

Valor, Momento e Qualidade: Decifrando Retornos no Brasil

Uma síntese entre a filosofia de Warren Buffett, a Fórmula de Graham e as evidências empíricas da B3 (2008-2019).



O Paradoxo do Investidor Brasileiro: A Teoria vs. Os Dados

Os 'gurus' de investimento pregam o Value Investing clássico, mas os dados acadêmicos da B3 contam uma história diferente. O segredo da superperformance não é escolher um lado, mas sintetizar os três pilares.

Key Insights



A Filosofia: Princípios de Graham e Buffett garantem a segurança (Margem de Segurança e Moat).



A Realidade dos Dados: Na B3 (2008-2018), o fator **Momento** superou o Valor. Ações vencedoras tendem a continuar vencendo (Fonte: Chagas, 2019).



O Alpha: Combinar Momento com alta Qualidade Contábil (F-Score de Piotroski) cria a carteira ideal.



Aplicação Real: Estudo de caso do setor siderúrgico — Por que a Ferbasa (FESA4) é a "escolha Buffett" em um setor difícil.

O Alicerce Teórico: A Matemática de Benjamin Graham

Preço é o que você paga. Valor é o que você leva.

O Conceito

- **Valor Intrínseco:** A estimativa do valor real de uma ação baseada em fundamentos, ignorando o ruído do mercado.
- **Margem de Segurança:** Comprar apenas quando o Preço de Mercado está significativamente abaixo do Valor Intrínseco (ex: 30% de desconto).

$$\text{Valor Intrínseco} = \sqrt{22.5 \times LPA \times VPA}$$

- LPA = Lucro por Ação | VPA = Valor Patrimonial por Ação
- **A Constante 22.5:** Derivada de um P/L máximo de 15 e P/VP máximo de 1.5.

“O mercado é um pêndulo que oscila entre otimismo insustentável e pessimismo injustificado.” – O Investidor Inteligente

A Mentalidade do Praticante: As Regras de Warren Buffett

Evoluindo de ‘pontas de charuto’ para ‘empresas maravilhosas’.

O Que Buscar (Qualidade)

- ✓ **ROE > 20%:** Retorno sobre o Patrimônio Líquido alto indica eficiência na gestão do capital.
- ✓ **Lucros Retidos:** A preferência por empresas que reinvestem lucros para gerar juros compostos (Lição de Rockefeller e Ford).
- ✓ **Gestão com “Skin in the Game”:** Diretores que são donos de ações, não apenas assalariados.

O Que Evitar (As Armadilhas)

- ✗ **A Ilusão do EBITDA:** Buffett e Munger chamam de 'bullshit earnings'. Ignore o EBITDA; foque no Lucro Líquido e Fluxo de Caixa Livre.
- ✗ **O Erro da Impaciência:** A lição da 'Cities Service' — Buffett vendeu cedo demais por um lucro pequeno e perdeu uma valorização massiva.

O Teste da Realidade Brasileira: Evidências (2008-2018)

Contexto: Estudo realizado pelo Instituto COPPEAD/UFRJ (Chagas, 2019) analisando todas as ações da B3 num período pós-crise financeira e recessão local.



Fator Tamanho (Size)

Inconclusivo/Negativo. Small Caps não apresentaram prêmio de risco consistente.



Fator Valor (Value)

Presente, mas fraco. Estratégias puras de P/VP tiveram performance oscilante.



Fator Momento (Momentum)

Positivo e Significativo. A única anomalia consistentemente lucrativa. Vencedores continuam vencendo.

