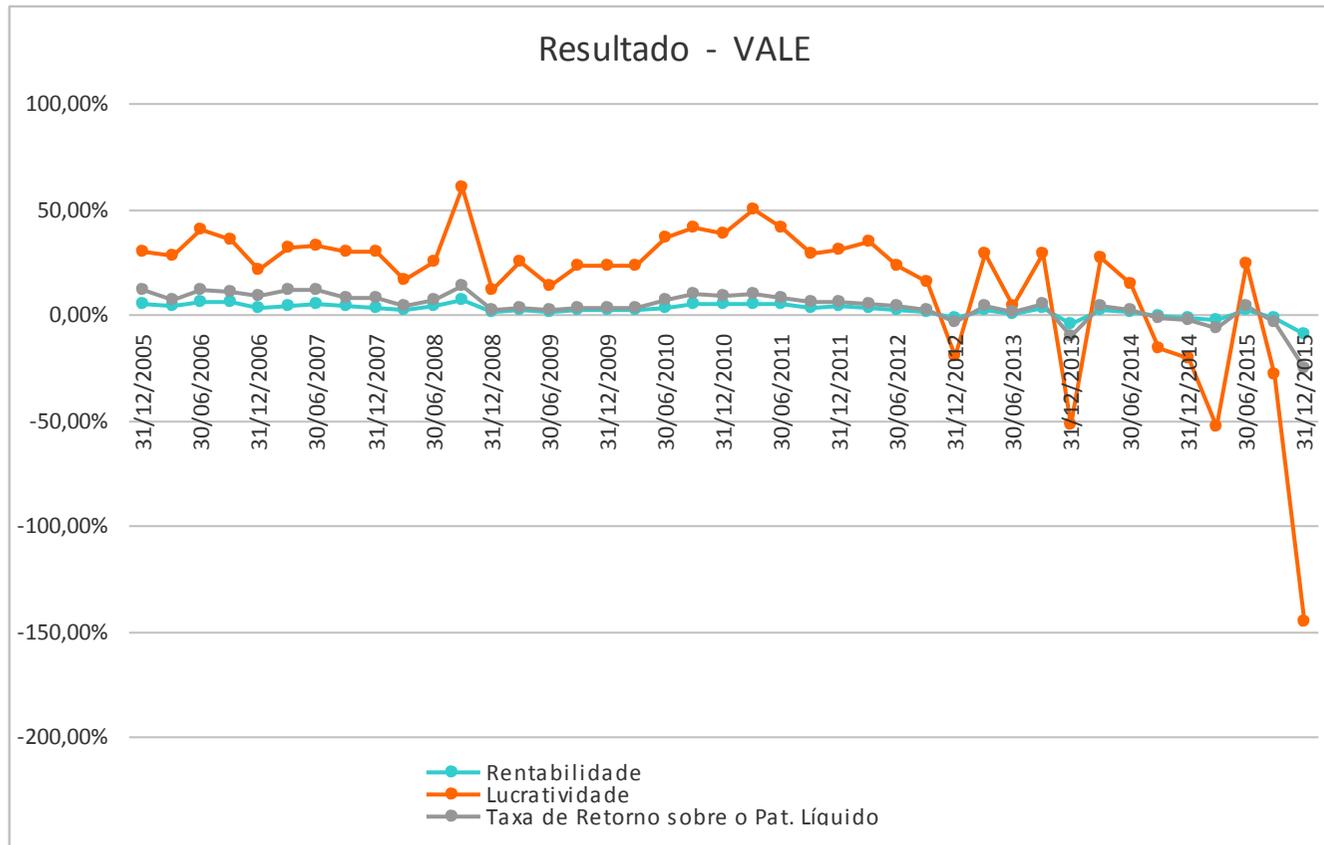
APÊNDICE C3 - Imobilização VALE



APÊNDICE D3 - Capital VALE

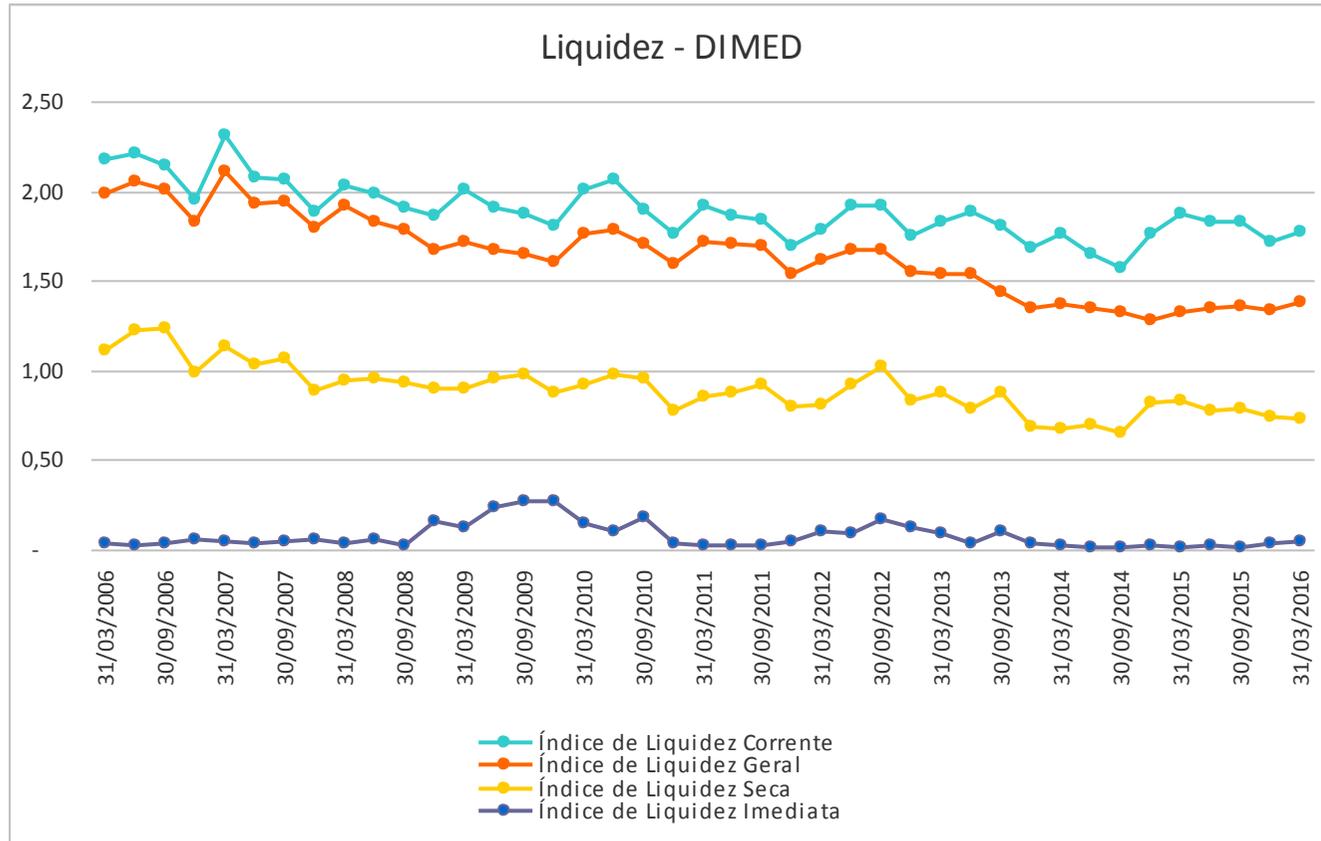


APÊNDICE F3 - Resultado VALE

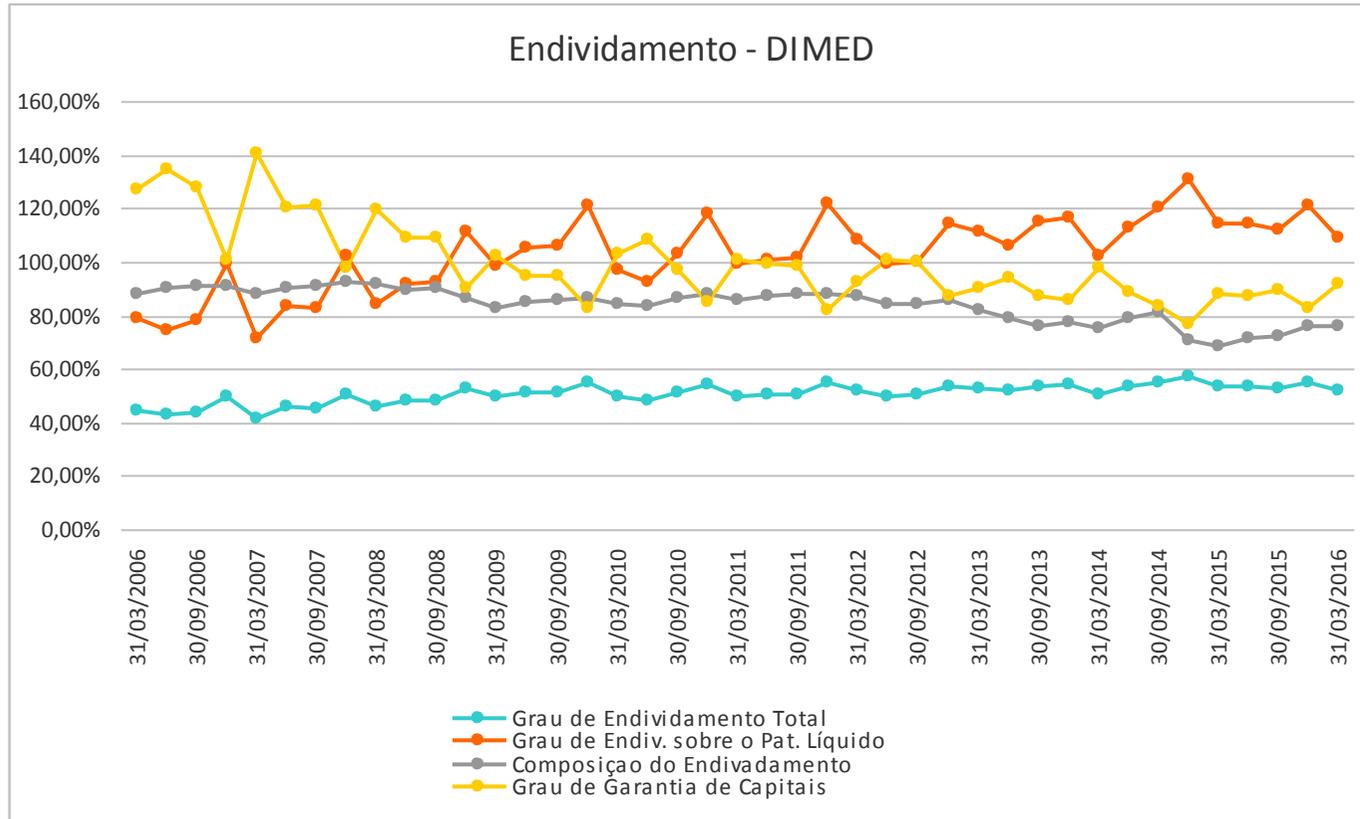


DIMED

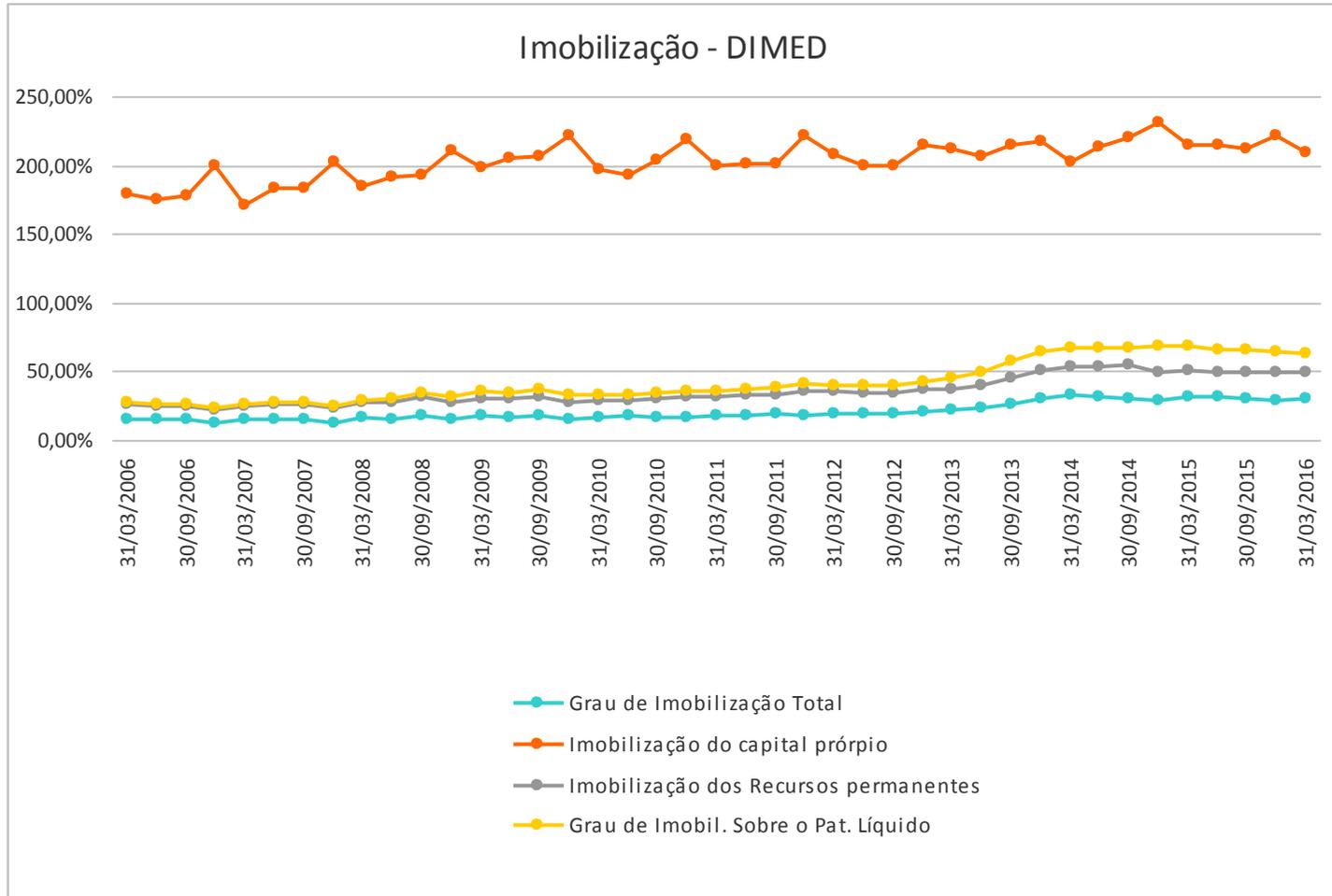
APÊNDICE G3 - Liquidez DIMED



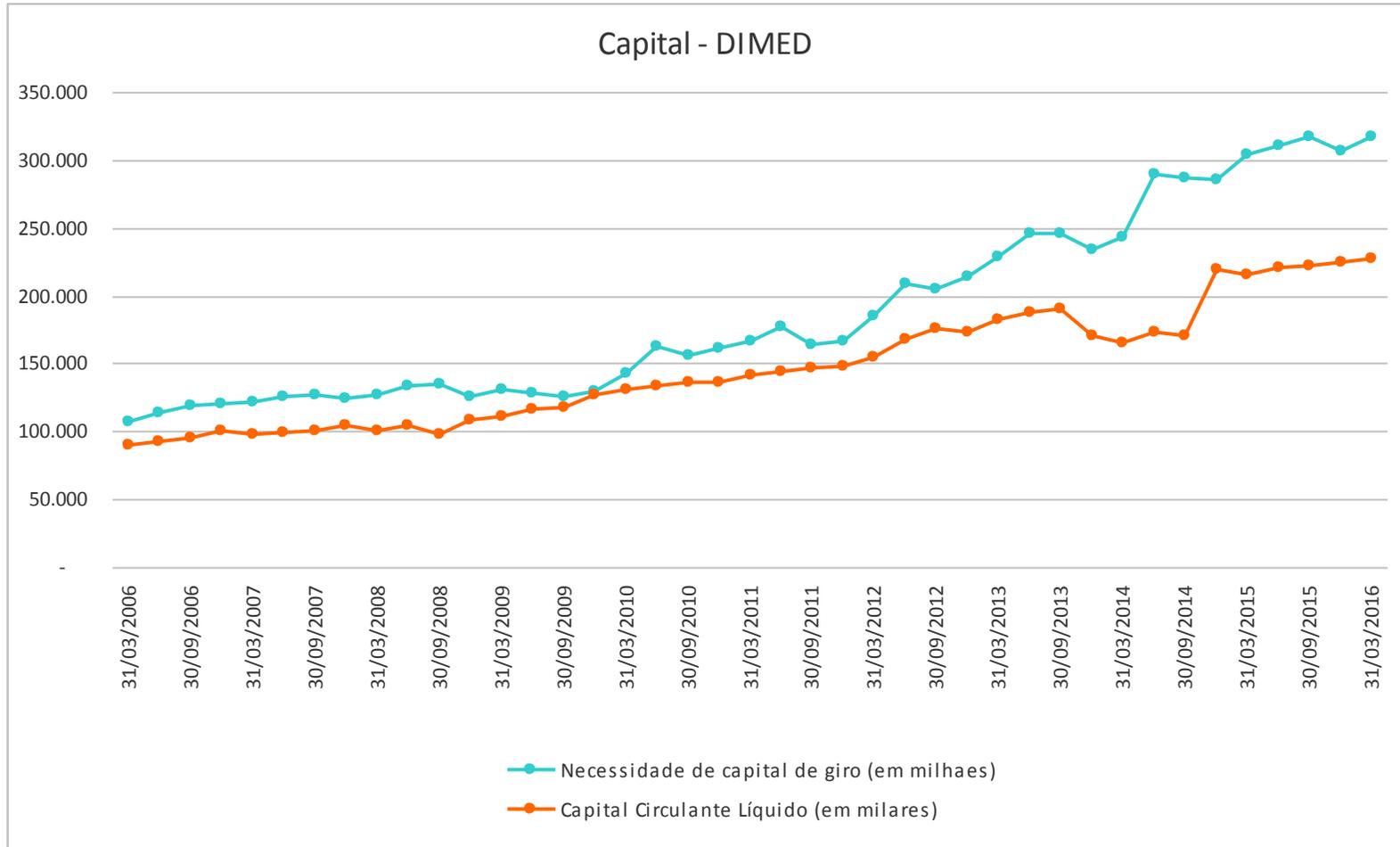
APÊNDICE H3 - Endividamento DIMED



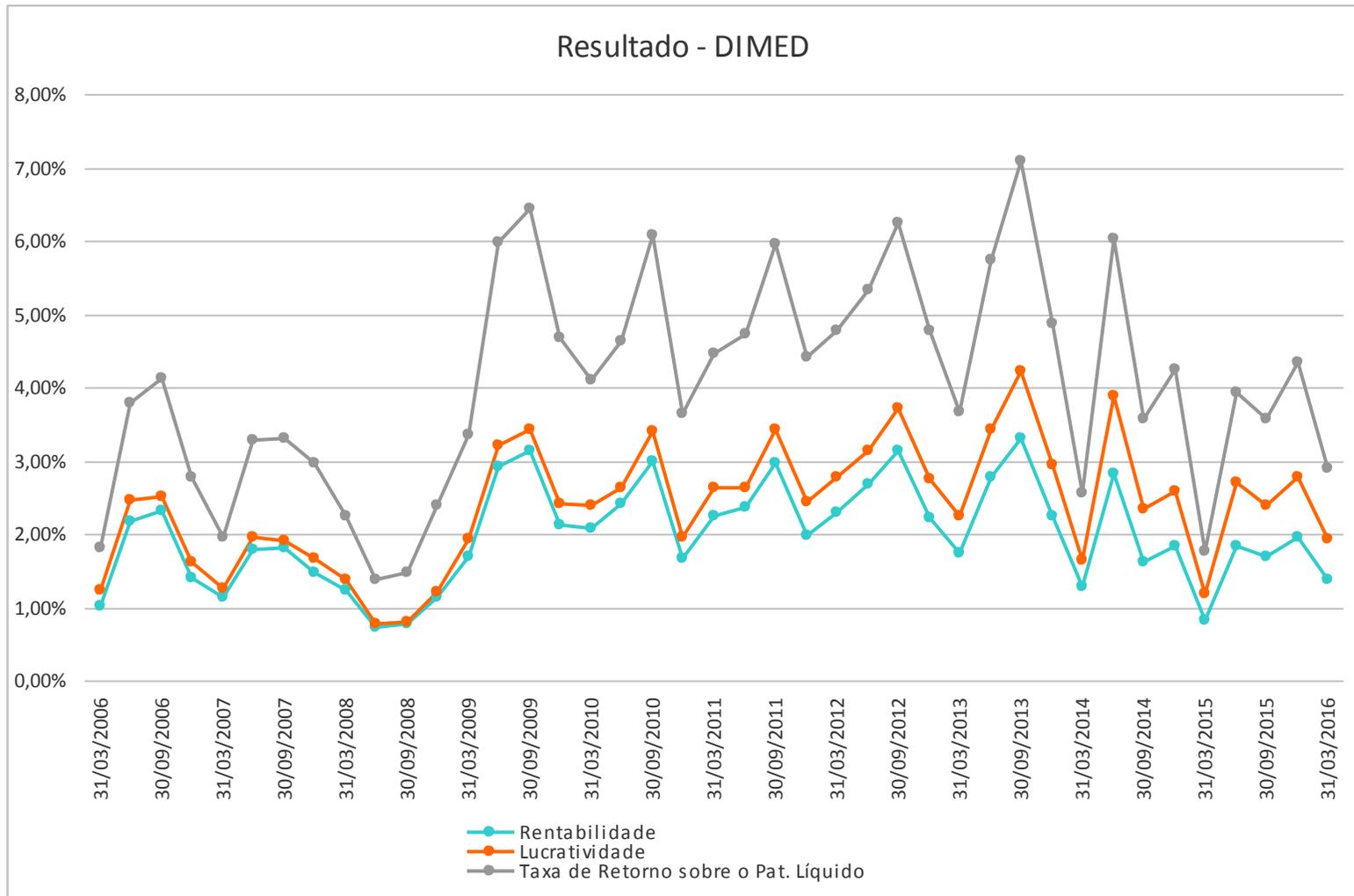
APÊNDICE I3 - Imobilização DIMED



APÊNDICE J3 - Capital DIMED

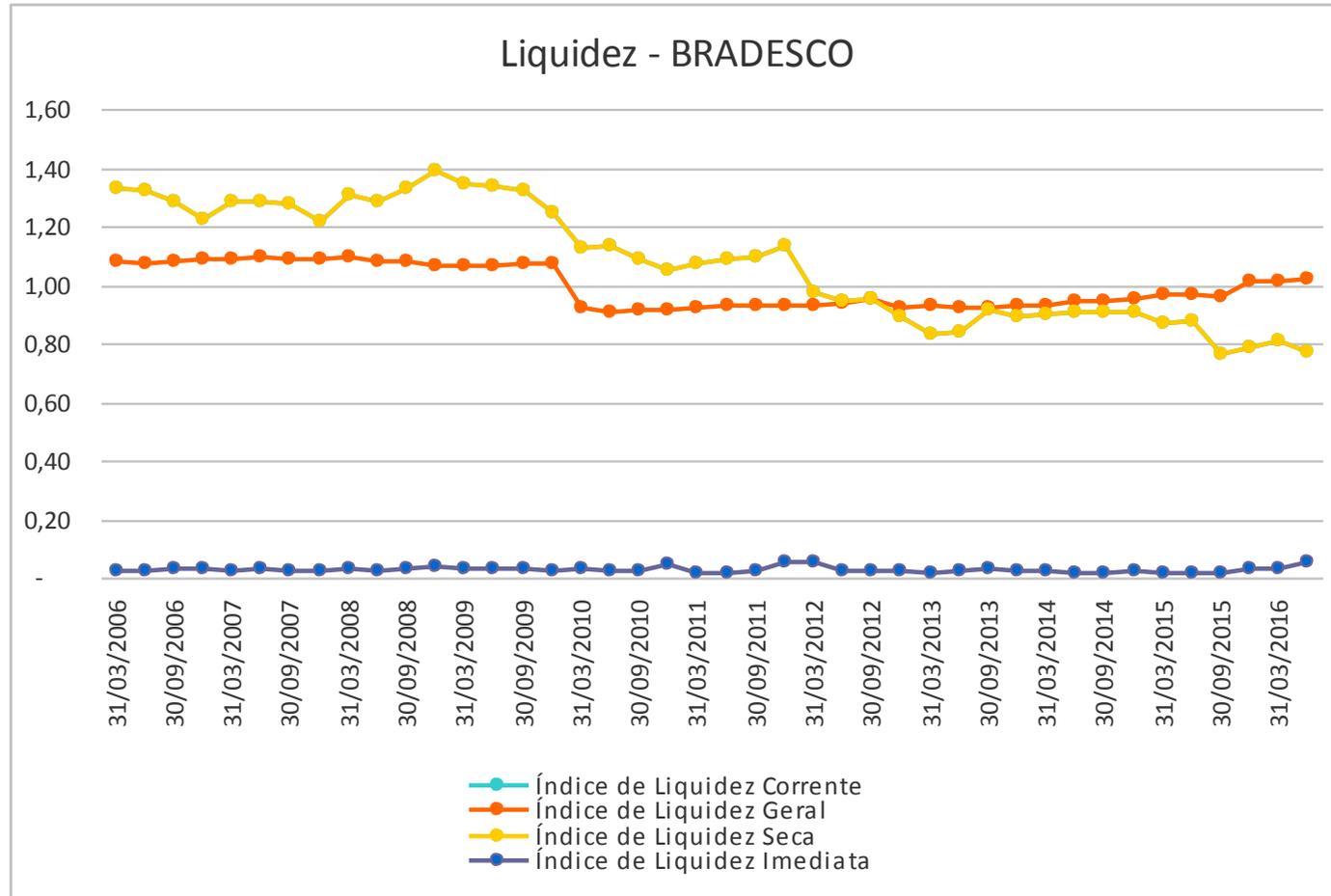


APÊNDICE L3 - Resultado DIMED

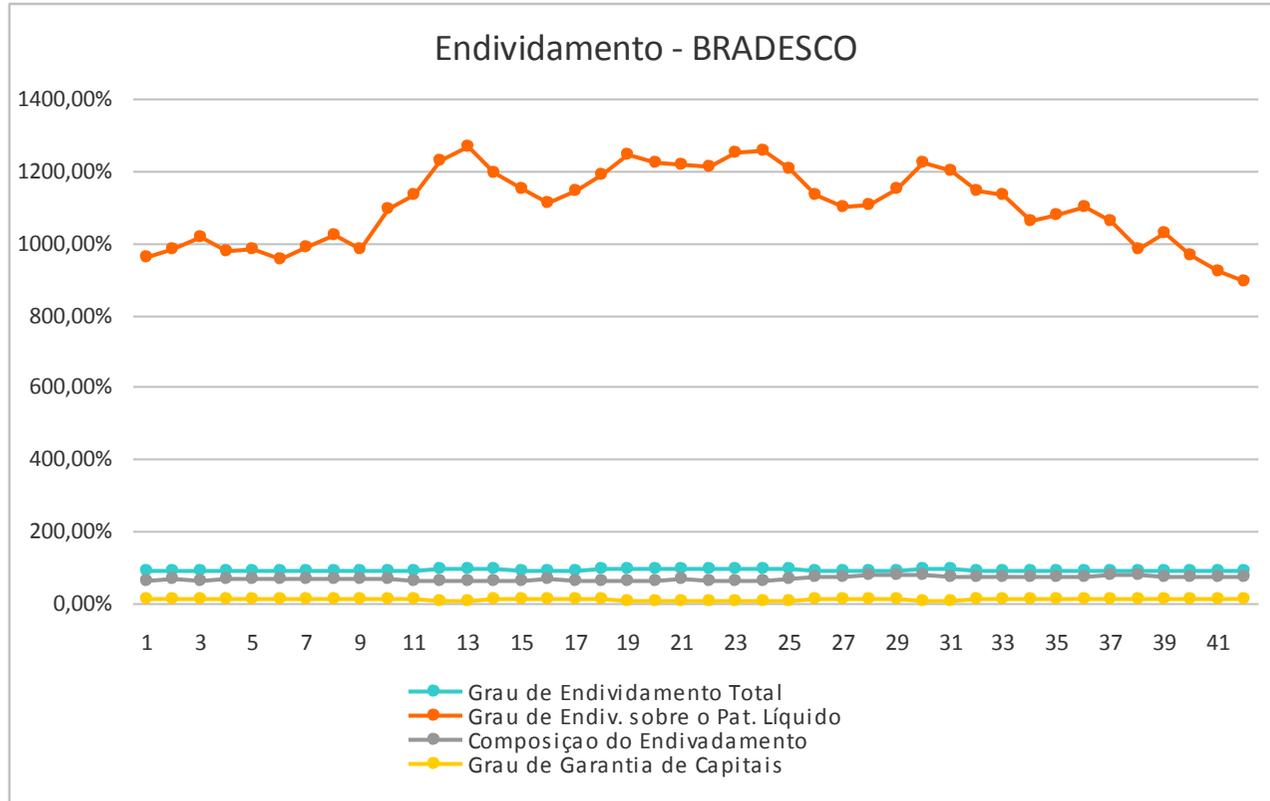


BRADESCO

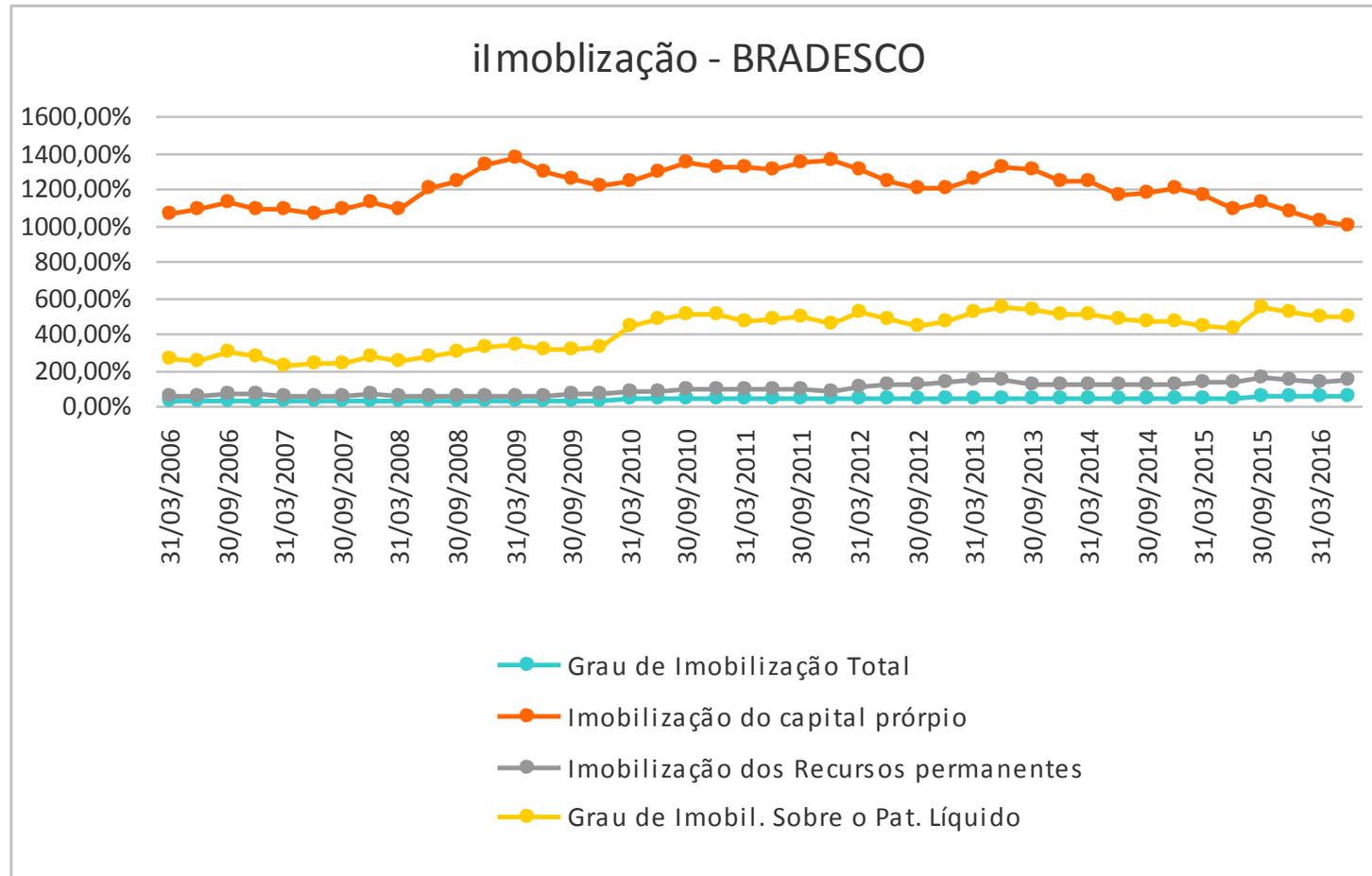
APÊNDICE M3 - Liquidez BRADESCO



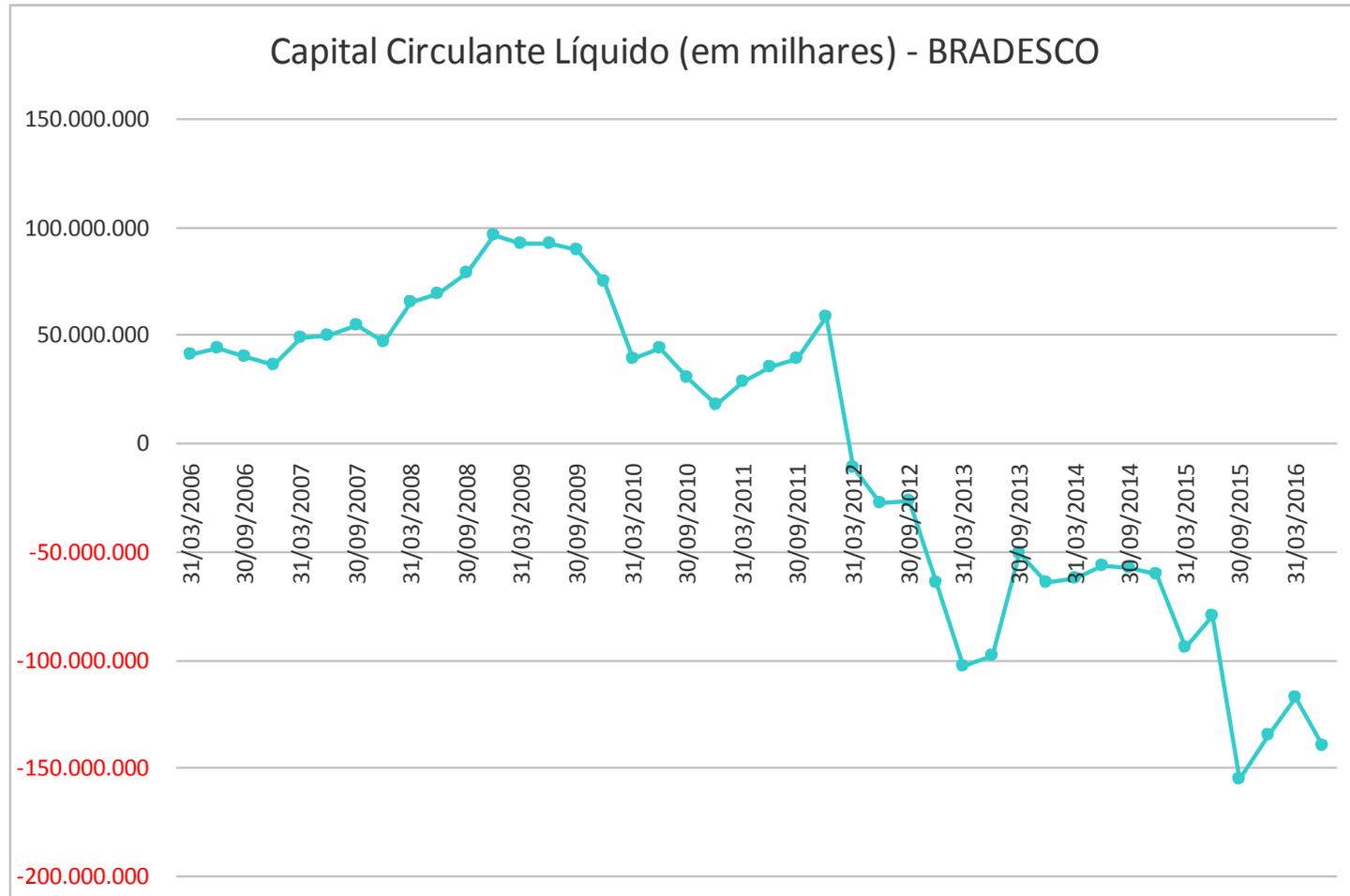
APÊNDICE N3 - Endividamento BRADESCO



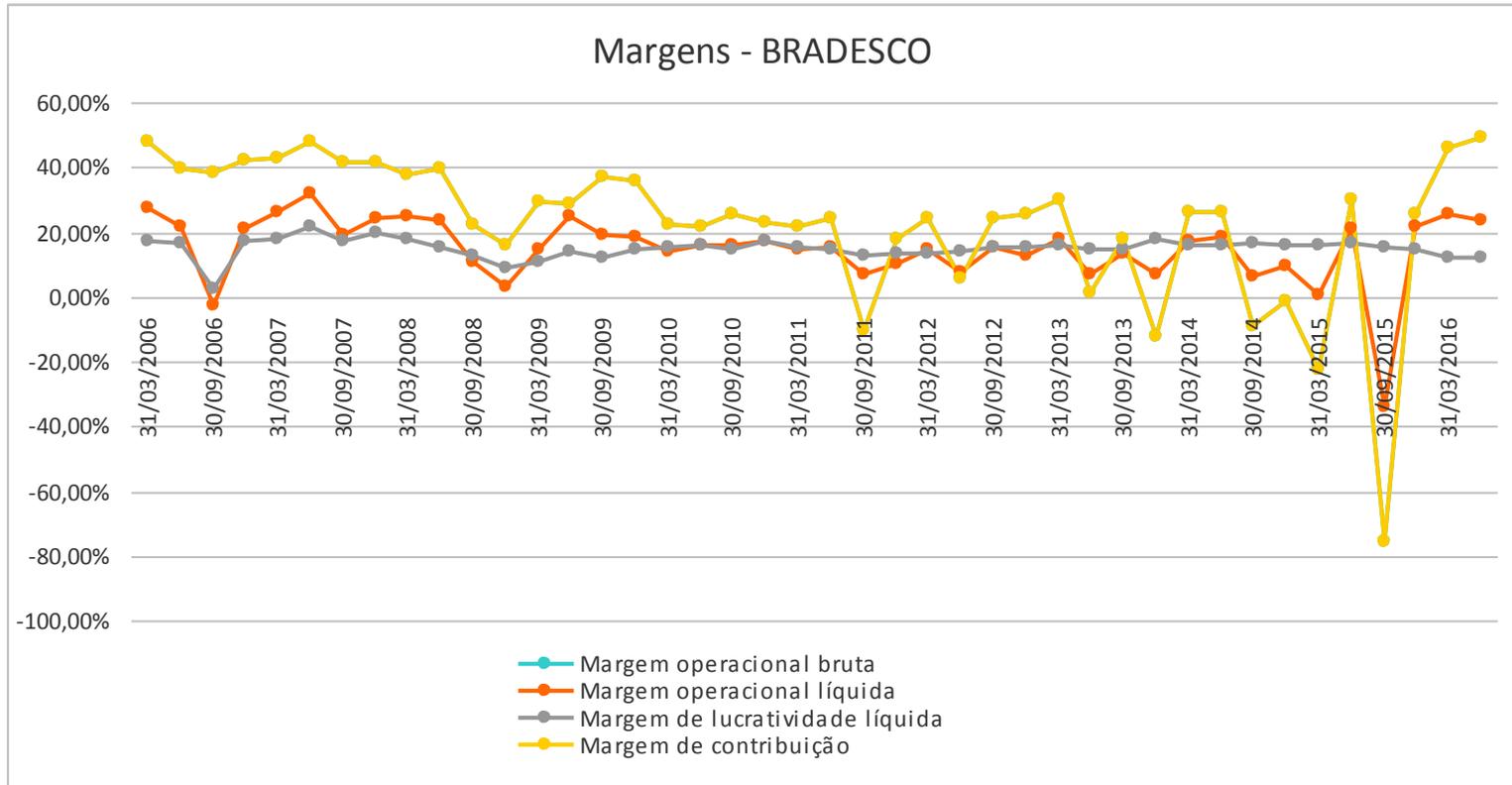
APÊNDICE O3 - Imobilização BRADESCO



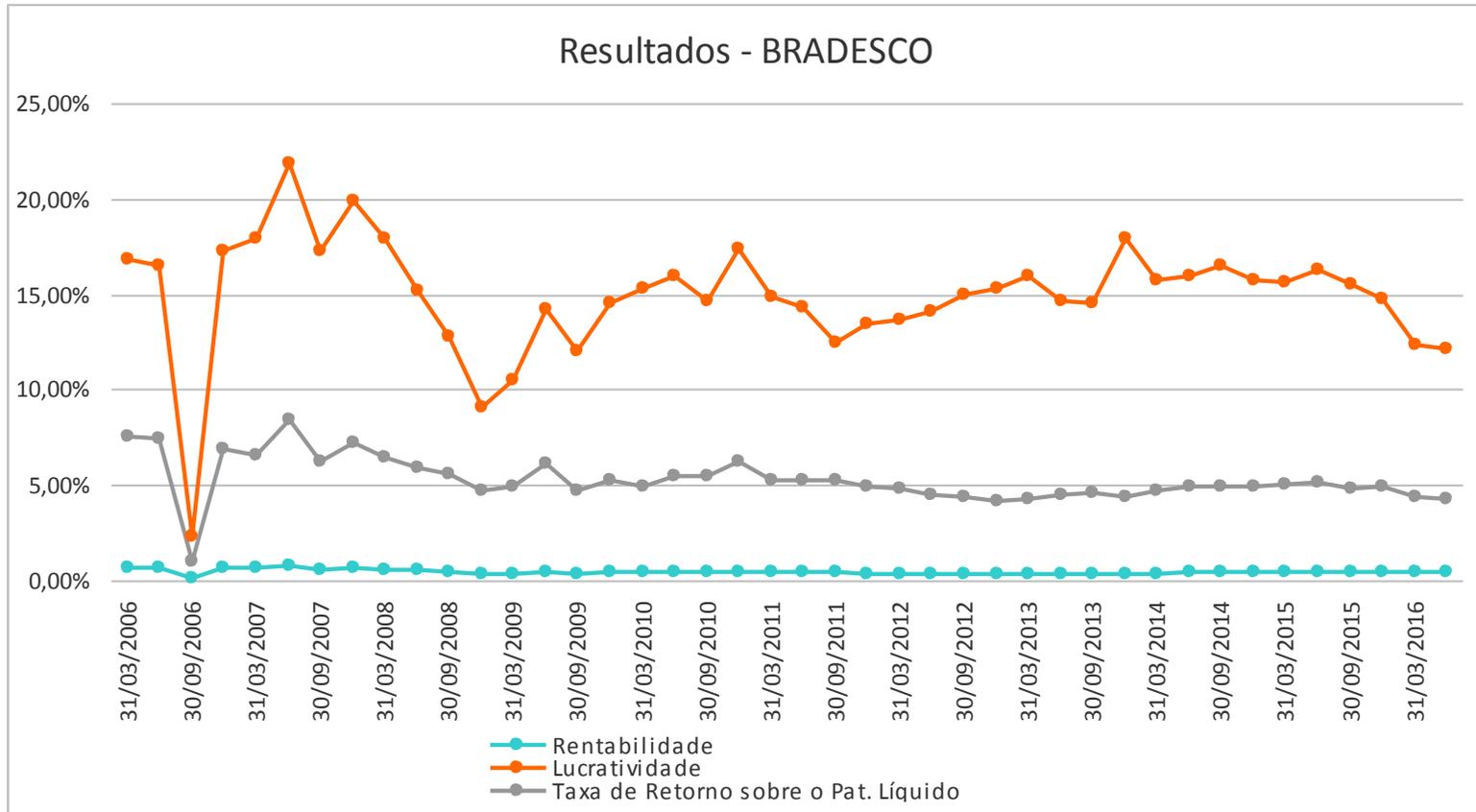
APÊNDICE P3 - Capital Circulante Líquido BRADESCO



