

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA NO MERCADO DE CAPITAIS: UM ESTUDO SOBRE OS INDICADORES P/L E P/VP

Gessika da Silva Avelar¹

André Daniel Hayashi²

RESUMO

O seguinte artigo apresenta o mercado financeiro e os agentes do Sistema Financeiro Nacional, tendo como foco o mercado de capitais, especificamente o mercado de ações. O mercado de renda variável é de alto risco, assim, os investidores necessitam realizar análises para identificar qual a melhor opção de investimento, com o objetivo de mitigar o risco de perda do capital investido. O artigo explica a análise fundamentalista como método para a compra de ações com maior segurança e rendimento no longo prazo. Além disso, o artigo tem um enfoque na análise por múltiplos de mercado e descreve os pontos fortes e fracos dos múltiplos P/L e P/VP, que são muito utilizados nas análises para verificar se as ações estão subavaliadas ou sobreavaliadas. No decorrer da pesquisa foi realizada uma avaliação retroativa dos múltiplos P/L e P/VP no setor bancário, no período de agosto de 2009 a julho de 2014, para verificar a eficácia desses múltiplos como critério para a compra de ações.

Palavras-chave: Mercado de Ações. Análise Fundamentalista. Múltiplos de Mercado.

¹ Graduada em Administração pela FAE Centro Universitário. *E-mail:* gessikaavelar@gmail.com

² Mestre em Engenharia de Produção pela UFSC. Professor da FAE Centro Universitário.
E-mail: andre.hayashi@fae.edu

INTRODUÇÃO

O desenvolvimento econômico do mundo atual exige que haja uma parcela reservada dos rendimentos existentes para que seja possível o financiamento de futuros investimentos, algo que serve tanto para uma pessoa física quanto uma organização.

Em busca de maiores rendimentos, algumas pessoas ou “especuladores” de mercado procuram investir com base em histórias ou decisões empíricas, que nem sempre dão certo, e acabam perdendo dinheiro. Muitos preferem seguir a “onda do mercado” ao invés de tomar decisões fundamentadas. Há também investidores que são seduzidos por histórias de corretores que, segundo Damodaran (2006), sabem avaliar algumas fraquezas dos seres humanos, que os levam a decisões por instinto, como ganância, esperança, medo ou inveja, e sabem qual o melhor meio de persuadi-los para tirar proveito de cada comportamento, fazendo com que os investidores não tomem decisões sólidas, acarretando em perda nos seus investimentos. É certo que alguns mercados, como o de ações, apresentam elevados rendimentos, porém quanto maior o rendimento, maior é o risco envolvido. Com isso, é importante estudar os fatores que influenciam os resultados financeiros.

Diante da dinâmica do mercado, o administrador financeiro deve buscar melhores condições de investimentos, a partir das quais seja possível equilibrar riscos e oportunidades e, para isso, é necessário entender como funciona o mercado, a política econômica e os instrumentos financeiros. De acordo com Assaf Neto (2009a), as decisões financeiras empresariais estão relacionadas ao desempenho futuro da economia, o que envolve taxas de juros, medidas do mercado futuro e outros fatores, os quais devem ser utilizados para previsão das condições futuras da economia e auxiliar na obtenção de melhores decisões.

Em determinados investimentos pesa a incerteza do retorno desejado, por isso a decisão de investimento, principalmente de longo prazo, envolve a previsão de resultados futuros com base na técnica de estatística e de probabilidade em troca de expectativa mais objetiva de retorno. A análise fundamentalista é um instrumento muito importante para quem deseja ter sucesso em seus investimentos, pois envolve a análise de fundamentos para que se obtenha o valor justo da ação de uma empresa. Dentro dessa análise há a geração de múltiplos de mercado, que são frequentemente utilizados pelos acionistas na decisão de compra de ações. Este trabalho apresenta os impactos dos resultados dos múltiplos do patrimônio líquido que são mais utilizados nas análises: o P/L (Preço da Ação/Lucro por Ação) e o P/VP (Preço da Ação/Valor Patrimonial por Ação). O problema estudado neste artigo é: A análise por meio de múltiplos do patrimônio líquido é eficaz para investimentos de longo prazo?

O artigo apresenta como objetivo proporcionar entendimento sobre o funcionamento do mercado de capitais no Brasil e sobre a análise fundamentalista, especificamente sobre os múltiplos P/L e P/VP, como meio para estimar o valor justo da ação da empresa de capital aberto na BM&F Bovespa.

Para atender o objetivo de pesquisa e responder o problema proposto foi realizada uma pesquisa bibliográfica sobre o mercado financeiro e a análise fundamentalista. Além disso, foi realizado um estudo com empresas de capital aberto do setor bancário listadas na BM&F Bovespa.