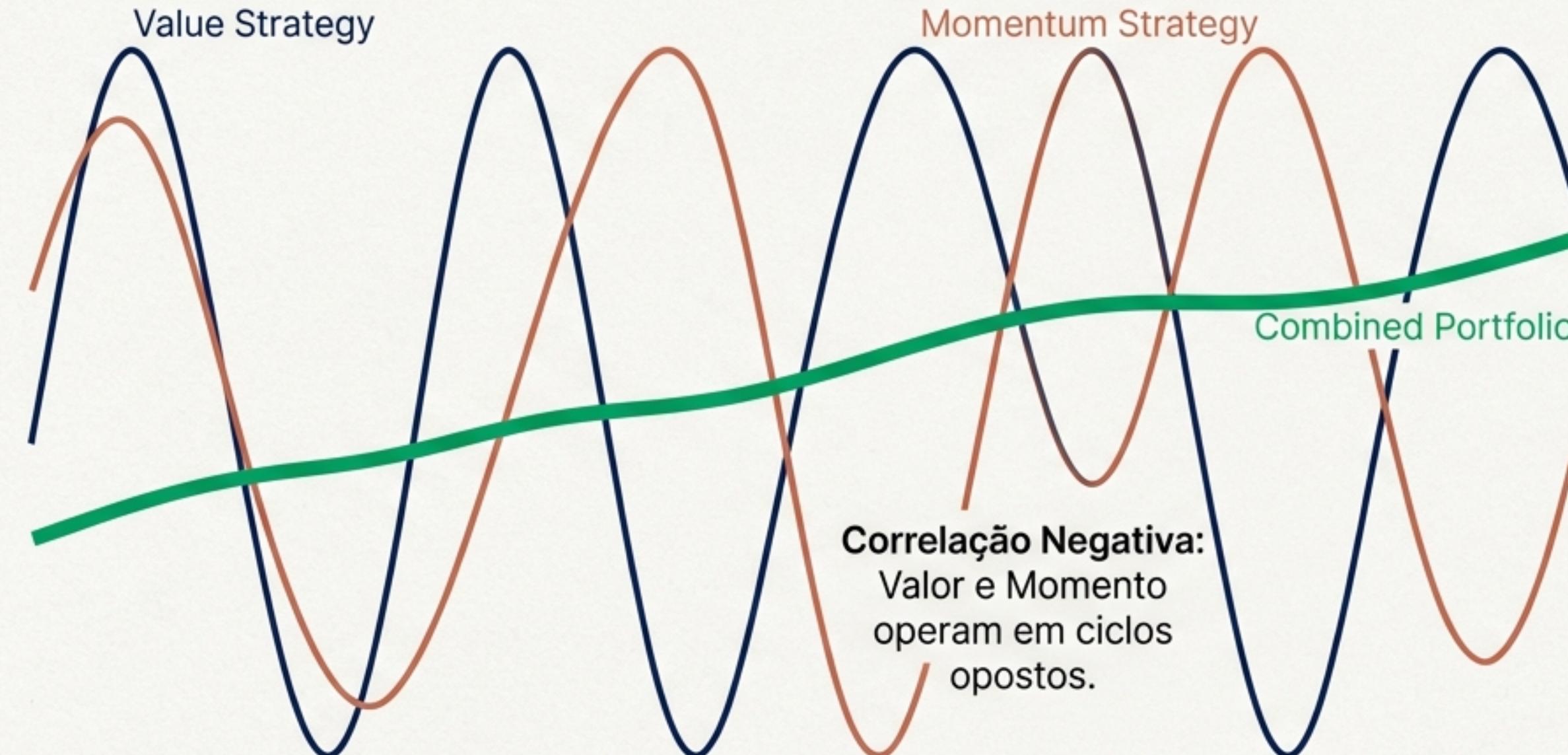
C433a

Chagas, Luís Eduardo Cordeiro Martins das Análisis Fundamentalista o de PyGaios de Tamanbo, Valor e Momento do Brasil / Luis Eduardo Cordeiro Martins das Chagas. -- Rio de Janeiro, 2019. 99 f.

Orientador: Ricardo Pereira Câmara Leal. Dissertação (mestrado) - Universidade Federal do Rio do Janeiro, Instituto COPPEAD de Administração, Programa de Pós-Graduação em Administração, 2019. 1. Análise Fundamentalista. 2. Tamanhp. 3. Valcr. 4. Momento. I. Leal, Ricardo Pereira Câmara, orient. II. Título.

Elaborado pelo Sistema de Geração Automática da UFRJ com os dados fornecidos pelo(a) autor(a), sob a responsabilidade de Miguel Romeu Amorim Neto - CR8-7/6283.

A Surpresa do ‘Momento’ e o Poder da Correlação



- Contrariando a intuição, ‘Momento’ foi dominante na B3.
- O Significado Prático: Quando estratégias de Valor sofrem, Momento tende a proteger a carteira.
- **Conclusão:** Combinar as duas estratégias aproxima o portfólio da Fronteira Eficiente, suavizando a curva de capital.