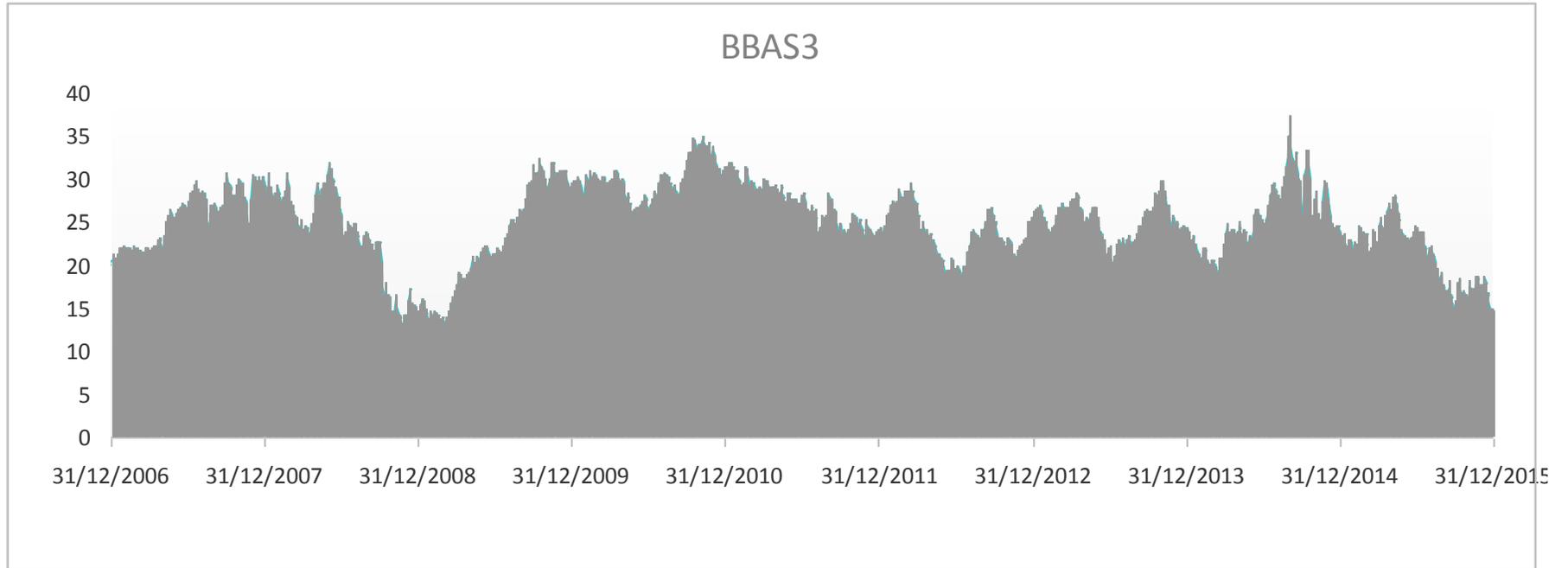
APÊNDICE Q3 - Margens BRADESCO



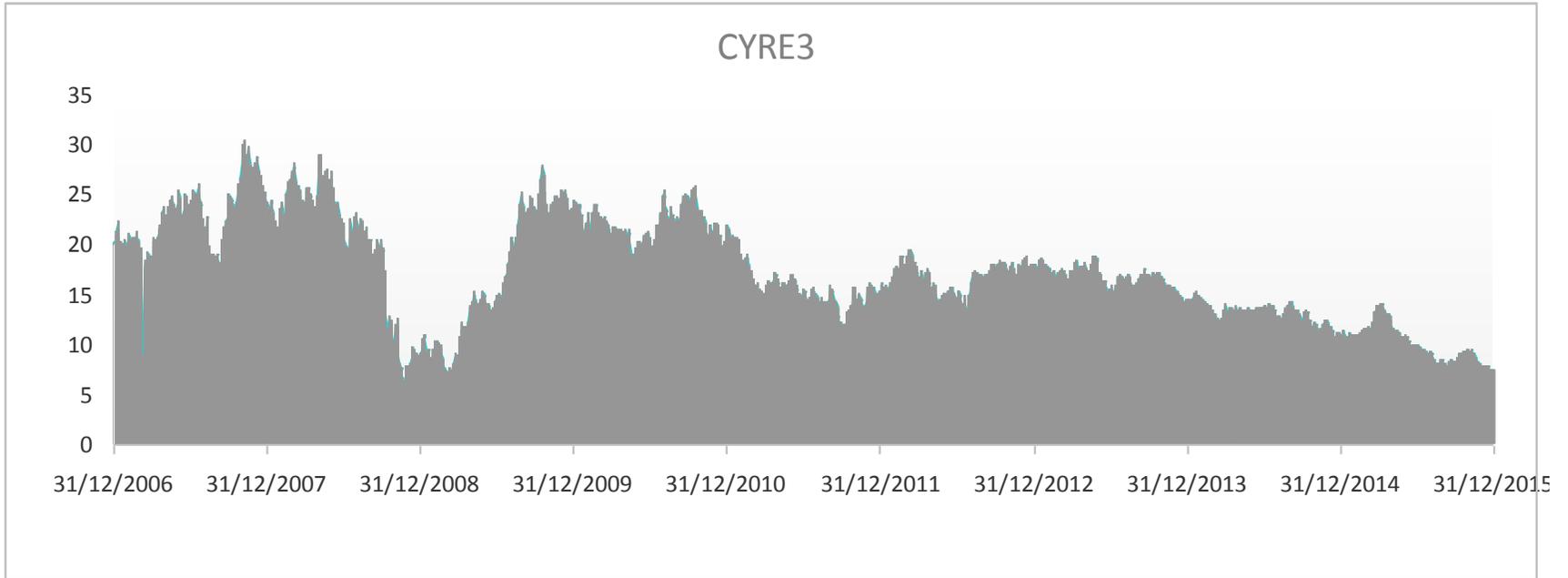
APÊNDICE R3 - Resultado BRADESCO



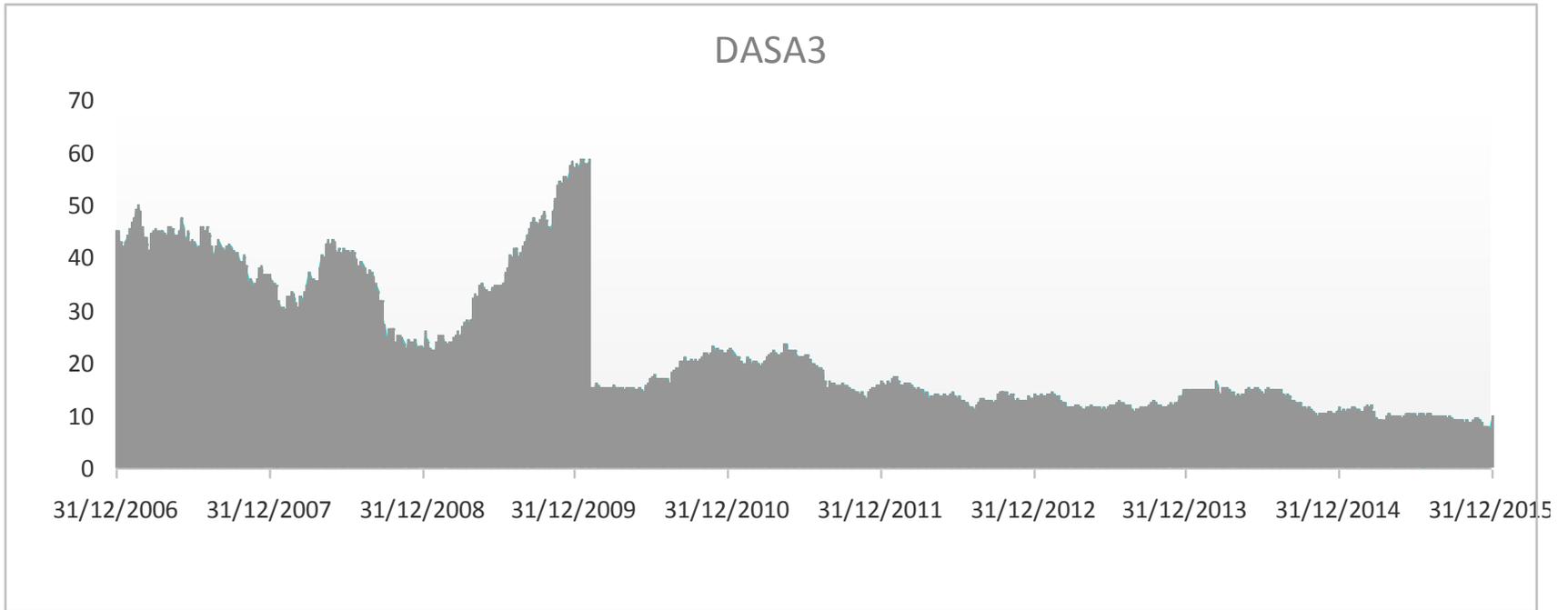
APÊNDICE S3 - COTAÇÕES BANCO DO BRASIL



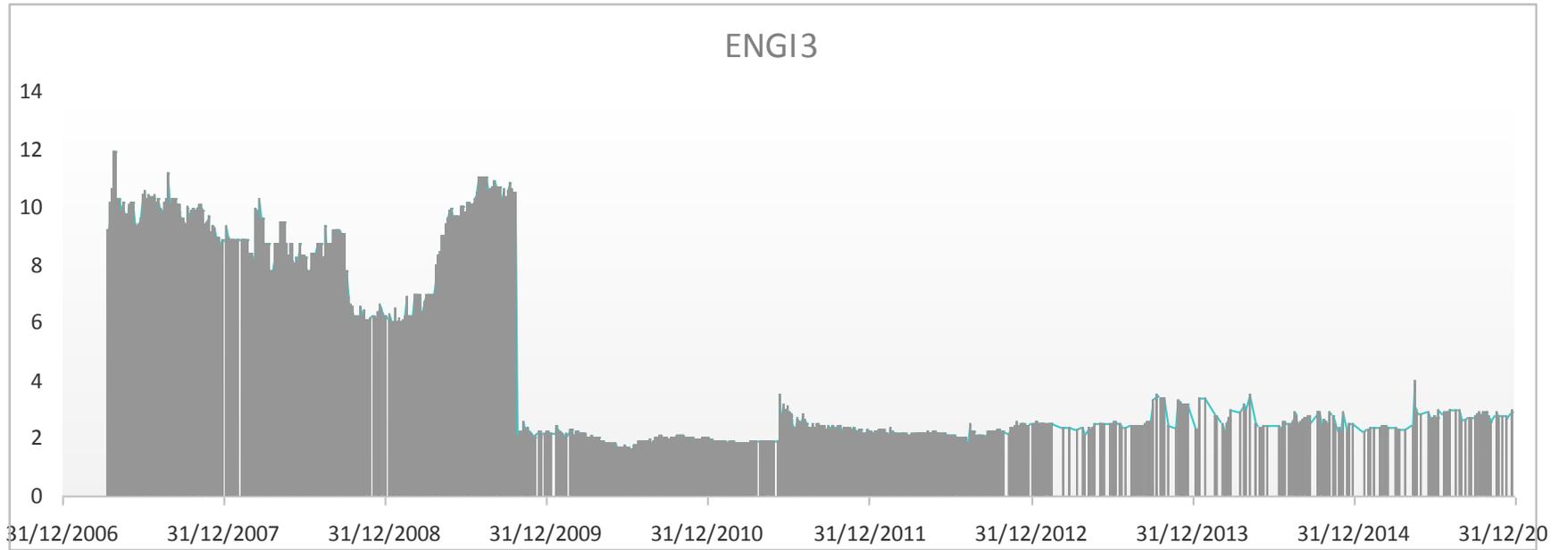
APÊNDICE T3 - COTAÇÕES CYRELA



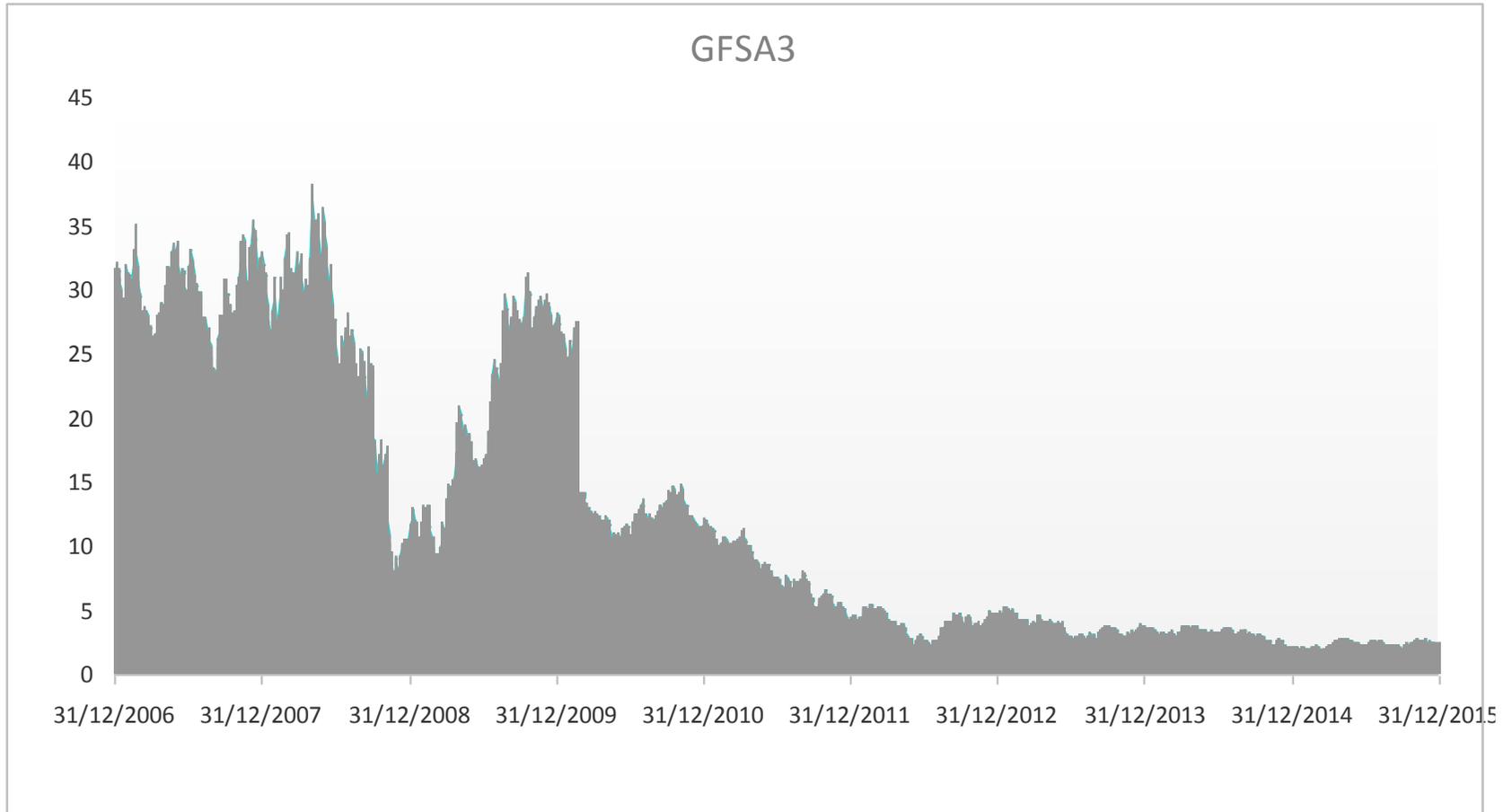
APÊNDICE U3 - COTAÇÕES DASA



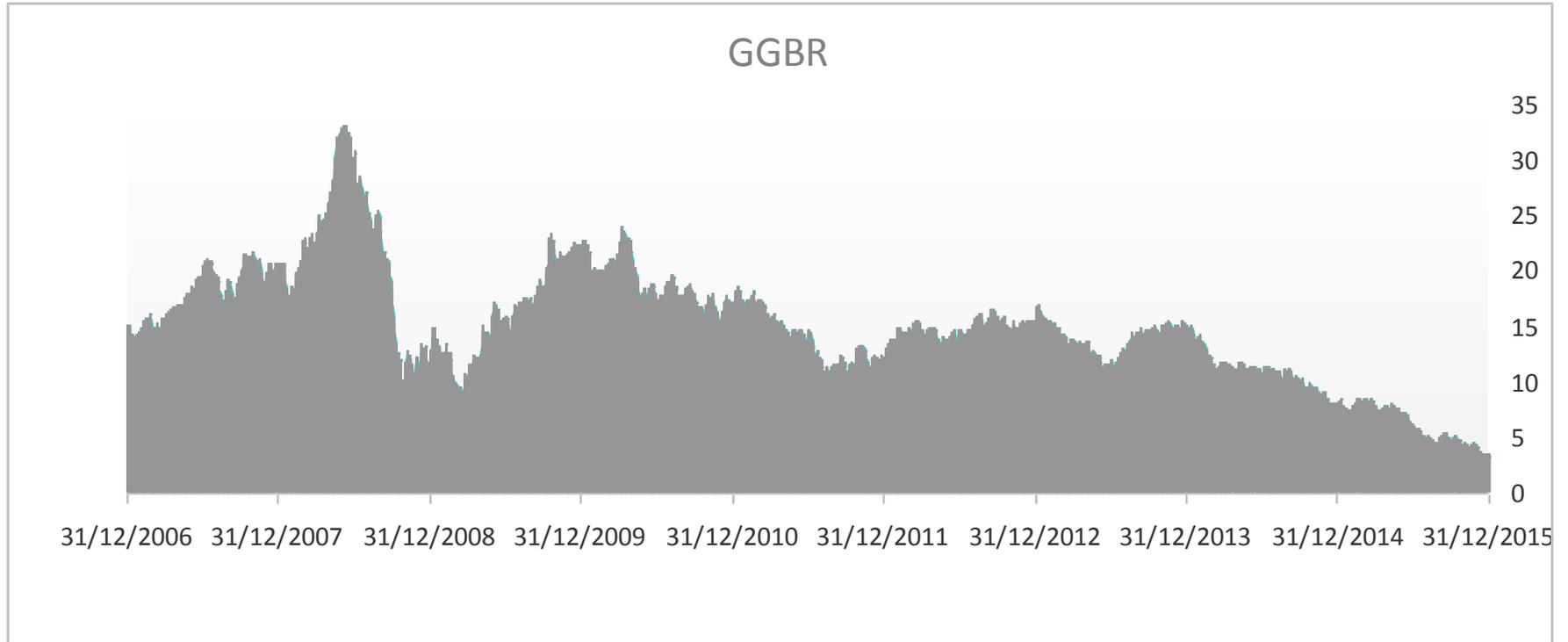
APÊNDICE V3 - COTAÇÕES ENERGISA



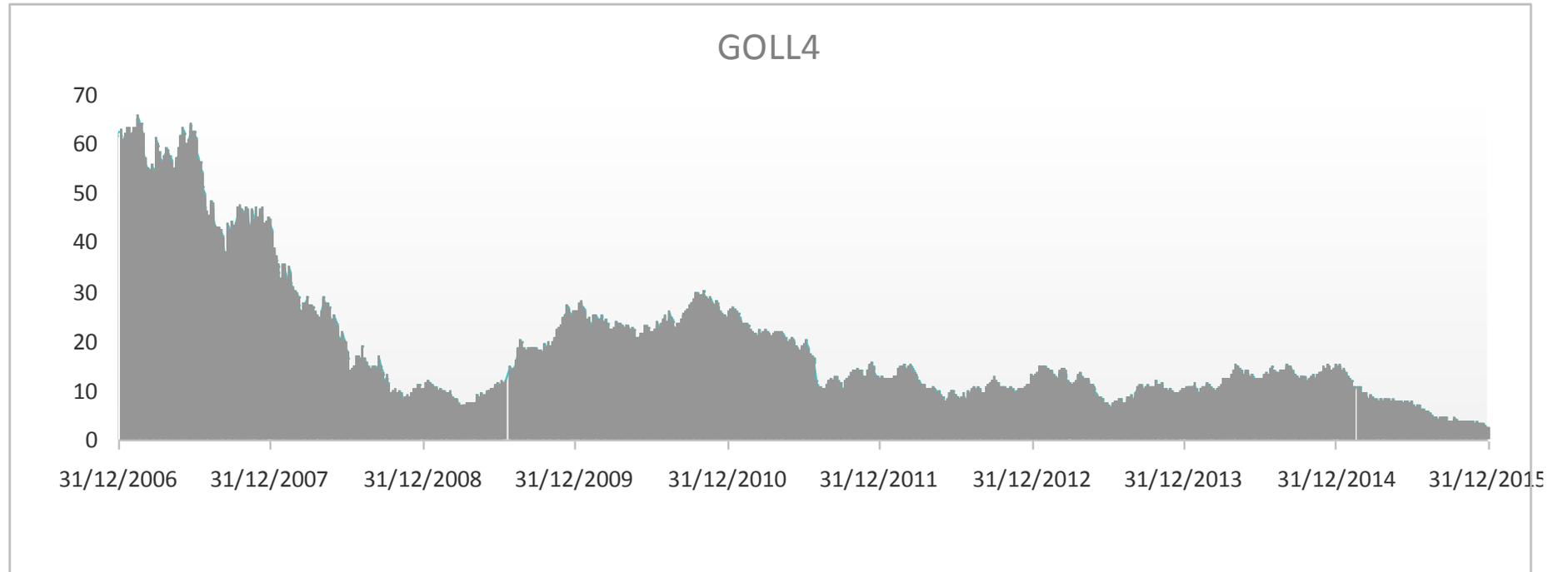
APÊNDICE X3 - COTAÇÕES GAFISA



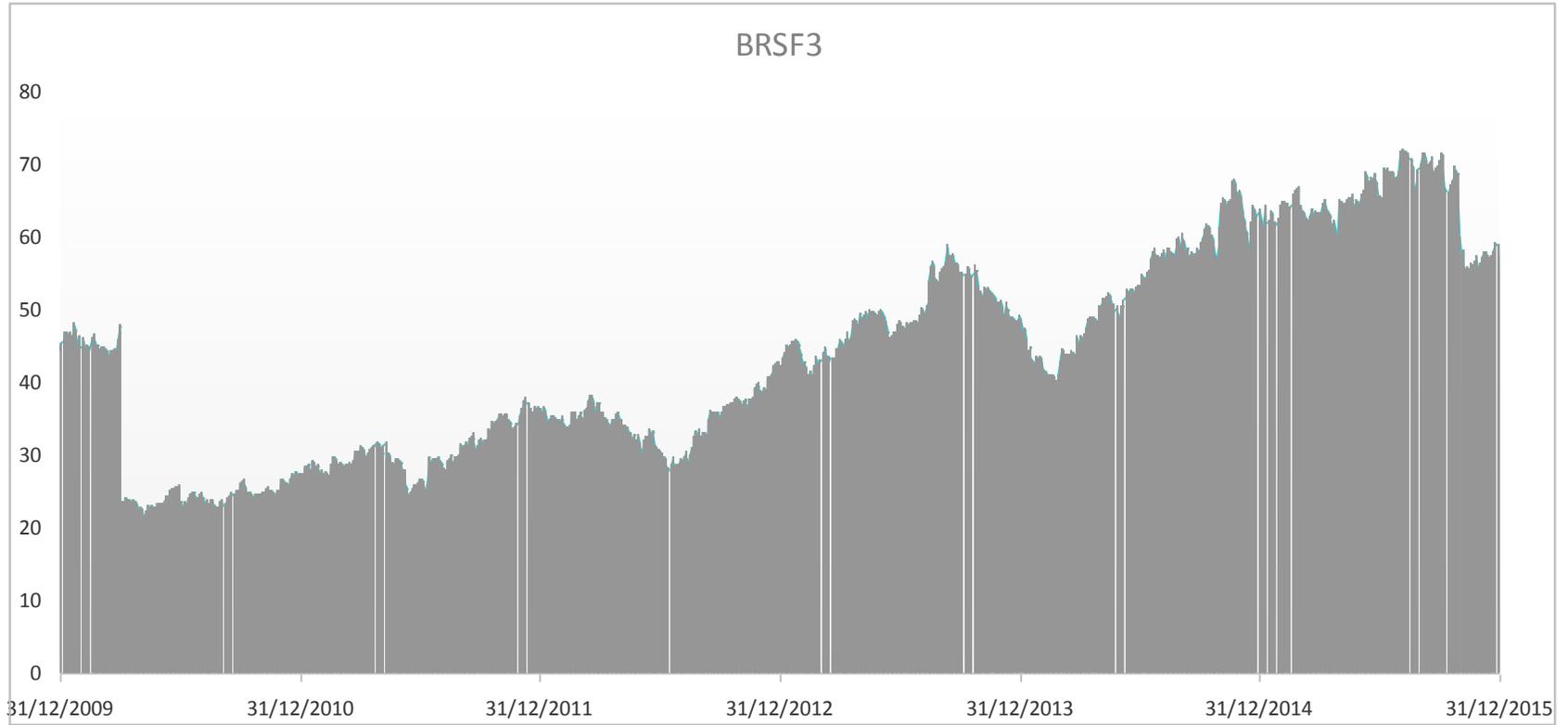
APÊNDICE Z3 - COTAÇÕES GERDAU



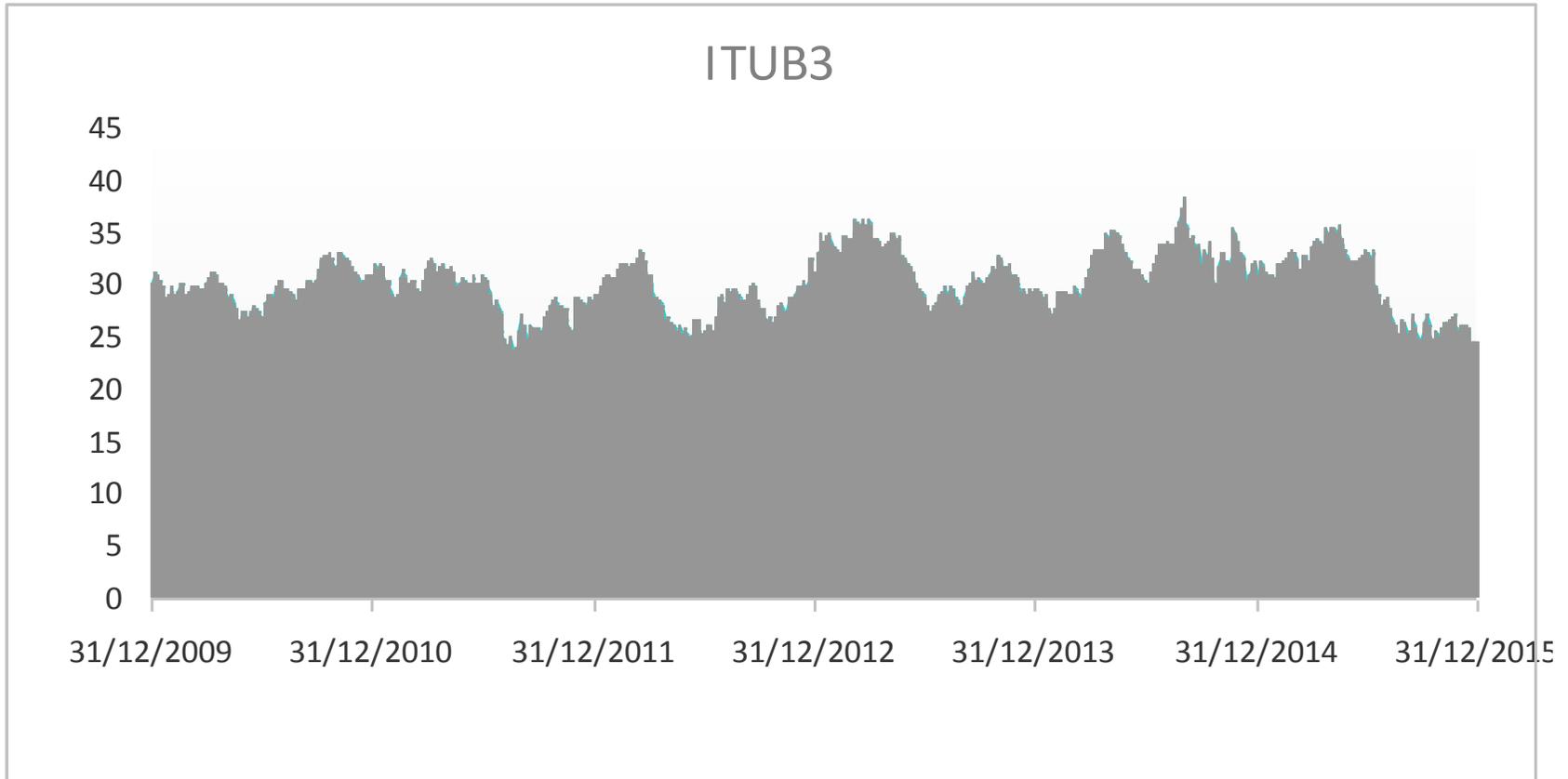
APÊNDICE A4 - COTAÇÕES GOL



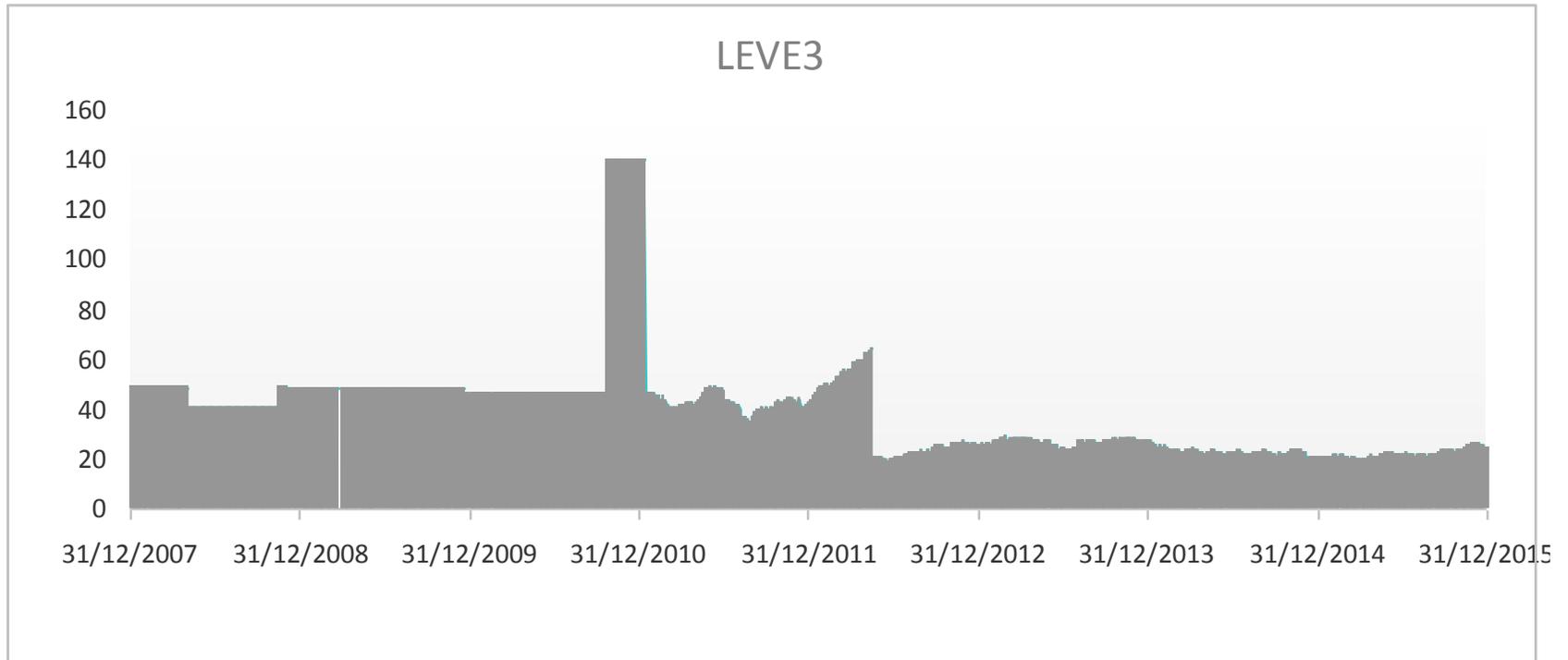
APÊNDICE B4 - COTAÇÕES BRASIL FOODS



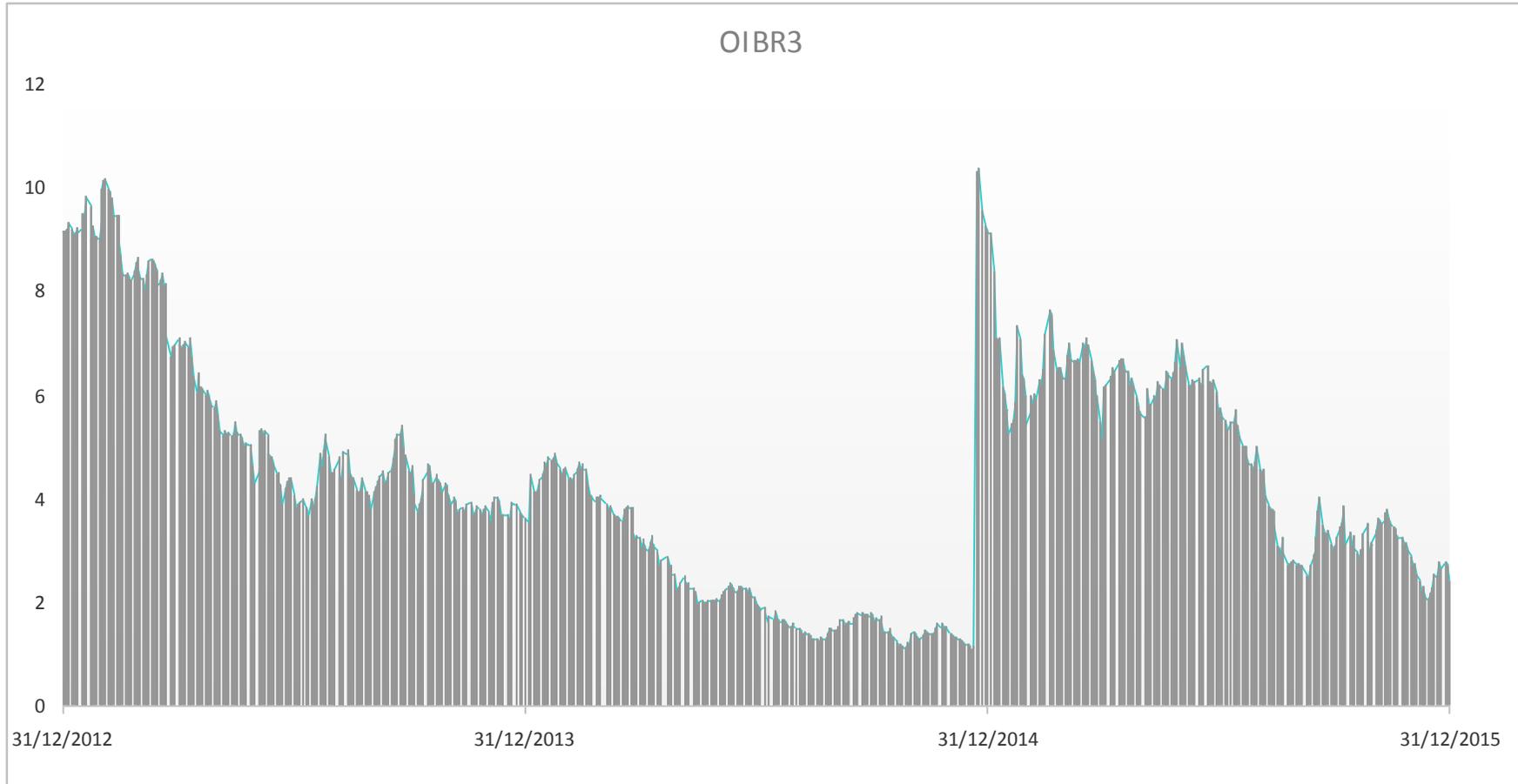
APÊNDICE C4 - COTAÇÕES ITAÚ UNIBANCO



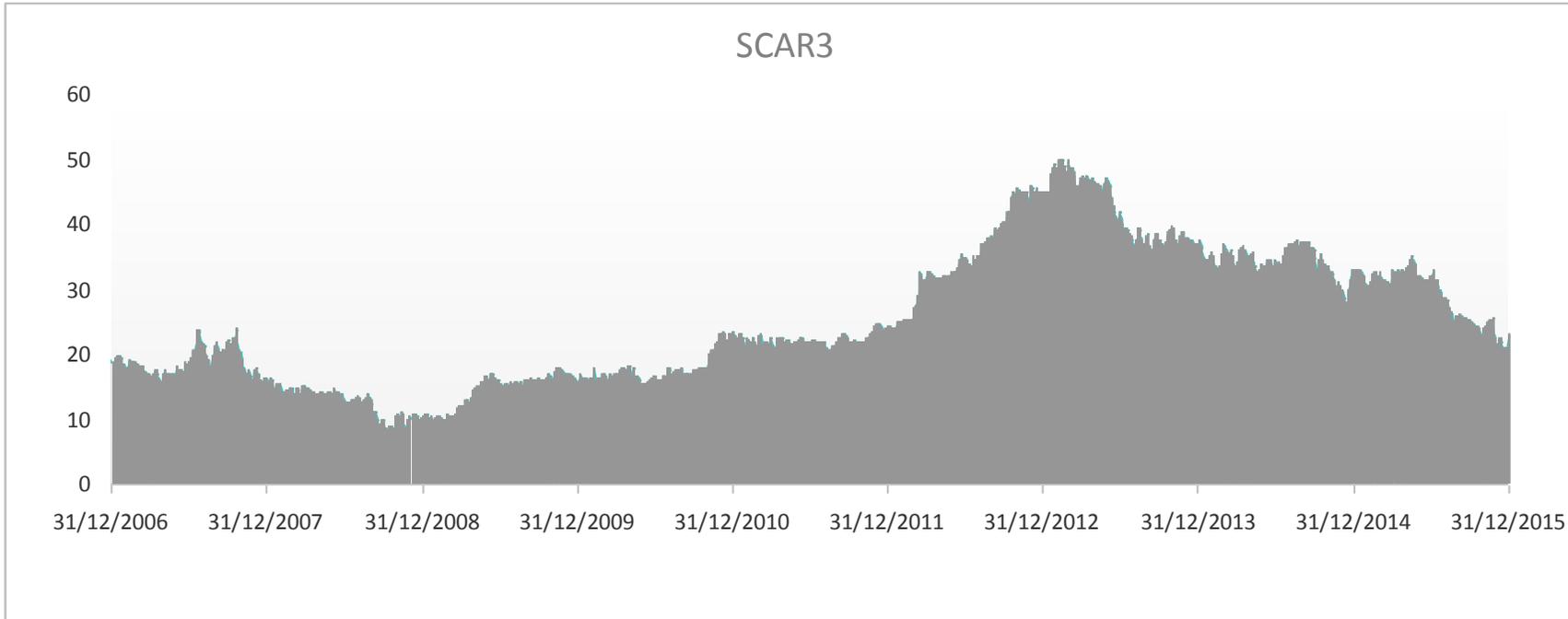
APÊNDICE D4 - COTAÇÕES MAHLE



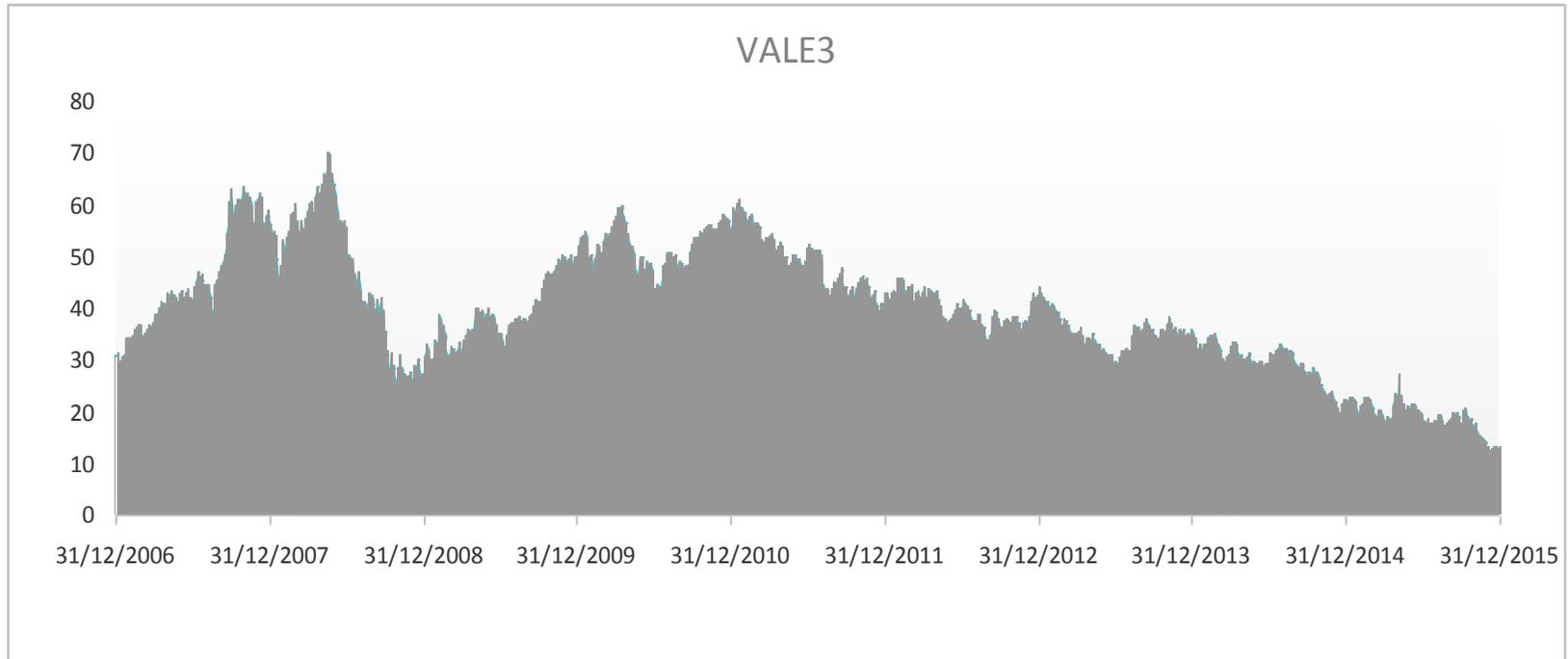
APÊNDICE E4 - COTAÇÕES OI



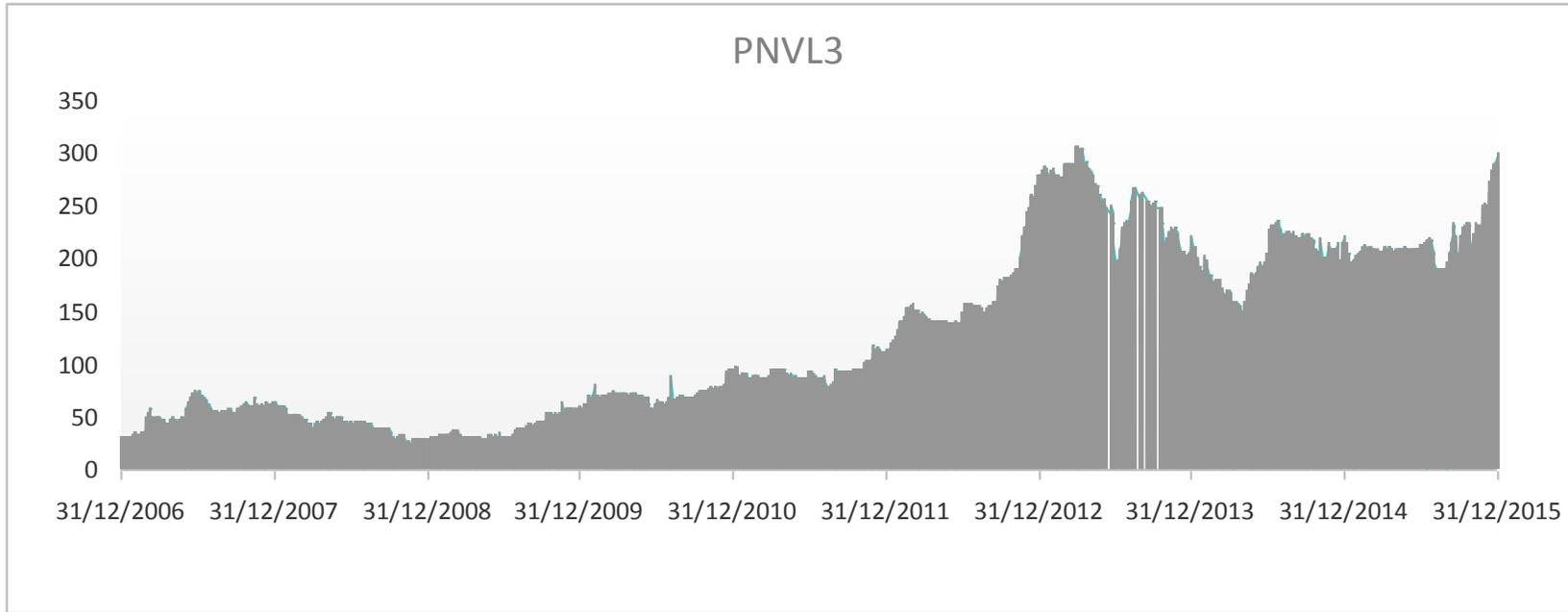
APÊNDICE F4 - COTAÇÕES SÃO CARLOS



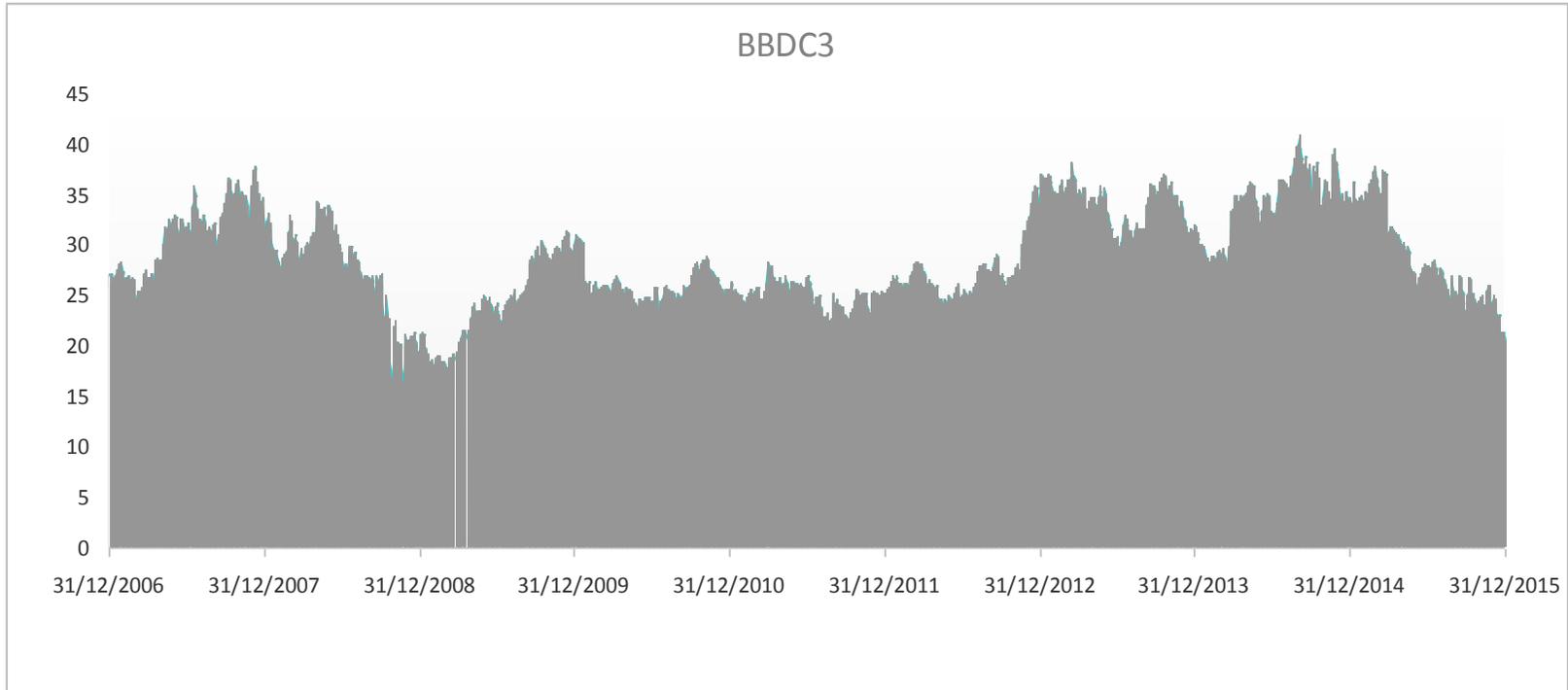
APÊNDICE G4 - COTAÇÕES VALE



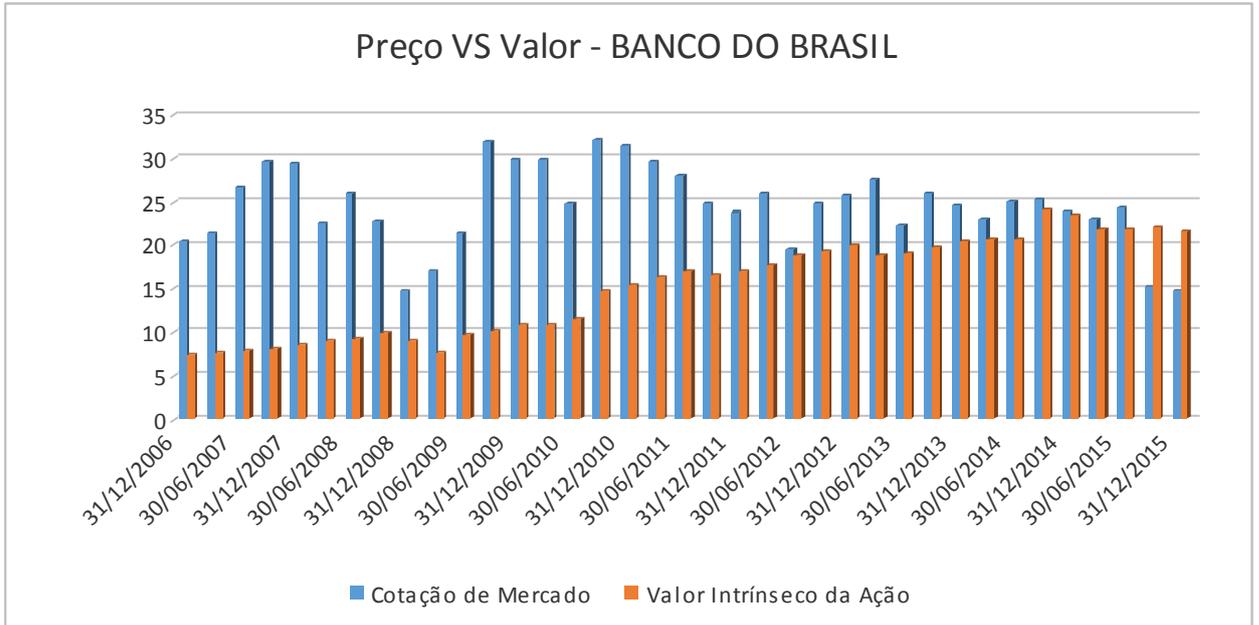
APÊNDICE H4 - COTAÇÕES DIMED



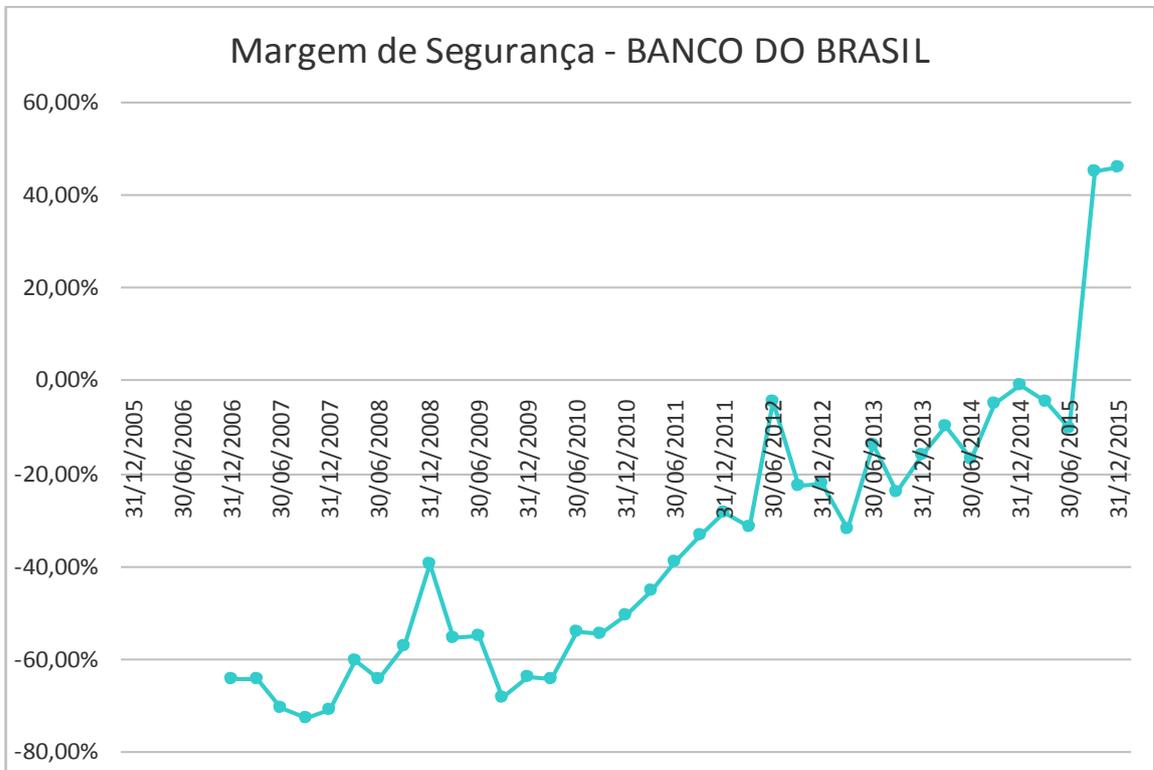
APÊNDICE I4 - COTAÇÕES BRADESCO



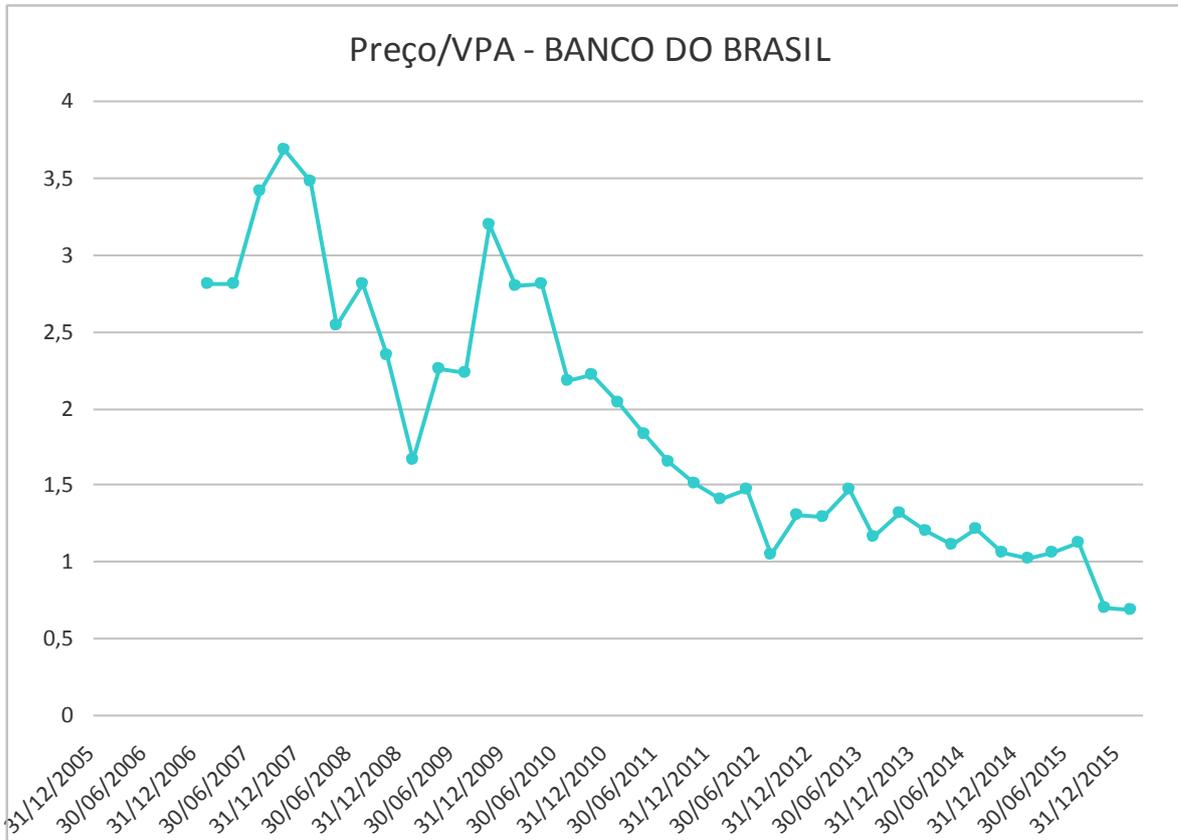
APÊNDICE J4 - Preço VS Valor BANCO DO BRASIL



