

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC**

**CURSO DE ADMINISTRAÇÃO DE EMPRESAS**

**DIOGO DOS SANTOS RÖSNER**

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE  
EDUCAÇÃO NA BM&FBOVESPA**

**CRICIÚMA**

**2017**

**DIOGO DOS SANTOS RÖSNER**

**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE  
EDUCAÇÃO NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado para obtenção do grau de Bacharel em Administração, no curso de Administração de Empresas da Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC.

Orientador(a): Prof. Esp. Jonas Rickrot Rösner

**CRICIÚMA**

**2017**

DIOGO DOS SANTOS RÖSNER

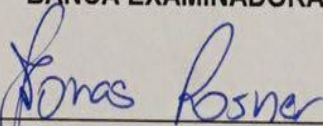
**ANÁLISE FUNDAMENTALISTA DAS EMPRESAS DO SEGMENTO DE  
EDUCAÇÃO NA BM&FBOVESPA**

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado para obtenção do grau de Bacharel em Administração, no curso de Administração de Empresas da Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC.

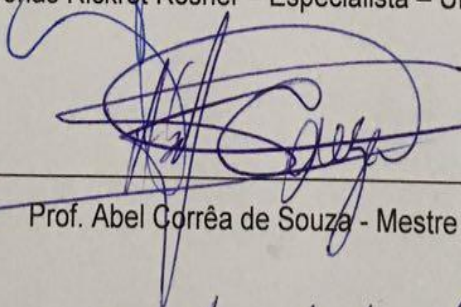
Orientador(a): Prof. Esp. Jonas Rickrot Rösner

Criciúma, 06 de julho de 2017.

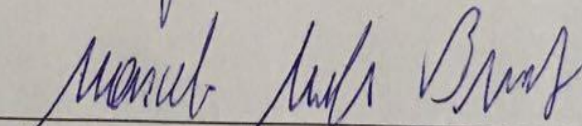
**BANCA EXAMINADORA**



Prof. Jonas Rickrot Rösner – Especialista – UNESC - Orientador



Prof. Abel Corrêa de Souza - Mestre - UNESC



Prof. Marcelo Milioli Bristot - Especialista - UNESC

CRICIÚMA

2017

## **DEDICATÓRIA**

A minha mãe e aos meus irmãos que mesmo distantes nunca deixaram de me apoiar nas decisões que tomei para chegar até aqui.

## **AGRADECIMENTOS**

Agradeço primeiramente três mulheres que sem elas eu não teria condições de estar estudando e ter chegado até aqui, são elas minha mãe Doris, minha vó Maria e minha madrinha Simone.

Agradeço aos meus irmãos Diego e Bruna que mesmo a distância são a minha válvula de escape sempre conversando sobre o dia a dia ou contando proezas dos meus sobrinhos Bruno, Luiza, Manoela e Helena.

Agradeço também aos meus colegas de curso, tanto aqueles que tomaram outros caminhos que o afastaram da academia e aqueles que estão nesta jornada desde a primeira fase e alguns que foram agregando ao longo da caminhada. Diego Panato, Fabiano Fernandes, Karolina Zomer e Carina Nunes foram os que marcaram desde o início desta jornada.

Gostaria de agradecer ao meu amigo e primo Rodrigo Rickrot Rösner por partilhar junto comigo todos os percalços desta jornada desde o primeiro momento quando decidimos morar juntos, e ao Rafael Lima que se juntou a nós durante a caminhada.

Quero agradecer ao meu amigo, primo, professor e por fim orientador Jonas Rickrot Rösner, que sempre se mostrou muito disposto a me apoiar em todos os momentos durante o desenvolvimento deste trabalho e também durante a vida.

## RESUMO

RÖSNER, Diogo dos S.. **Análise fundamentalista das empresas do segmento da educação na BM&FBovespa.** 2017. 59 páginas. Monografia do Curso de Administração, da Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC.

A administração financeira desempenha um papel muito importante para a realização de análise fundamentalista. Essa análise, denominada de fundamentalista, é uma ferramenta estratégica que auxilia na tomada de decisão do investidor de risco, quando este tem a intenção de negociar papéis no mercado de ações, ou selecionar empresas para formar uma carteira de investimento. No Brasil, as ações (menor parte acionária de uma empresa de capital aberto) são negociadas na bolsa de valores BM&FBovespa. A análise fundamentalista é baseada em indicadores, formulados com base nas demonstrações financeiras, publicadas trimestralmente pelas empresas cotadas na bolsa de valores. Com base nas empresas do ramo educacional que tem suas ações negociadas na BM&FBovespa (Kroton, Estácio, Anima e Ser Educacional) o objetivo desta pesquisa é apresentar a viabilidade do investimento neste setor, para tanto, o estudo da viabilidade de investimento na compra destas ações será realizado a partir dos indicadores de desempenho que compõem a análise fundamentalista. Metodologicamente, esta pesquisa terá abordagem qualitativa, caracterizando-se como exploratória e descritiva quanto aos fins e, bibliográfica e documental quanto aos meios. Trata-se também, de um estudo multicaso não probabilístico, fundamentado a partir de dados secundários coletados no *International Financial Reporting Standards – IFRS*, estes dados são disponibilizados pelas próprias empresas em seus *websites*. Os indicadores que foram utilizados para realização da análise foram os seguintes: a) valor patrimonial por ação; b) lucro por ação; c) *pay out*; e d) *yeld*. Assim, verificou-se a Ser Educacional como melhor investimento, seguido pela Kroton, Estácio e Anima.