1 MERCADO FINANCEIRO

Na economia de um país atuam agentes, como governo, empresas e famílias, entre os quais há uma dinâmica que os integra, como a compra e venda de ações e a regulamentação desse processo: “Podemos definir os mercados financeiros como o mecanismo ou ambiente através do qual se produz um intercâmbio de ativos financeiros e se determinam seus preços” (PINHEIRO, 2008, p. 74). Em geral, isso acontece porque há agentes necessitando de recursos, dos quais derivam diversas razões (por exemplo, grande aporte de capital para inovação de processos), e há poupadores que emprestam os seus recursos, surgindo então o mercado financeiro, que é um conjunto de instituições de intermediação financeira criadas com o objetivo de viabilizar o fluxo de capitais entre agentes superavitários e deficitários. A partir disso, desenvolveu-se também regras e procedimentos para melhor organização e controle desse mercado. Todo esse movimento de agentes, instituições e normatizações necessárias formam o Sistema Financeiro Nacional.

O sistema financeiro de um país é um conjunto formado por instituições financeiras públicas e privadas, instrumentos e mercados que atuam com políticas monetárias, cambiais, creditícias e fiscais. Tem como objetivo promover a intermediação entre agentes superavitários e deficitários. O órgão normativo máximo presente nesse sistema é o Conselho Monetário Nacional (CMN).

O Sistema Financeiro Nacional é composto por dois subsistemas, o normativo e o de intermediação, como veremos nas subseções a seguir.

1.1 SUBSISTEMA NORMATIVO

O subsistema normativo cria regras para o funcionamento do sistema de intermediação e também é responsável por controlar e monitorar o sistema financeiro

por meio de fiscalizações para garantir o correto desempenho de seus agentes intermediadores. Esse subsistema também emite títulos e valores mobiliários, além de disciplinar as modalidades de crédito (PINHEIRO, 2008). O subsistema normativo é composto principalmente pelo CMN, pelo Banco Central (BC) e pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que atua mais especificamente no controle do mercado de valores mobiliários.

O CMN é o órgão superior do Sistema Financeiro Nacional. Ele é composto pelo Ministro da Fazenda, pelo Ministro do Planejamento, Orçamento e Gestão e pelo Presidente do Banco Central do Brasil, que se reúnem uma vez por mês para a discussão de assuntos a eles competentes.

A CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, cujo objetivo é promover um ambiente jurídico favorável para empresas que objetivam a captação de recursos por meio de mercados de risco, e atua para o fortalecimento da empresa privada e em defesa do acionista. De acordo com Pinheiro (2008), a CVM recebe e processa uma grande massa de informações, colocando-as à disposição do mercado. Devido à dinâmica do mercado de capitais, essas informações exigem constantes atualizações.

O BC é uma autarquia federal criada em 1964 e é o principal executor das orientações estabelecidas pelo CMN. Além disso, é também o órgão responsável por garantir o poder de compra da moeda brasileira e executar atribuições referentes à política monetária e cambial. Aliás, pode-se definir o BC como um órgão fiscalizador e disciplinador do mercado financeiro (ASSAF NETO, 2009b).

1.2 SUBSISTEMA DE INTERMEDIÇÃO

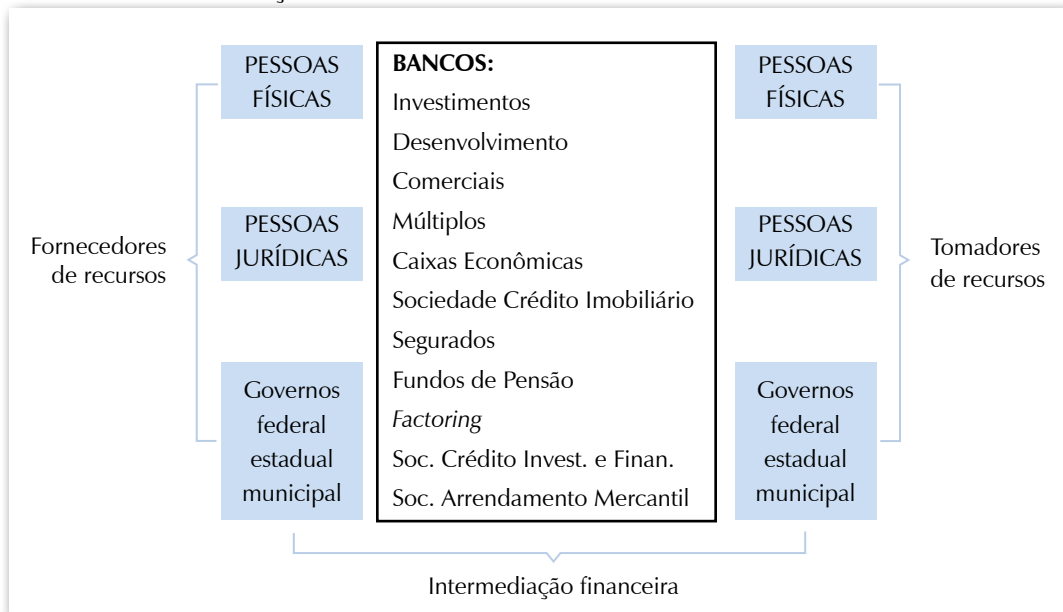
O subsistema de intermediação é composto por instituições que atuam nas intermediações financeiras, podendo ser instituições bancárias, não bancárias e não financeiras que viabilizam a transferência de recursos entre os poupadores e tomadores (FIG. 1).