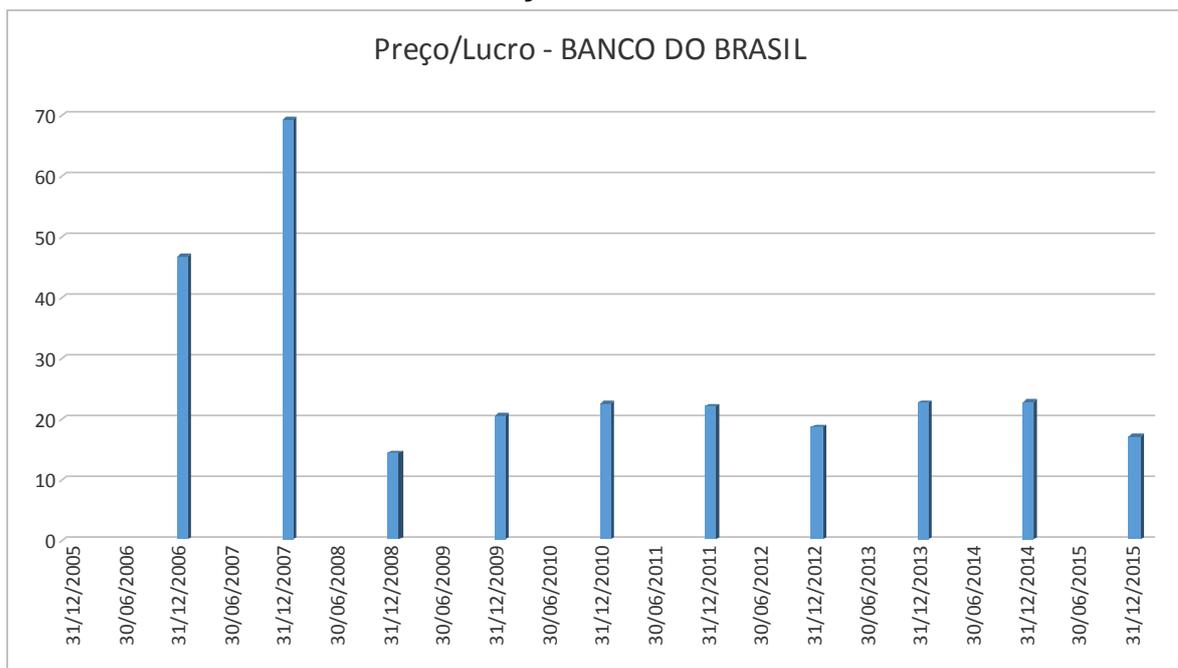
APÊNDICE K4 - Margem de Segurança BANCO DO BRASIL



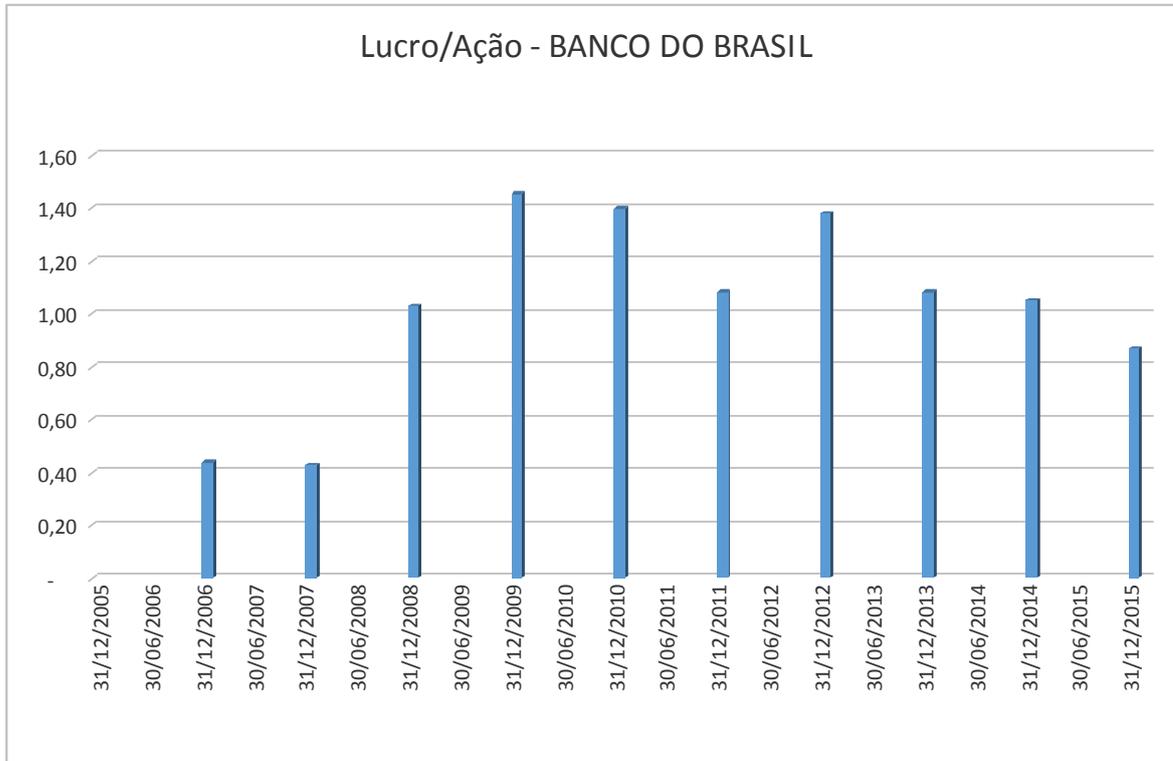
APÊNDICE L4 - Preço /VPA BANCO DO BRASIL



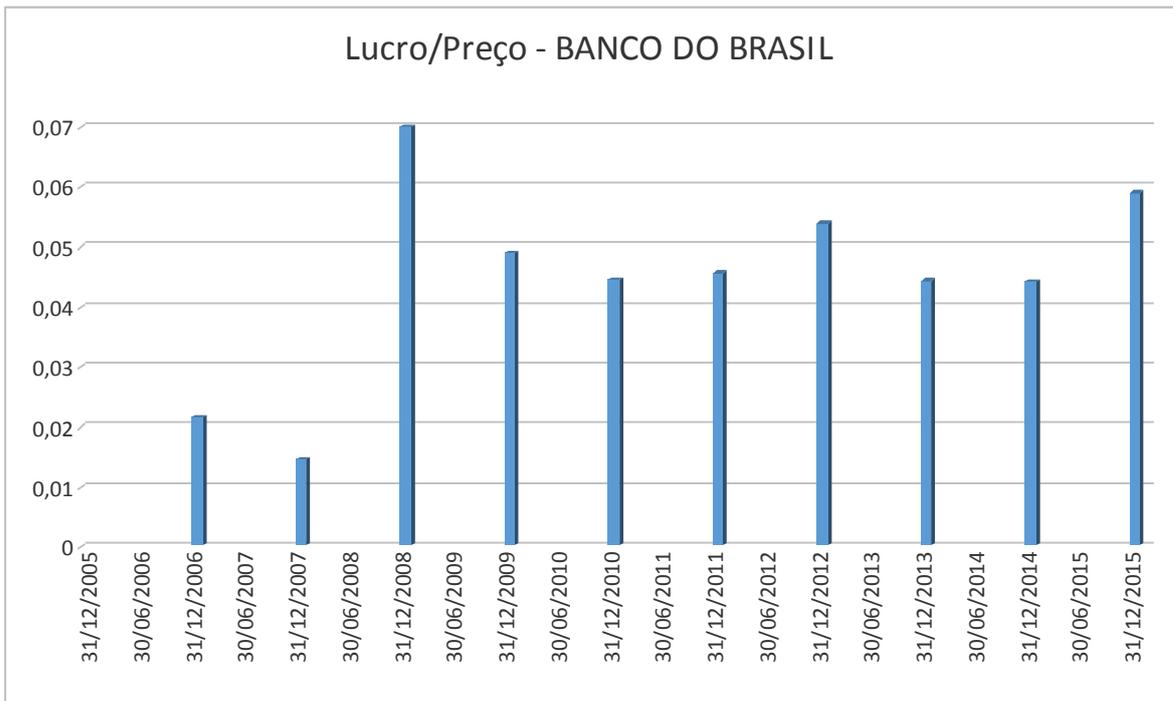
APÊNDICE M4 - Preço/Lucro BANCO DO BRASIL



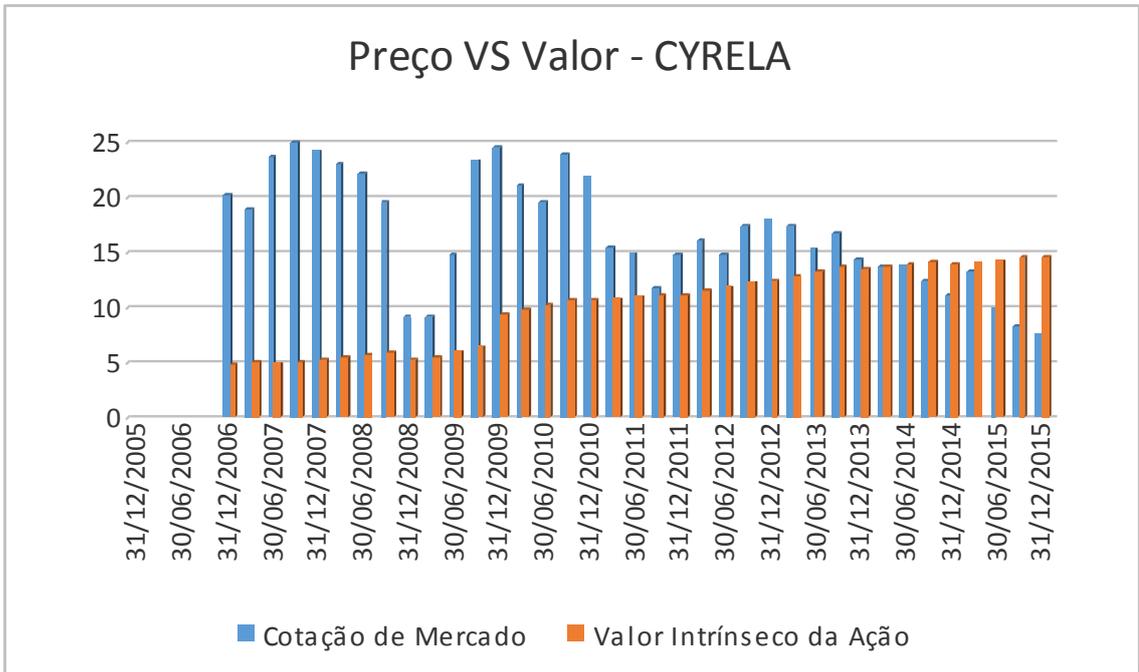
APÊNDICE N4 - Lucro/Ação BANCO DO BRASIL



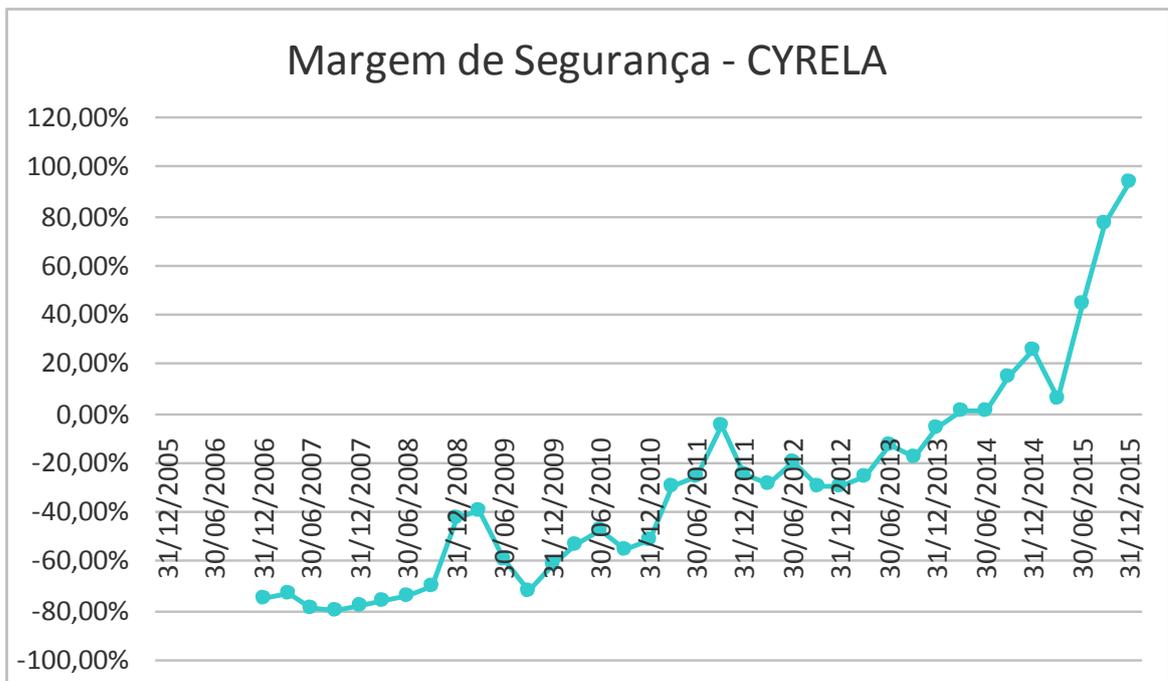
APÊNDICE 04 - Lucro/Preço BANCO DO BRASIL



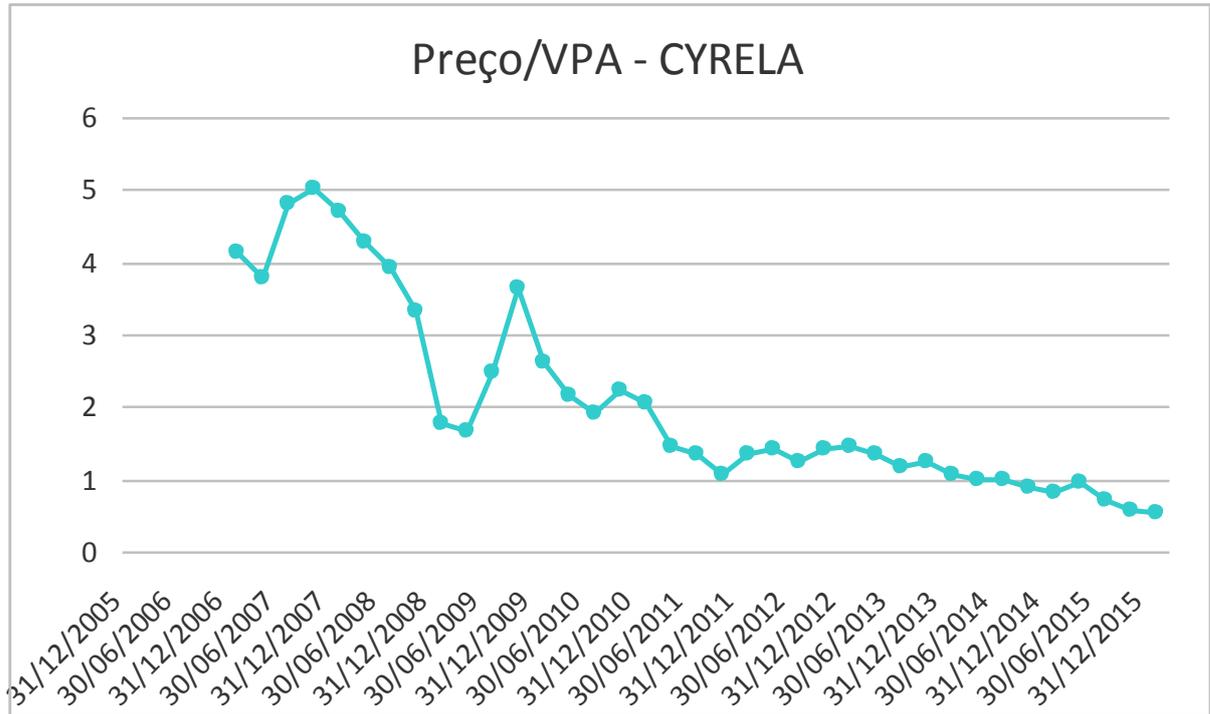
APÊNDICE P4 - Preço VS Valor CYRELA



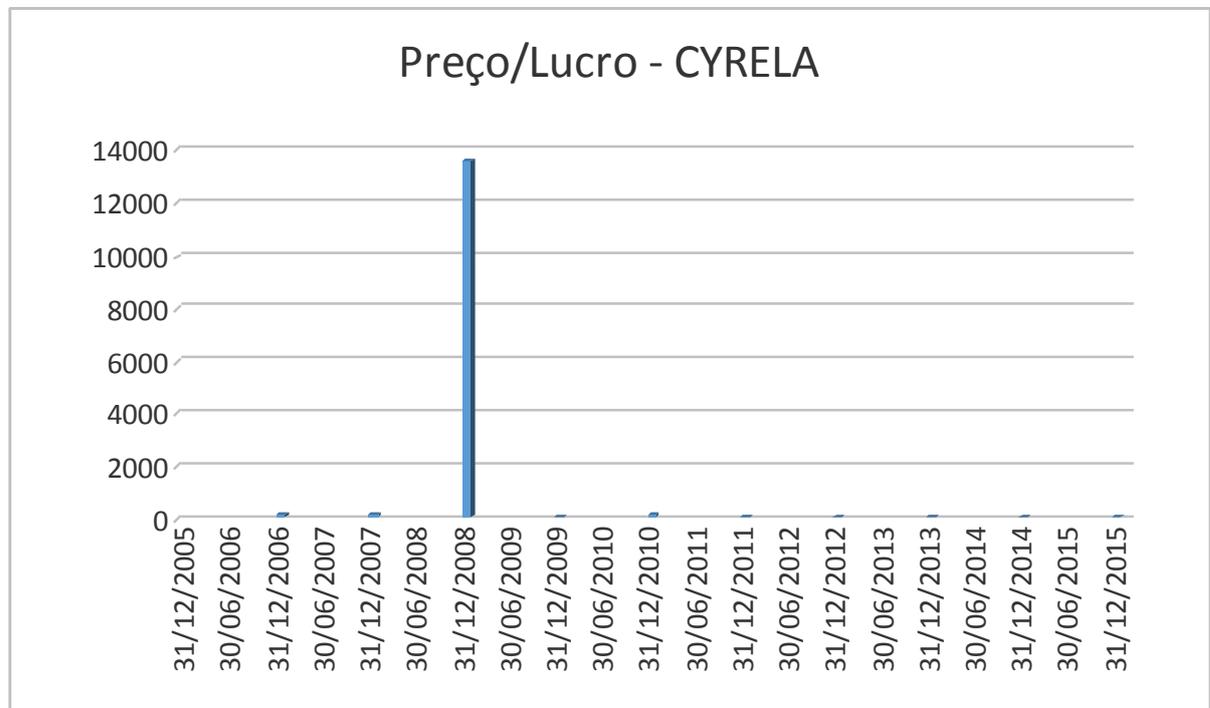
APÊNDICE Q4 - Margem de Segurança CYRELA