“Ao combinar valor com momento, a carteira do investidor fica mais próxima da fronteira eficiente do que cada estratégia individual.” — Chagas (2019)

Quantificando a Qualidade: O F-Score de Piotroski

Uma métrica simples (0 a 9) para separar empresas sólidas de 'armadilhas'.



**Alpha de
0,68% ao mês**

O spread de retorno entre carteiras de Alto e Baixo F-Score na B3, não explicado por modelos de risco.

O ‘Santo Graal’ do Mercado Brasileiro

A Estratégia Sintetizada



Por que funciona?

Fundamentos protegem contra o risco de falência e a má qualidade dos lucros (evita o ‘EBITDA trap’).

O Resultado

Alinha o investidor com o fluxo de capital e evita a ‘value trap’ (esperar anos pelo reconhecimento do valor).

Estudo de Caso: Aplicando Buffett ao Aço Brasileiro

Contexto: O setor siderúrgico é cíclico, intensivo em capital e difícil. É o teste de fogo para a filosofia de 'Moat' (Vantagem Competitiva).



Os Competidores

1. Ferbasa (FESA4)

2. Gerdau (GGBR4)

3. CSN (CSNA3)

4. Usiminas (USIM5)

5. Gerdau Met (GOAU4)

Metodologia: Pontuação de 0 a 10 baseada nos critérios de Buffett (Margem Bruta, Capex, ROE, Dívida). **Fonte:** Silva et al. (2019).

O Placar da Competitividade (2010-2018)

Rank	Empresa	Pontuação	
1.	Ferbasá	5.10	A Vencedora
2.	CSN	3.92	
3.	Gerdau	3.04	
4.	Usiminas	2.70	
5.	Gerdau Met	2.19	

O Destaque: Ferbasá foi a única a superar a média (5 pontos), mantendo consistência em margens e margens e baixo endividamento.

A 'Falsa' Vice: CSN pontuou bem em margem bruta, mas foi penalizada severamente por dívidas e despesas financeiras.

Por Dentro da Vencedora: Por que a Ferbasa?

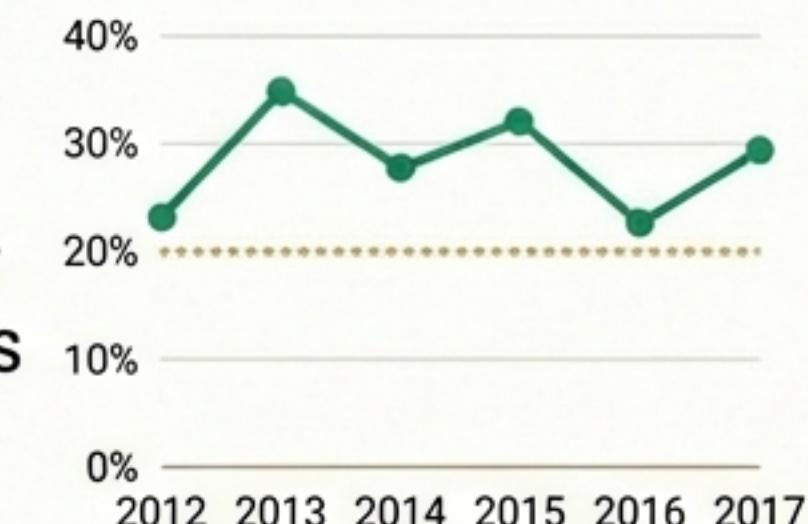
Dívida Controlada

Despesas financeiras consistentemente abaixo da média do setor.