As instituições bancárias são aquelas autorizadas a receber depósitos à vista e que, com isso, podem criar moeda escritural. Essas instituições podem ser bancos comerciais ou bancos múltiplos.

As instituições financeiras não bancárias não recebem depósitos à vista, portanto, não criam moeda escritural. Contudo, possuem grande atuação no mercado financeiro operando por meio de ativos financeiros não monetários. Nessas instituições se enquadram os bancos de investimentos, desenvolvimento, sociedades de crédito, sociedades de arrendamento mercantil, cooperativas de crédito, sociedades de crédito imobiliário e associações de poupança e empréstimo.

Enquadram-se como instituições não financeiras as sociedades de fomento comercial, denominadas *factorings*, que assumem a responsabilidades das duplicatas a receber, bem como o risco envolvido, excluindo a responsabilidade de recebimento da empresa cliente. Não é uma operação financeira, e sim uma transferência de direitos entre a empresa e o cliente (*factor*). Também são consideradas instituições não financeiras as sociedades seguradoras que devem manter suas reservas no mercado de capitais e destinar seus investimentos para a cobertura de sinistros (ASSAF NETO, 2009b).

FIGURA 1 – Intermediação financeira



FONTE: Pinheiro (2008, adaptado)

1.3 MERCADO DE CAPITAIS

O mercado de capitais possui operações de médio e longo prazo e de prazo indeterminado. É um dos mercados mais representativos com relação à transferência de recursos para instituições que necessitam de financiamento de seus recursos a longo prazo. O mercado de capitais engloba o mercado acionário e o de debêntures.

As ações são a menor parcela do capital social de uma empresa – são títulos de renda variável. De acordo com Pinheiro (2008), as ações têm alguns critérios que as diferenciam, dentre os quais o principal é a espécie da ação, que é caracterizada pelos direitos e vantagens que possui. Sendo assim, a ação pode ser ordinária e conceder direito a voto (nas assembleias da organização) correspondente à quantidade de ações que cada acionista possui, ou pode ser preferencial – embora não conceda voto, oferece prioridade no recebimento de dividendos.

O mercado de ações se divide em primário e secundário. O mercado primário se refere à entrada de recursos na empresa através da abertura de capital e subscrição de novas ações ao público, enquanto no mercado secundário acontecem as transações de compra e venda de ações, não ocorrendo alteração financeira na empresa. Em outras palavras, se o comprador no mercado primário deseja converter suas aplicações em dinheiro, ele o fará no mercado secundário através das sociedades corretoras, que farão o processo de intermediação entre a compra e a venda das ações (PINHEIRO, 2008).

No mercado acionário existem as bolsas de valores, que são entidades jurídicas constituídas basicamente por sociedade de ações, que tem como objetivo gerar liquidez dos títulos a fim de que as negociações ocorram em tempo hábil, a um preço ajustado de acordo com a oferta e a procura de ações (ASSAF NETO, 2009b).

As corretoras são as entidades autorizadas a operar nos pregões por conta própria e são determinadas pelos seus clientes através da negociação de títulos e valores mobiliários. A principal bolsa de valores do Brasil é a de São Paulo: a BM&F Bovespa.

1.4 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

O objetivo de uma empresa é maximizar seu valor econômico e gerar retorno aos proprietários. Com a pretensão de crescimento, as empresas buscam executar a melhor estratégia para sobreviverem e se manterem em desenvolvimento no mercado para que seus retornos superem o valor do capital investido. Decorrente disso, para a avaliação de empresas é fundamental que o analista tenha uma visão abrangente da dinâmica do mercado empresarial, que está relacionado a diversos fatores internos e externos que possuem influência sobre o valor econômico da organização.