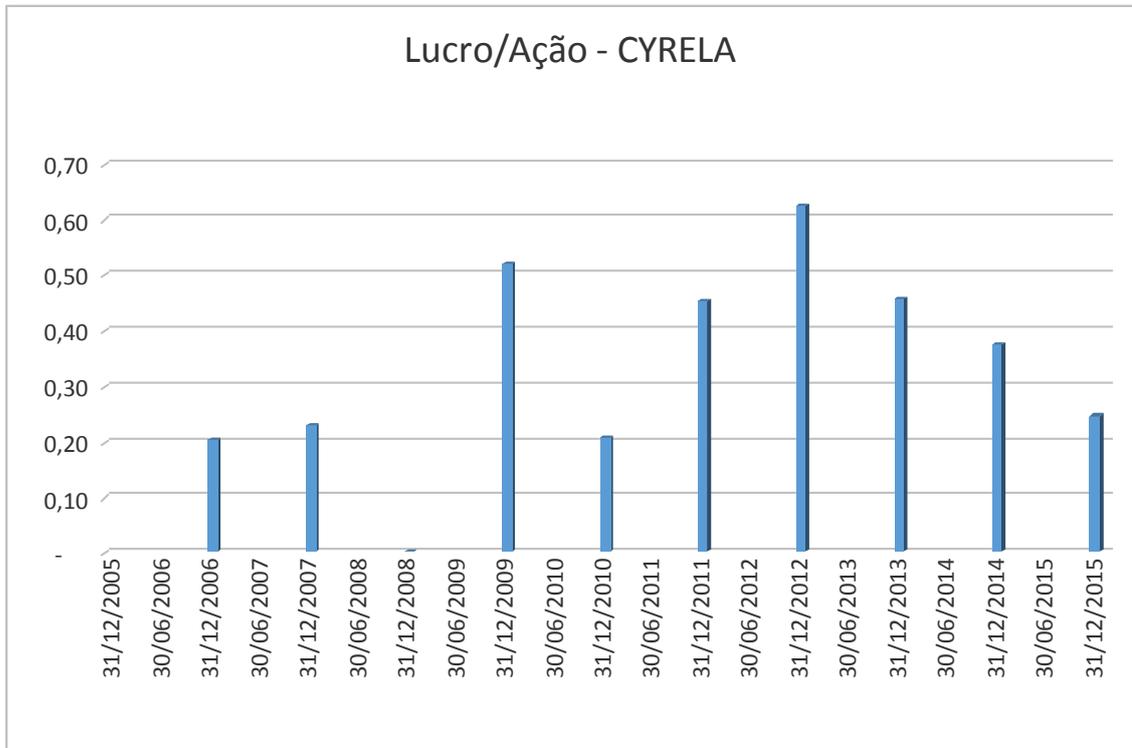
APÊNDICE R4 - Preço/VPA CYRELA



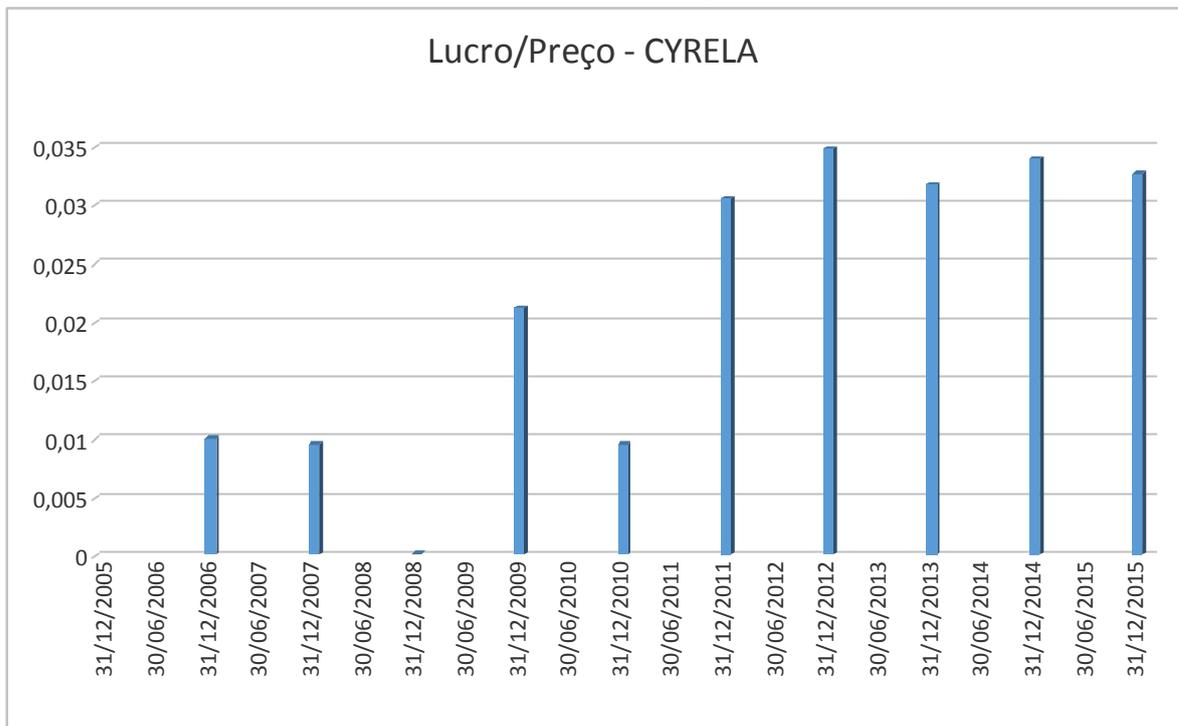
APÊNDICE S4 - Preço/Lucro CYRELA



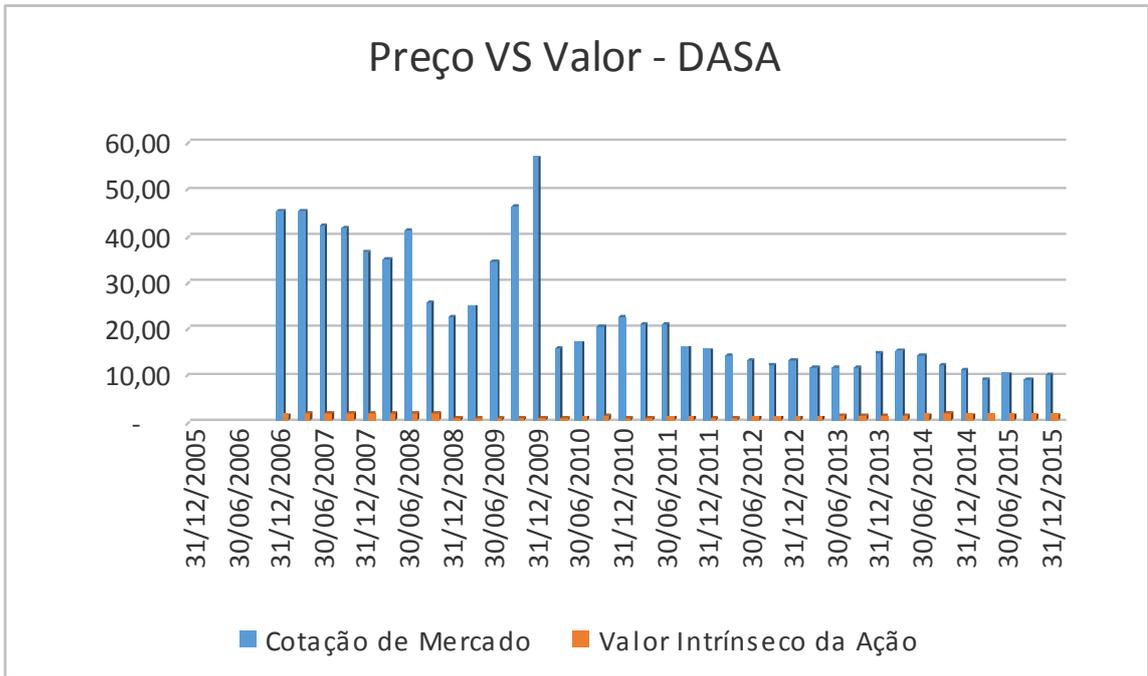
APÊNDICE T4 - Lucro/Ação CYRELA



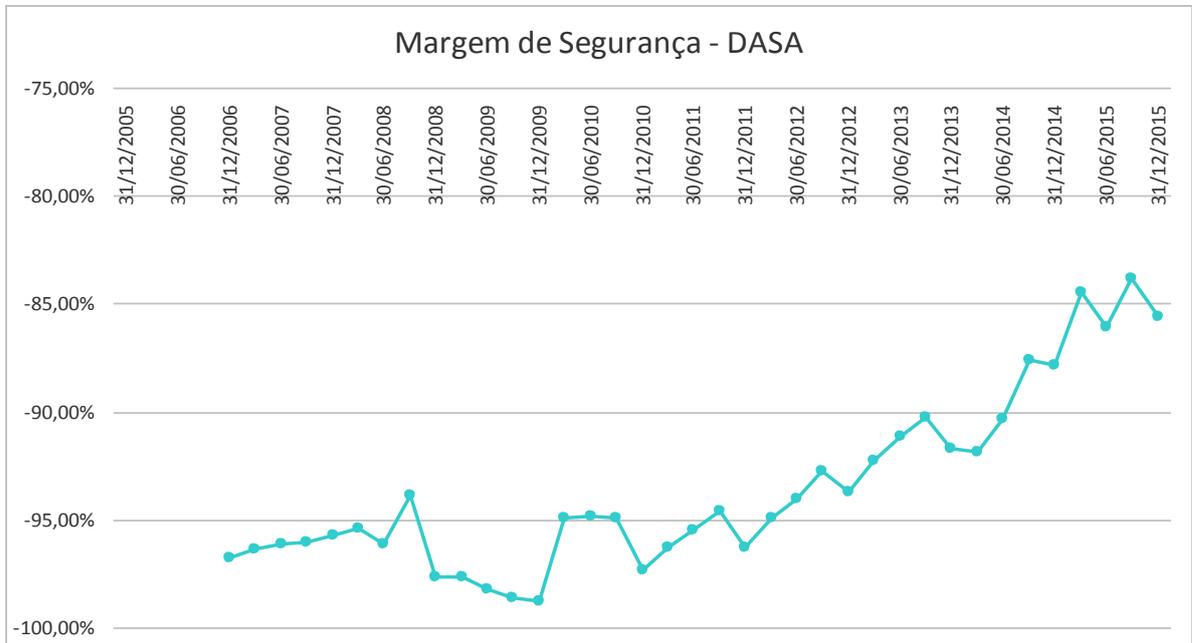
APÊNDICE U4 - Lucro/Preço CYRELA



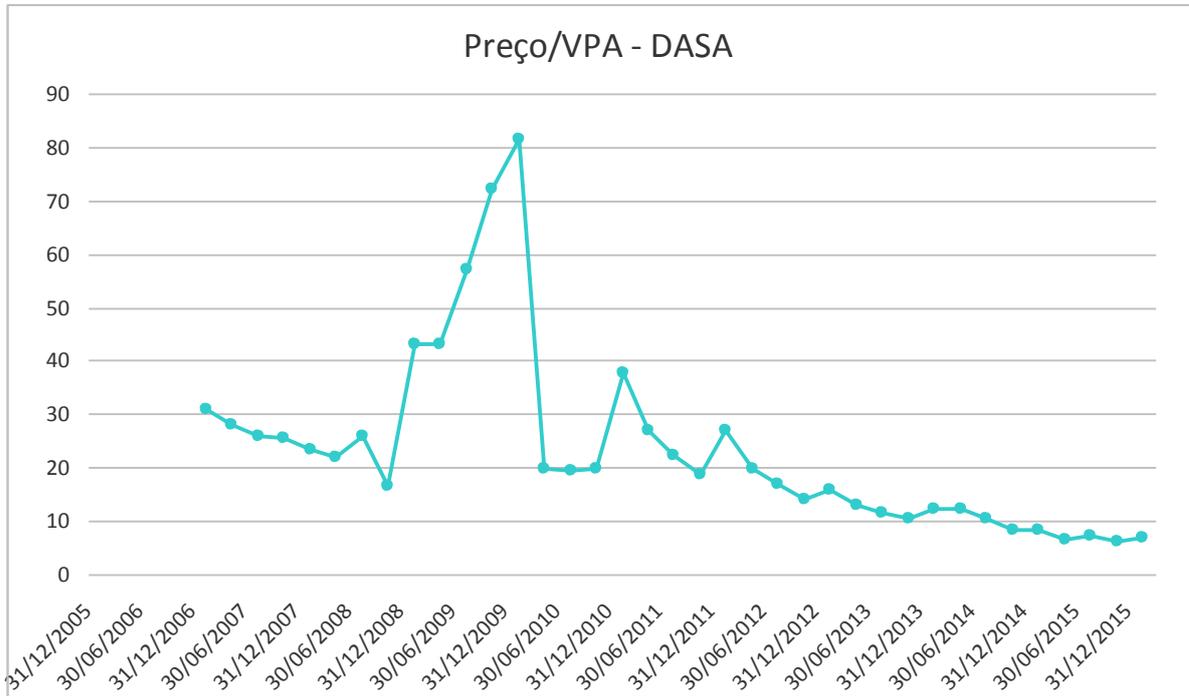
APÊNDICE V4 - Preço VS Valor DASA



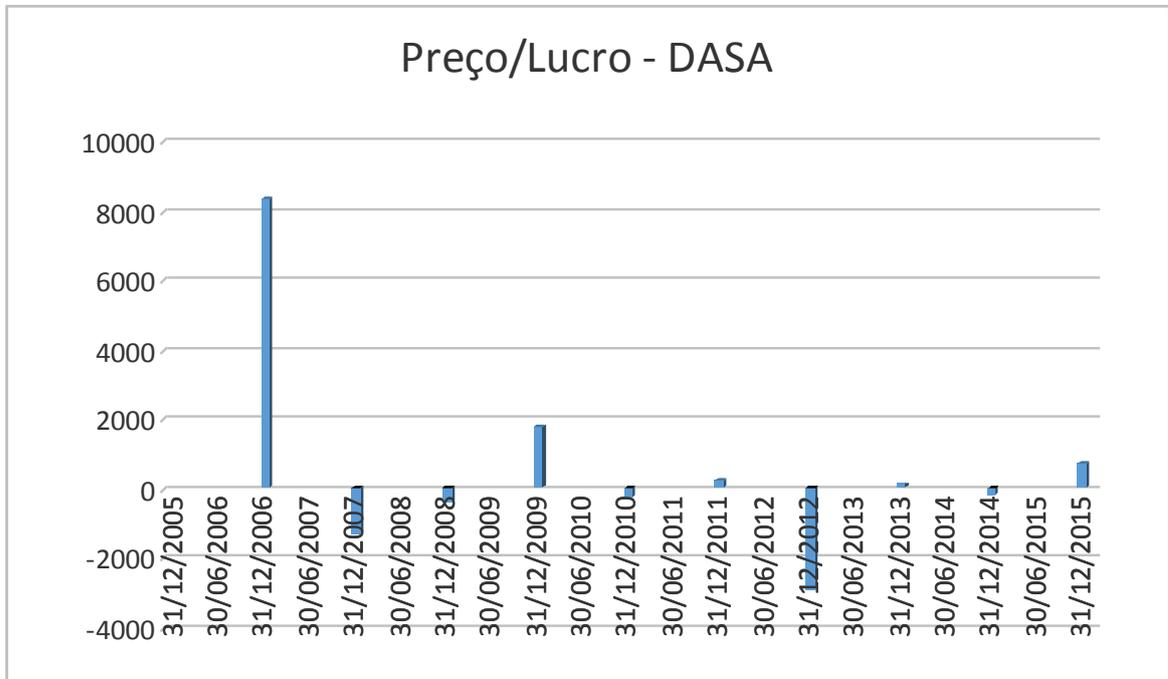
APÊNDICE X4 - Margem de Segurança DASA



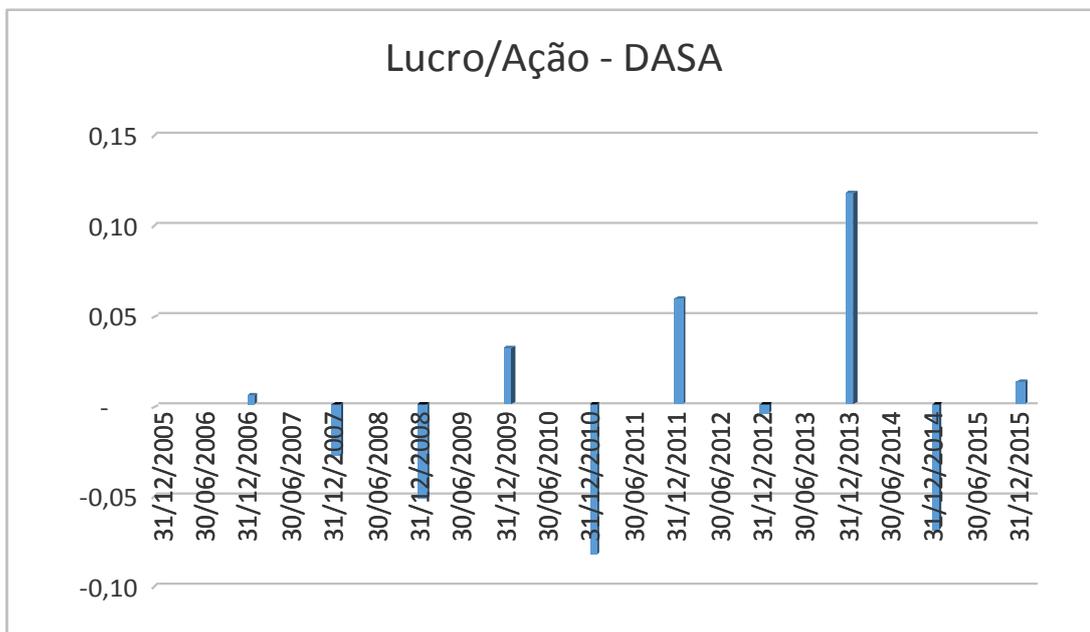
APÊNDICE Z4 - Preço/VPA DASA



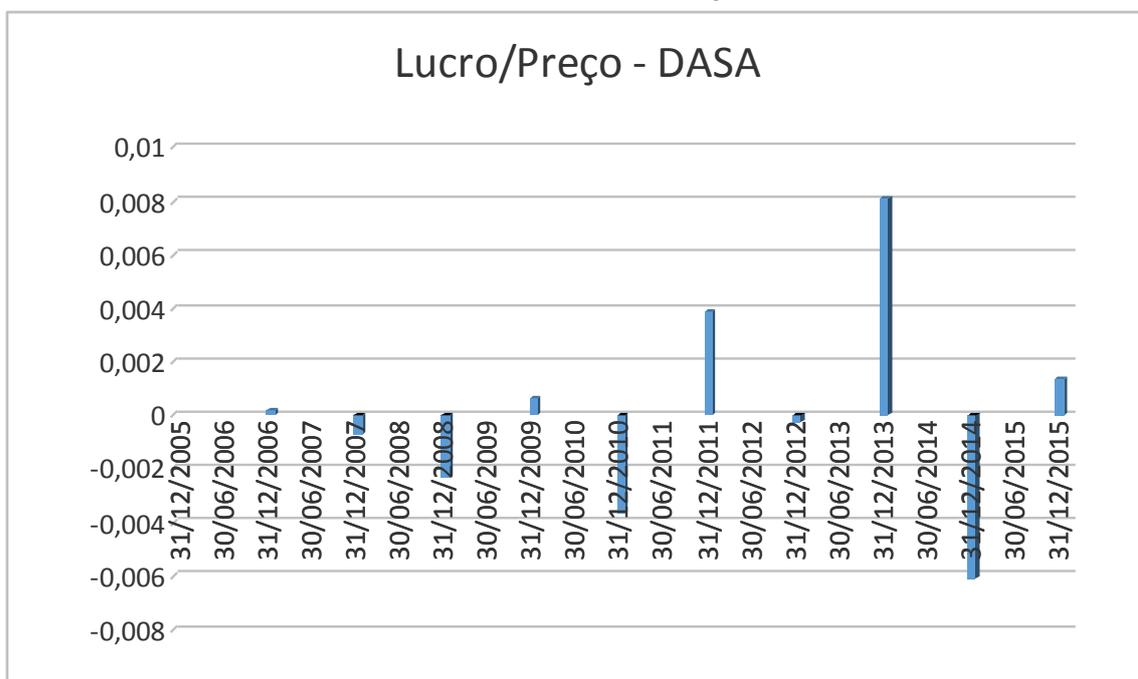
APÊNDICE A5 - Preço/Lucro DASA



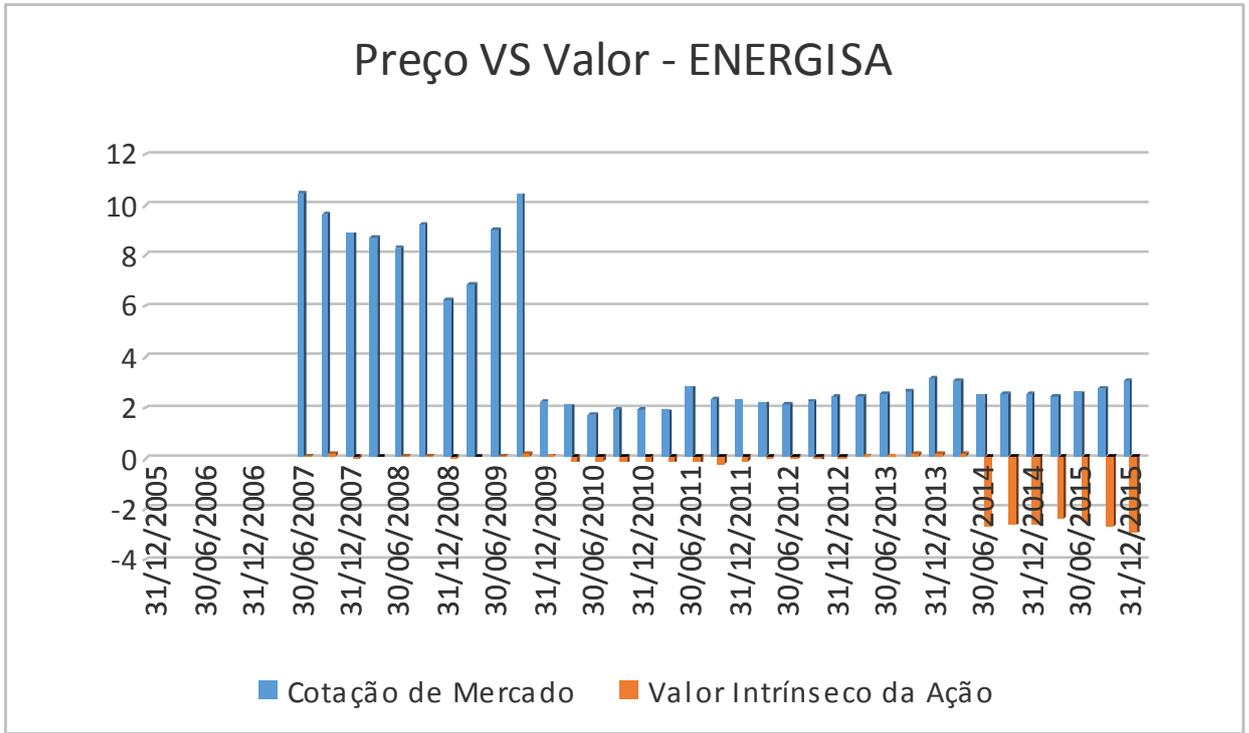
APÊNDICE B5 - Lucro/Ação DASA



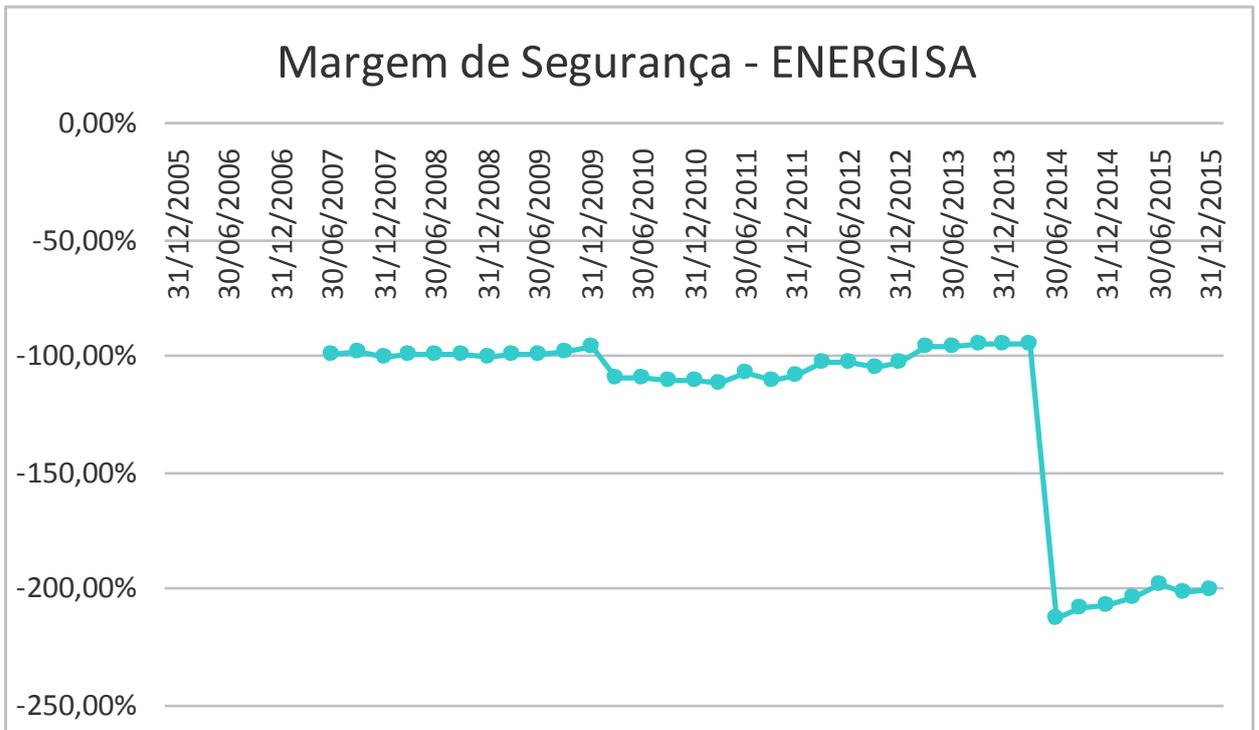
APÊNDICE C5 - Lucro/Preço DASA



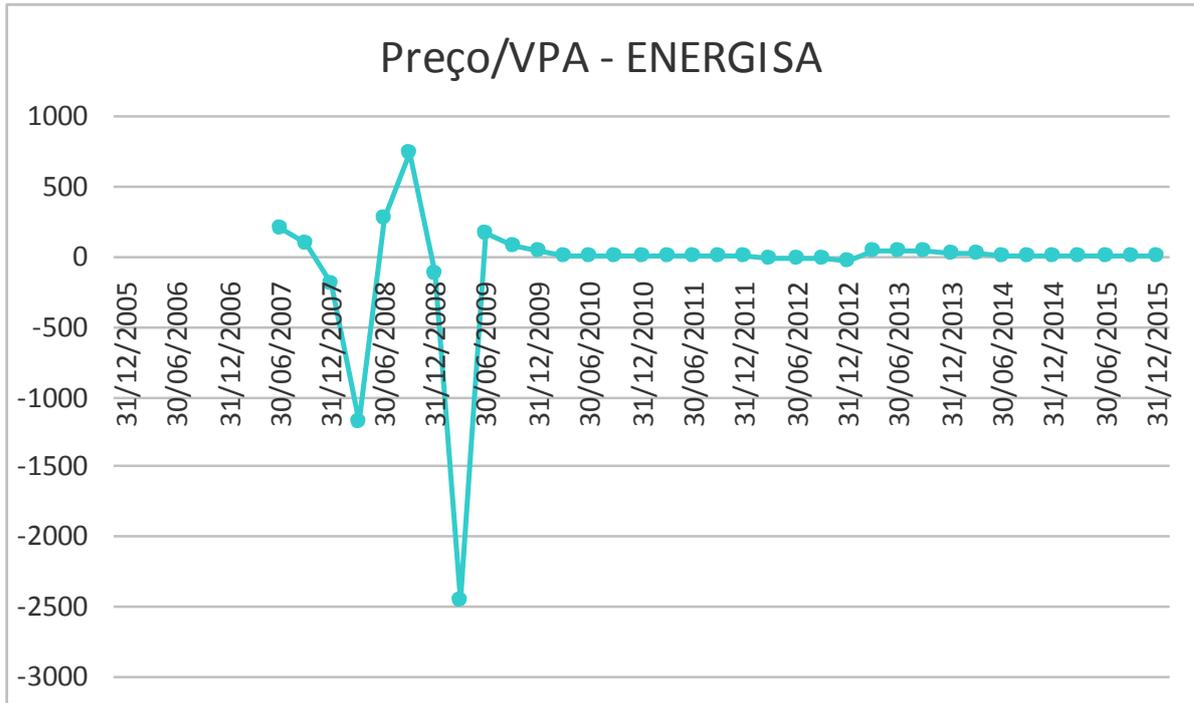
APÊNDICE D5 - Preço VS Valor ENERGISA



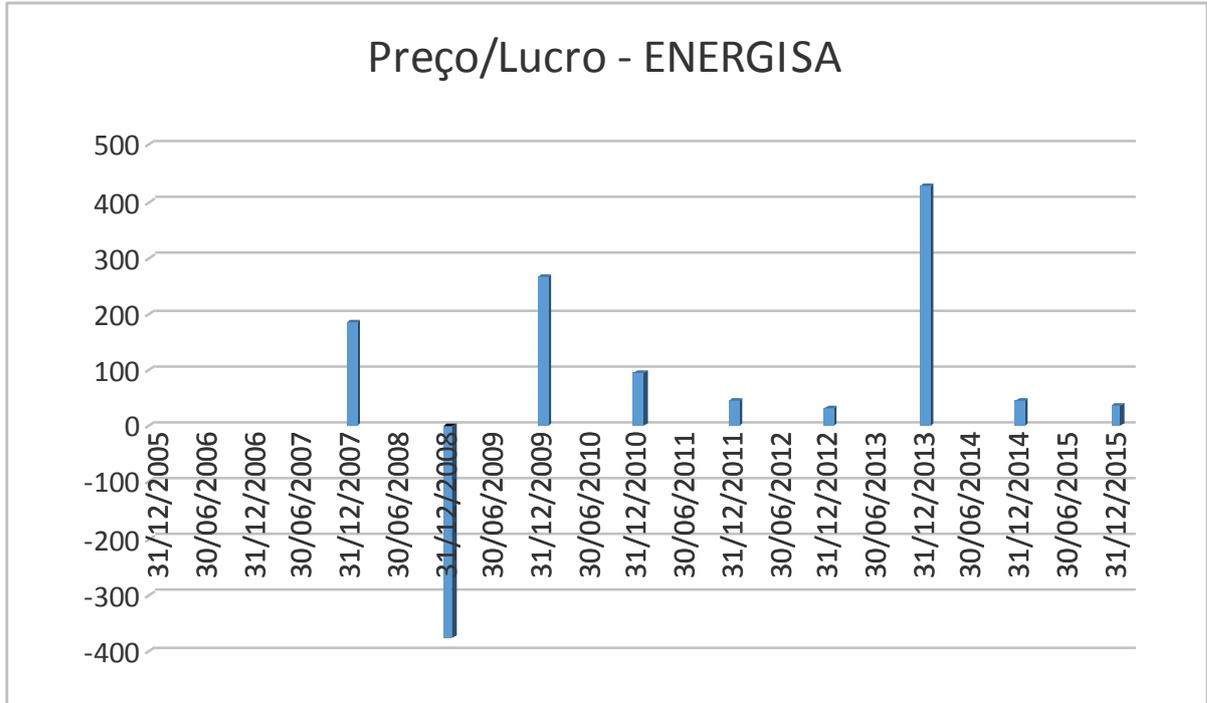
APÊNDICE E5 - Margem de Segurança ENERGISA



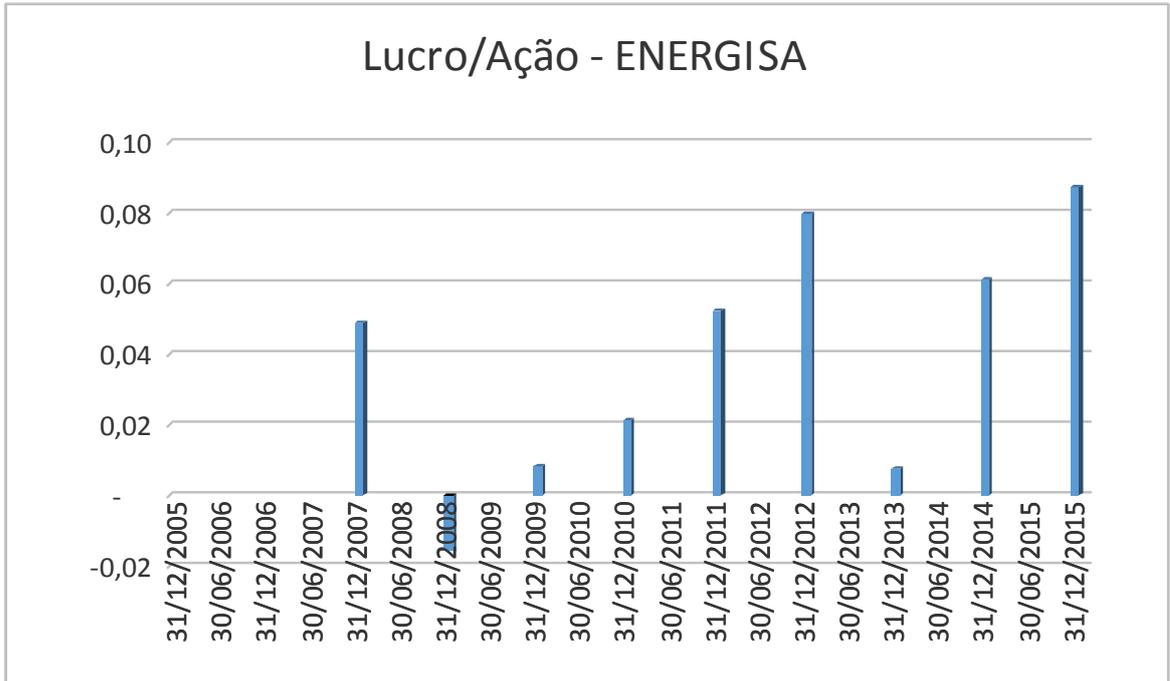
APÊNDICE F5 - Preço/VPA ENERGISA



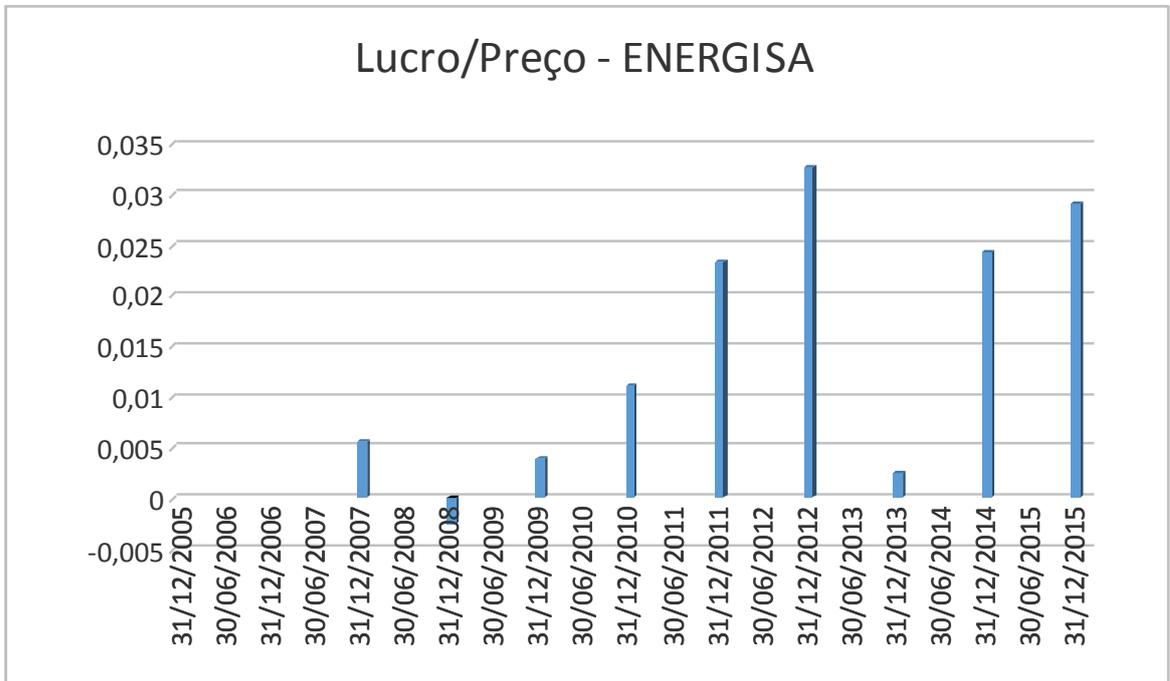
APÊNDICE G5 - Preço/Lucro ENERGISA



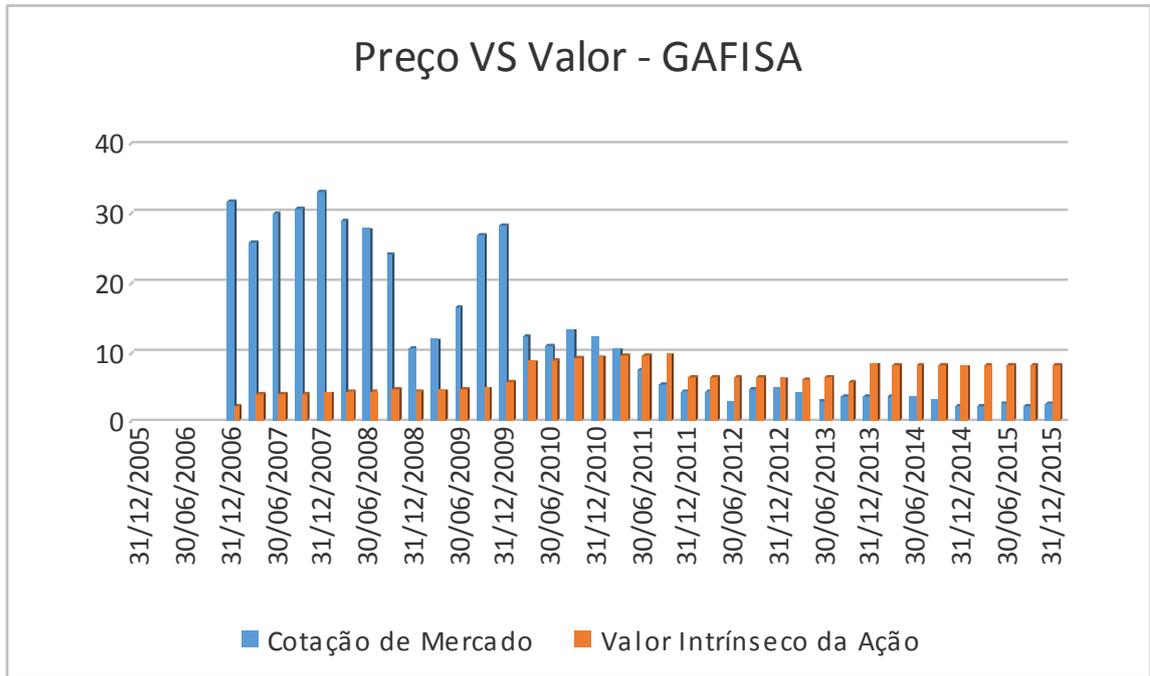
APÊNDICE H5 - Lucro/Ação ENERGISA



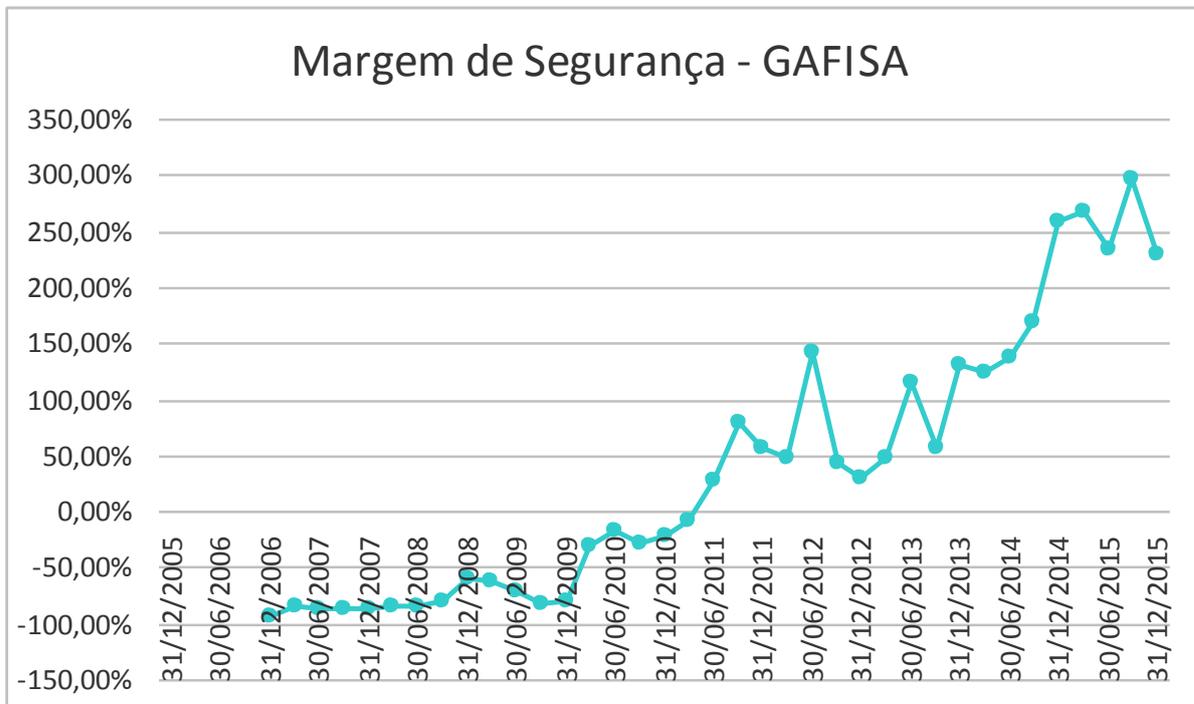
APÊNDICE I5 - Lucro/Preço ENERGISA



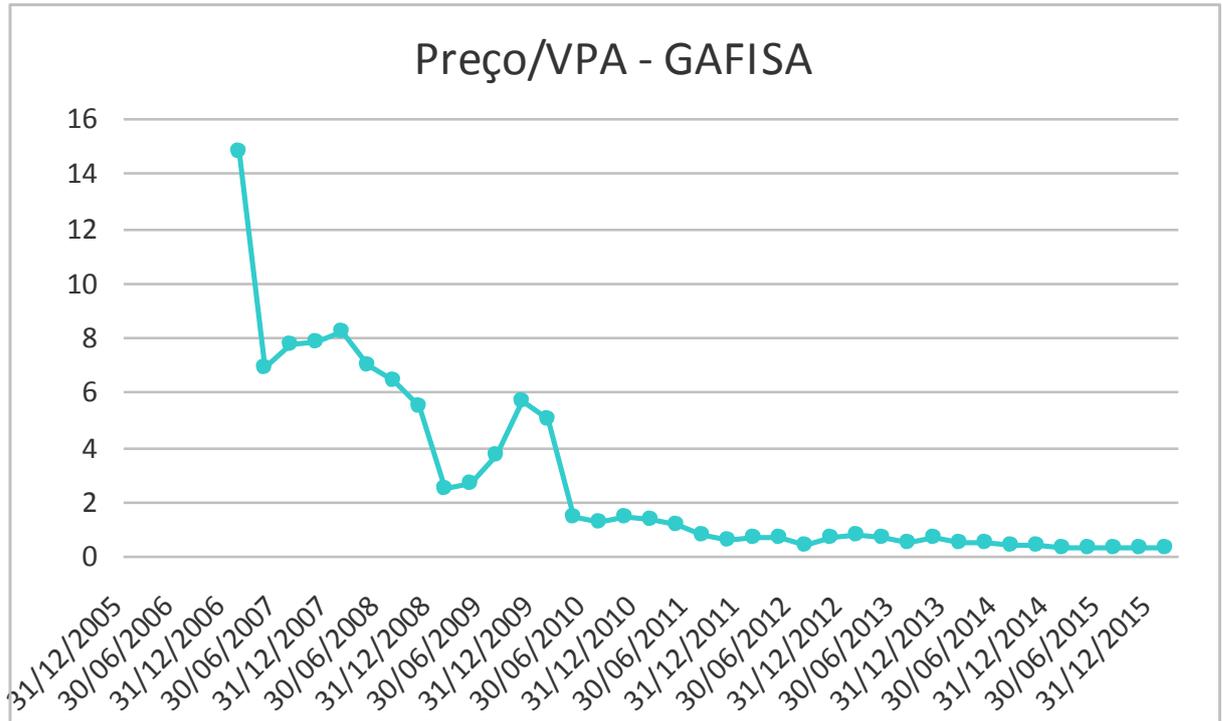
APÊNDICE J5 - Preço VS Valor GAFISA



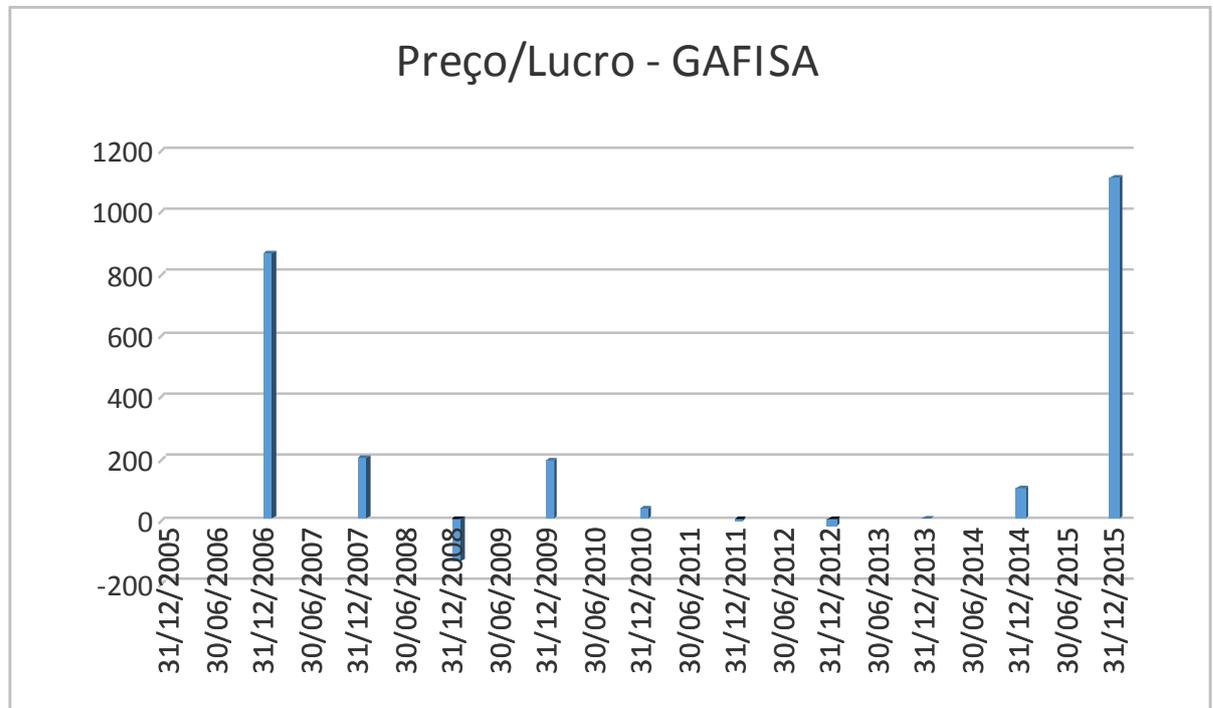
APÊNDICE K5 - Margem de Segurança GAFISA



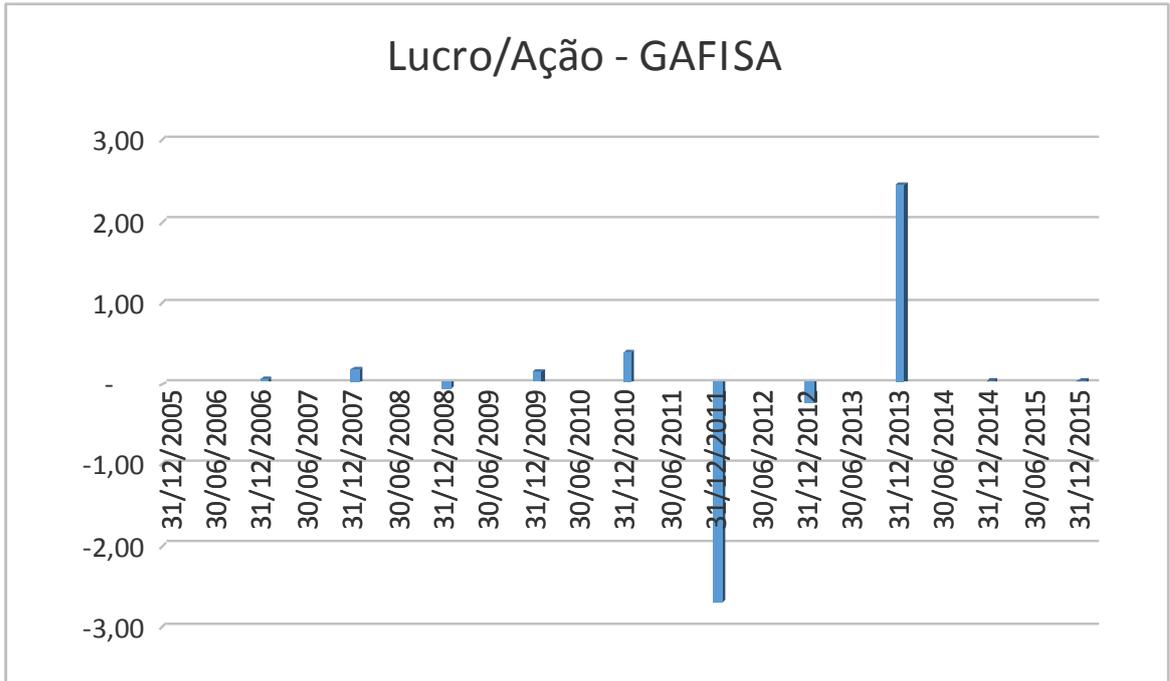
APÊNDICE L5 - Preço/VPA GAFISA



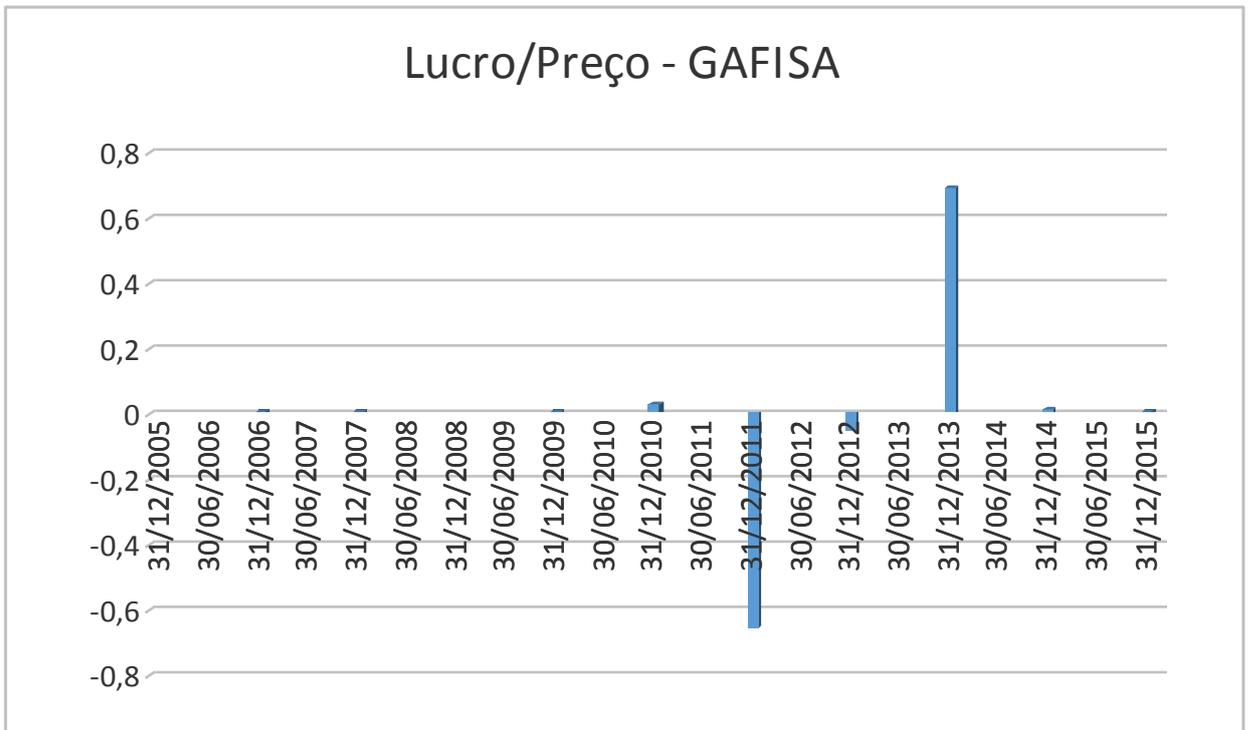
APÊNDICE M5 - Preço/Lucro GAFISA



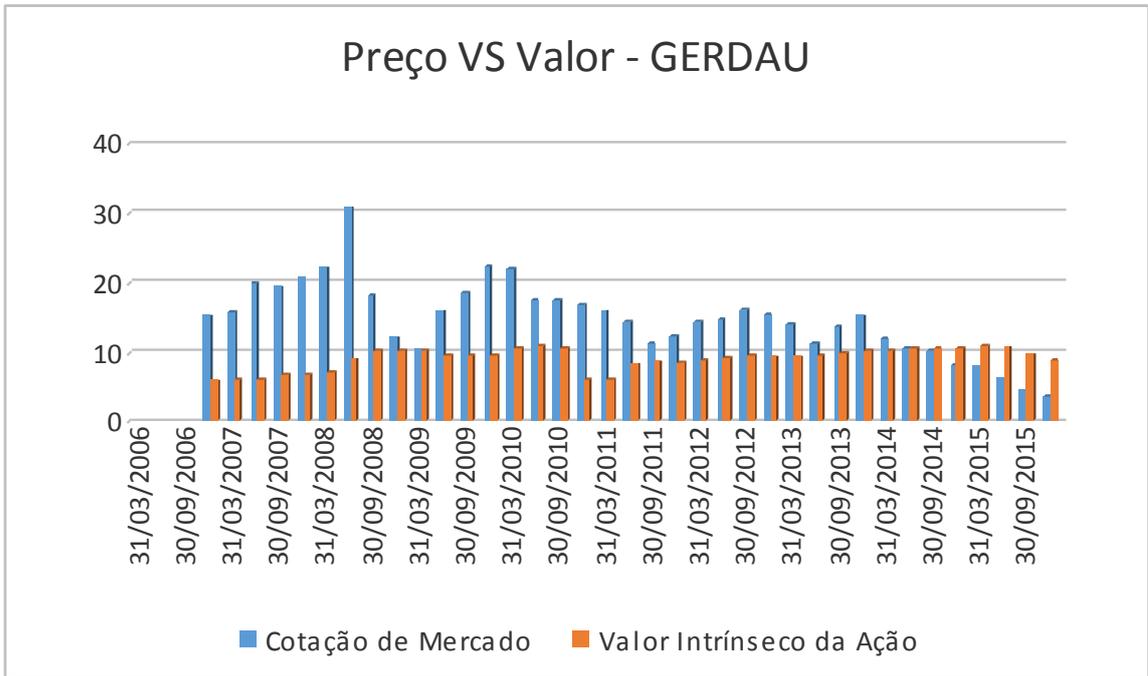
APÊNDICE N5 - Lucro/Ação GAFISA



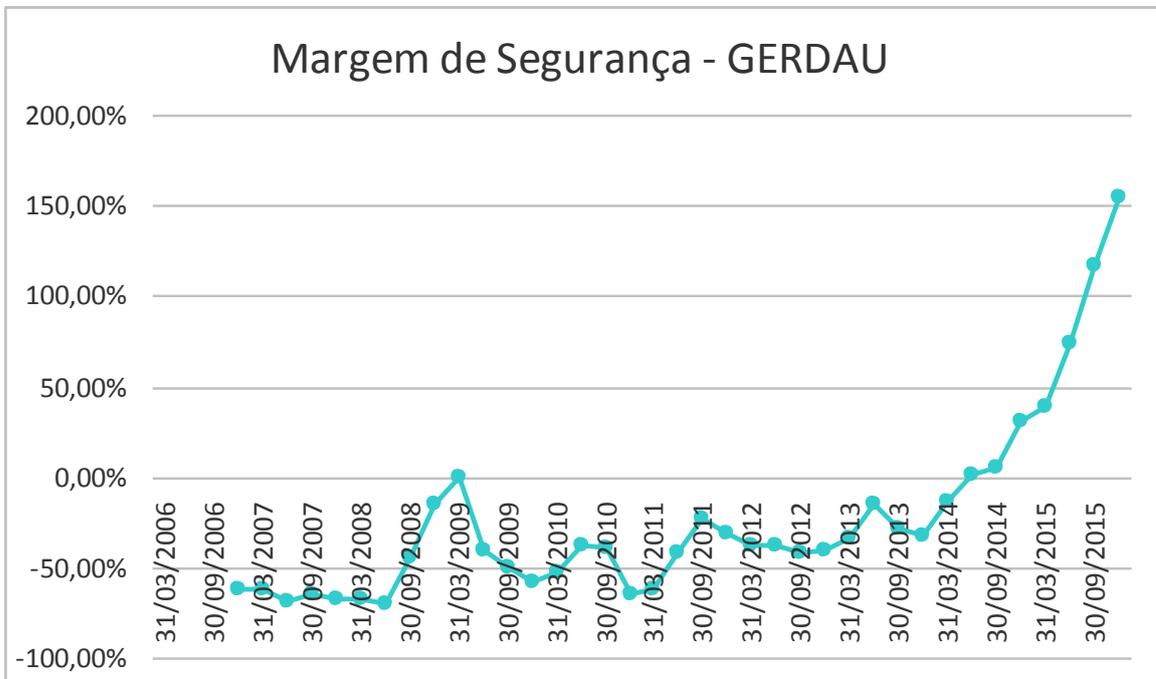
APÊNDICE O5 - Lucro/Preço GAFISA



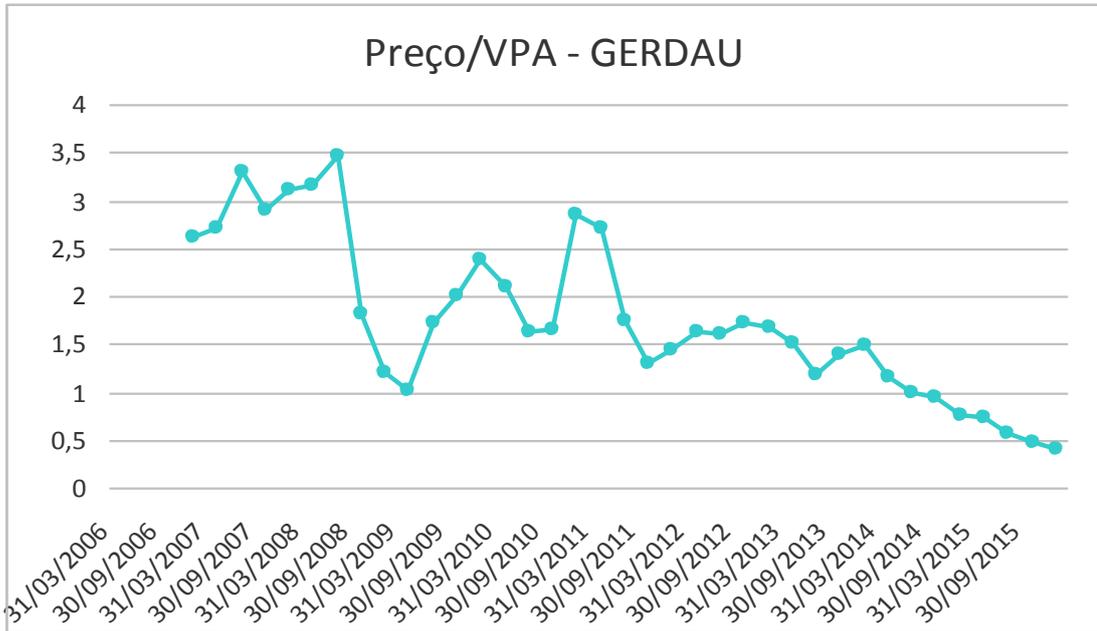
APÊNDICE P5 - Preço VS Valor GERDAU



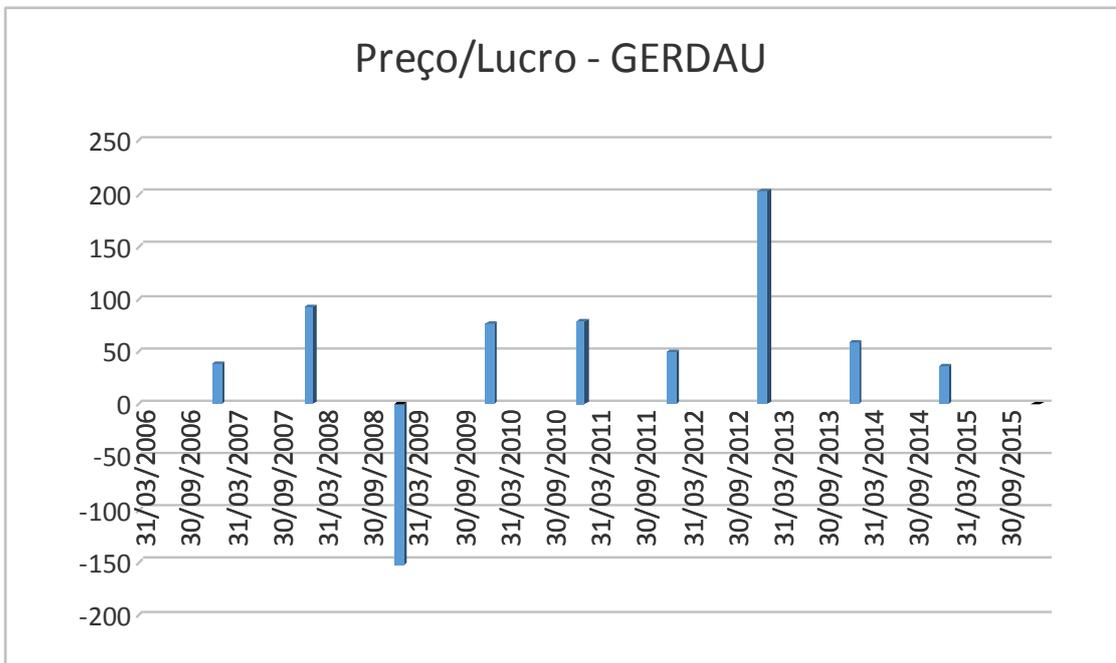
APÊNDICE Q5 - Margem de Segurança GERDAU