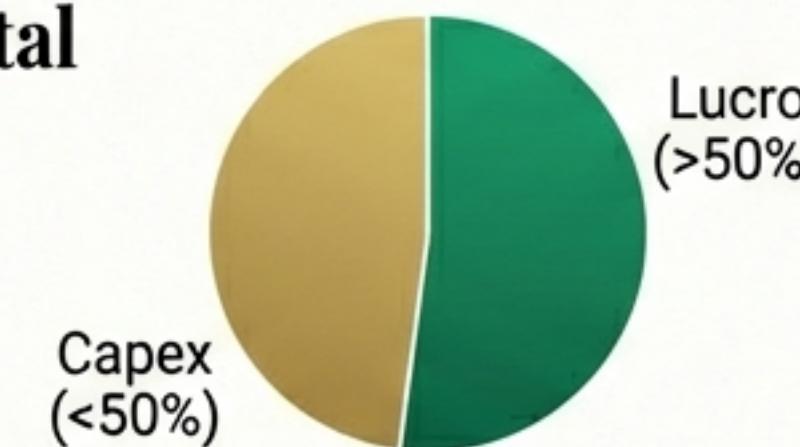
ROE Superior

Retorno sobre o PL acima da média por 6 anos consecutivos (2012-2017).



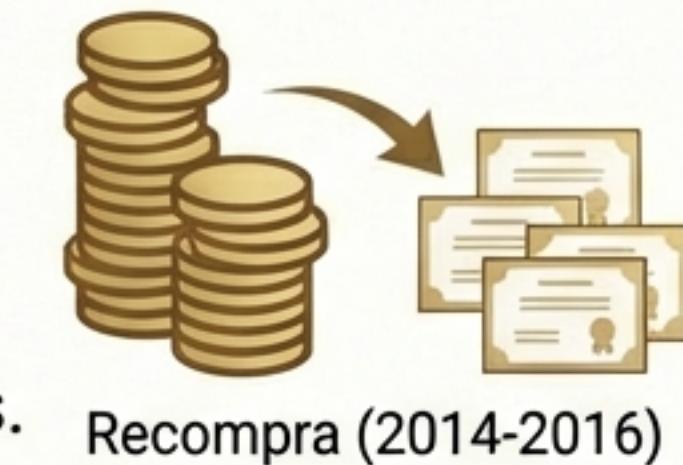
Disciplina de Capital

Capex controlado (<50% do lucro) mesmo em setor pesado.



Resgate de Ações

Histórico de recompra (2014-2016), aumentando a participação dos sócios.



Recompra (2014-2016)

O Fator Humano: Gestão e Intangíveis

“Não se faz bons negócios com pessoas ruins.”



Skin in the Game

Diretores devem possuir ações. Não faz sentido administradores ganharem salários milionários sem ter uma única ação da companhia.



Alinhamento

Empresas com donos ou famílias fundadoras (estrutura similar à Berkshire) tendem a performar melhor no longo prazo.



A Analogia do Casamento

Fusões começam com êxtase e terminam em desilusão. Prefira o crescimento orgânico ou aquisições a preços justos.

O Checklist do Investidor Inteligente no Brasil

Filtro de Valor (Graham)

- O preço é justificado pelos ativos?
(Fórmula de Graham ou P/VP baixo).

Filtro de Qualidade (Piotroski/Buffett)

- F-Score > 7?
- Dívida líquida é baixa/controlada?
- ROE > 20% (ou consistentemente acima da média do setor)?
- A empresa retém lucros para crescer?

Filtro de Momento (Empírico)

- O retorno nos últimos 12 meses é positivo? (Não lute contra a tendência).

Filtro de Gestão

- A diretoria tem ações da empresa?

Riscos e Limitações da Estratégia

Atenção aos perigos sistêmicos e vieses inerentes a essa abordagem.



Macro Volatilidade

O Brasil é sensível a choques globais. Crises (2008, 2015) geram 'Risco de Mercado' sistêmico que afeta até empresas de qualidade.



Viés Setorial

As regras de Buffett punem indústrias de capital intensivo (Aço). A Ferbasa venceu com apenas 5.1/10. Setores Asset-Light pontuam mais alto.



Momentum Crash

Estratégias de Momento sofrem em reversões bruscas de mercado. Ocorre quando 'perdedores' sobem repentinamente em recuperações.

Conclusão: A Ineficiência é sua Aliada

O mercado brasileiro é ineficiente o suficiente para permitir que investidores fundamentalistas superem a média, desde que usem filtros rigorosos de Qualidade para navegar a volatilidade.

“O preço é o que você paga. Valor é o que você leva.” — Warren Buffett

Fontes: Dissertação de Mestrado COPPEAD/UFRJ (Chagas, 2019) ; Revista Conhecimento Contábil (Silva et al., 2019) ; Cartas Anuais da Berkshire Hathaway.