De acordo com Assaf Neto (2014, p. 179), “a premissa básica da avaliação é obter um valor justo, o valor que reflete o retorno esperado baseado em projeções de desempenho futuro coerentes com a realidade do negócio em avaliação”. A avaliação é feita com base em projeções e está sujeita a erros e incertezas devido à análise das variáveis do ambiente externo não ser controlável pela empresa avaliada. Com isso, o resultado de uma avaliação não é uma estimativa exata do valor da empresa e está sujeito à opinião dos analistas que assumem diversas posições em relação ao resultado.

O desempenho de uma organização apresenta ação reativa com relação às variáveis macroeconômicas, taxa de juros, oferta de crédito, preço de *commodities*, dentre outros. A análise fundamentalista estuda todas as informações disponíveis que afetam ou têm relação direta com a empresa e têm por objetivo recomendar uma ação com base na imagem atual da empresa e fazer a previsão dos possíveis riscos e oportunidades de mercado inerentes a ela.

De acordo com Sanvicente e Mellagi Filho (2008), essa análise consiste no processamento de informações econômicas e políticas, além de variáveis que possam determinar o valor futuro de um ativo. O estudo deve resultar em uma estimativa numérica do valor do título ou em uma modificação desse valor em uma taxa de retorno esperada. É uma análise muito utilizada por investidores e bancos para buscar uma redução de riscos quanto ao retorno de seus investimentos em ativos.

Para determinar o valor de uma ação é preciso analisar todas as variáveis de nível macro e micro. Diante da decorrente análise, podem-se constatar problemas de sub ou superavaliação. O ideal é a compra do ativo quando está subavaliado, ou seja, comprar um ativo que vale mais do que o mercado pensa traz a expectativa de bons retornos. De acordo com Materlanc (2005, p. 185):

Em um mercado eficiente, o preço de mercado das ações reflete os lucros potenciais da empresa e seus dividendos, os riscos do negócio, os riscos financeiros decorrentes da estrutura de capital da empresa e valor dos ativos, bem como as variáveis ambientais e outros fatores intangíveis que possam afetar o valor da empresa. Ou seja, reflete o valor presente do fluxo de caixa para os sócios.

Conforme Elder (2006), para a avaliação de empresas o mercado financeiro disponibiliza milhares de informações através de demonstrações, índices, relatórios, gráficos etc. Diante dessa dimensão de dados, a análise fundamentalista se torna um trabalho árduo devido à mudança dos ciclos econômicos. Desse modo, para viabilizar a conciliação das informações, há a necessidade de diferentes focos de análise decorrentes da mudança da economia: quando está em expansão, os analistas devem focar nas taxas de crescimento; em épocas de recessão, o foco se desloca para a segurança dos dividendos.

Os fatores fundamentais são muito importantes para os operadores a longo prazo, que querem embarcar nas grandes tendências para vários meses ou anos. Se os fundamentos forem de alta, devemos favorecer o lado comprado do mercado ou, se de baixa, o lado vendido (a descoberto). A análise fundamentalista é menos relevante para os operadores de curto prazo ou para os day-traders (ELDER, 2006, p. 39).

1.5 MÚLTIPLOS DE MERCADO

Com relação à análise fundamentalista, é comum a comparação de dados entre empresas do mesmo setor, mas devem ser trabalhadas algumas informações antes de compará-las. Por exemplo, o valor de mercado de uma empresa varia de acordo com o valor da ação e o número de ações que cada empresa possui. Sendo assim, para comparar os valores de empresas similares é necessária a padronização de informações utilizando uma variável comum.

Em geral, os valores podem ser padronizados em relação aos lucros gerados pelas empresas, ao valor contábil ou ao custo de reposição das próprias empresas, às receitas geradas ou a indicadores específicos de um próprio segmento (DAMODARAN, 2007, p.165).

Conforme Assaf Neto (2014, p.206), “entende-se por empresa comparável (ou similar) aquela que atua no mesmo setor de atividade e apresenta porte, riscos e retornos similares àquela que está em avaliação”.

A avaliação por múltiplos também pode ser chamada de avaliação relativa: ela é a mais simples e necessita de poucas informações. É muito utilizada do ponto de vista do acionista para a avaliação de desempenho das ações das empresas. De acordo com Materlanc (2005, p. 183), “esse tipo de avaliação consiste na obtenção de valores médios de bens equivalentes negociados no mercado e na utilização desses valores como referência ou justificativa para os preços pedidos por outros bens”.