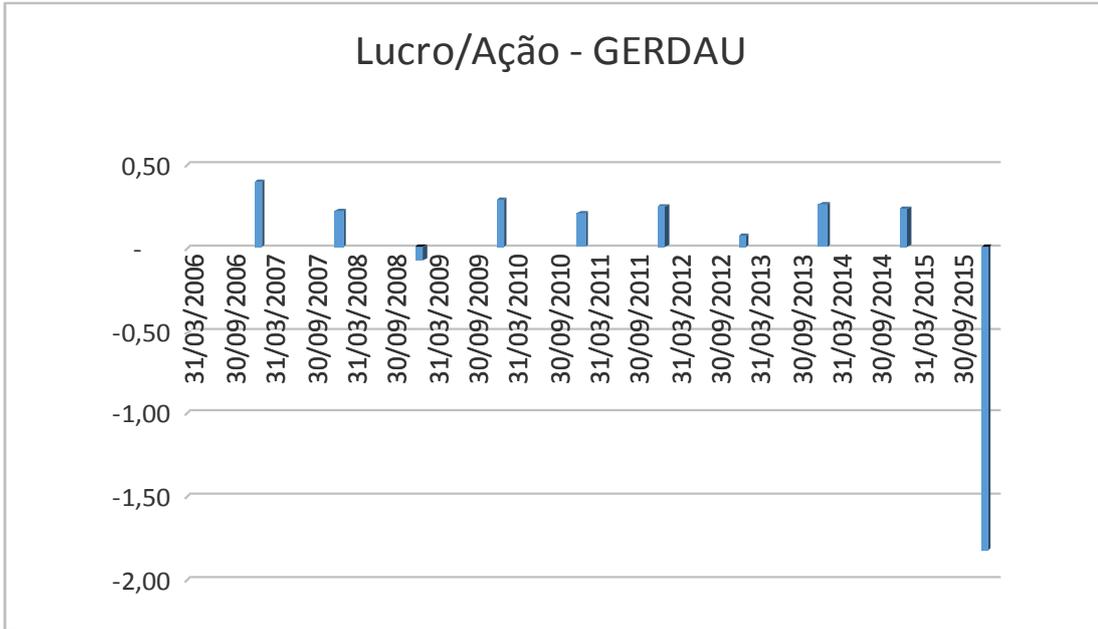
APÊNDICE R5 - Preço/VPA GERDAU



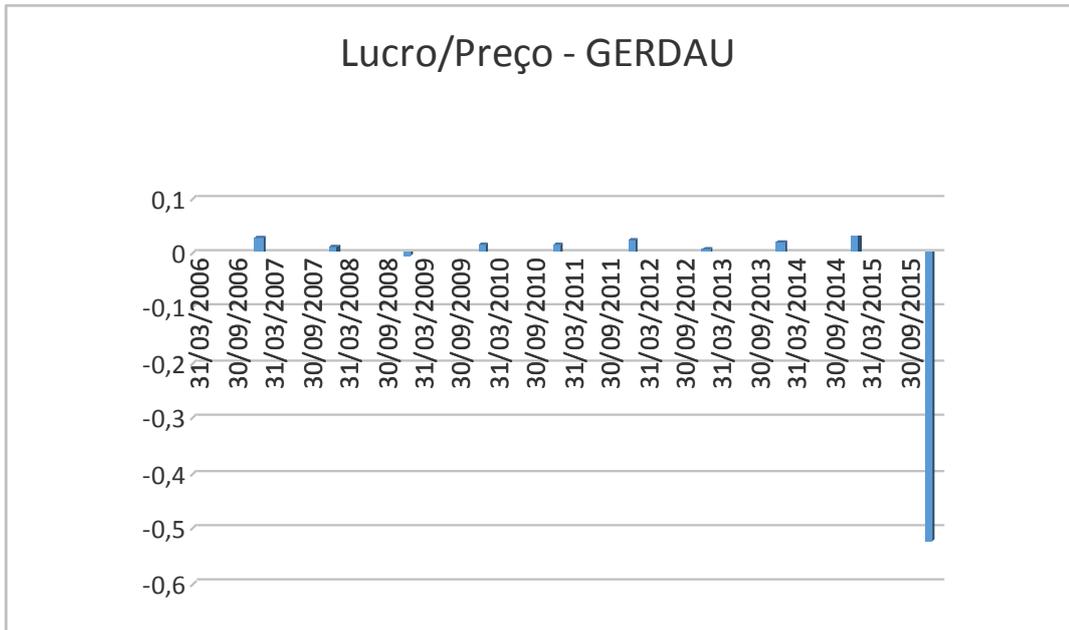
APÊNDICE S5 - Preço/Lucro GERDAU



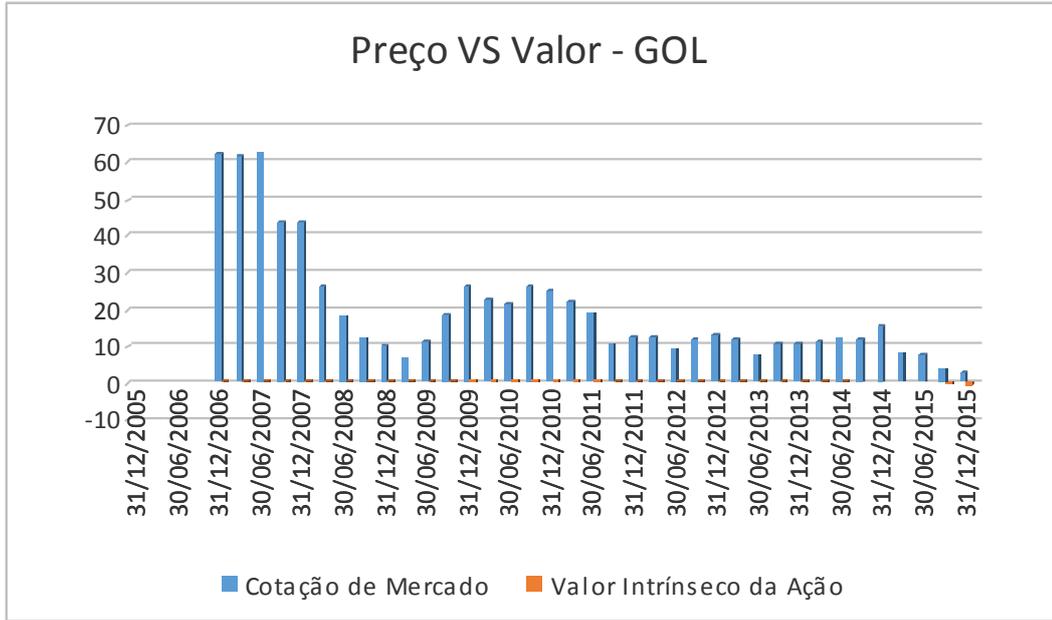
APÊNDICE T5 - Lucro/Ação GERDAU



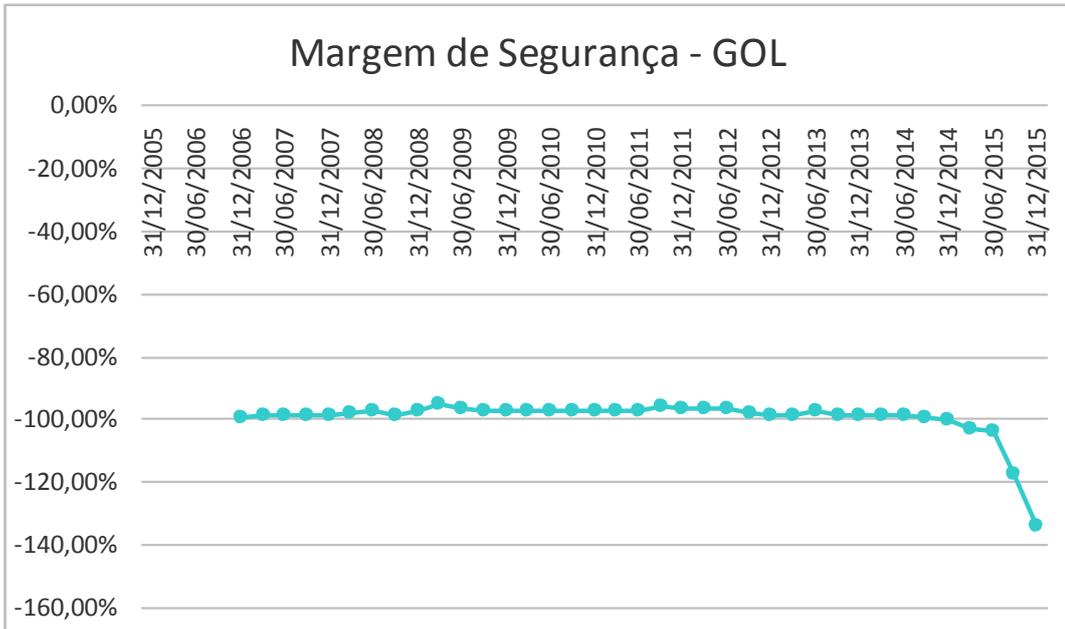
APÊNDICE U5 - Lucro/Preço GERDAU



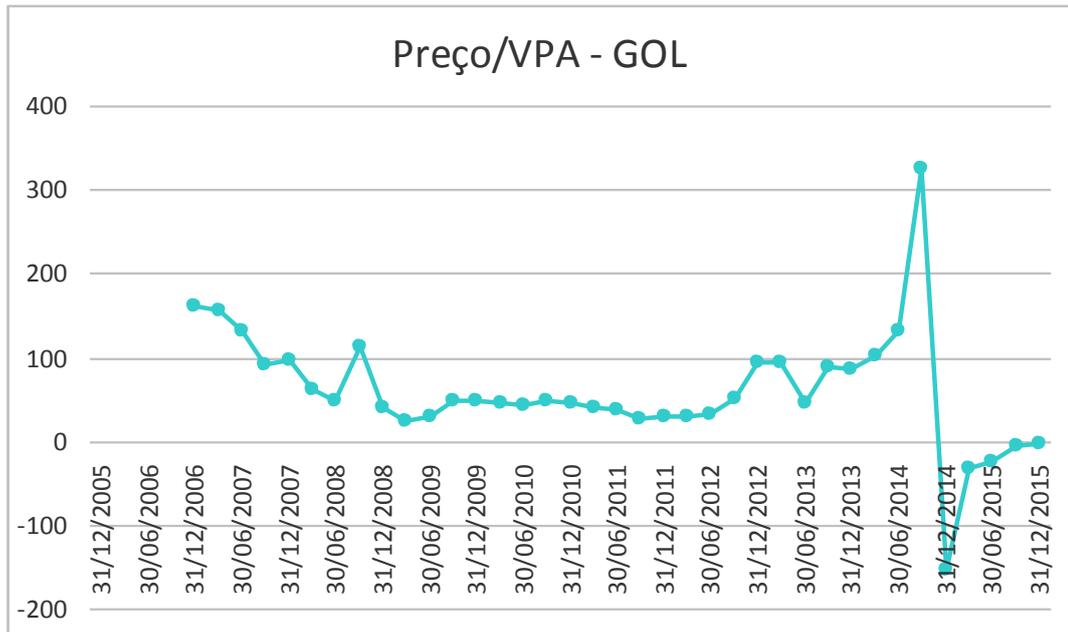
APÊNDICE V5 - Preço VS Valor GOL



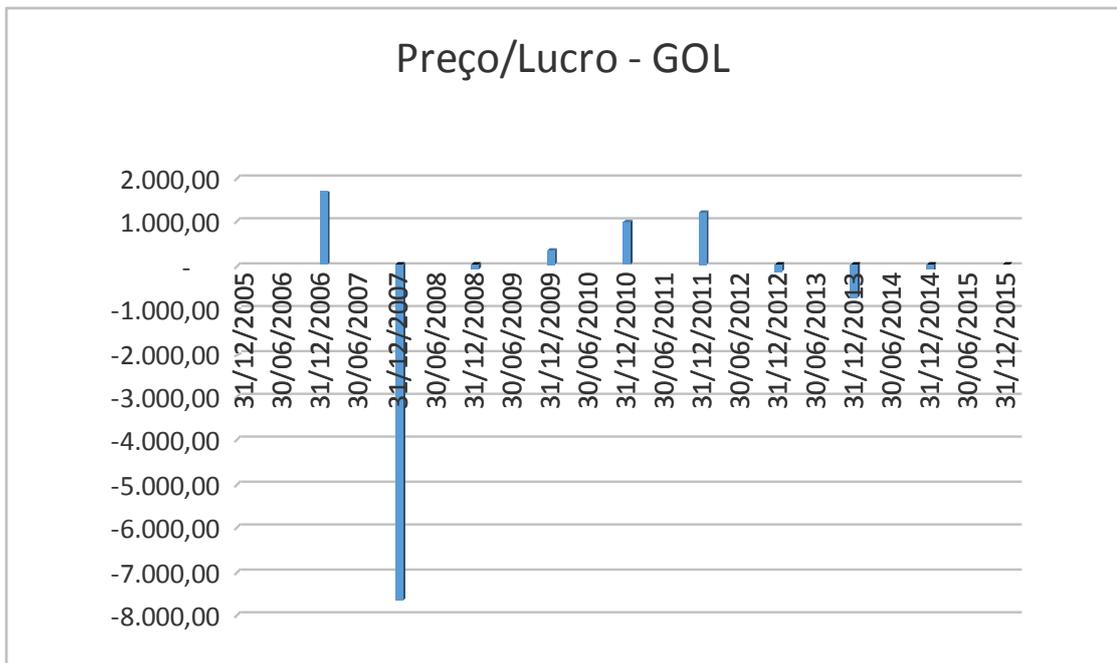
APÊNDICE X5 - Margem de Segurança GOL



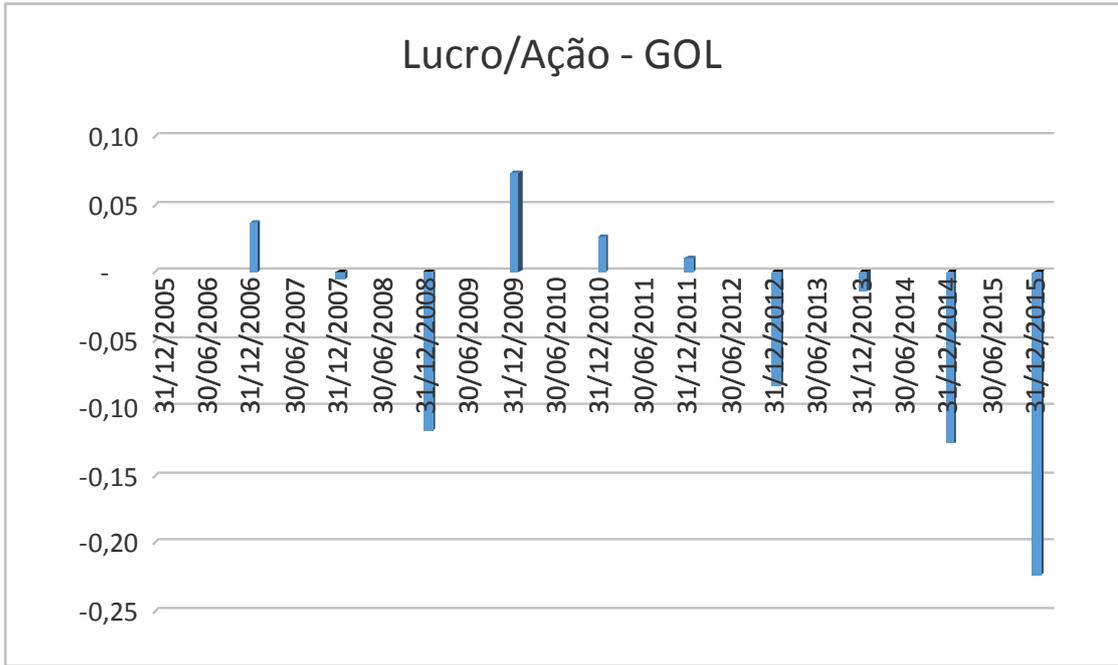
APÊNDICE Z5 - Preço/VPA GOL



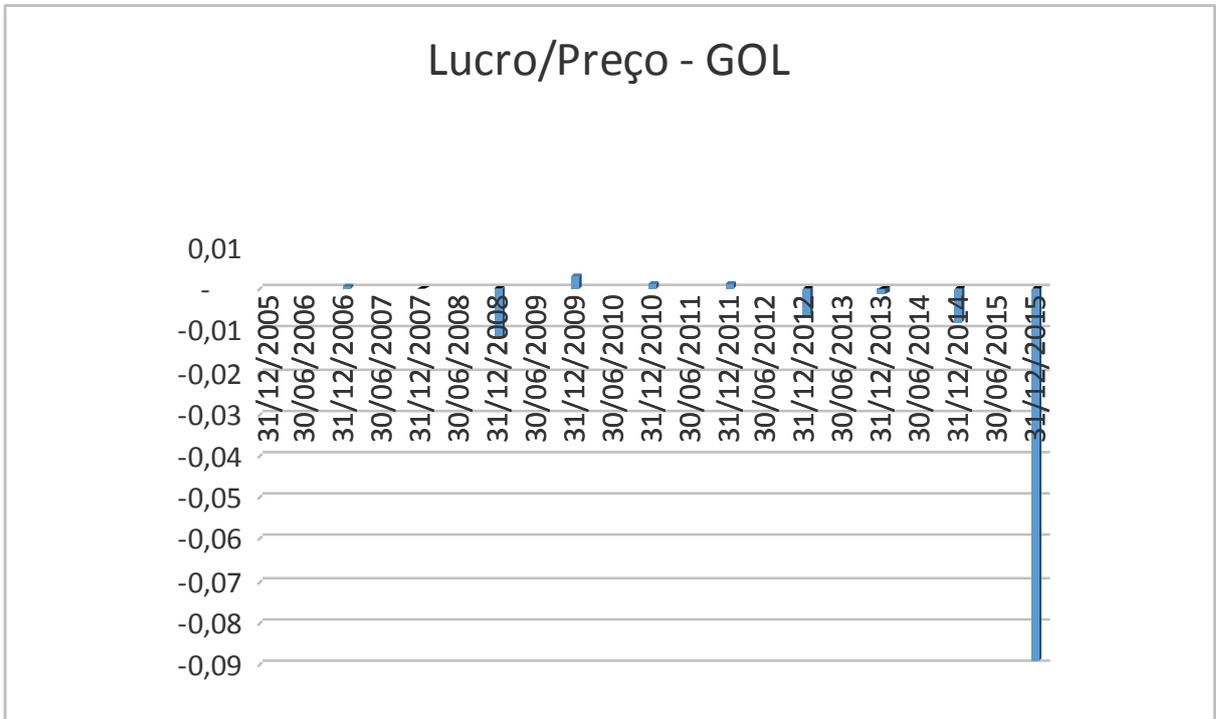
APÊNDICE A6 - Preço/Lucro GOL



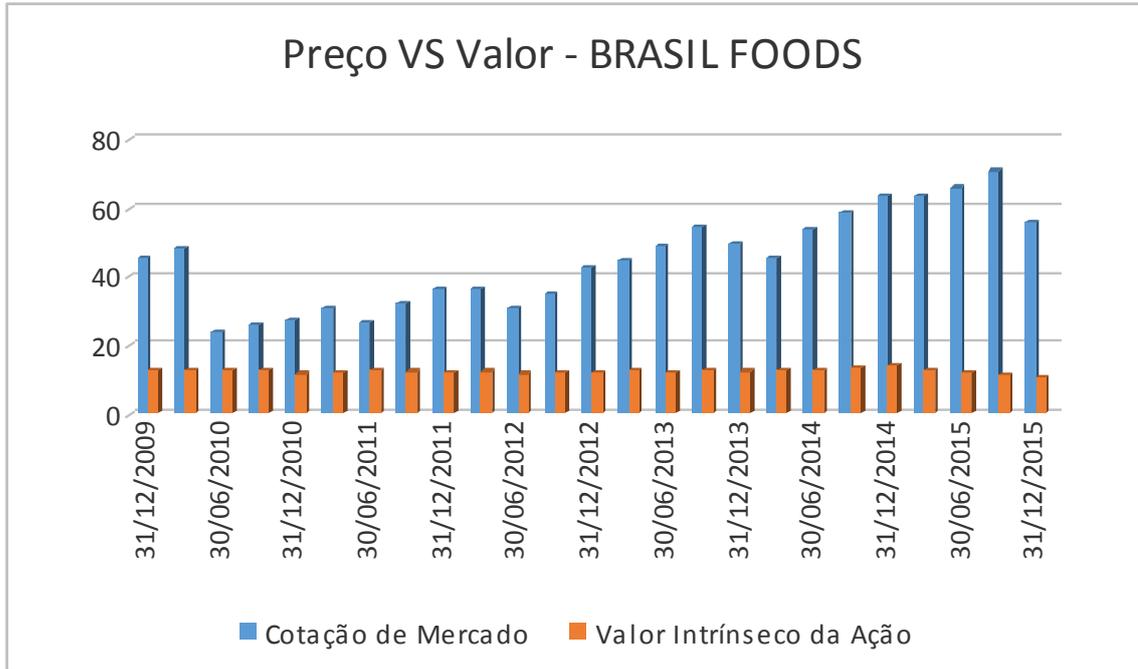
APÊNDICE B6 - Lucro/Ação GOL



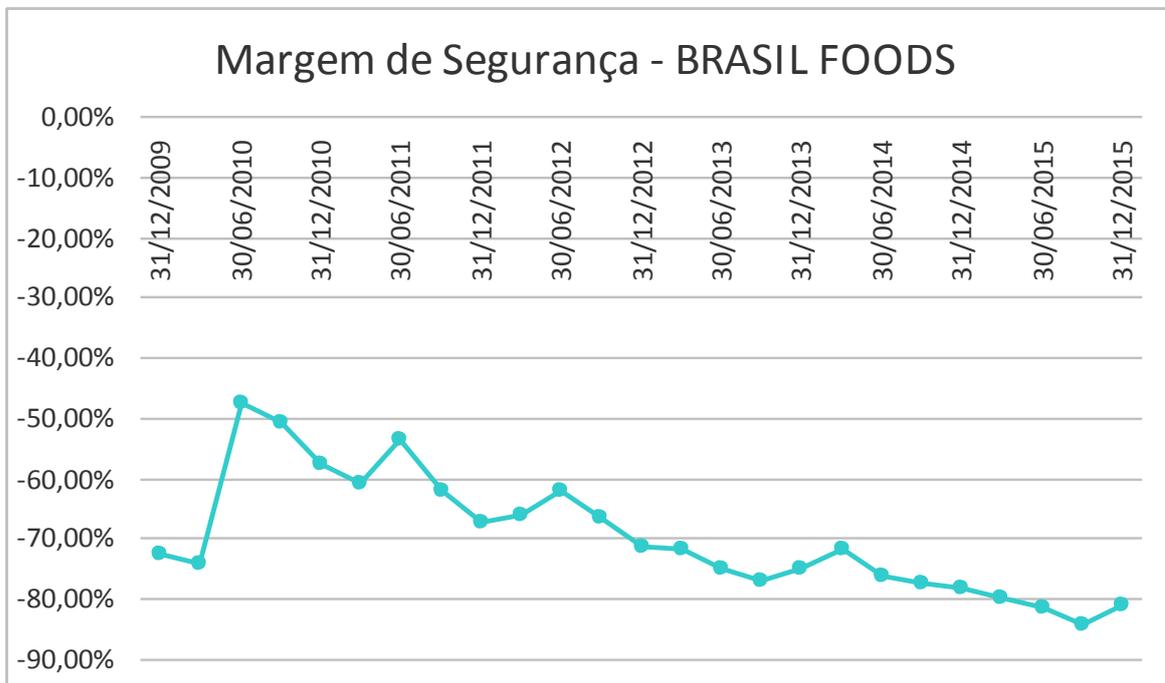
APÊNDICE C6 - Lucro/Preço GOL



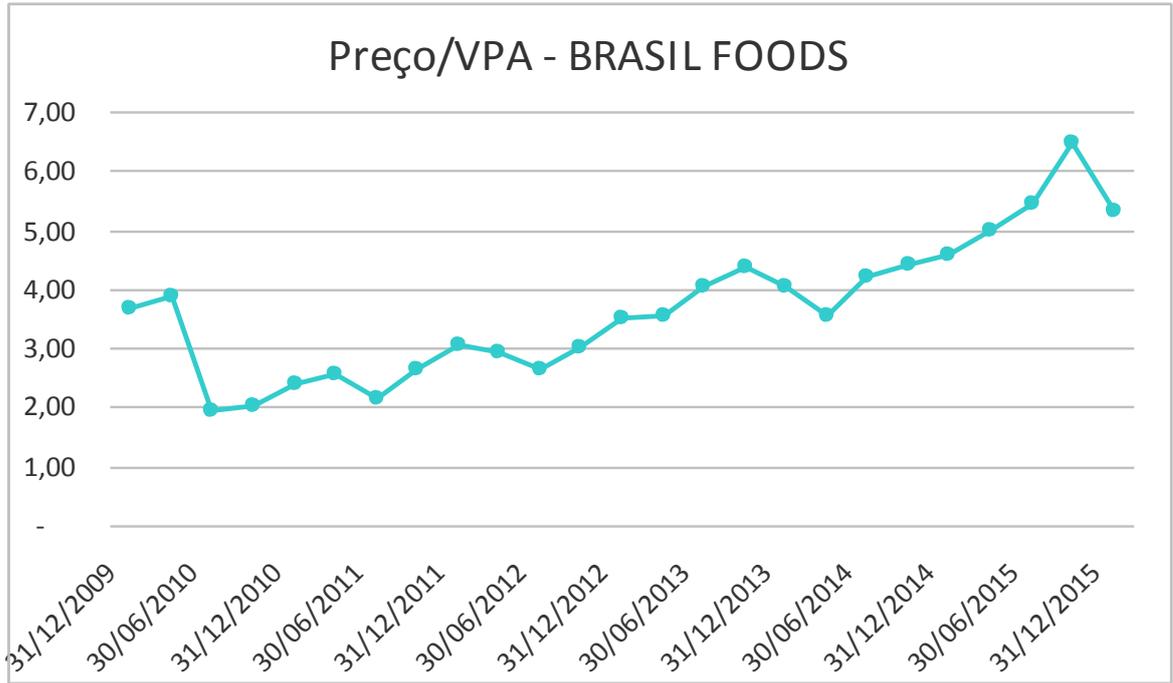
APÊNDICE D6 - Preço VS Valor BRASIL FOODS



APÊNDICE E6- Margem de Segurança BRASIL FOODS



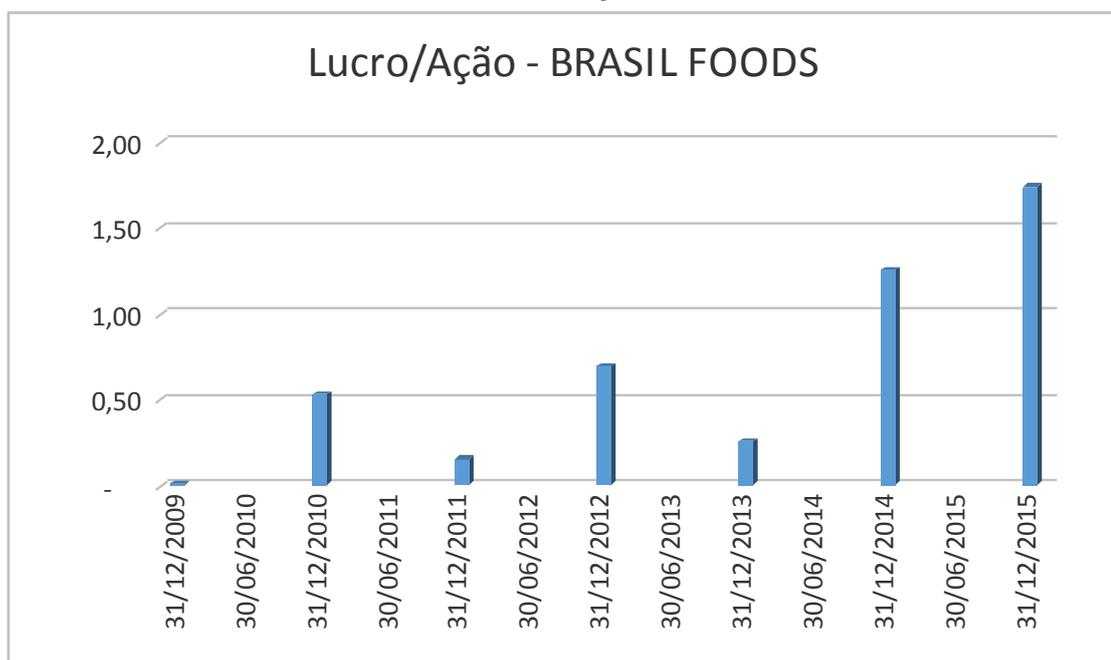
APÊNDICE F6 - Preço/VPA BRASIL FOODS



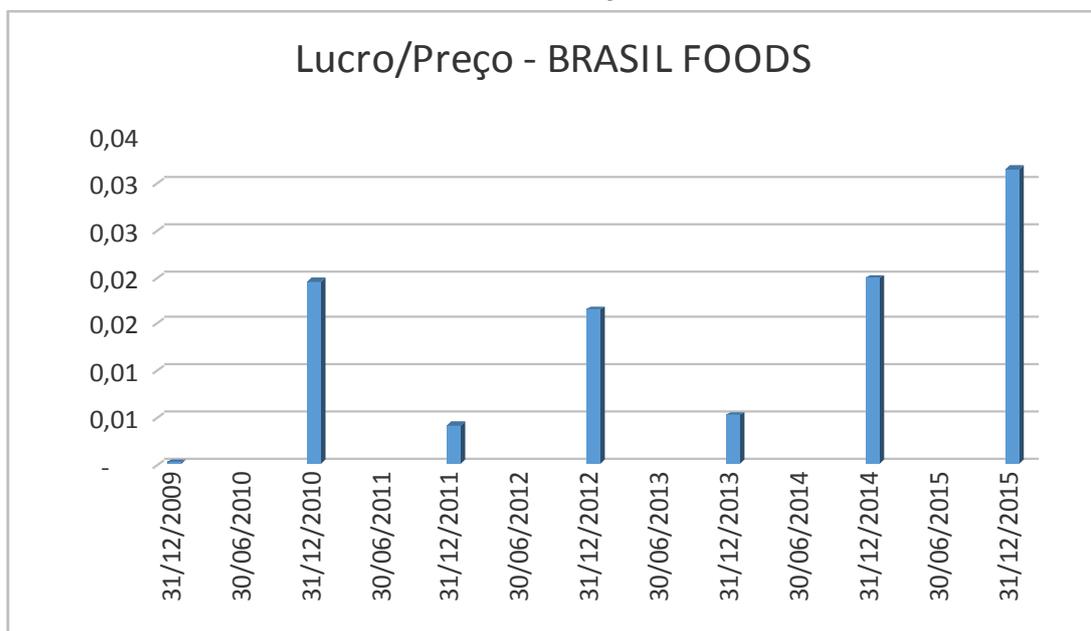
APÊNDICE G6 - Preço/Lucro BRASIL FOODS



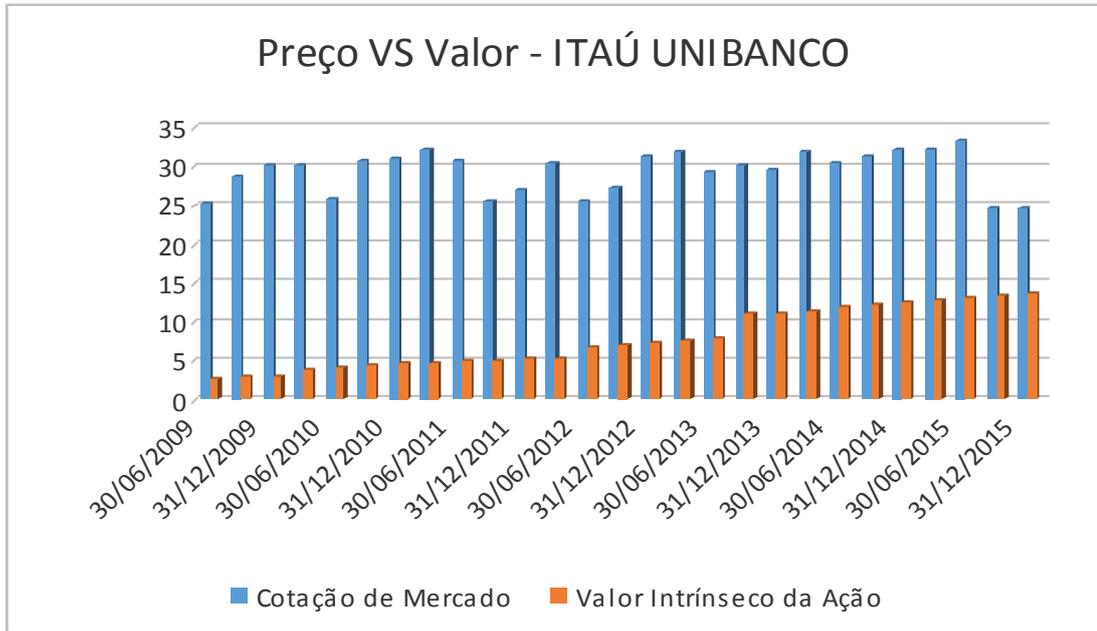
APÊNDICE H6 - Lucro/Ação BRASIL FOODS



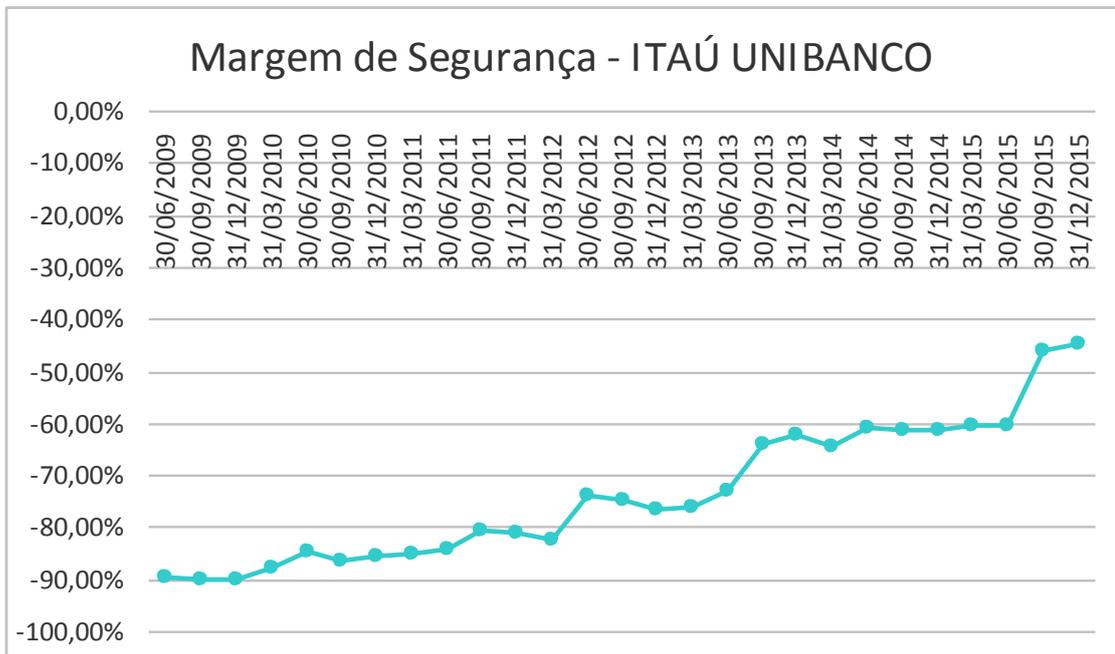
APÊNDICE I6 - Lucro/Preço BRASIL FOODS



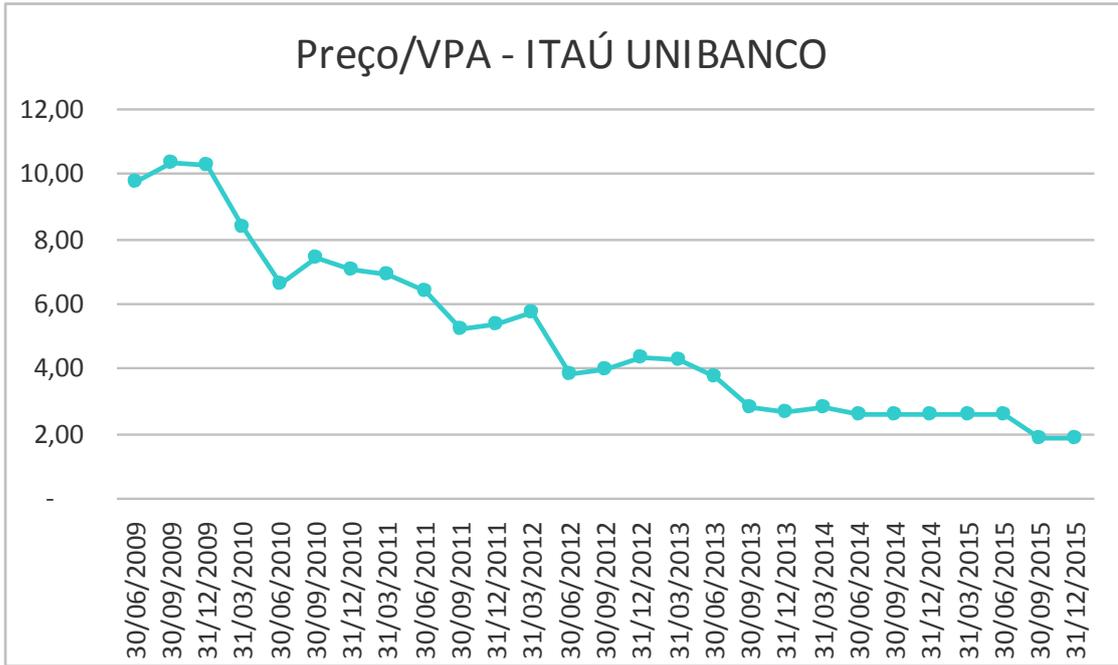
APÊNDICE J6 - Preço VS Valor ITAÚ UNIBANCO



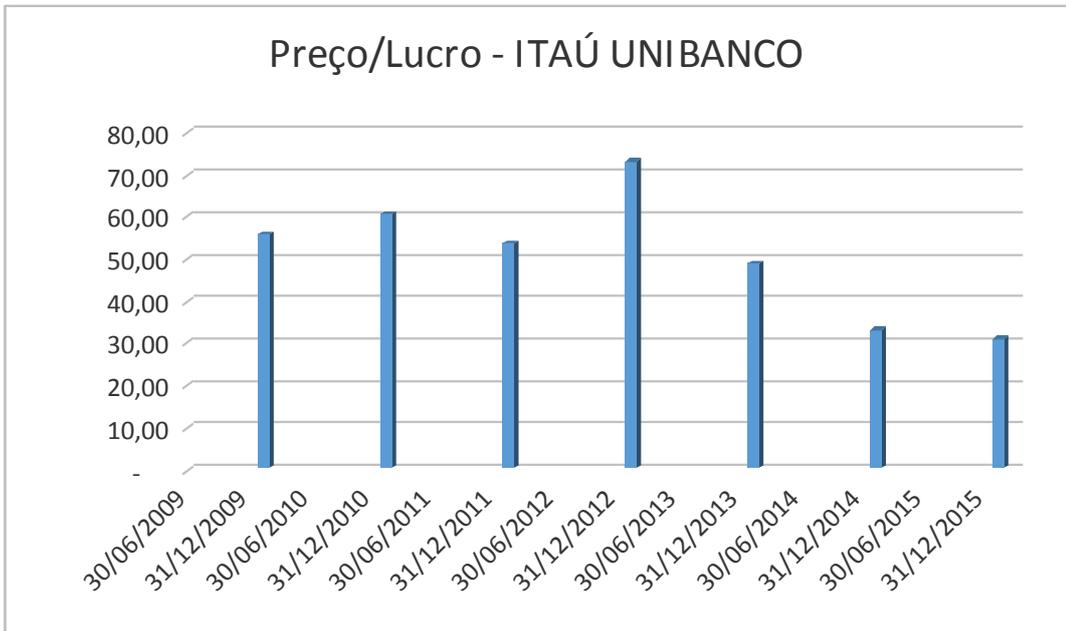
APÊNDICE K6 - Margem de Segurança ITAÚ UNIBANCO



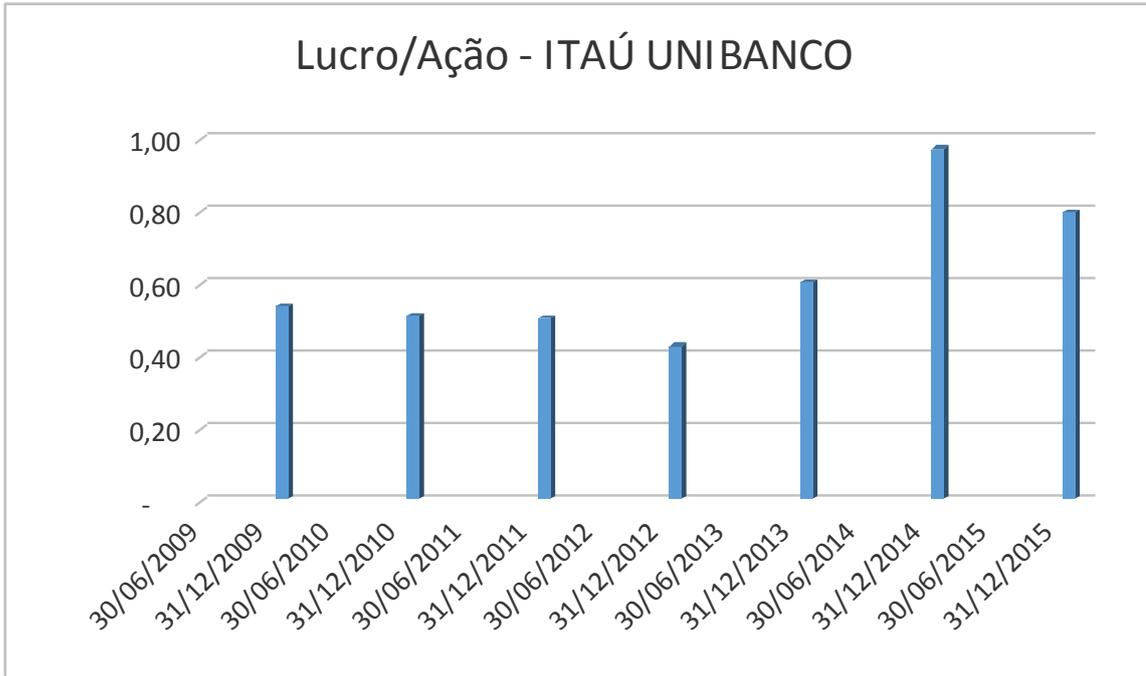
APÊNDICE L6 - Preço/VPA ITAÚ UNIBANCO



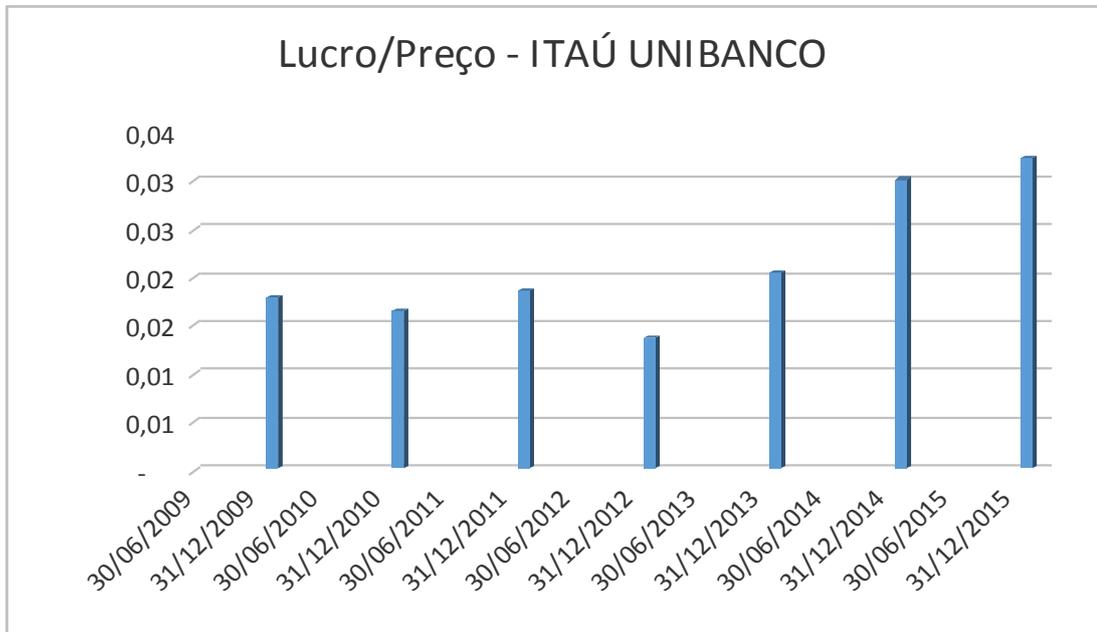
APÊNDICE M6 - Preço/Lucro ITAÚ UNIBANCO



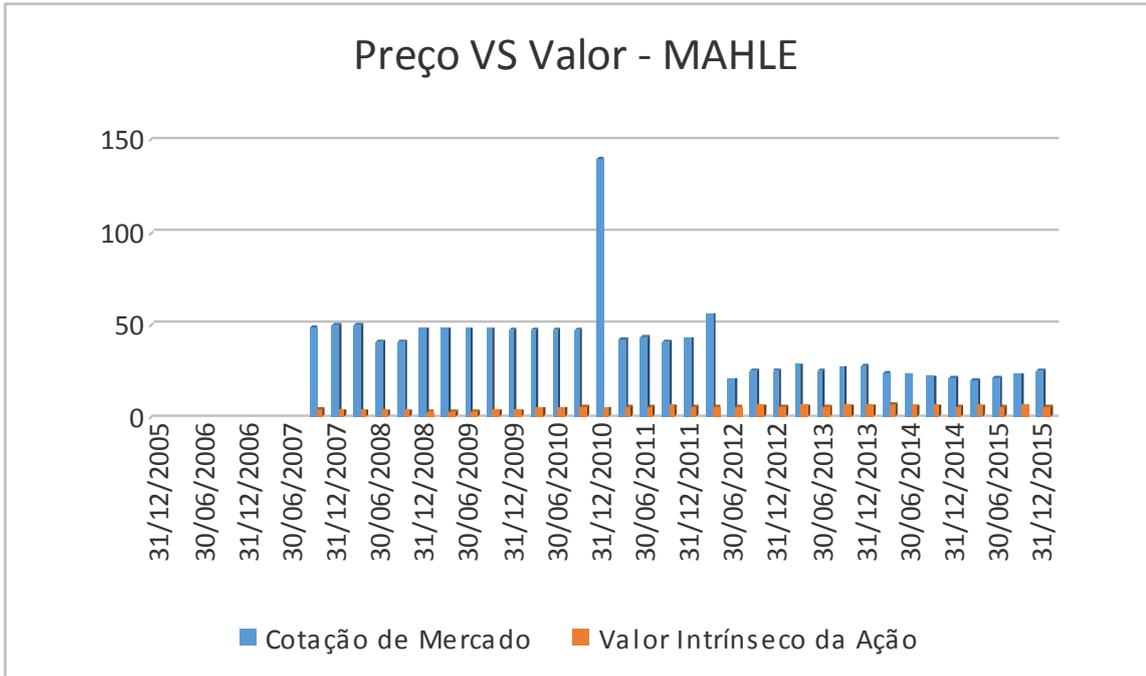
APÊNDICE N6 - Lucro/Ação ITAÚ UNIBANCO



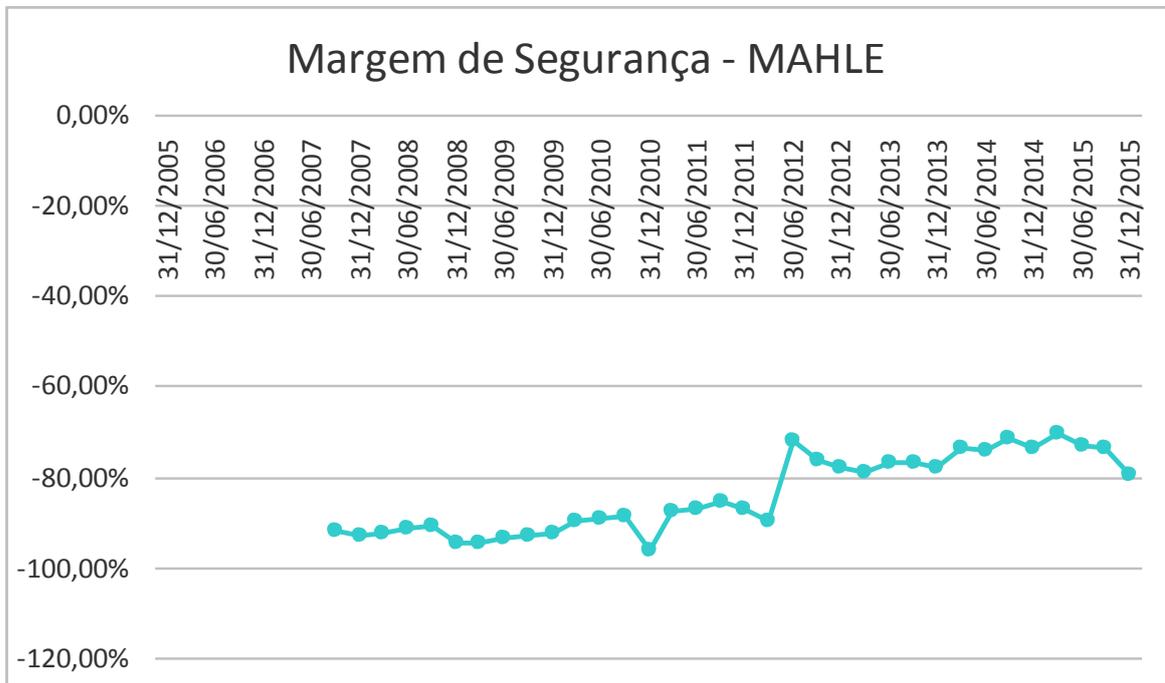
APÊNDICE O6 - Lucro/Preço ITAÚ UNIBANCO



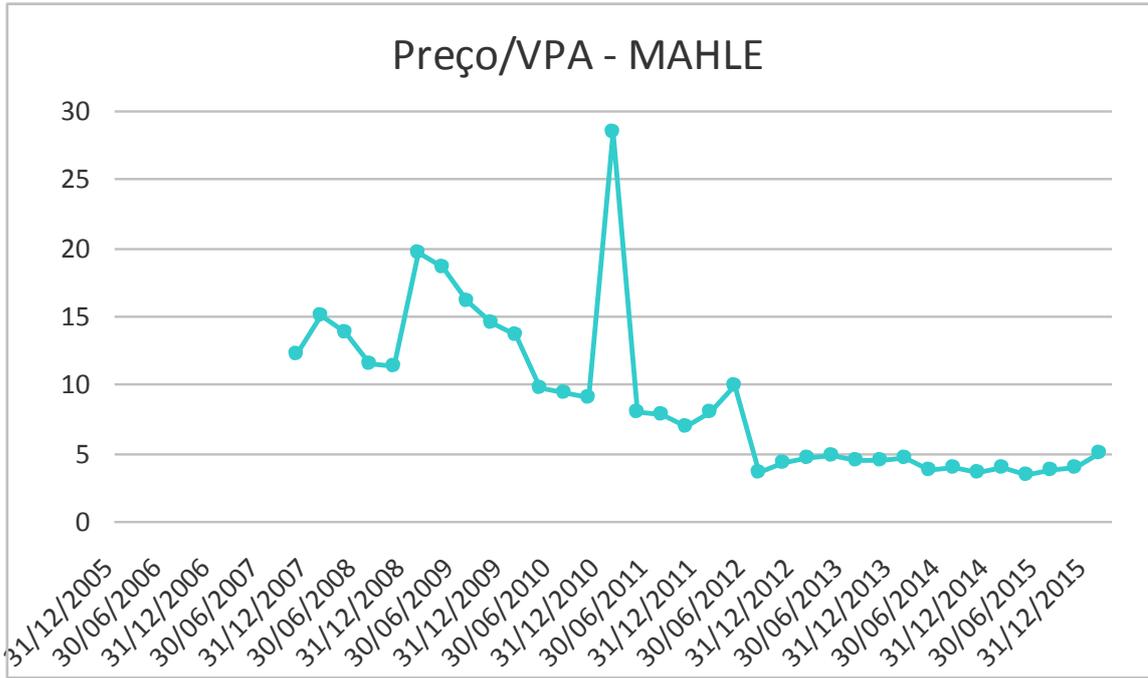
APÊNDICE P6 - Preço VS Valor MAHLE



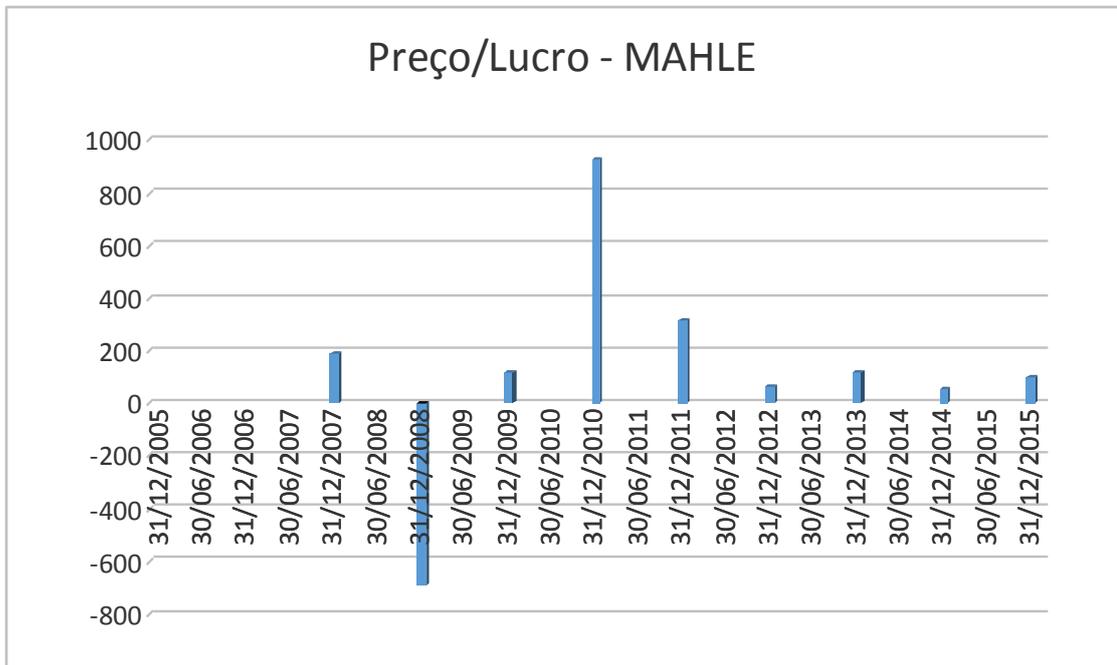
APÊNDICE Q6 - Margem de Segurança MAHLE



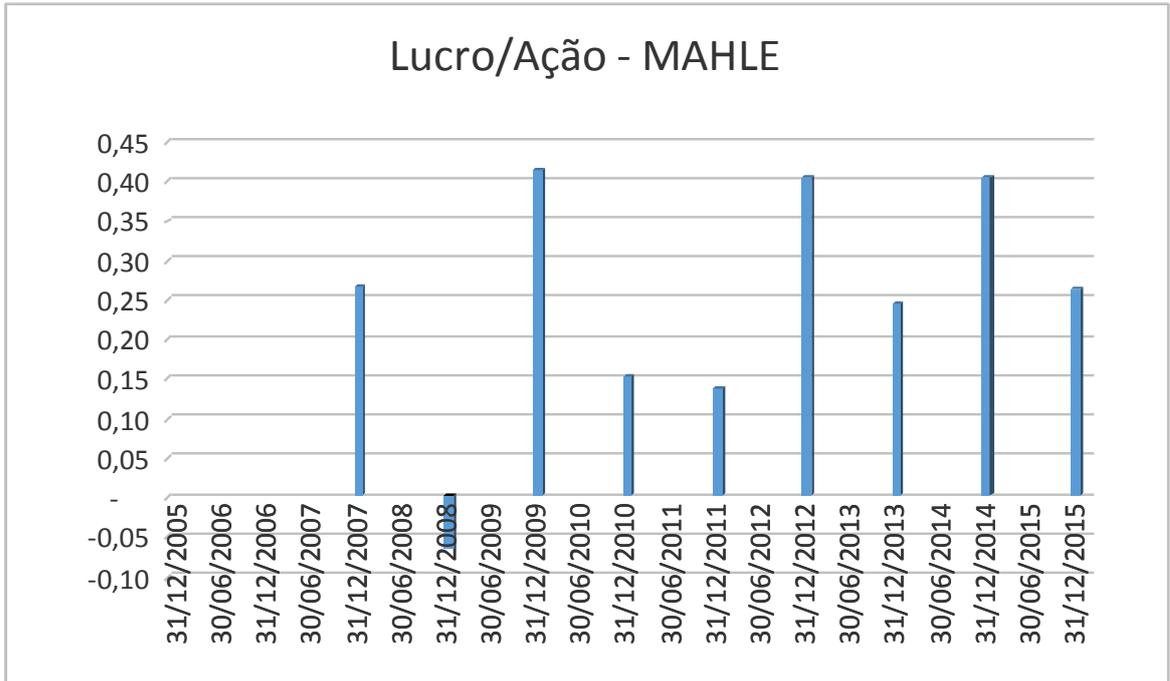
APÊNDICE R6 - Preço/VPA MAHLE



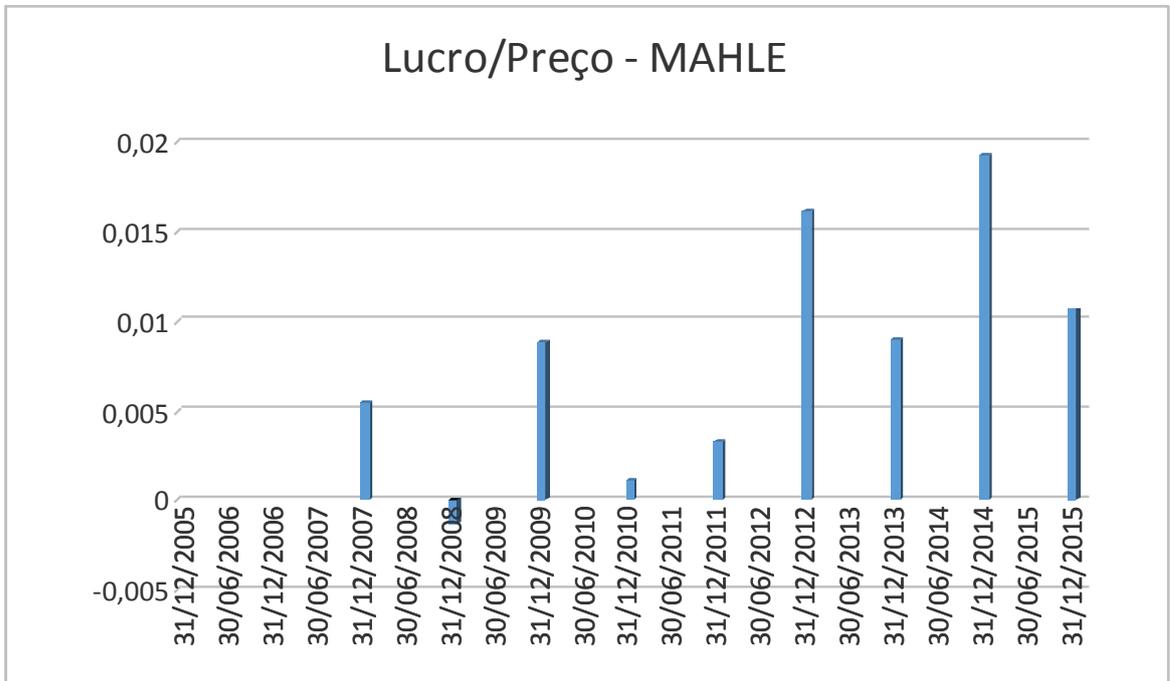
APÊNDICE S6 - Preço/Lucro MAHLE



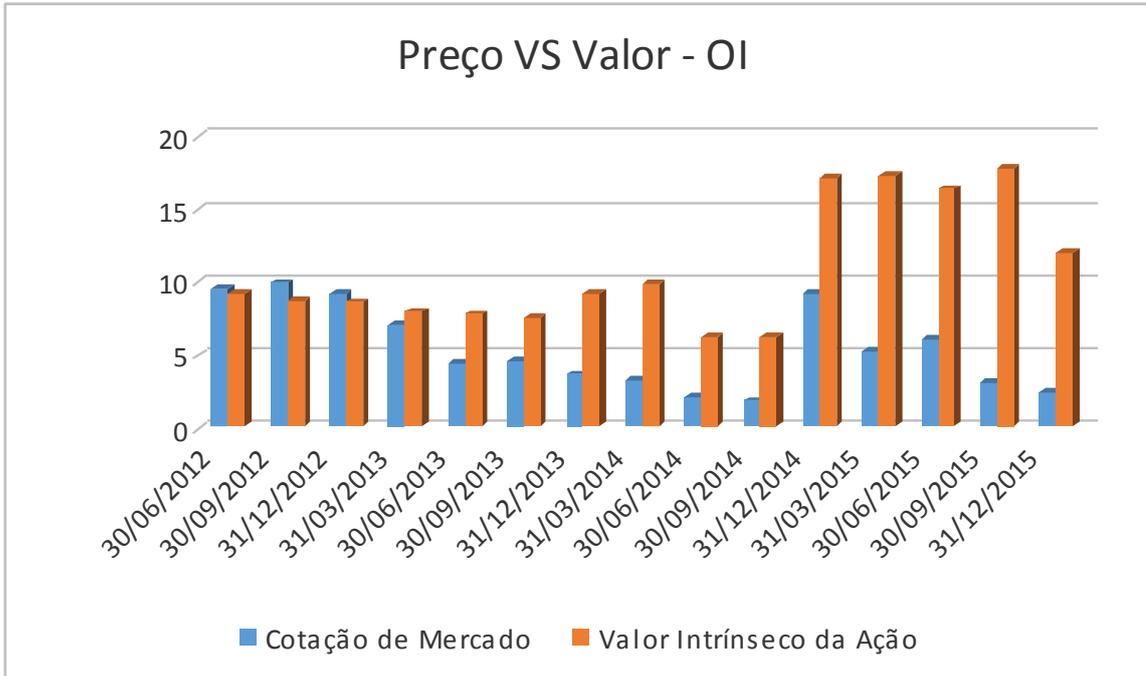
APÊNDICE T6 - Lucro/Ação MAHLE



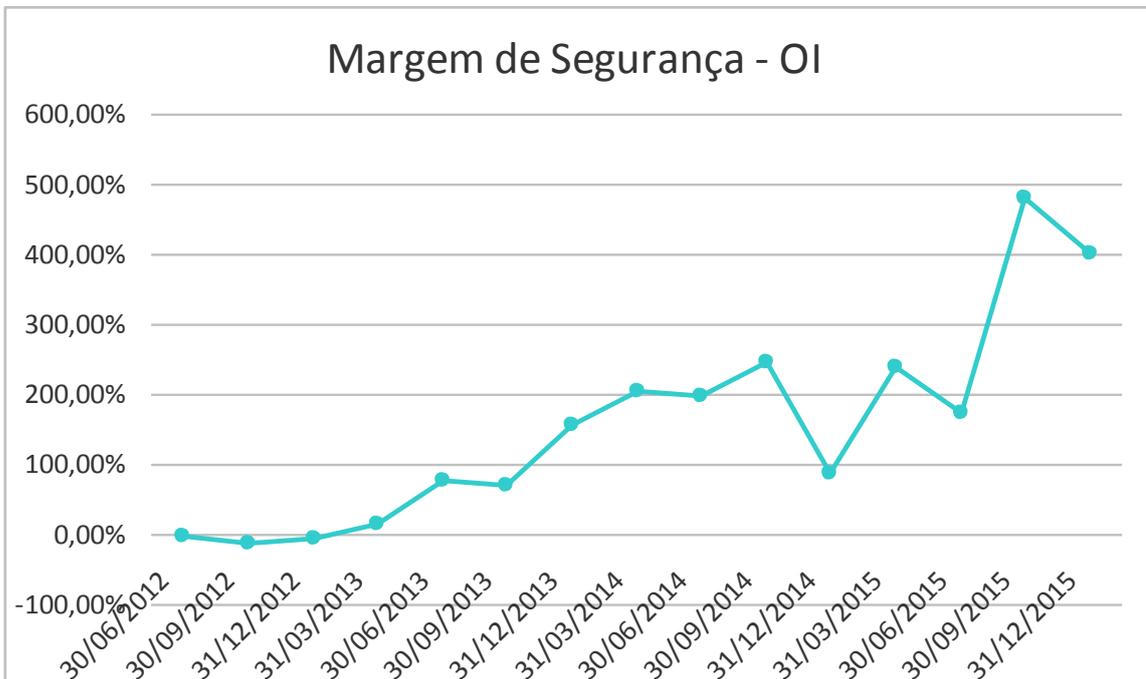
APÊNDICE U6 - Lucro/Preço MAHLE



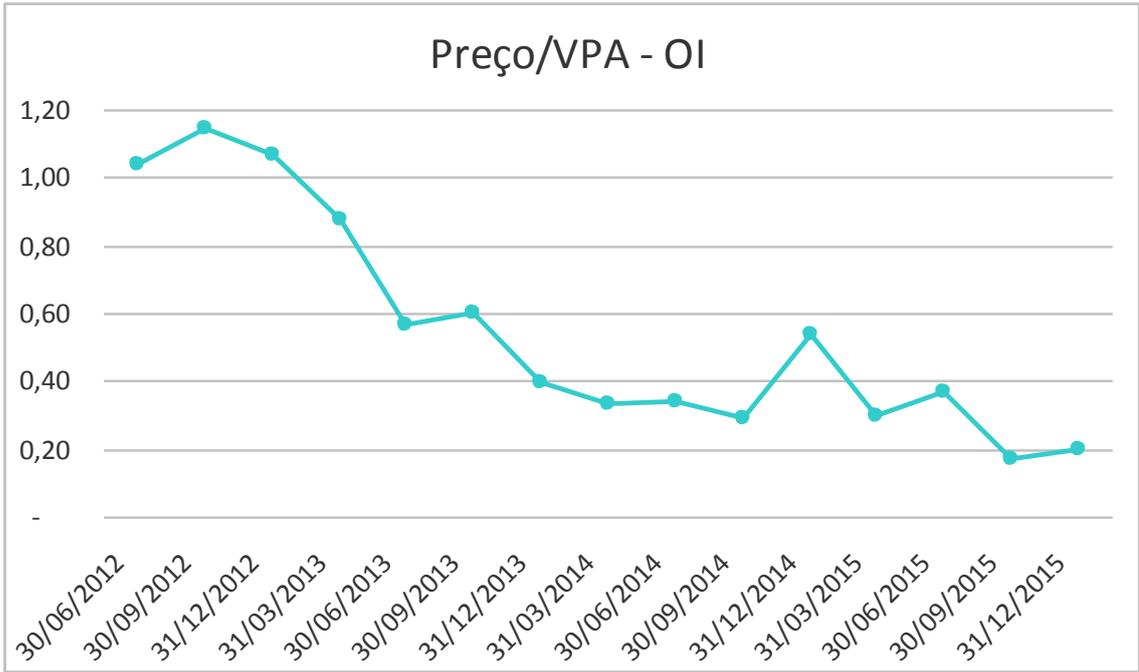
APÊNDICE V6 - Preço VS Valor OI



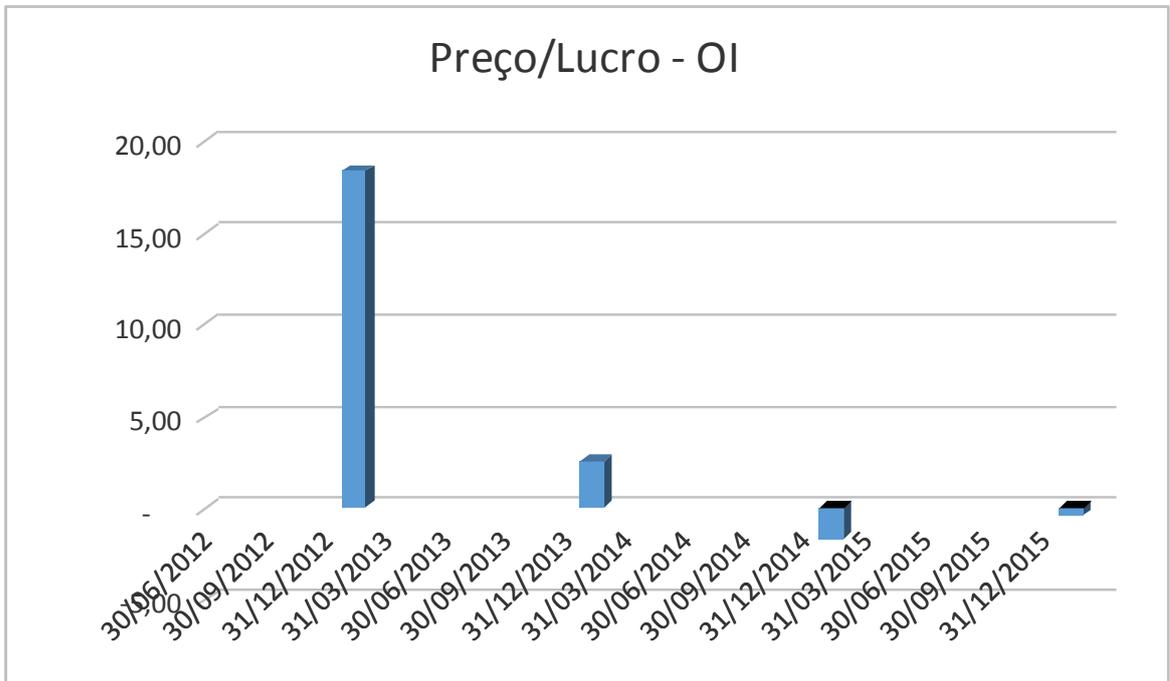
APÊNDICE X6 - Margem de Segurança OI



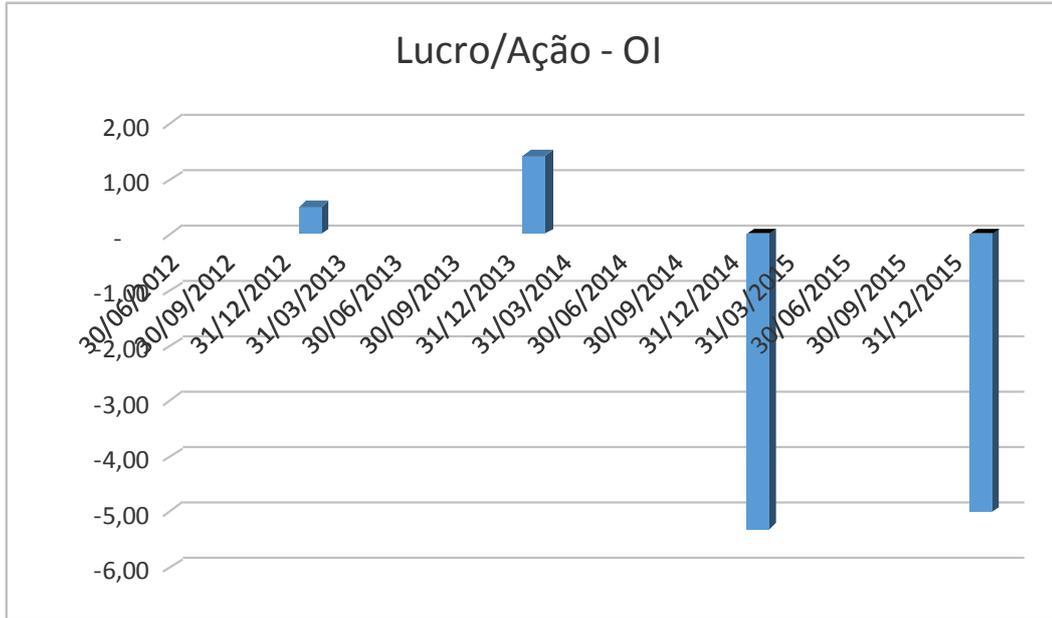
APÊNDICE Z6 - Preço/VPA OI



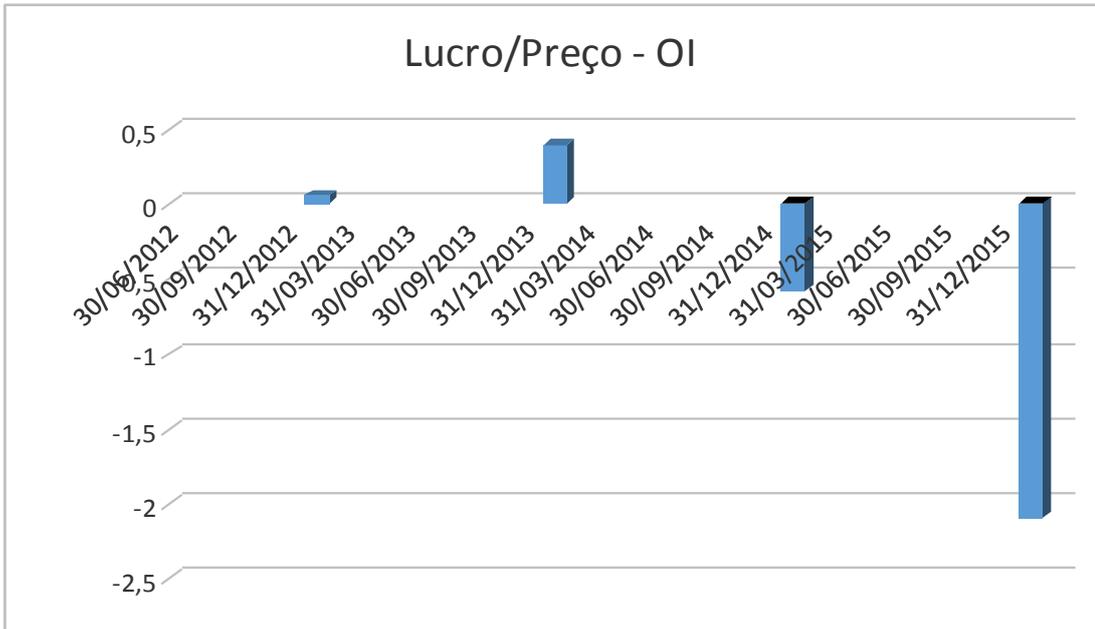
APÊNDICE A7 - Preço/Lucro OI



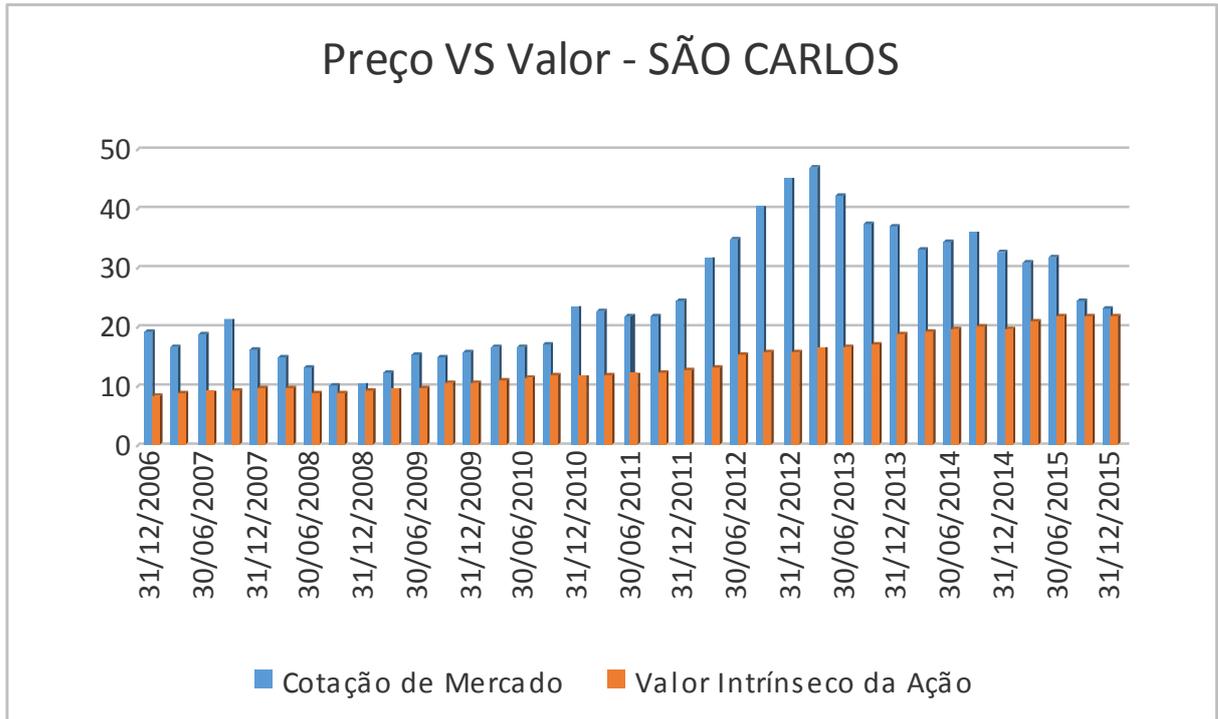
APÊNDICE B7 - Lucro/Ação OI



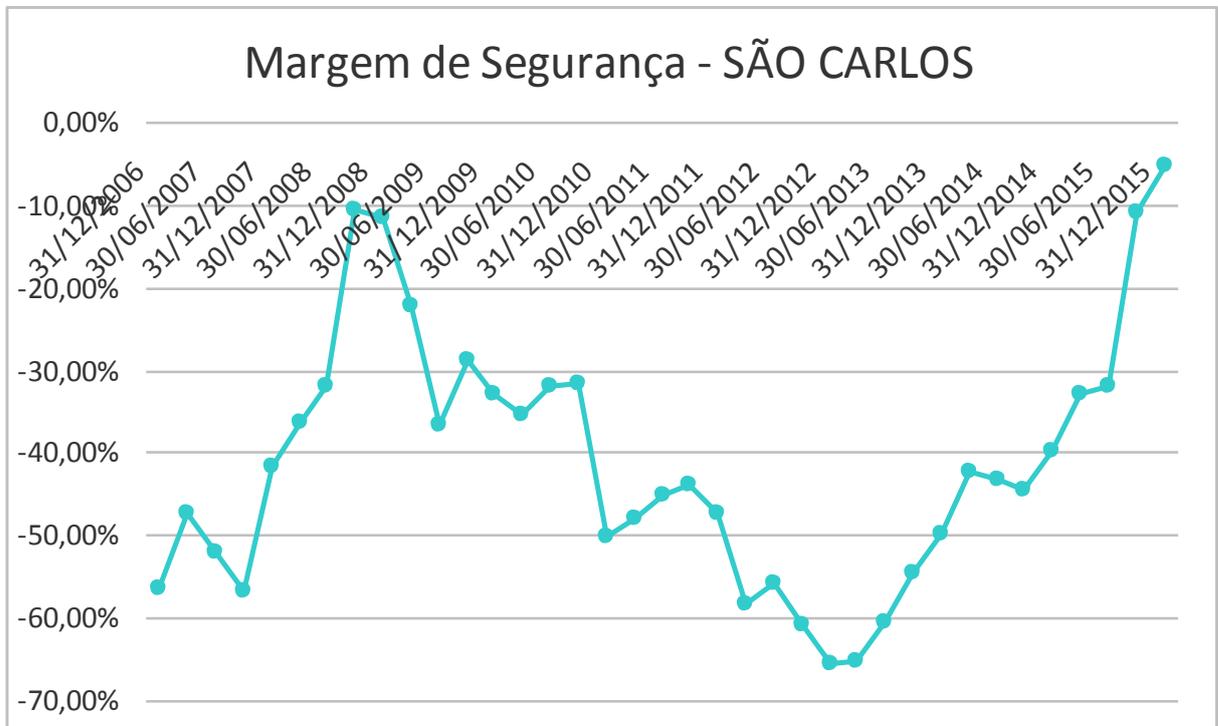
APÊNDICE C7 - Lucro/Preço OI



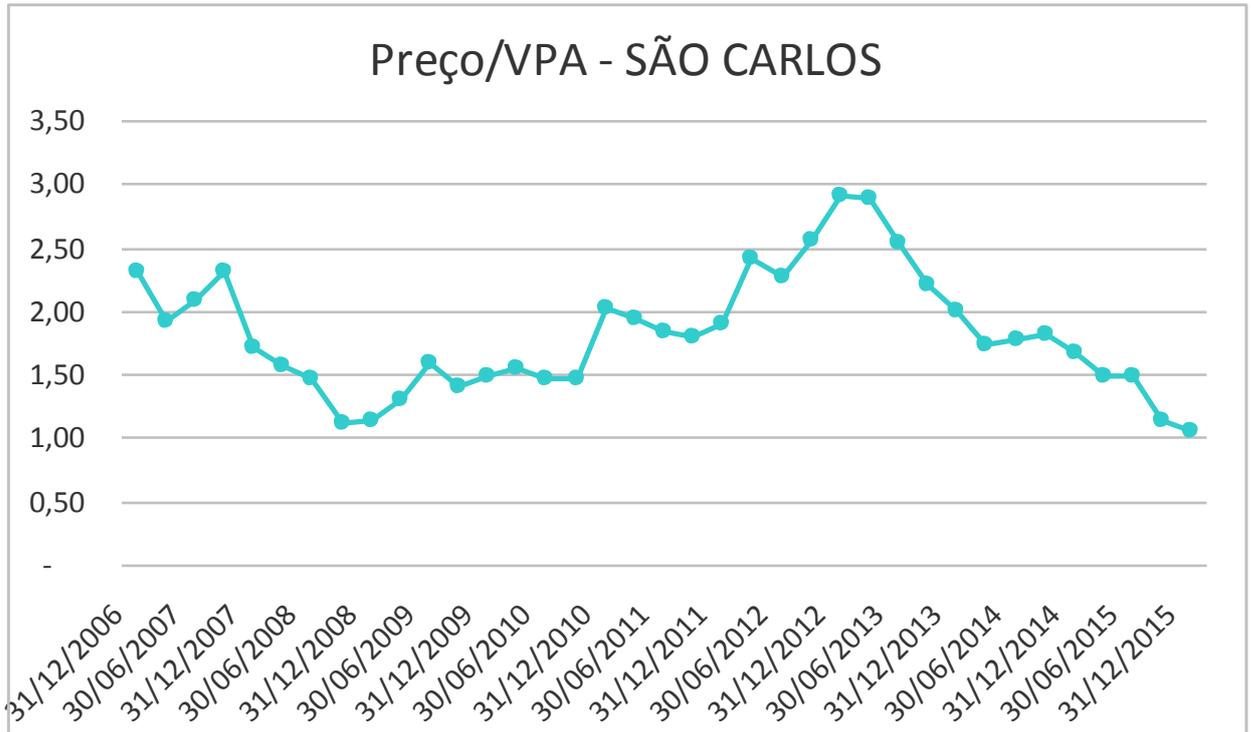
APÊNDICE D7 - Preço VS Valor SÃO CARLOS



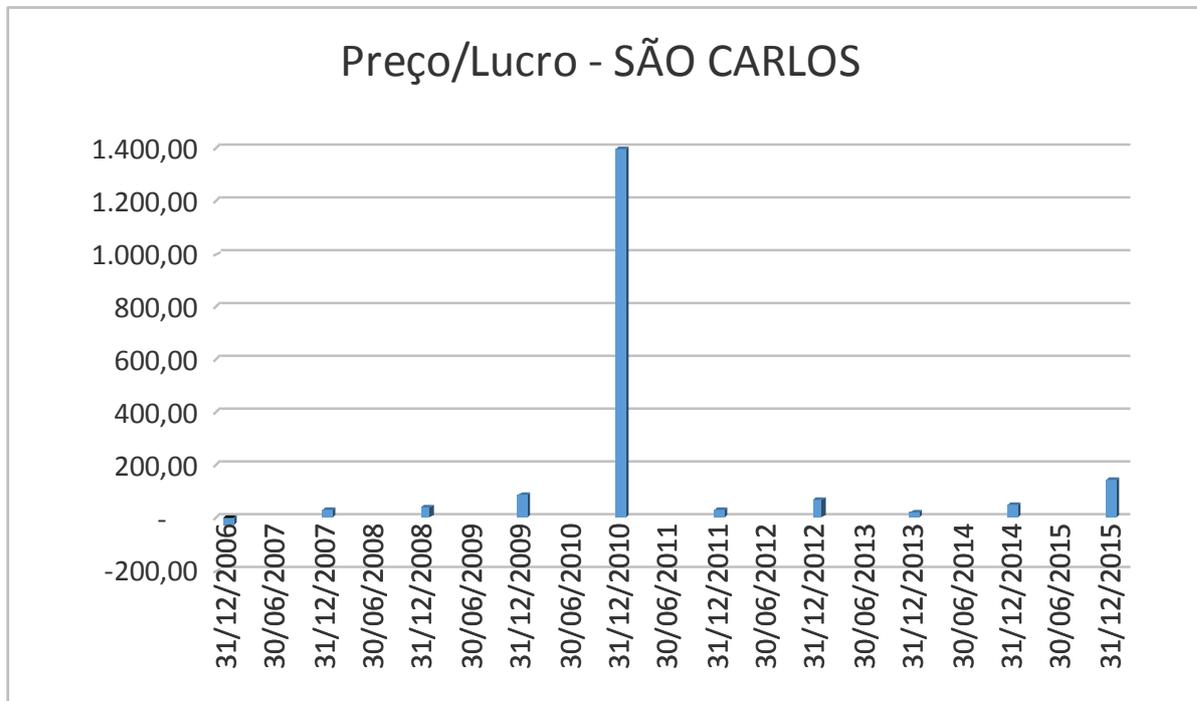
APÊNDICE E7 - Margem de Segurança SÃO CARLOS