No decorrer do trabalho serão apresentados dois múltiplos (razões) que estão entre os principais utilizados para comparação de resultados entre empresas semelhantes. Seus valores se originam de dados do mercado de ações para o numerador da razão e dados resultantes de procedimentos contábeis para o denominador da razão, como: lucro e valor patrimonial da ação. Materlanc (2005) aponta que além dos preços decorrentes do mercado acionário, os preços utilizados na compra e venda de empresas também podem ser utilizados para cálculo de múltiplos, sendo denominados múltiplos de transações.

1.5.1 Múltiplo Preço/Lucro

O múltiplo P/L é o mais utilizado para avaliação de ações e seu resultado pode ser interpretado como o tempo (em anos) que se leva para ter o retorno de todo o capital investido, considerando que os lucros sejam constantes: “A razão preço/lucro é aquela do valor de mercado do patrimônio líquido para os lucros gerados aos investidores em patrimônio líquido” (DAMODARAN, 2007, p. 180). O múltiplo P/L é representado pela fórmula:

$$P/L: \frac{\text{Cotação da ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

O Lucro por ação ou LPA é obtido através da divisão do lucro líquido da organização pelo número de ações que essa empresa possui.

Para muitos, investir em empresas que possuam um baixo múltiplo P/L representa uma estratégia de baixo risco e alto rendimento, porque se estabelece o lucro como um piso e este tende a aumentar no longo prazo. Há uma simplicidade e empirismo que giram em torno do múltiplo P/L que faz com que ele seja muito utilizado, porém, não há evidências de que o preço da ação esteja inferior ao que realmente vale somente com o uso desse indicador (DAMODARAN, 2006).

O problema está nas três versões do múltiplo que podem ser calculadas: o lucro corrente (lucro por ação do último ano fiscal) para obter o P/L corrente, o lucro passado (média do lucro por ação dos últimos quatro trimestres) para o P/L passado ou lucro futuro (lucro esperado no próximo ano fiscal) para o P/L futuro. Com tantas variantes do múltiplo é preciso ser específico ao optar por estratégias de investimento com base no P/L.

Considerando as variações de cálculo do múltiplo, Materlanc (2005) apresenta ainda variações quanto ao valor de mercado calculado pelo preço da ação, que pode ser: valor de mercado corrente obtido pela cotação do dia, valor de mercado médio dos últimos seis meses e do último ano. Com relação às variações de lucro, apesar da subjetividade, o cálculo do P/L pelo lucro futuro, ou seja, pelas projeções de lucros, é o melhor método por conter menor margem de erro, além de considerar variáveis, como a conjuntura econômica, devido à influência no preço da ação.

Nem sempre o menor múltiplo significa que a ação esteja subestimada. Um dos motivos do baixo P/L pode ser o baixo crescimento esperado da empresa. A preferência dos investidores é concentrar-se no crescimento futuro esperado do lucro. Uma empresa pode apresentar lucros passados crescentes, mas uma estagnação atual, ou baixo crescimento dos lucros nos anos anteriores e uma tendência de alta futura.

Segundo Damodaran (2006), é necessário estabelecer alguns critérios para a elaboração de uma carteira de ações baseada em baixos múltiplos P/L, visto que algumas empresas podem apresentar tal resultado devido ao baixo crescimento e risco elevado.

Materlanc (2005) também afirma que o múltiplo P/L não pode ser uma referência isolada e que é preciso outros direcionadores para o cálculo de valor de uma empresa, pois empresas distintas possuem diferentes margens de risco, taxas de crescimento etc. Além disso, pode haver influências do perfil do analista ao este observar algumas condições da empresa, por exemplo, uma companhia que apresente lucros crescentes nos últimos meses pode fazer com que o P/L com base na projeção dos lucros apresente valores menores do que nos últimos períodos. Com isso, um analista otimista irá demonstrar que as ações estão negociadas a um preço baixo, mas um analista pessimista irá verificar o P/L passado e demonstrar que o múltiplo está elevado.

1.5.2 Múltiplo Preço/Valor Patrimonial

É considerada uma medida bastante confiável para alguns investidores. Se uma ação é negociada abaixo do seu valor patrimonial, entende-se que ela está subestimada, logo, possui grandes chances de valorização. Além disso, um baixo P/VP é visto como garantia adicional: caso haja dissolução dos ativos de uma empresa, esta devolverá aos acionistas pelo menos o valor patrimonial das ações, que é superior ao preço pago. O preço pelo

valor patrimonial por ação representa quanto vale o patrimônio de uma empresa por título adquirido. O valor patrimonial por ação ou VPA é obtido através da divisão do valor do patrimônio líquido pelo número total de ações da organização. O P/VP é obtido pelo cálculo:

$$P/VP = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Valor Patrimonial por ação}}$$

Segundo Damodaran (2006), há a crença de que o valor estipulado pelos contadores, que devem seguir normas e princípios contábeis, seja mais realista do que o real valor das ações no mercado financeiro, que está sujeito a oscilações.