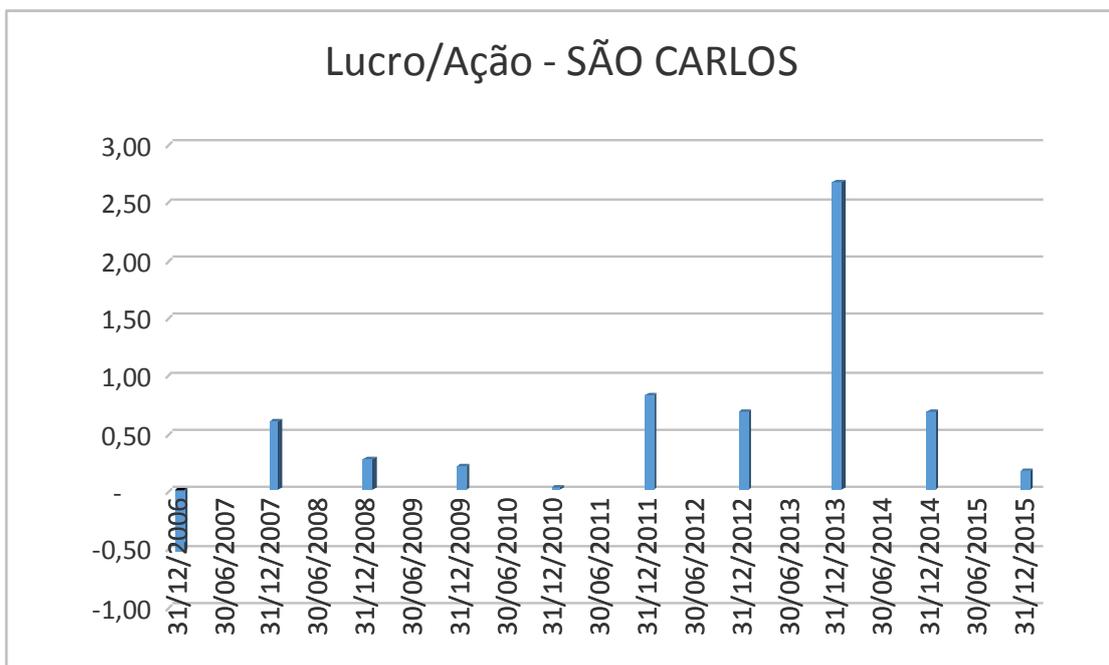
APÊNDICE F7 - Preço/VPA CYRELA



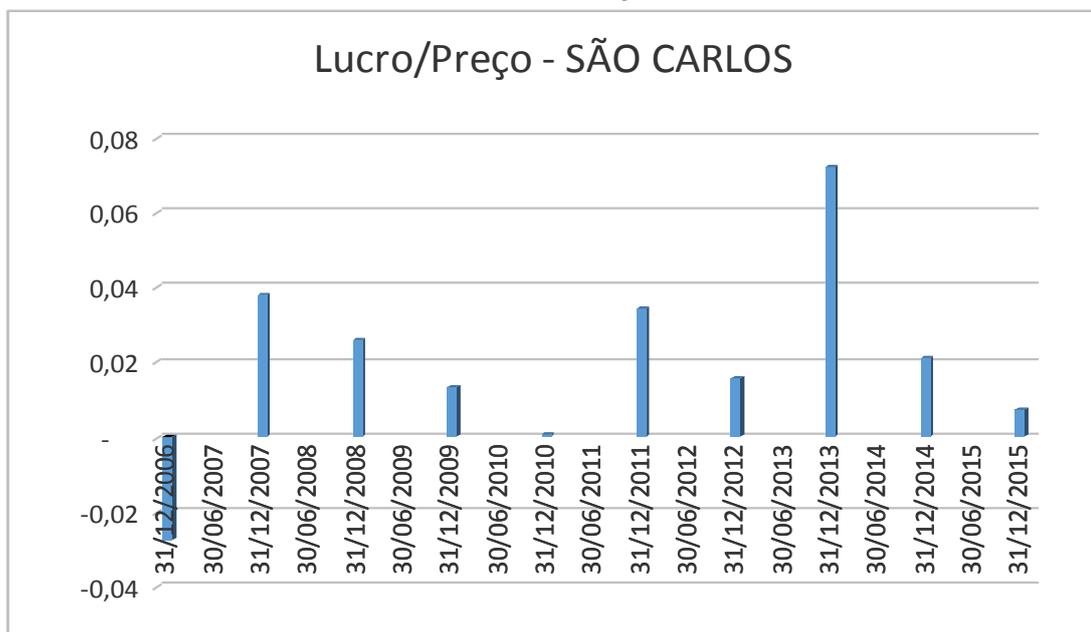
APÊNDICE G7 - Preço/Lucro SÃO CARLOS



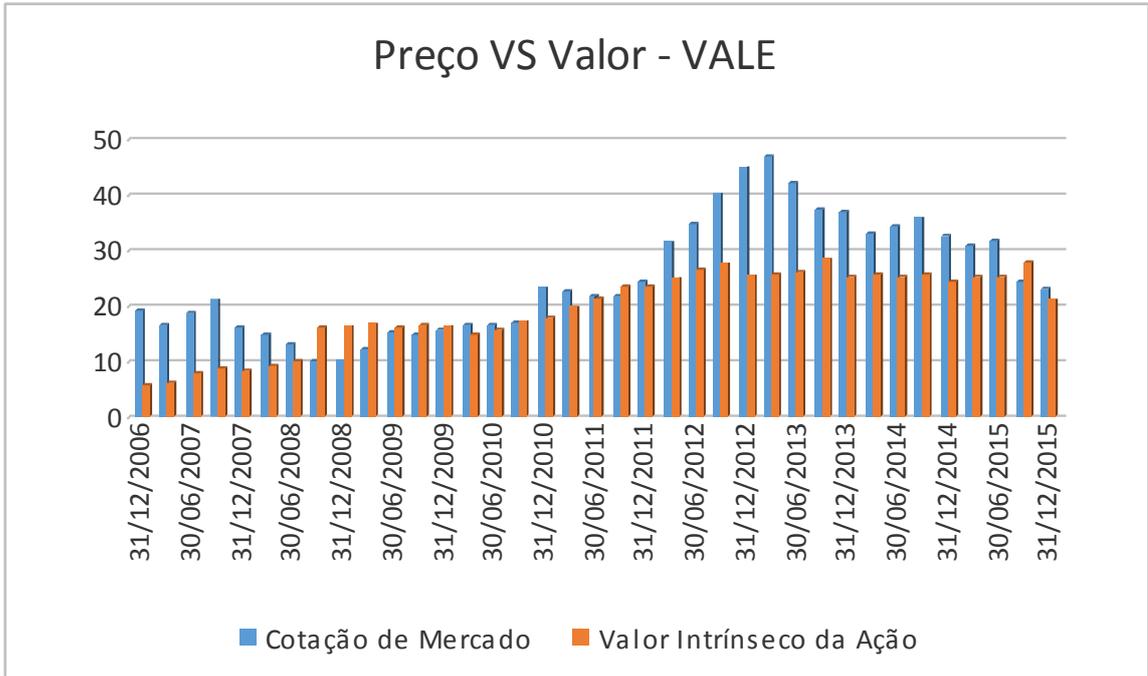
APÊNDICE H7 - Lucro/Ação SÃO CARLOS



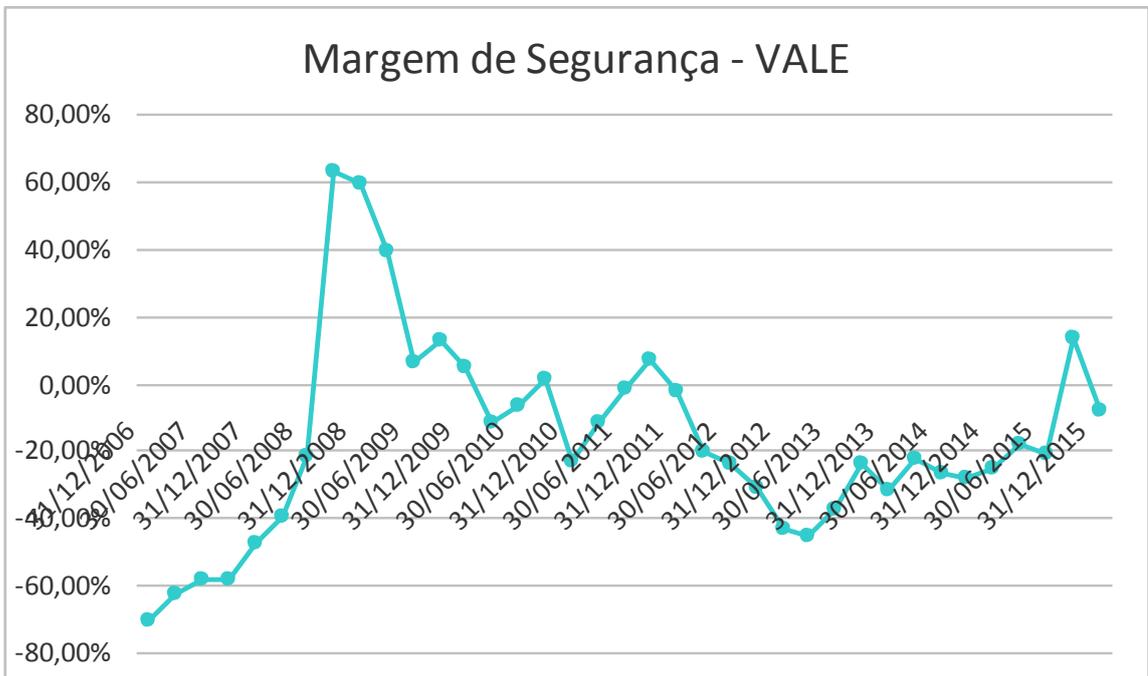
APÊNDICE I7 - Lucro/Preço SÃO CARLOS



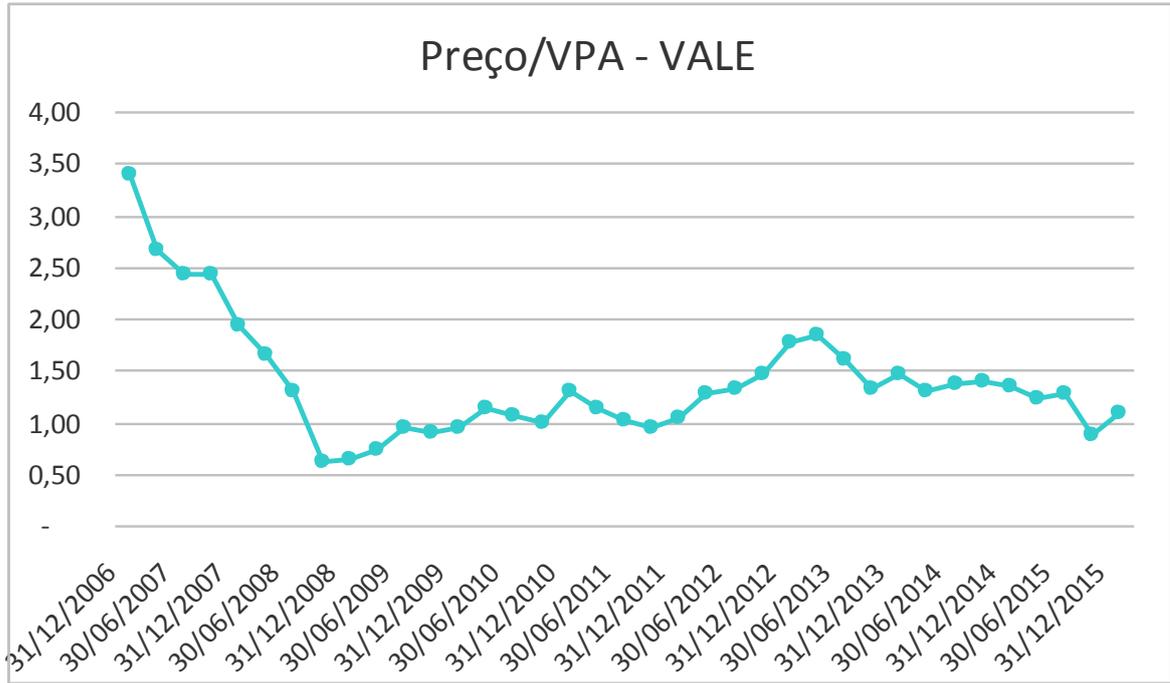
APÊNDICE J7 - Preço VS Valor VALE



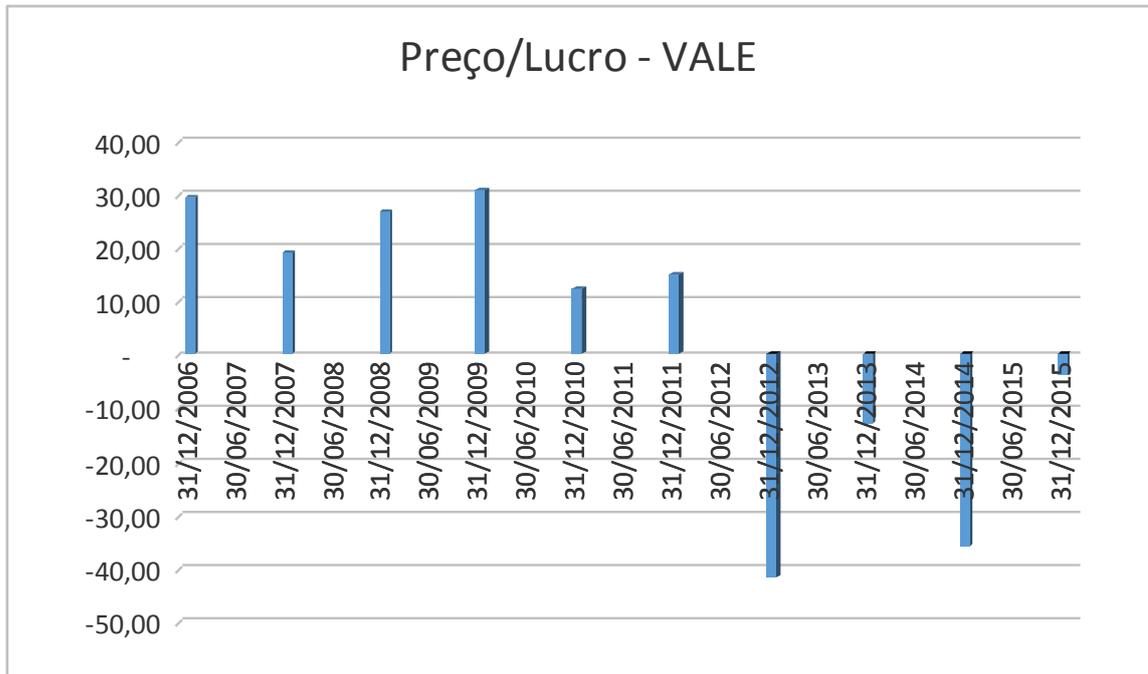
APÊNDICE K7 - Margem de Segurança VALE



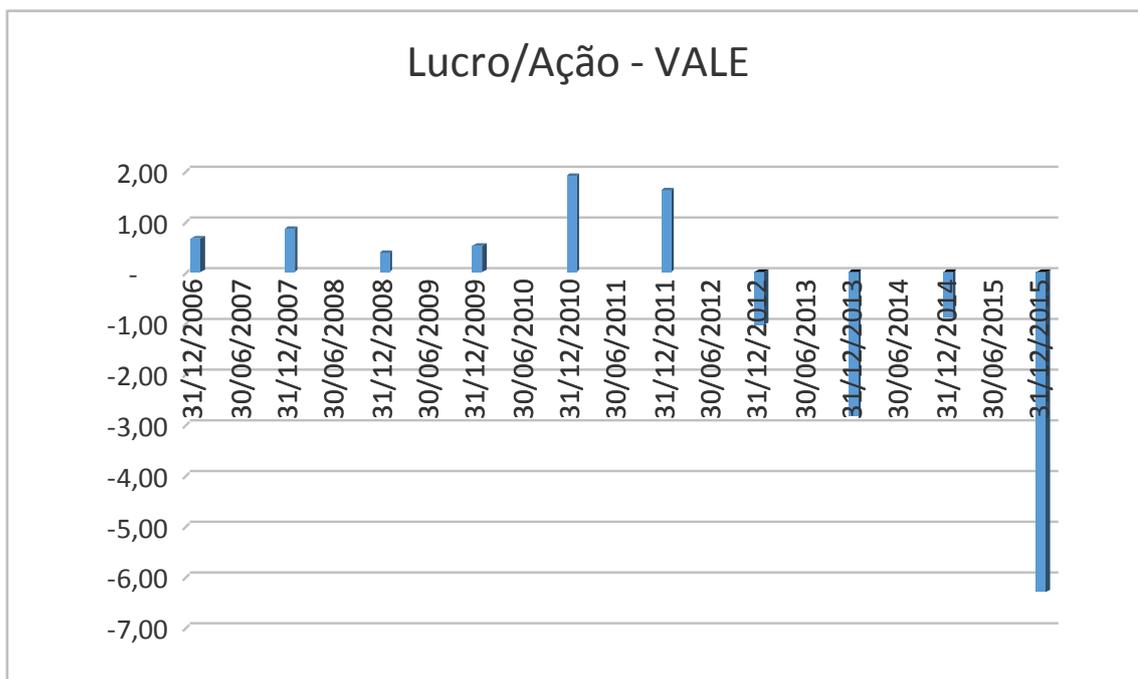
APÊNDICE L7 - Preço/VPA VALE



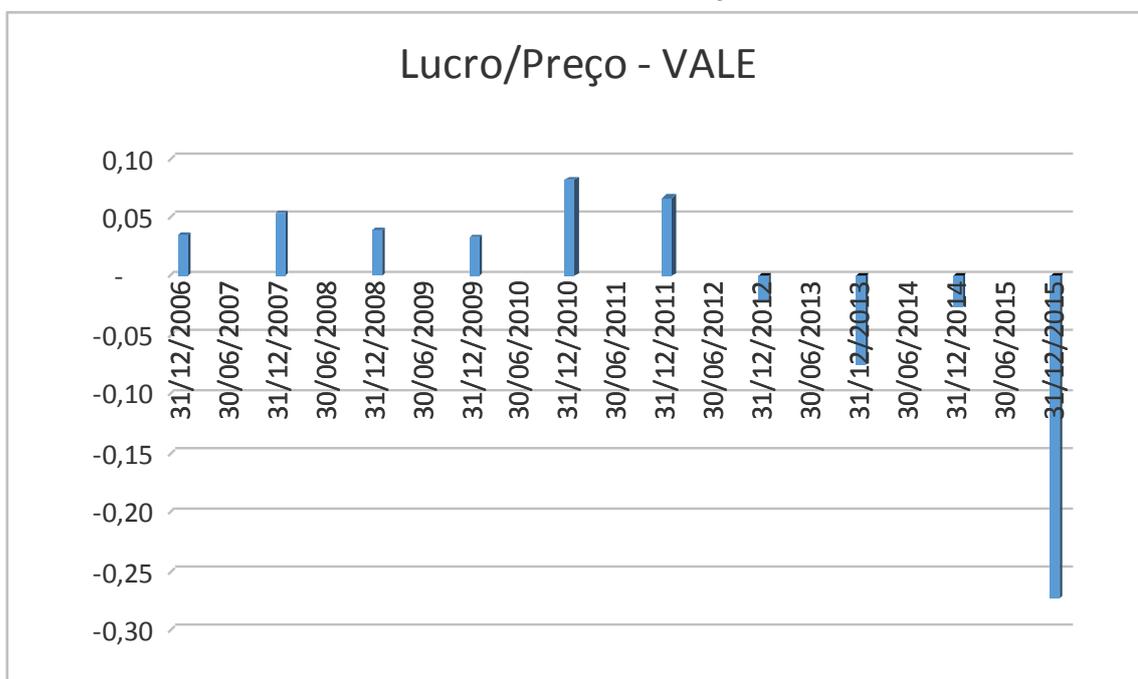
APÊNDICE M7 - Preço/Lucro VALE



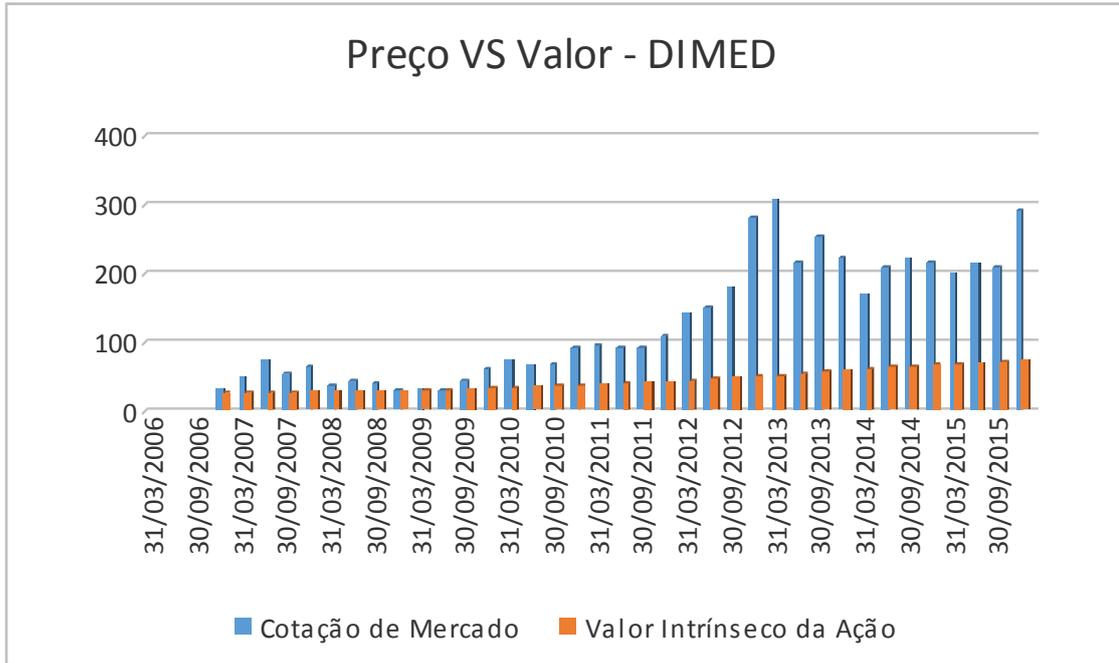
APÊNDICE N7 - Lucro/Ação VALE



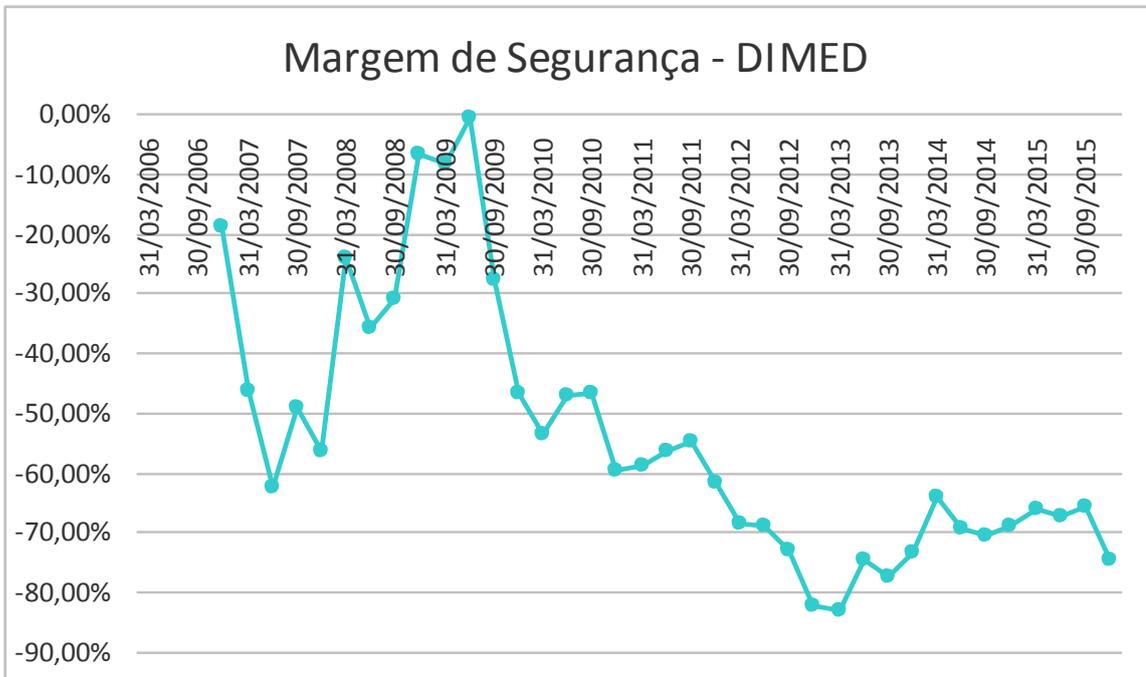
APÊNDICE O7 - Lucro/Preço VALE



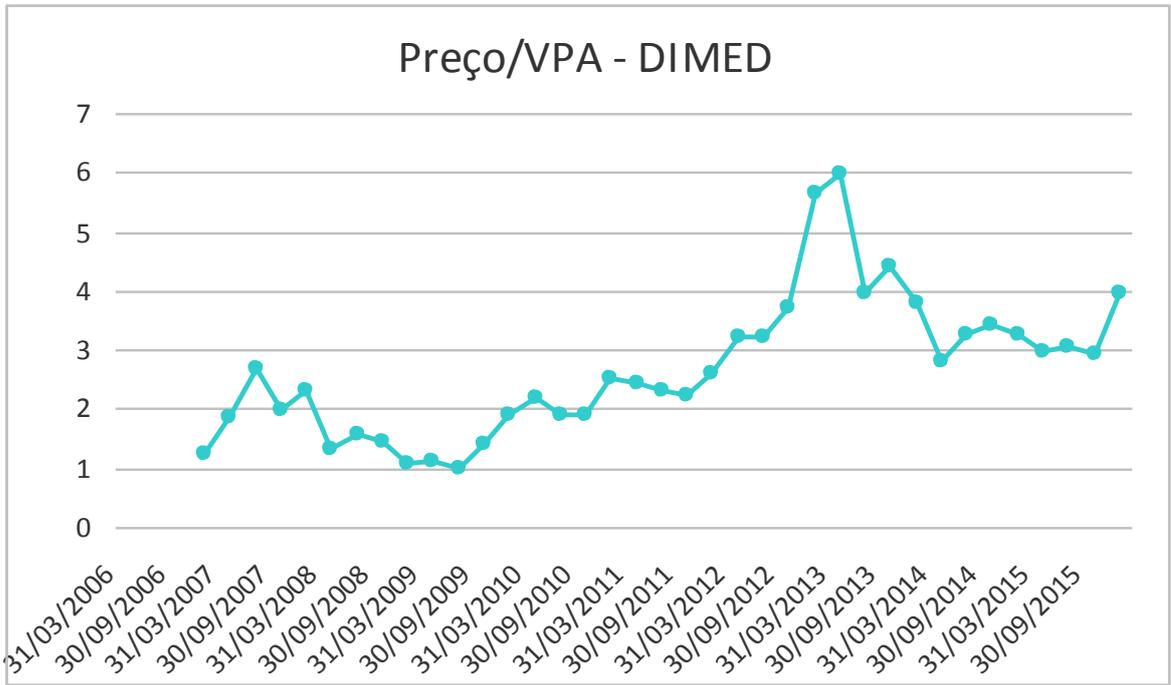
APÊNDICE P7 - Preço VS Valor DIMED



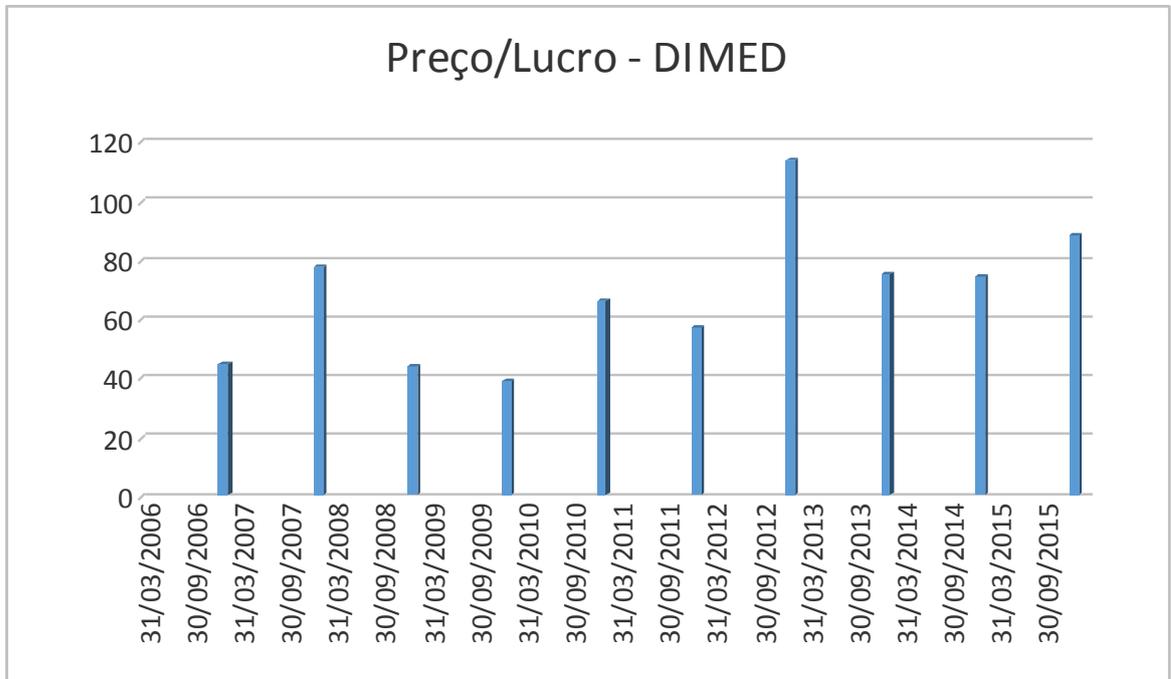
APÊNDICE Q7 - Margem de Segurança DIMED



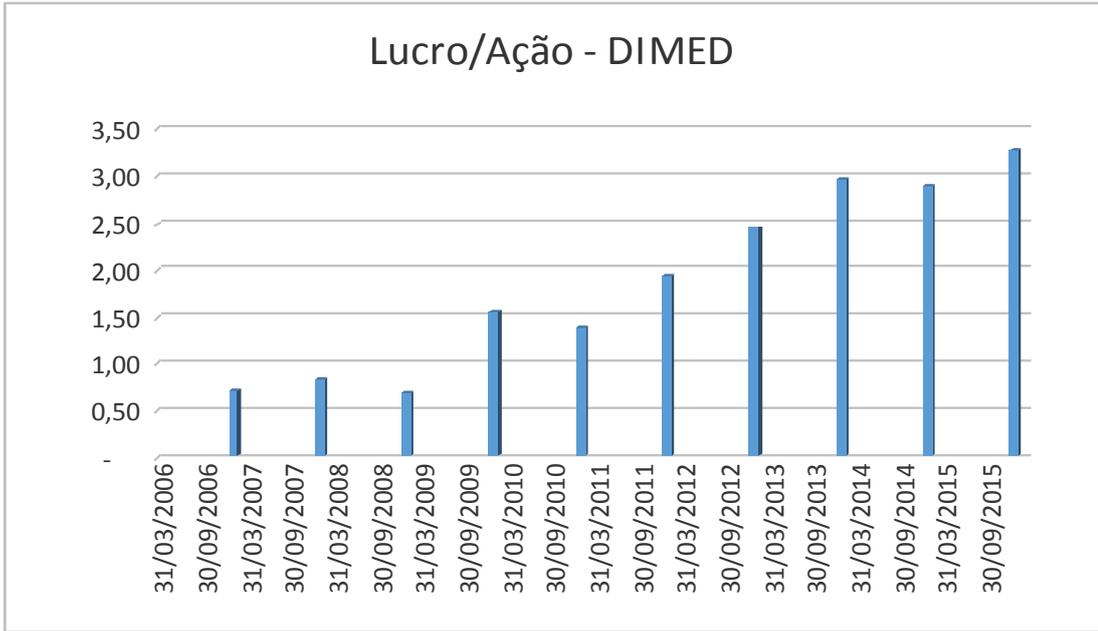
APÊNDICE R7 - Preço/VPA DIMED



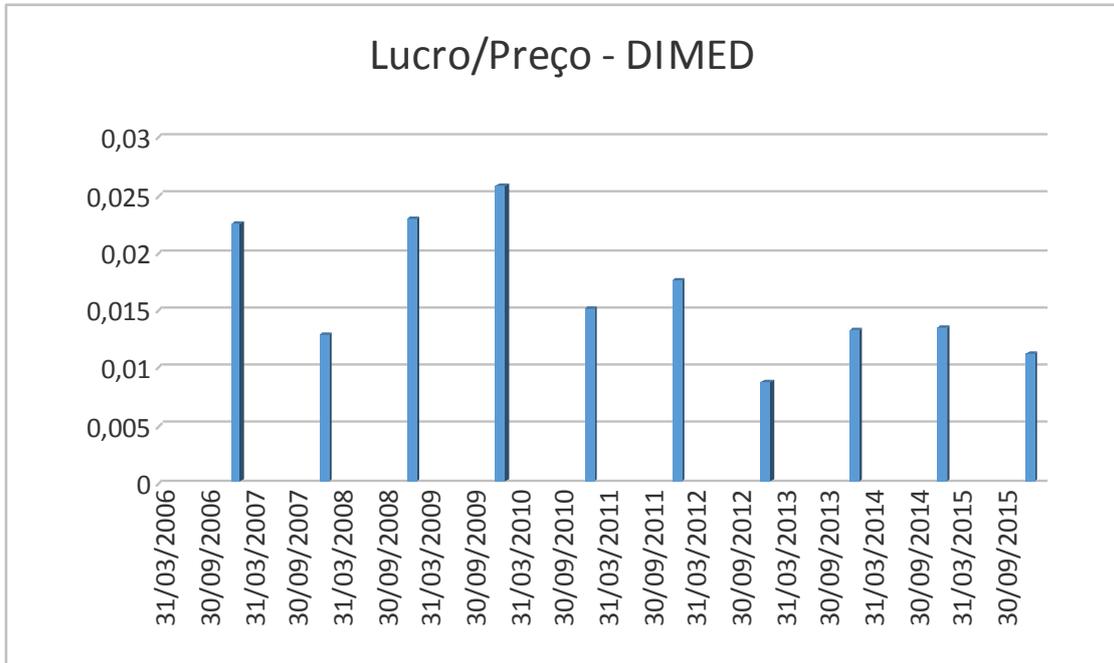
APÊNDICE S7 - Preço/Lucro DIMED



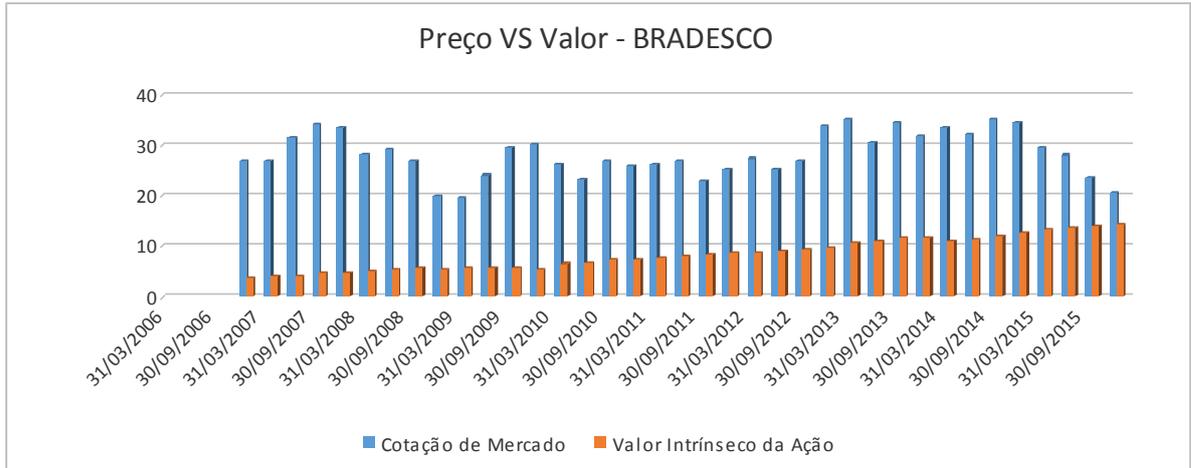
APÊNDICE T7 - Lucro/Ação DIMED



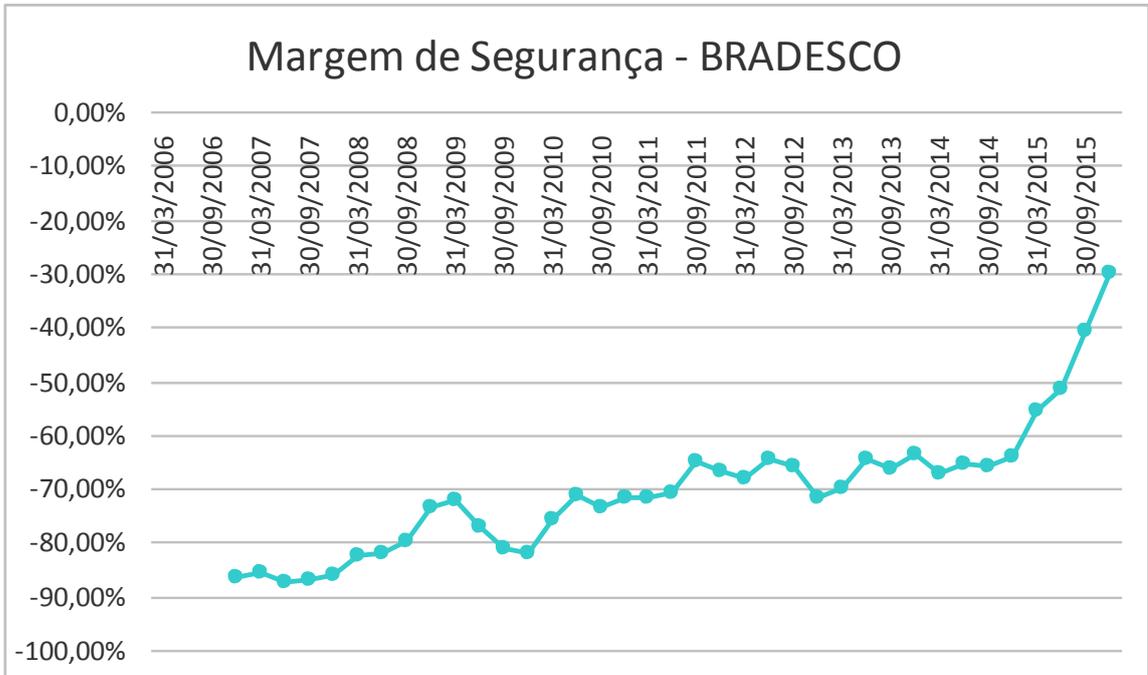
APÊNDICE U7 - Lucro/Preço DIMED



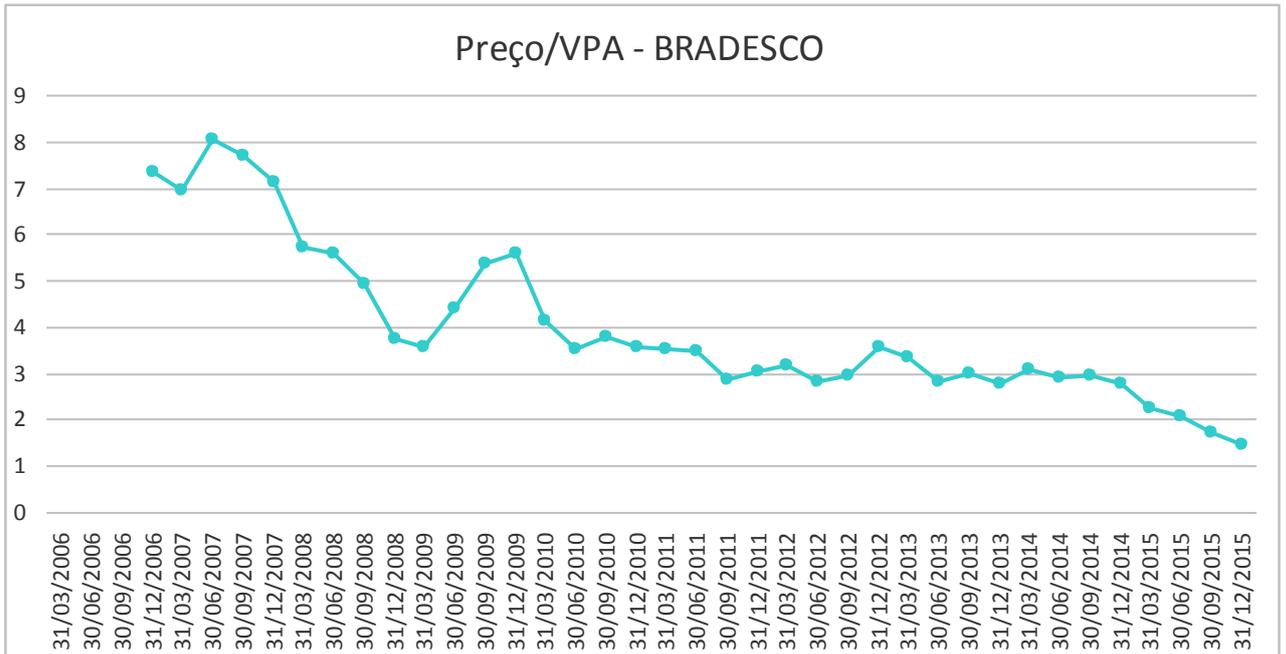
APÊNDICE V7 - Preço VS Valor BRADESCO



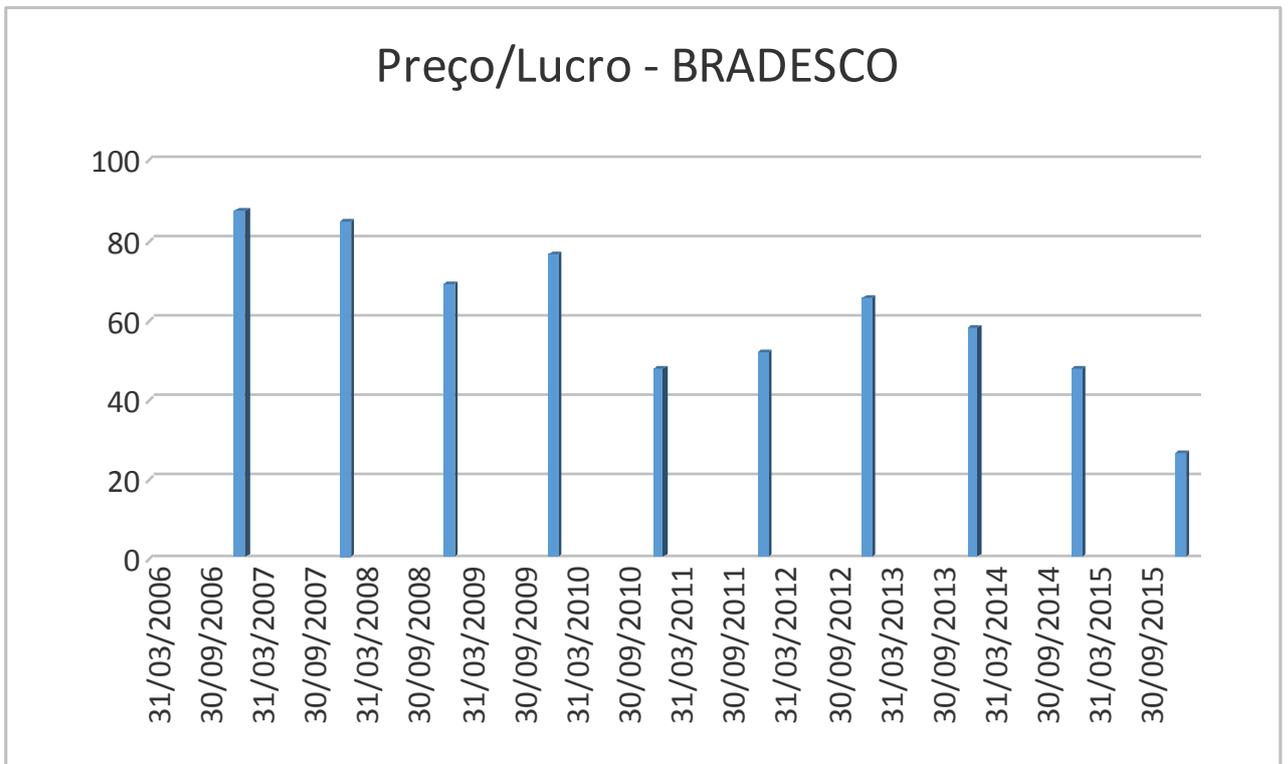
APÊNDICE X7 - Margem de Segurança BRADESCO



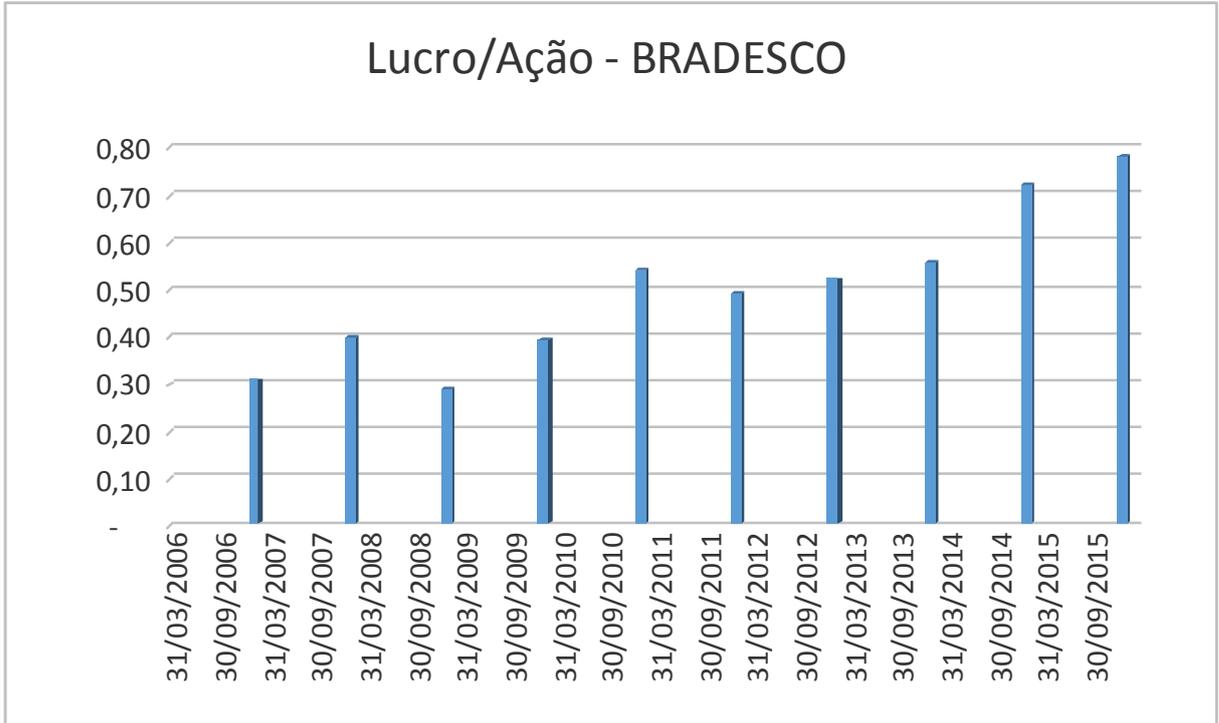
APÊNDICE Z7 - Preço/VPA BRADESCO



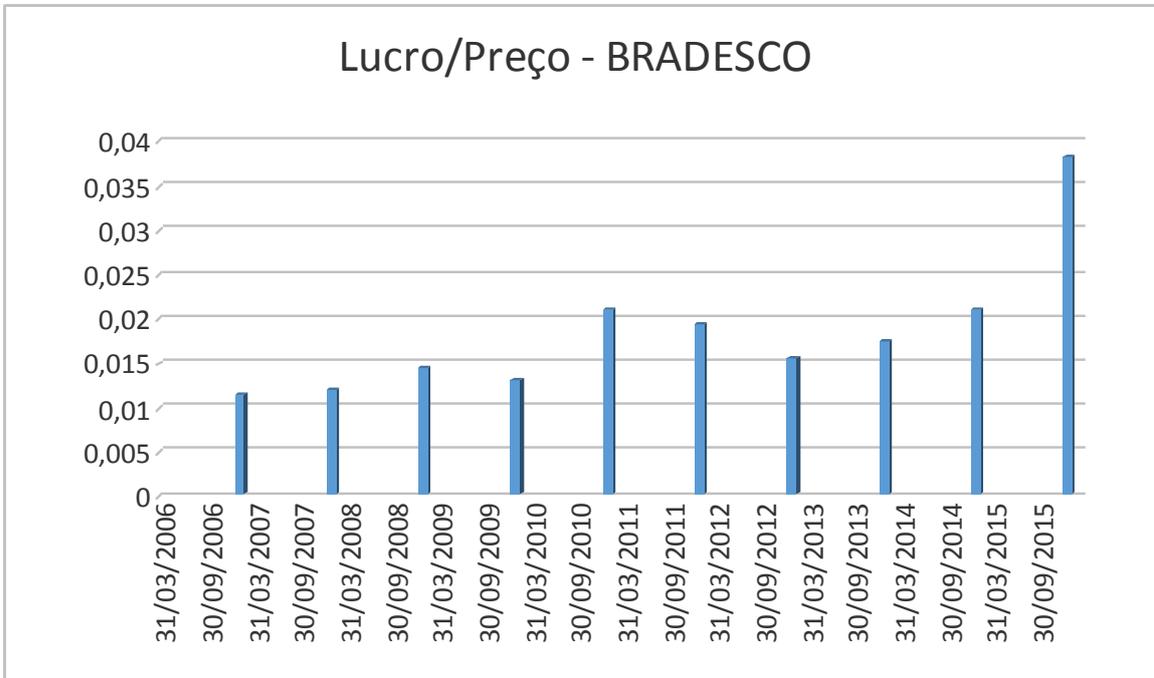
APÊNDICE A8 - Preço/Lucro BRADESCO



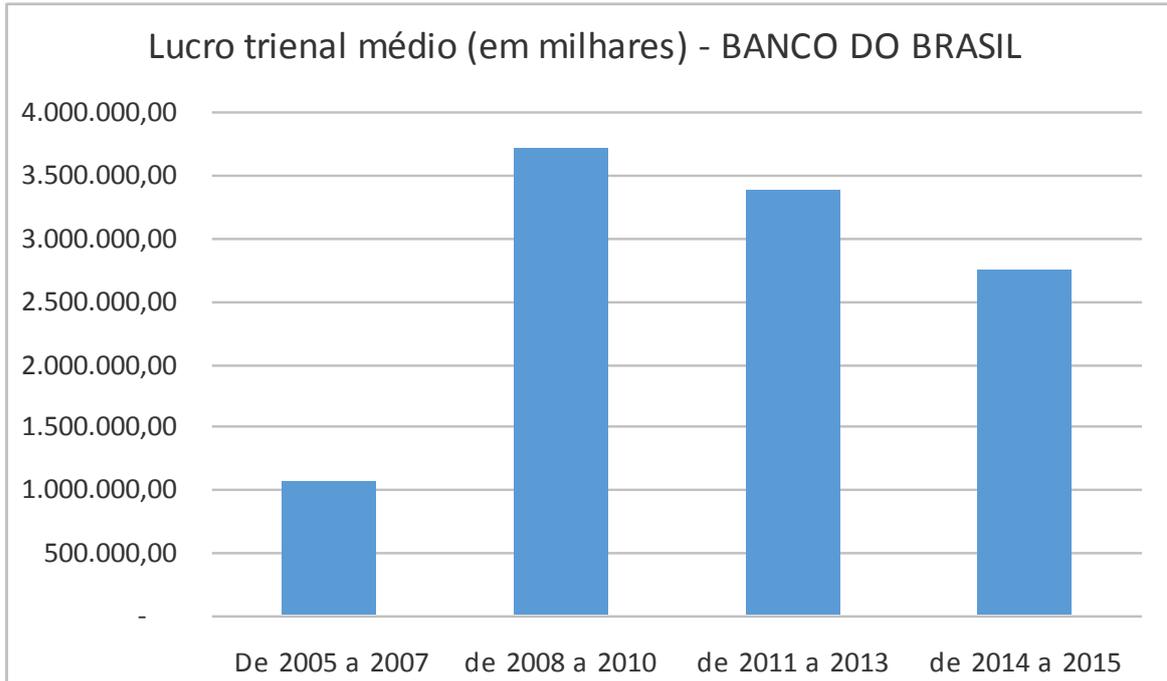
APÊNDICE B8 - Lucro/Ação BRADESCO



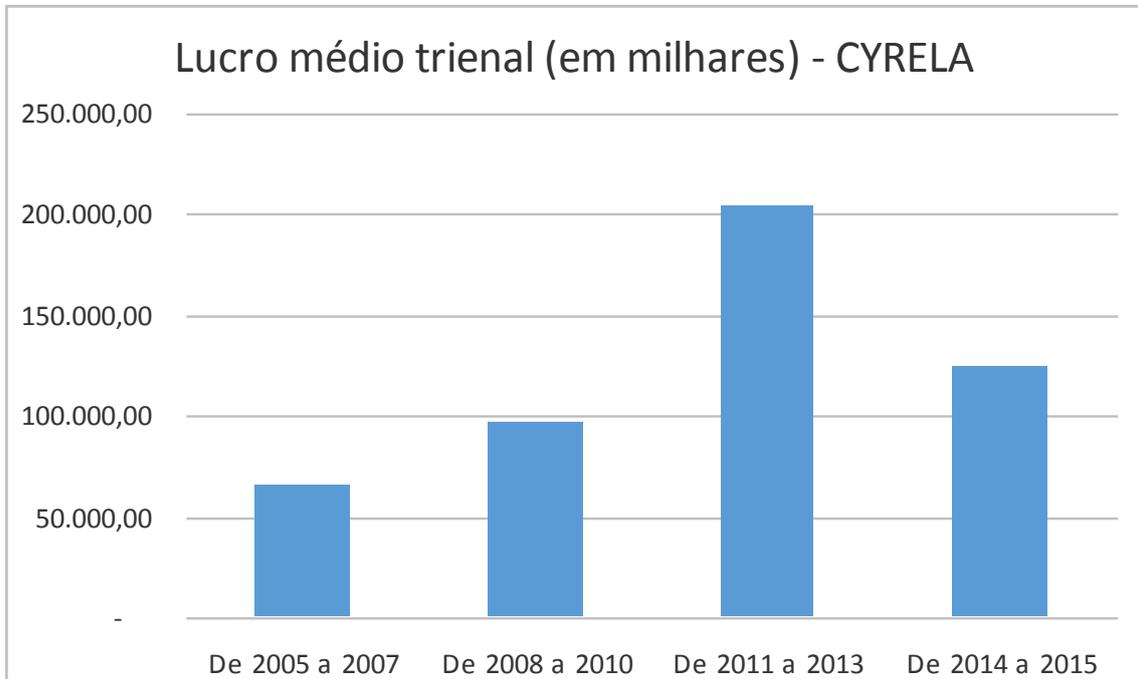
APÊNDICE C8 - Lucro/Preço BRADESCO



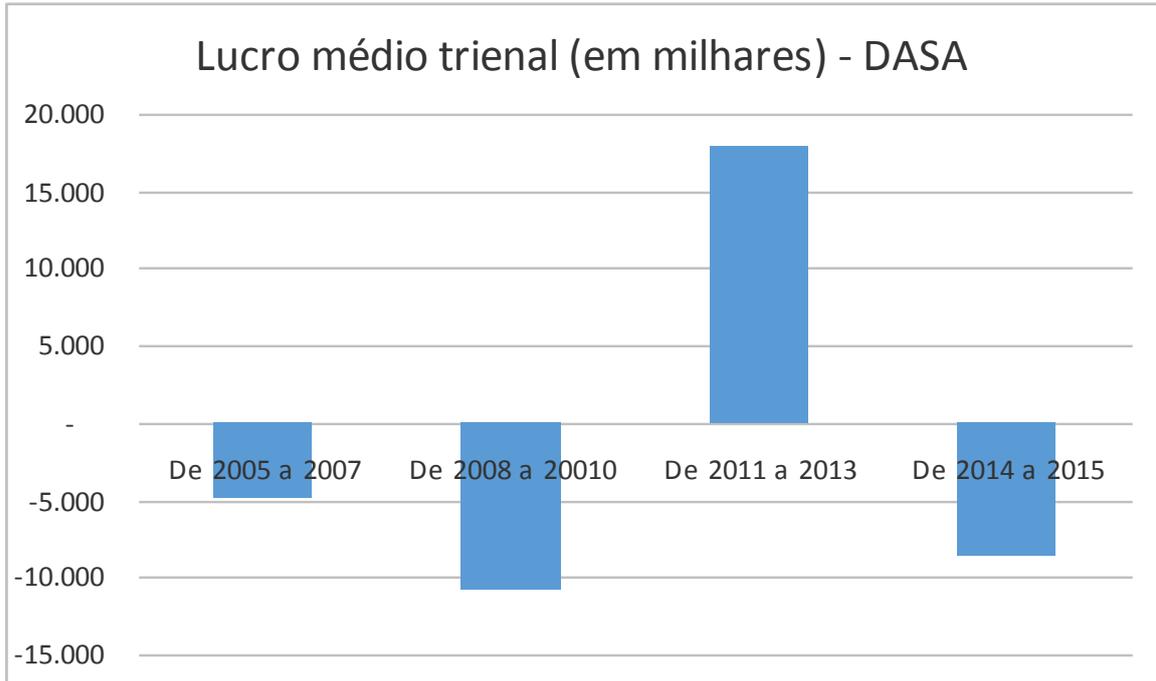
APÊNDICE D8 - Lucro Trienal Médio BANCO DO BRASIL



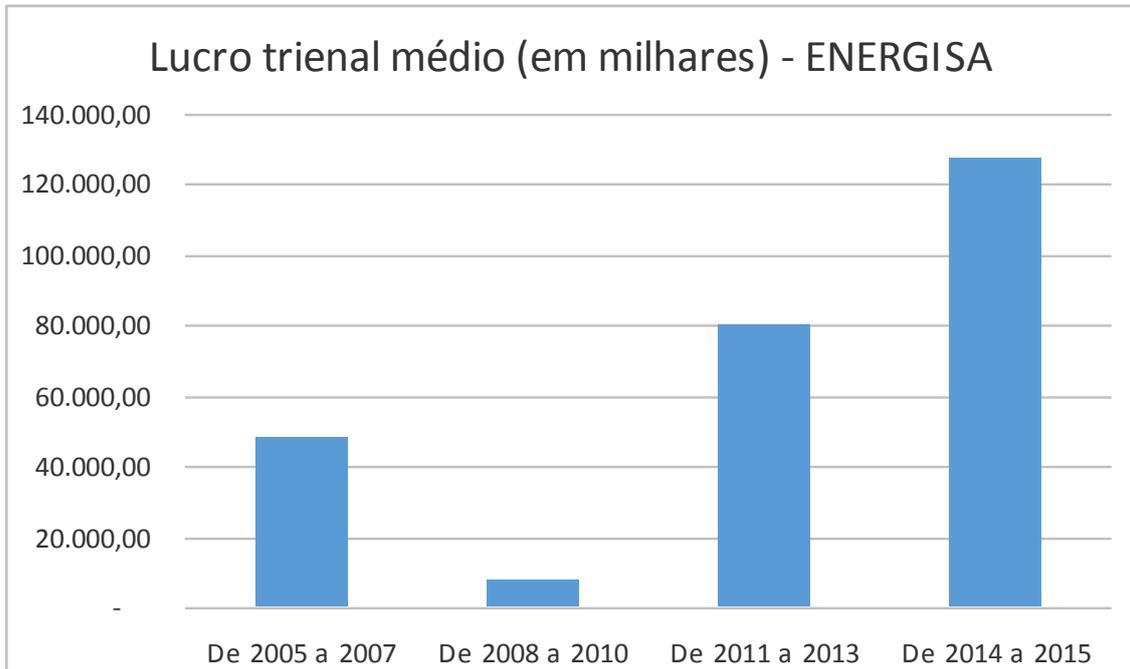
APÊNDICE E8 - Lucro Trienal Médio CYRELA



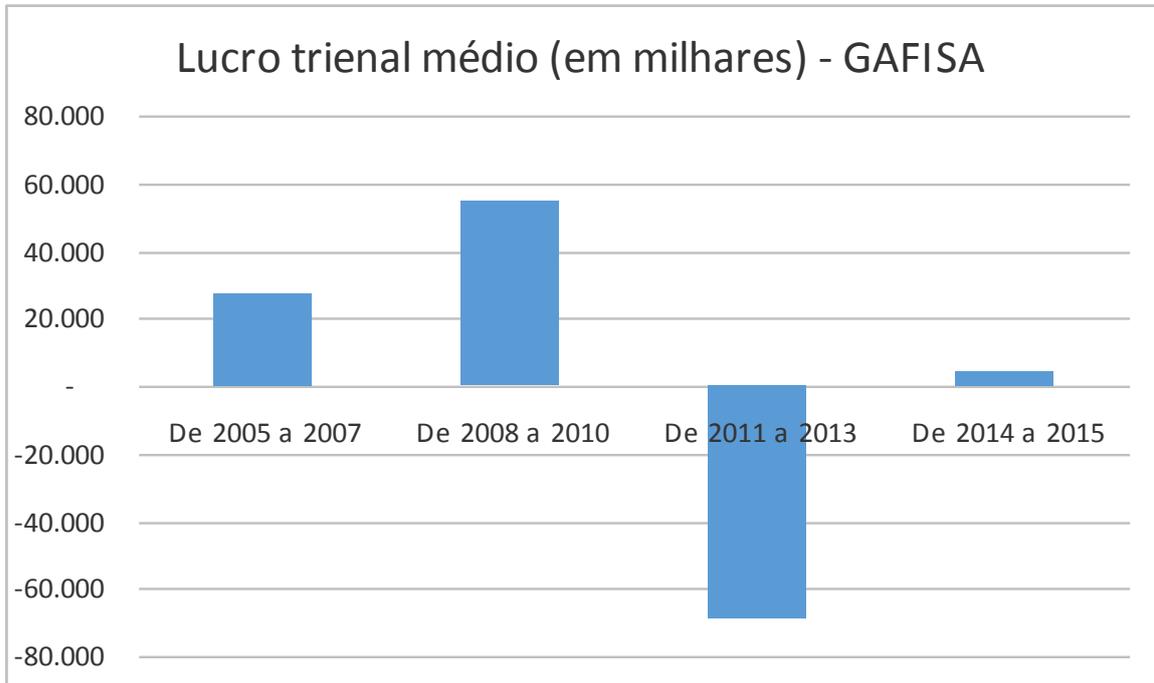
APÊNDICE F8 - Lucro Trienal Médio DASA



APÊNDICE G8 - Lucro Trienal Médio ENERGISA



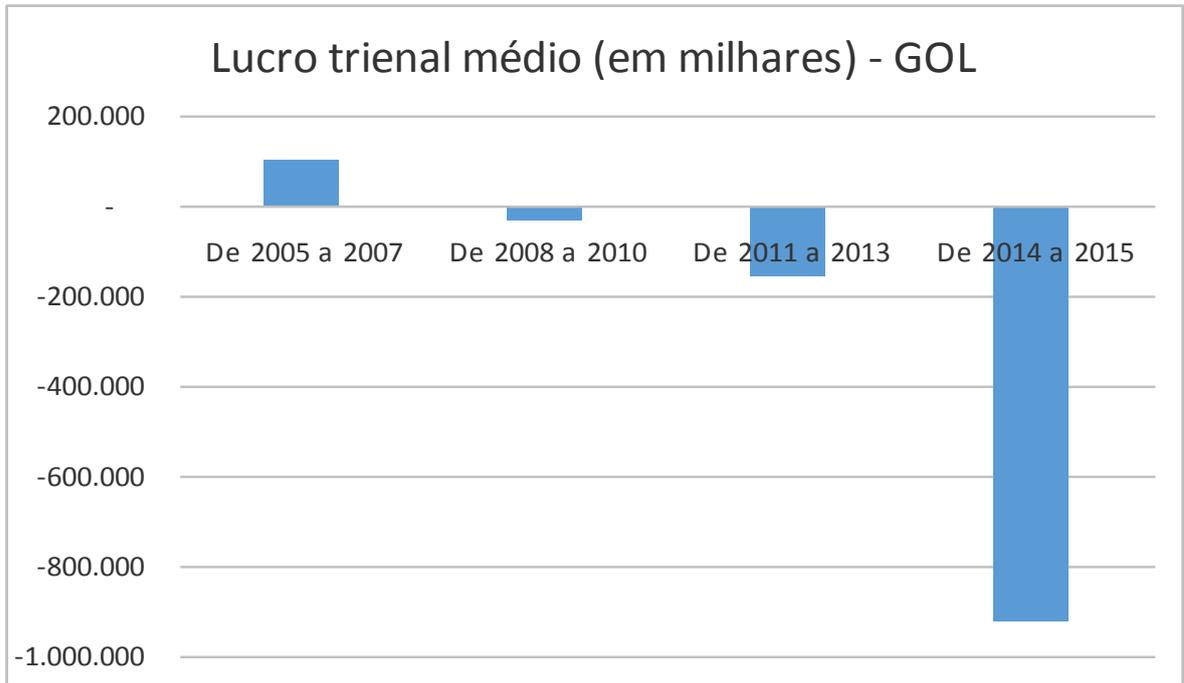
APÊNDICE H8 - Lucro Trienal Médio GAFISA



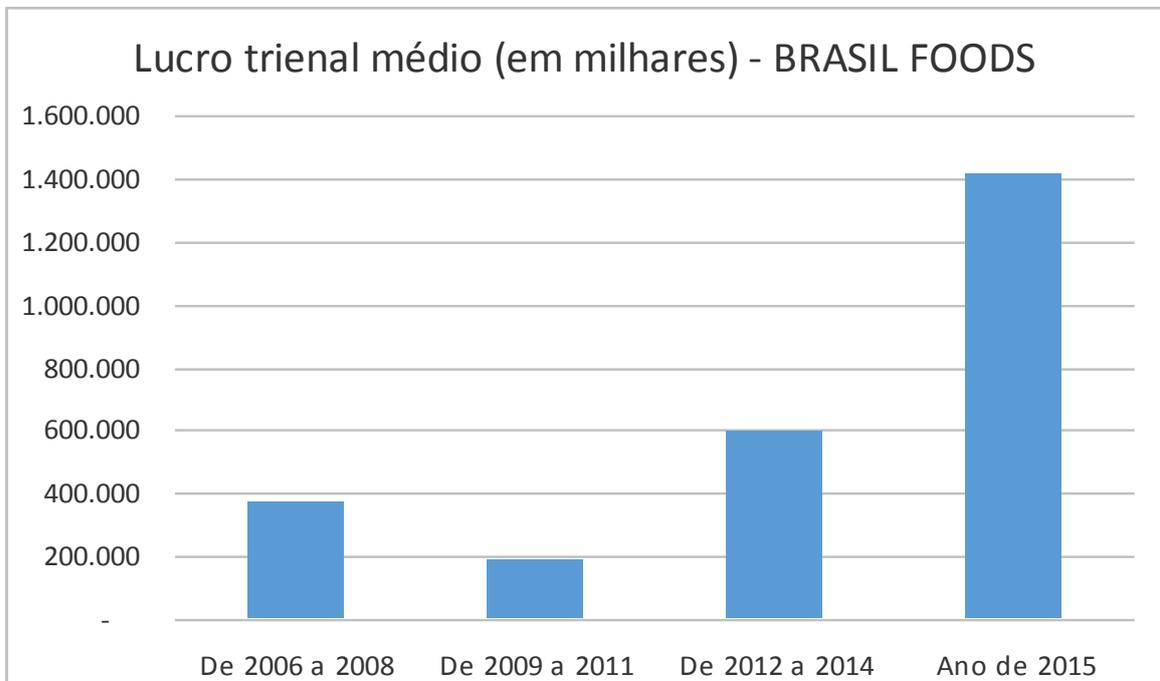
APÊNDICE I8 - Lucro Trienal Médio GERDAU



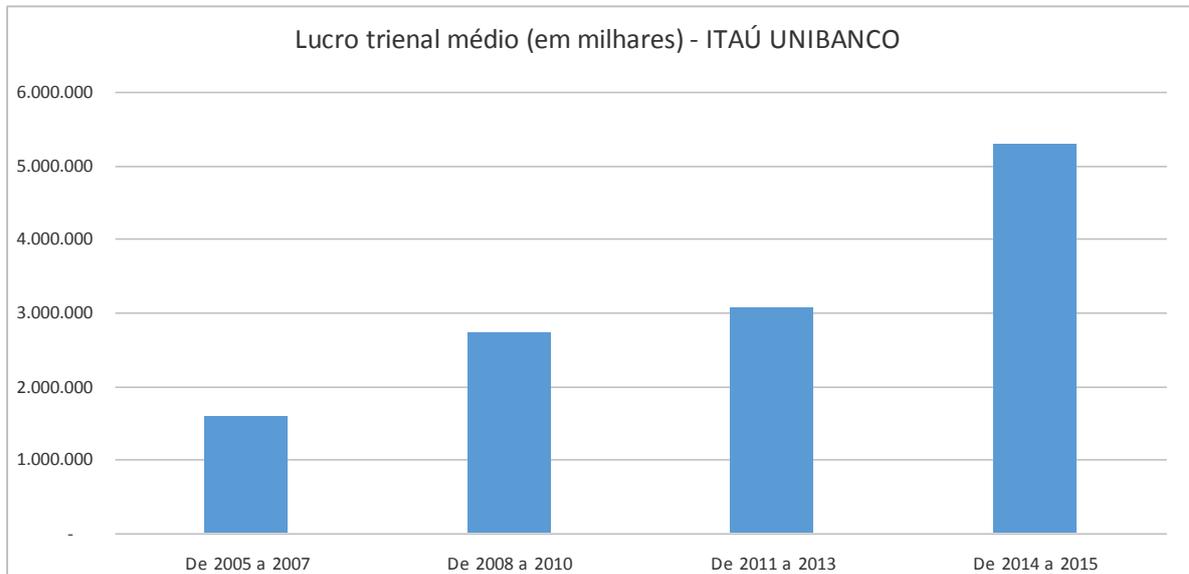
APÊNDICE J8 - Lucro Trienal Médio GOL



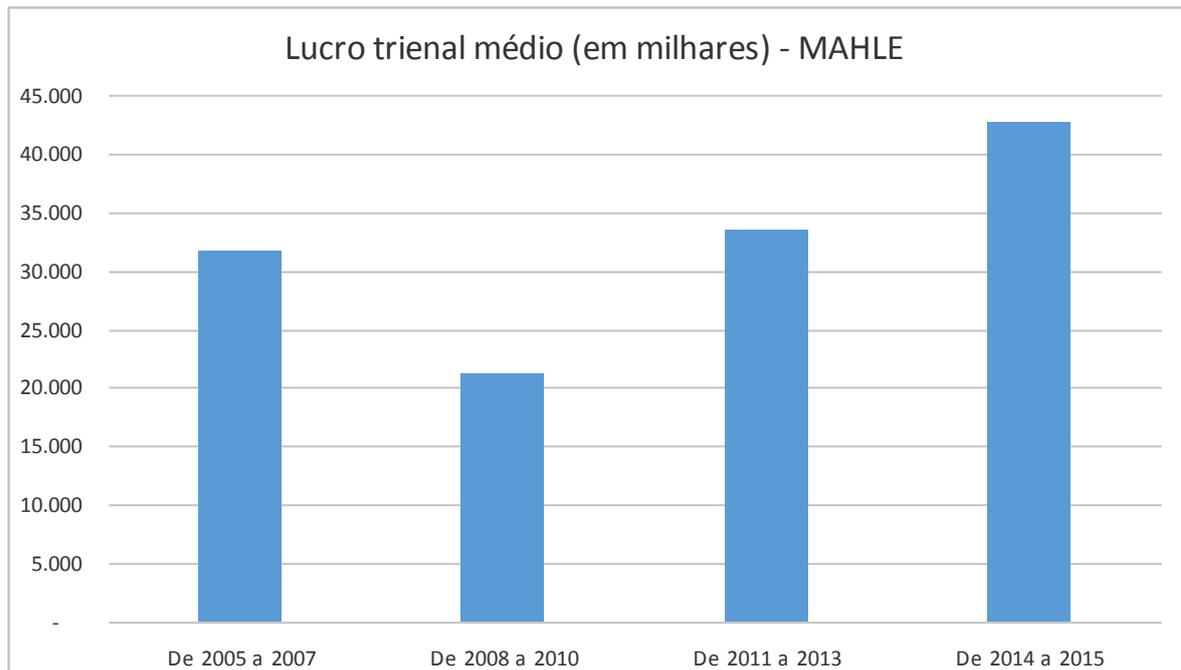
APÊNDICE K8 - Lucro Trienal Médio BRASIL FOODS



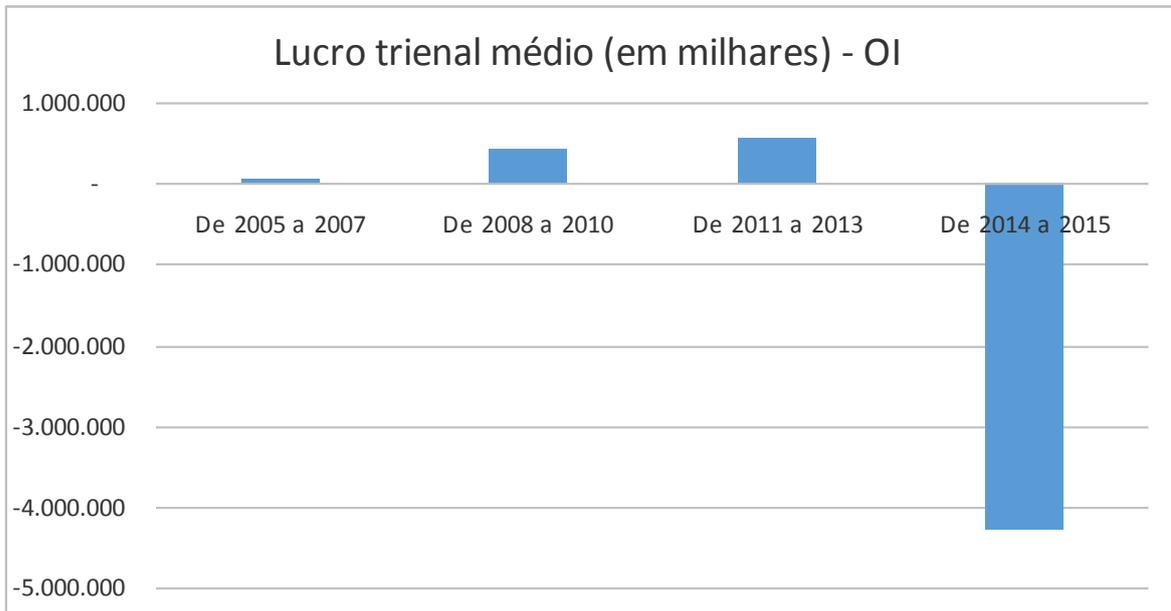
APÊNDICE L8 - Lucro Trienal Médio ITAÚ UNIBANCO



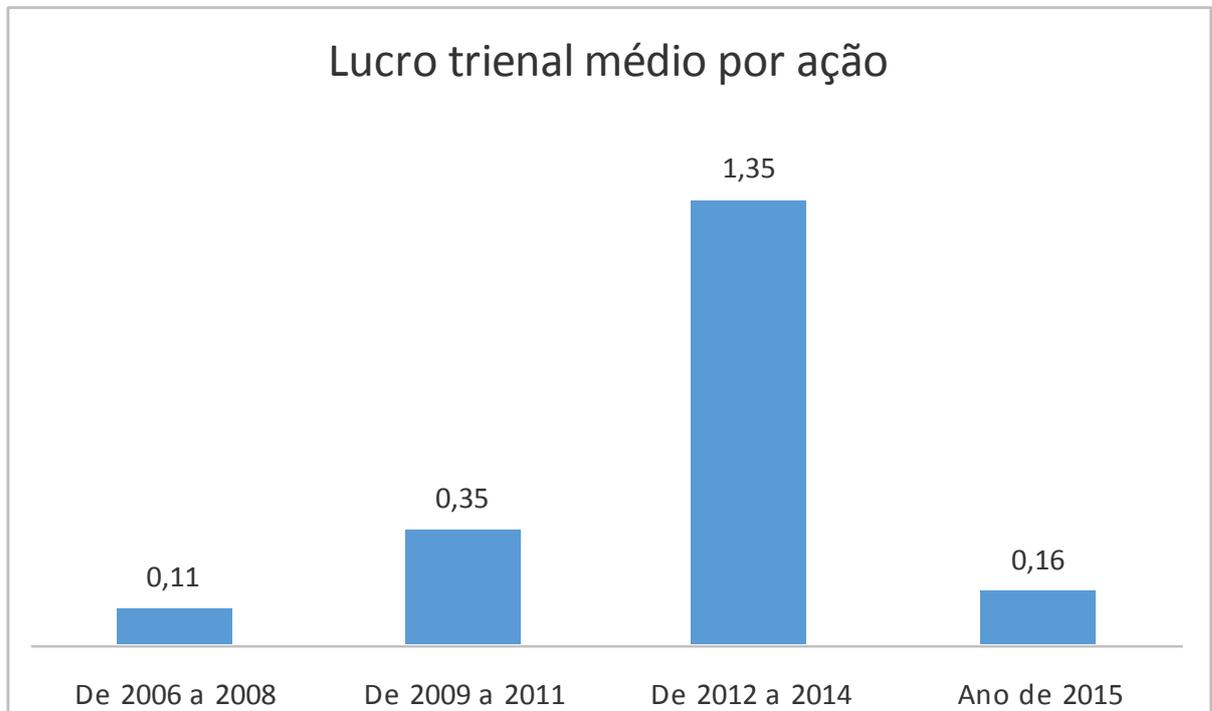
APÊNDICE M8 - Lucro Trienal Médio MAHLE



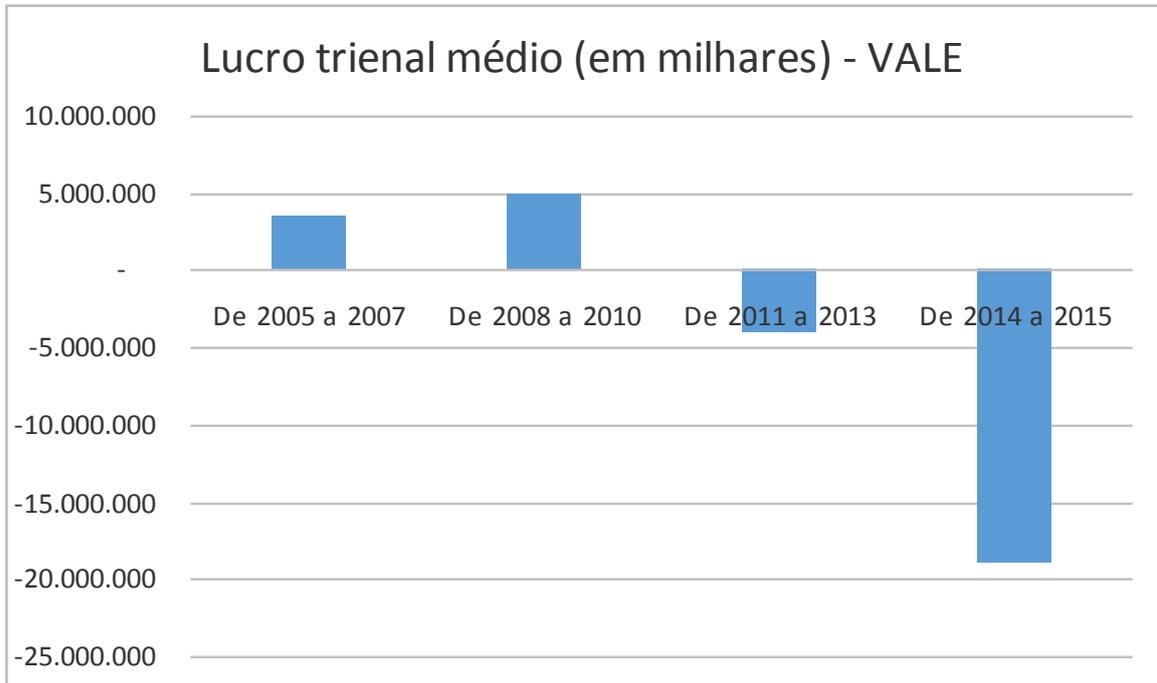
APÊNDICE N8 - Lucro Trienal Médio OI



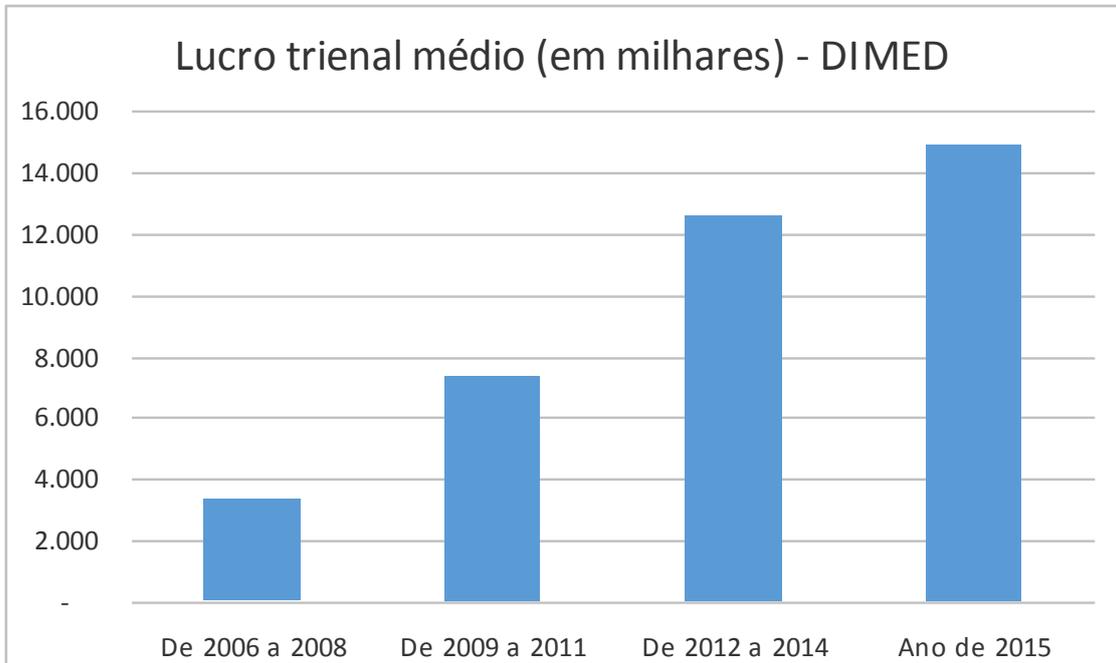
APÊNDICE O8 - Lucro Trienal Médio SÃO CARLOS



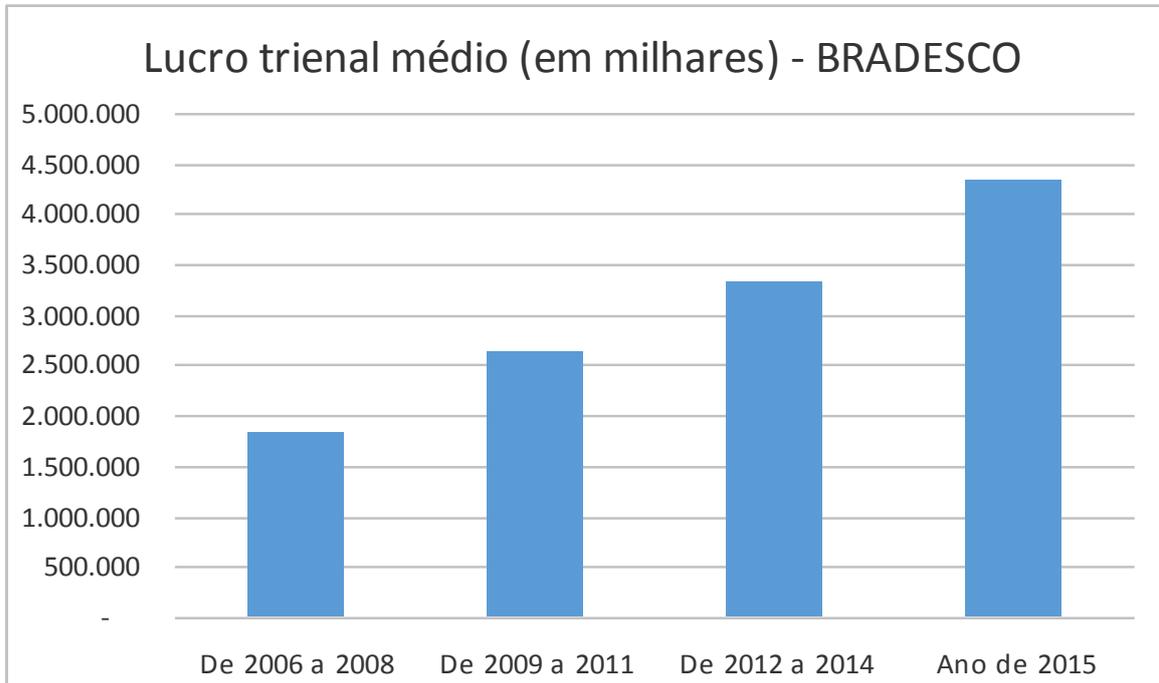
APÊNDICE P8 - Lucro Trienal Médio VALE



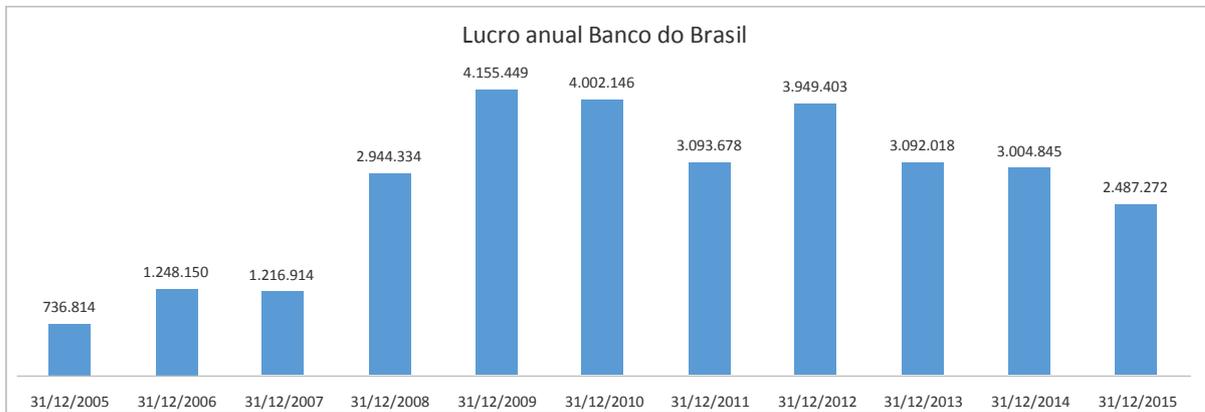
APÊNDICE Q8 - Lucro Trienal Médio DIMED



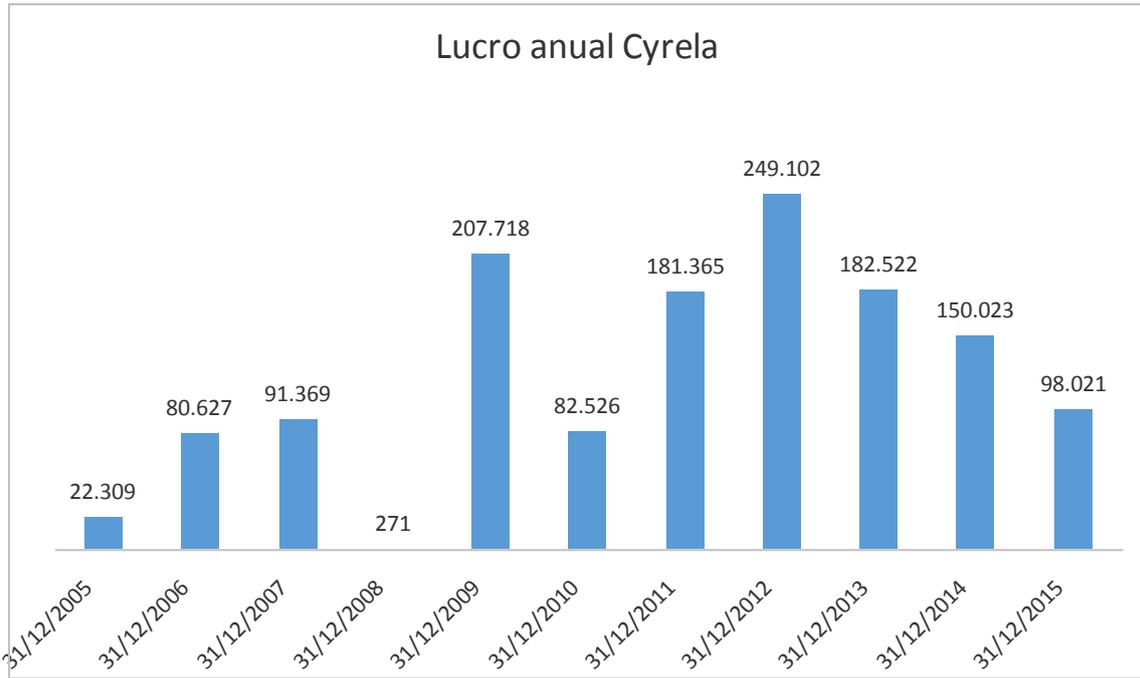
APÊNDICE R8 - Lucro Trienal Médio BRADESCO



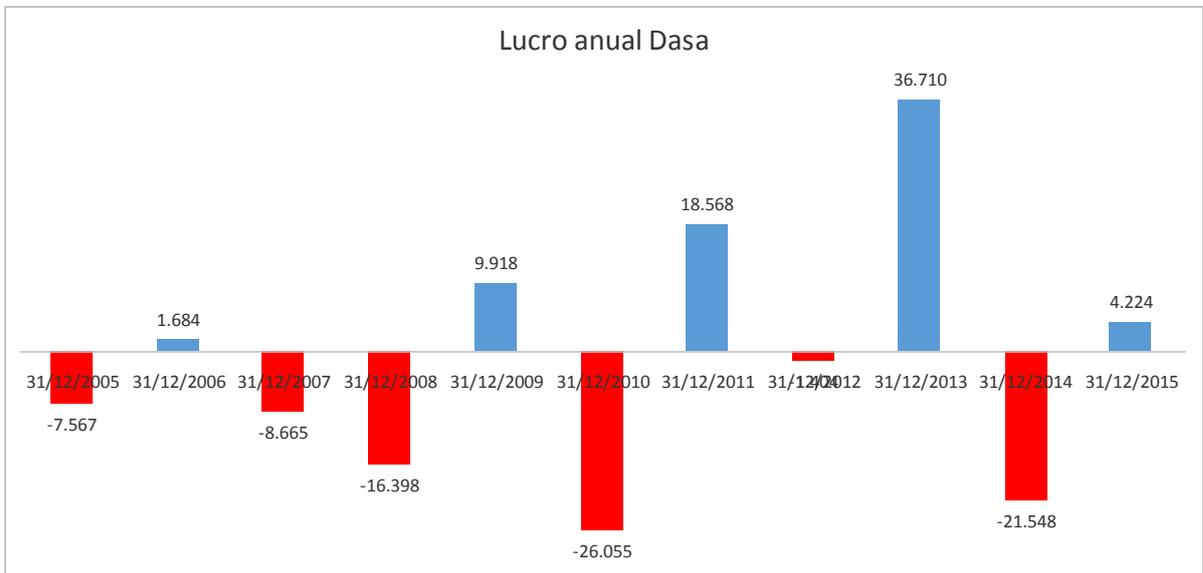
APÊNDICE S8 - Lucro Anual BANCO DO BRASIL



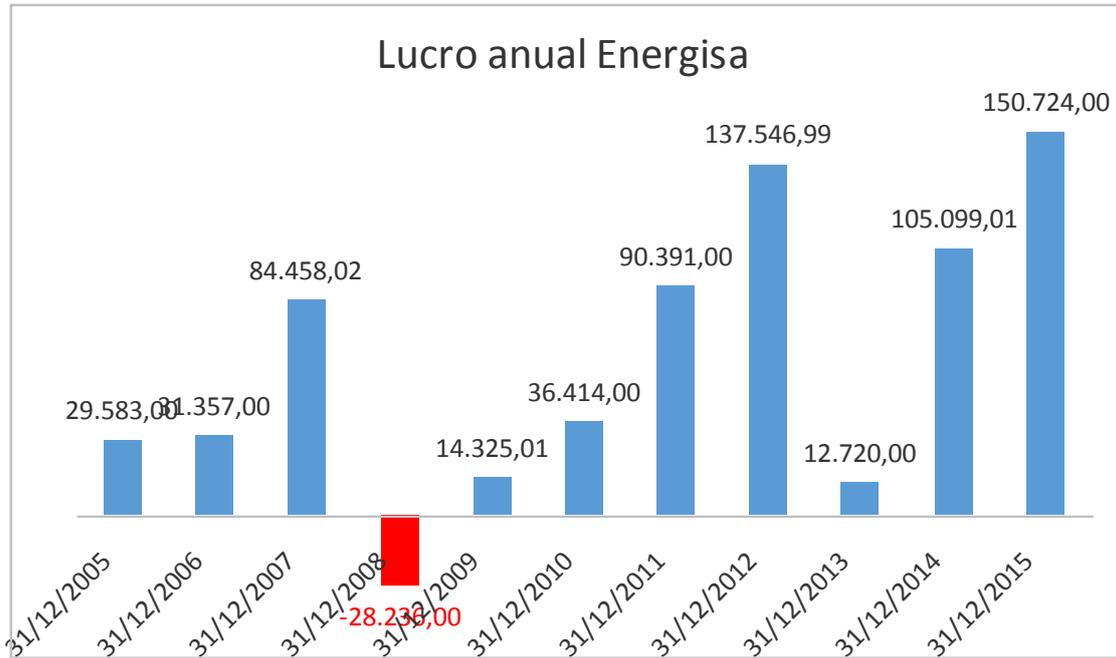
APÊNDICE T8 - Lucro Anual CYRELA



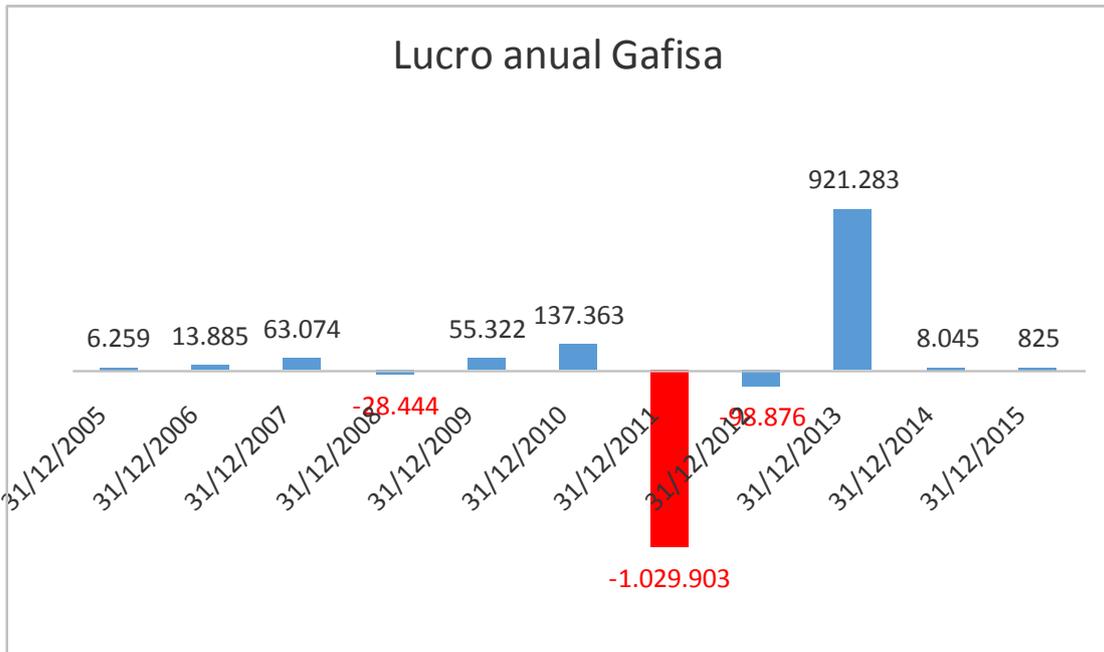
APÊNDICE U8 - Lucro Anual DASA



APÊNDICE V8 - Lucro Anual ENERGISA



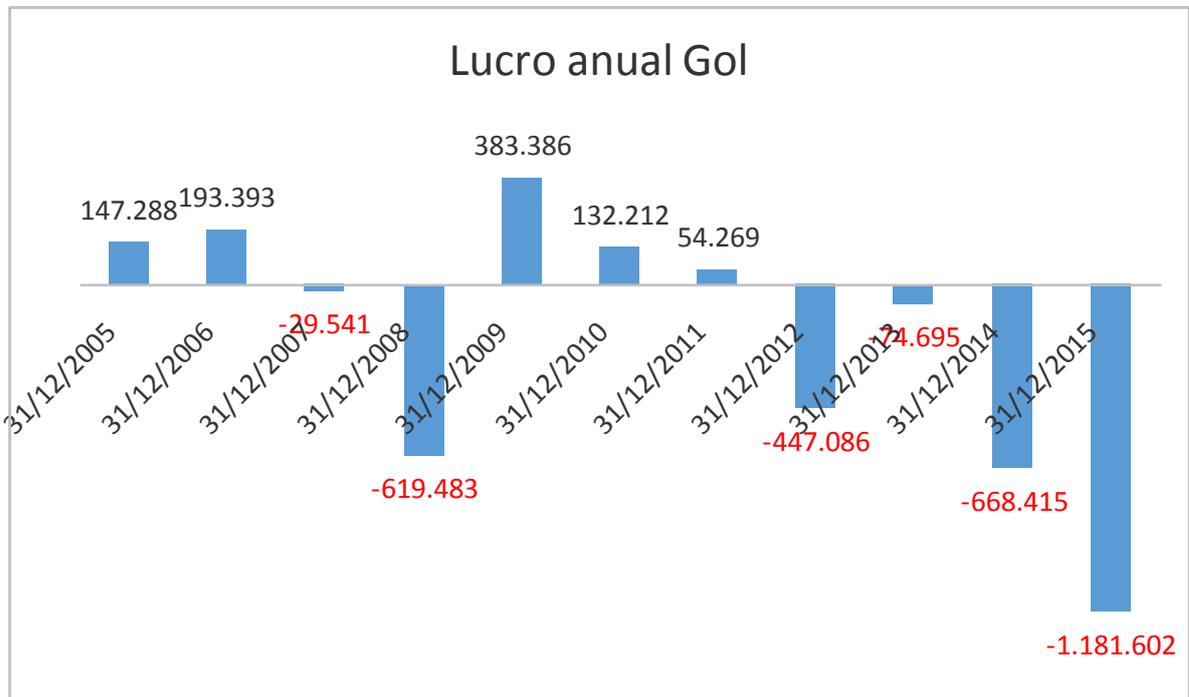
APÊNDICE X8 - Lucro Anual GAFISA



APÊNDICE Z8 - Lucro Anual GERDAU



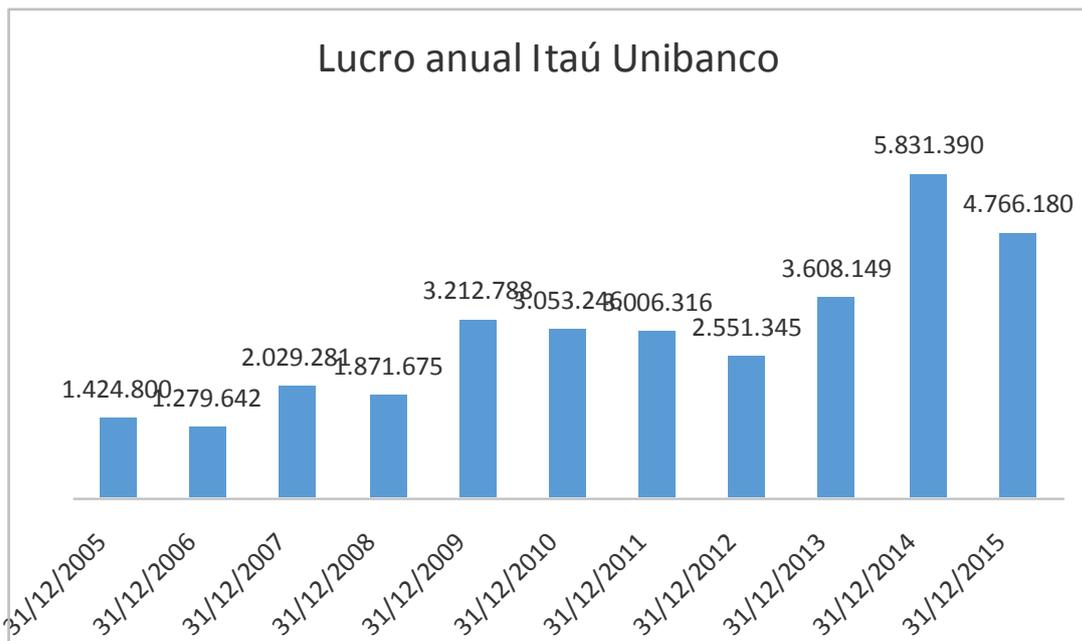
APÊNDICE A9 - Lucro Anual GOL



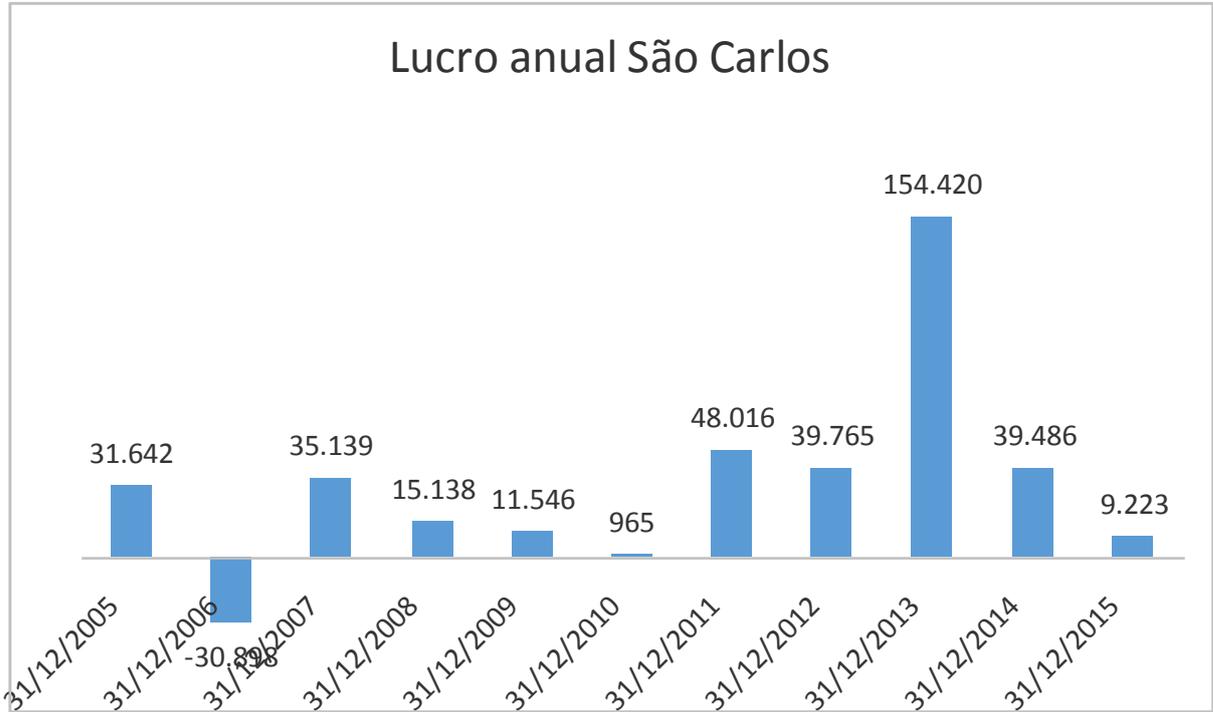
APÊNDICE B9 - Lucro Anual BR FOODS



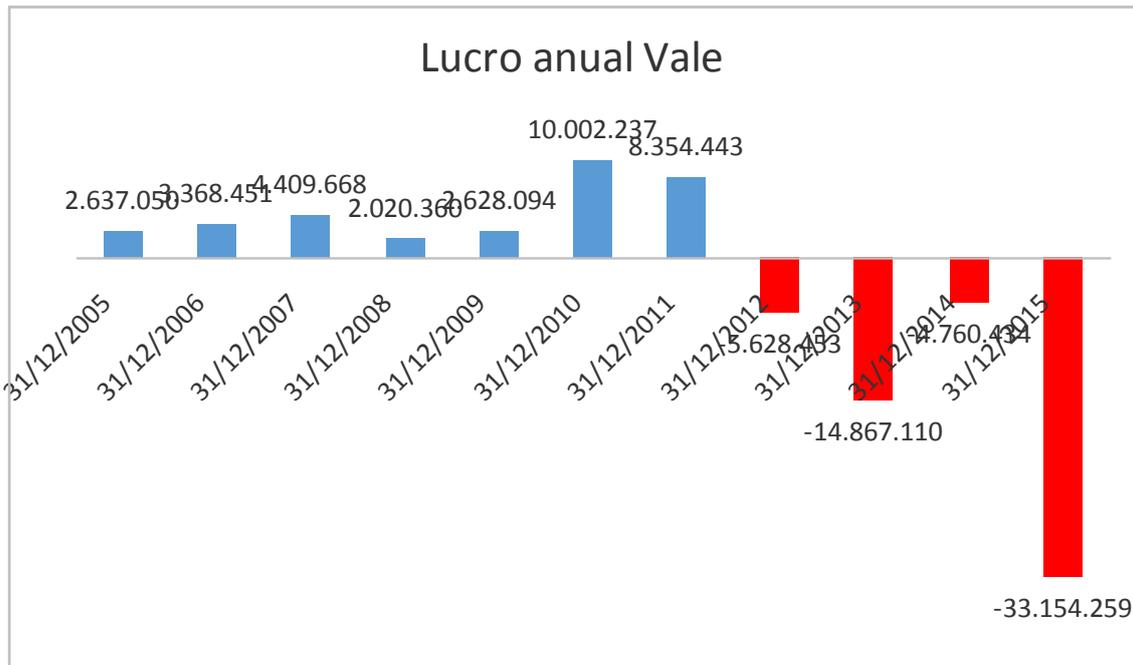
APÊNDICE C9 - Lucro Anual ITAÚ UNIBANCO



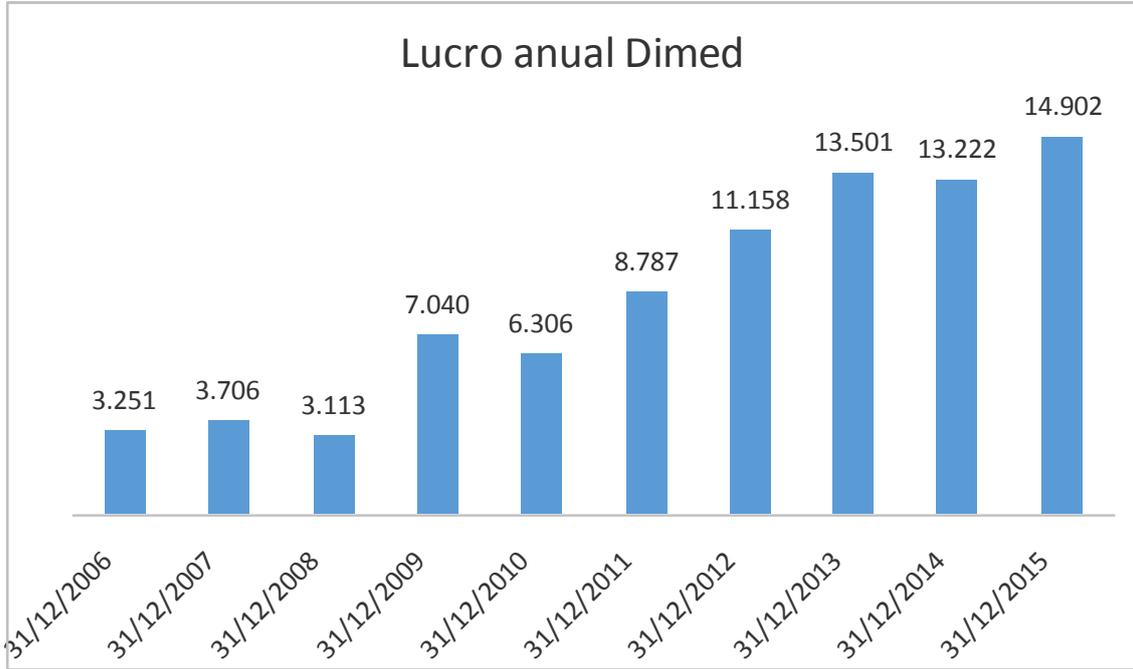
APÊNDICE F9 - Lucro Anual SÃO CARLOS



APÊNDICE G9 - Lucro Anual VALE



APÊNDICE H9 - Lucro Anual DIMED



APÊNDICE I9 - Lucro Anual BRADESCO