De acordo com Assaf Neto (2014), o valor econômico de uma empresa é medido de maneira distinta do valor contábil, pois esse não considera mais do que a soma das partes de uma empresa, ou seja, os seus bens, direitos e obrigações. Sob a ótica do valor contábil, não se admite a continuidade do funcionamento da organização, aspecto em que se difere o valor de mercado, que admite a continuação do funcionamento da empresa considerando as expectativas de desempenho através de projeções futuras de retornos trazidos a valor presente e oportunidades de crescimento. Com isso, Assaf Neto (2014) apresenta uma visão diferente do autor Damodaran (2006).

Uma empresa que possui ações negociadas com precificação acima do valor do patrimônio líquido por ação tem um indicador de desempenho que representa oportunidades futuras da organização reconhecidas pelo mercado. Do mesmo modo, quando a estimativa do mercado apresenta condições contrárias, pode ser que a companhia esteja subavaliada. Damodaran (2006) apresenta que existem fundos de valor que investem em ações com baixos múltiplos P/VP e fundos de crescimento que investem em ações com múltiplos P/VP elevados.

Com relação ao P/L, o P/VP tem menos variantes, podendo ser calculado pelo número efetivo de ações ou pelo número potencial de ações. Deve-se utilizar a informação mais atualizada possível do valor patrimonial da ação.

O múltiplo P/VP pode sofrer algumas manobras contábeis e há alguns critérios que influenciam no patrimônio líquido que precisam ser considerados. Há diversas decisões que são escolhidas pela empresa que têm impacto direto no múltiplo, como depreciação acelerada e capitalização de despesas, podendo este não ser um bom indicador – por isso, deve-se estabelecer meios para verificar a origem do baixo P/VP. Segundo Damodaran (2006, p. 44), “é de se esperar que empresas com risco elevado, baixo crescimento e, acima de tudo, baixo retorno do patrimônio sejam negociadas a baixos múltiplos preço/valor patrimonial”.

Conforme Materlanc (2005), a vantagem desse múltiplo em relação ao P/L é que este pode ser calculado mesmo que a empresa apresente prejuízo. Desde que o patrimônio líquido não tenha se tornado negativo, vale ressaltar que algumas empresas do setor de serviços que apresentam capital menos intensivo tendem a apresentar o P/VP pouco representativo.

2 ANÁLISE DOS MÚLTIPLOS DO SETOR BANCÁRIO

Com base nos dados do sistema Economático, que é uma ferramenta de alta confiabilidade muito utilizada pelos analistas de investimentos e contém dados históricos de empresas de capital aberto, cuja função é o cálculo de indicadores fundamentalistas, foram analisados os múltiplos P/L e P/VP de agosto de 2009 dos papéis que possuíam maior liquidez das empresas do setor bancário. Além disso, foi estabelecido o valor da mediana de cada indicador como critério de comparação para o estabelecimento das ações subavaliadas ou sobreavaliadas. Segundo a metodologia da análise por múltiplos, deve-se estabelecer uma medida de tendência central para comparar o desempenho do indicador do setor em avaliação. As ações com indicadores abaixo da mediana calculada seriam uma boa opção de investimento e as ações acima da mediana calculada seriam opções de venda em 2009.

Foi também escolhido um período de cinco anos (1º de agosto de 2009 até 31 de julho de 2014) para verificar o rendimento dos títulos através da valorização das ações. Foram selecionadas ações de empresas do setor bancário que possuíam valorização dentro do período de 1º de agosto de 2009 a 31 de julho de 2014. Após essa seleção, foi escolhido um papel de cada banco que possuía os maiores indicadores de liquidez.

Para avaliar a eficácia da escolha dos múltiplos P/L e P/VP, foi realizada uma comparação dos resultados dos indicadores de cada banco e estabelecido um valor mediano para cada múltiplo. Diante disso, foram identificados quais bancos apresentaram as melhores escolhas para investimentos, no caso, os negociados abaixo do valor da mediana calculada em 2009. Então, foi realizada a comparação das cotações das ações negociadas no início de agosto de 2009, com a cotação das ações com data do último dia do mês de julho de 2014, para validar se as empresas negociadas a um baixo P/L e menor valor de P/VP em 2009 foram as que apresentaram maior rendimento dentro do período de cinco anos (considerado longo prazo), comprovando ou não, dessa maneira, a confiabilidade do múltiplo.

O resultado da mediana calculada para o indicador P/L foi de 8,4 e para o P/VP foi de 1,0. O QUADRO 1 apresenta os papéis selecionados que estão acima, igual ou no valor da mediana calculada e os seus respectivos resultados de perda ou ganho obtidos através da valorização das ações.

QUADRO 1 – Análise P/L e P/M

Nome	Código	P/L 2009	P/L	P/M 2009	P/M	Cotação em 01/08/2009	Cotação em 31/07/2014	Var \$	Var %	Resultado
Alfa Financ	CRIV4	4,9	Abaixo	0,7	Abaixo	3,41	3,23	-0,18	-5%	Perda
Indusval	IDVL4	6,1	Abaixo	0,7	Abaixo	7,00	3,23	-3,77	-54%	Perda
Banestes	BEE53	6,3	Abaixo	1,6	Acima	0,67	0,45	-0,22	-32%	Perda
Brasil	BBAS3	6,9	Abaixo	1,9	Acima	23,64	27,36	3,72	16%	Ganho
Banrisul	BRSR6	7,2	Abaixo	1,1	Acima	8,70	11,42	2,72	31%	Ganho
Abc Brasil	ABCB4	8,1	Abaixo	0,9	Abaixo	7,72	12,95	5,23	68%	Ganho
Amazônia	BAZA3	8,1	Abaixo	0,9	Abaixo	0,61	0,29	-0,32	-53%	Perda
Pine	PINE4	8,1	Abaixo	0,9	Abaixo	8,87	7,60	-1,27	-14%	Perda
Bicbanco	BICB4	8,7	Acima	1,4	Acima	9,10	7,92	-1,18	-13%	Perda
Paraná	PRBC4	9,2	Acima	0,9	Abaixo	7,90	10,71	2,81	36%	Ganho
Merc Brasil	BMEB3	10,5	Acima	0,6	Abaixo	10,45	10,10	-0,35	-3%	Perda
Daycoval	DAYC4	11,3	Acima	1,0	Igual	7,85	9,14	1,29	16%	Ganho
Bradesco	BBDC4	12,0	Acima	2,4	Acima	29,55	34,55	5,00	17%	Ganho
ItaúUnibanco	ITUB4	14,7	Acima	2,9	Acima	33,60	34,73	1,13	3%	Ganho
Banco Pan	BPAN4	17,3	Acima	1,0	Igual	5,03	3,40	-1,63	-32%	Perda
Santander BR	SANB4	38,7	Acima	1,5	Acima	12,65	7,38	-5,27	-42%	Perda
Mediana		8,4		1,0						

FONTE: Os autores (2014)

As ações que tiveram maior ganho em porcentual através da valorização dos papéis foram dos bancos: Abc Brasil, Paraná Banco e Banrisul. Os seus títulos tiveram pelo menos um múltiplo abaixo da mediana e obtiveram um rendimento acima de 30 % (QUADRO 2).

QUADRO 2 – Maiores valorizações em porcentual

Nome	Código	P/L 2009	P/L	P/VP 2009	P/VP	Cotação em 01/08/2009	Cotação em 31/07/2014	Var \$	Var %
Abc Brasil	ABCB4	8,1	Abaixo	0,9	Abaixo	7,72	12,95	5,23	68%
Paraná	PRBC4	9,2	Acima	0,9	Abaixo	7,90	10,71	2,81	36%
Banrisul	BRSR6	7,2	Abaixo	1,1	Acima	8,70	11,42	2,72	31%

FONTE: Os autores (2014)

As ações que tiveram maior desvalorização, ou seja, rentabilidade abaixo de 30%, e causaram perda do capital investido em agosto de 2009 foram os bancos: Indusval, Banestes, Amazônia, Banco Pan e Santander. Desses bancos, apenas o Santander apresentou os dois múltiplos com valores acima da mediana. Os demais apresentaram pelo menos um múltiplo com valor abaixo ou igual a mediana, com destaque para os bancos Indusval e Amazônia, que apresentaram os resultados de ambos os múltiplos estudados subavaliados (QUADRO 3).

QUADRO 3 – Maiores desvalorizações em porcentual

Nome	Código	P/L 2009	P/L	P/VP 2009	P/VP	Cotação em 01/08/2009	Cotação em 31/07/2014	Var \$	Var %
Indusval	IDVL4	6,1	Abaixo	0,7	Abaixo	7,00	3,23	-3,77	-54%
Banestes	BEES3	6,3	Abaixo	1,6	Acima	0,67	0,45	-0,22	-32%
Amazônia	BAZA3	8,1	Abaixo	0,9	Abaixo	0,61	0,29	-0,32	-53%
Banco Pan	BPAN4	17,3	Acima	1,0	Igual	5,03	3,40	-1,63	-32%
Santander BR	SANB4	38,7	Acima	1,5	Acima	12,65	7,38	-5,27	-42%

FONTE: Os autores (2014)

As instituições que tiveram maior ganho através da valorização aumentaram o lucro por ação: Abc Brasil aumentou 133%, Paraná Banco 68% e Banrisul 13%. A variação foi observada no período de setembro de 2009 a junho de 2014. Com isso, entende-se que essas empresas estão apresentando resultados que foram reconhecidos pelos investidores, sendo essa uma das justificativas para a valorização da ação. Já os bancos que apresentaram desvalorização significativa apresentam lucro por ação de: Banestes (-19%), Indusval (-141), Banco Pan (-232 %), Santander (-4%) e Amazônia (-40%). O Banco da Amazônia apresenta baixos valores de lucros por ação, fazendo com que qualquer variação tenha grande impacto. Os resultados dos bancos que apresentaram desvalorização em suas ações se reduziram no período observado. Supõe-se então que, devido a lucros decrescentes, o mercado vendeu os títulos das respectivas empresas, diminuindo o valor da cotação.

CONCLUSÃO

O Sistema Financeiro Nacional é essencial para organização das intermediações financeiras do país. O Sistema Financeiro Nacional é composto por diversos órgãos que possuem funções normativas de fiscalização, além dos agentes que executam as intermediações financeiras. O mercado de capitais possui como segmentação o mercado acionário, um dos mercados mais representativos na transferência de recursos às organizações, sendo esta uma como fonte de renda variável para os investidores.

A avaliação por múltiplos de mercado faz parte da análise fundamentalista. É um dos métodos mais utilizados para avaliação de investimentos, porque proporciona a análise de empresas com características semelhantes através da conversão de valores, tornando-os comparáveis. Os múltiplos P/L e P/VP são indicadores fáceis de serem calculados, e indicam se os títulos estão subavaliados ou sobreavaliados. Porém, é preciso cautela na interpretação dos resultados. Os múltiplos sofrem mudanças com o decorrer do tempo devido à volatilidade das ações e alterações econômicas das empresas. Além disso, um baixo P/L e P/VP não só pode indicar que uma empresa está subavaliada como também pode significar baixo crescimento esperado da organização.

Foram observadas no setor bancário, neste período de cinco anos, algumas ações com baixos múltiplos P/L e P/VP, mas que apresentaram desvalorização, e algumas ações cotadas com múltiplos acima da mediana que apresentaram valorização. Também foi constatado que alguns papéis possuíam valor de P/L acima da mediana e P/VP abaixo da mediana, o que mostra que é preciso analisar qual critério será utilizado para a escolha das ações, que deve ser decorrente de outras análises e informações.

Observou-se que bancos podem apresentar baixos múltiplos decorrentes de baixos resultados, o que não é atrativo para o mercado. Neste caso não se representa necessariamente subavaliação. Da mesma forma, ações com múltiplos acima da mediana apresentaram valorização porque correspondiam a instituições de alto poder competitivo e que apresentam bons resultados. É muito provável que a valorização se deva ao fato de serem empresas bem gerenciadas e, conseqüentemente, vistas como boas opções de investimento.

A avaliação realizada no setor bancário através dos múltiplos P/L e P/VP, por si só, mostrou-se ineficaz. Segundo o que Materlanc (2005), Damodaran (2006) e outros autores citados neste trabalho afirmam, a análise por múltiplos de mercado serve como um auxílio para verificar se as ações estão precificadas acima ou abaixo do que realmente valem. Porém, podem ocorrer alguns fatores que farão com que os múltiplos fiquem subavaliados. Para verificar se baixos múltiplos estão realmente subavaliados, podem ser utilizados outros indicadores e metodologias da análise fundamentalista.

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, A. **Finanças corporativas e valor**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2009a.
- _____. **Mercado financeiro**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2009b.
- _____. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.
- CAVALCANTE, F. **Mercado de capitais: o que é, como funciona**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009.
- DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- _____. **Mitos de investimentos**. São Paulo: Financial Times, Prentice Hall, 2006.
- ELDER, A. **Aprenda a operar no mercado de ações: come into my trading room**. 15. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2006.
- GITMAN, L. J. **Princípios de administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.
- MATERLANC, R. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.
- PINHEIRO, J. L. **Mercado de capitais: fundamentos e técnicas**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- SANVICENTE, A. Z.; MELLAGI FILHO, A. **Mercado de capitais e estratégias de investimento**. São Paulo: Atlas, 2008.