**Palavras-chave:** Análise Fundamentalista; Indicadores; Administração Financeira; Investidor.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Balanço Patrimonial. ....	22
Quadro 2 – Demonstrativo de resultado do exercício. ....	25
Quadro 3– Demonstrativo do fluxo de caixa (método direto). ....	26
Quadro 4 – Indicadores da análise fundamentalista. ....	30
Quadro 5 – Síntese dos procedimentos metodológicos. ....	33
Quadro 6 – Patrimônio líquido em milhões de R\$. ....	40
Quadro 7 – Receita líquida em milhões de R\$. ....	42
Quadro 8 – Lucro líquido em milhões de R\$. ....	43
Quadro 9 – Lucro por ação (R\$).....	49
Quadro 10 – Dividendos distribuídos (R\$). ....	50
Quadro 11 – Pay out (%). ....	51
Quadro 12 – Yield (R\$). ....	51
Quadro 13 – Retorno sobre investimento simulado (R\$). ....	53
Quadro 14 – Número de ações. ....	53

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Patrimônio líquido em milhões de R\$. .....	40
Gráfico 2 – Receita líquida em milhões de R\$. .....	42
Gráfico 3 – Lucro líquido em milhões de R\$.....	44
Gráfico 4 – Valor patrimonial x cotação por ação – Kroton (R\$). .....	45
Gráfico 5 – Valor patrimonial x cotação por ação – Estácio (R\$). .....	46
Gráfico 6 – Valor patrimonial x valor da cotação – Anima (R\$).....	47
Gráfico 7 – Valor patrimonial x cotação por ação – Ser Educacional (R\$).....	48
Gráfico 8 – Lucro por ação (R\$). .....	49
Gráfico 9 – Yield (R\$).....	52



## SUMÁRIO

<b>LISTA DE QUADROS</b> .....	<b>6</b>
<b>LISTA DE GRÁFICOS</b> .....	<b>7</b>
<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>10</b>
1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA .....	11
1.2 OBJETIVOS .....	13
<b>1.2.1 Geral</b> .....	<b>13</b>
<b>1.2.2 Específicos</b> .....	<b>13</b>
1.3 JUSTIFICATIVA .....	14
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>15</b>
2.1 MERCADO DE CAPITAIS.....	15
<b>2.1.1 Lei das Sociedades por Ações</b> .....	<b>15</b>
<b>2.1.2 Bolsa de Valores</b> .....	<b>16</b>
2.2 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA.....	17
<b>2.2.1 Administrador financeiro</b> .....	<b>18</b>
2.3 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS .....	20
<b>2.3.1 Balanço Patrimonial</b> .....	<b>21</b>
2.3.1.1 Ativo .....	22
2.3.1.2 Passivo.....	23
2.3.1.3 Patrimônio Líquido.....	23
<b>2.3.2 Demonstração do Resultado do Exercício</b> .....	<b>24</b>
<b>2.3.3 Demonstração do Fluxo de Caixa</b> .....	<b>25</b>
2.4 ANÁLISE DE INVESTIMENTO .....	27
<b>2.4.1 Análise técnica</b> .....	<b>28</b>
<b>2.4.2 Análise fundamentalista</b> .....	<b>29</b>
<b>3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS</b> .....	<b>31</b>
3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA.....	31
3.2 DEFINIÇÃO DA ÁREA OU POPULAÇÃO-ALVO.....	32
3.3 PLANO DE COLETA DE DADOS .....	32
3.4 PLANO DE ANÁLISE DE DADOS .....	33
3.5 SÍNTESE DOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	33
<b>4. ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA</b> .....	<b>35</b>
4.1 APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS PESQUISADAS .....	35
<b>4.1.1 Kroton</b> .....	<b>35</b>

<b>4.1.2 Estácio.....</b>	<b>36</b>
<b>4.1.3 Anima .....</b>	<b>37</b>
<b>4.1.4 Ser Educacional .....</b>	<b>38</b>
<b>4.2 DADOS FINANCEIROS .....</b>	<b>39</b>
<b>4.2.1 Patrimônio Líquido.....</b>	<b>40</b>
<b>4.2.2 Receita Líquida.....</b>	<b>41</b>
<b>4.2.3 Lucro Líquido .....</b>	<b>43</b>
<b>4.3 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA .....</b>	<b>45</b>
<b>4.3.1 Valor patrimonial da ação.....</b>	<b>45</b>
<b>4.3.2 Lucro por ação .....</b>	<b>48</b>
<b>4.3.3 Distribuição de dividendo (pay out).....</b>	<b>50</b>
<b>4.3.4 Retorno de caixa (yeld).....</b>	<b>51</b>
<b>4.4 CONTRIBUIÇÕES FINAIS .....</b>	<b>52</b>
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>55</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>57</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Administração financeira é parte importante para qualquer organização que deseja ter sucesso, independente do segmento que atue. A partir de 1970 a administração financeira sofreu uma mudança no seu foco de atuação, a princípio se trabalhava na busca de novas formas de se ter uma eficácia maior na administração do capital de giro. Com o passar do tempo, o foco passa a ser a busca por novas alternativas de investimentos, buscando um balanceamento entre risco e retorno. Para auxiliar nas decisões atualmente os administradores financeiros tem a disposição ferramentas (GROPELLI, 2002).

Assim como as empresas buscam alternativas de investimento, as pessoas que querem diversificar suas fontes de renda também as buscam. Para isso cada vez mais estão se especializando em análises de investimento, tendo mais certeza de onde investir (CAVALCANTE, MISUMI e RUDGE, 2009).

Analisar o melhor investimento é o ideal para se obter um maior retorno, e para determinar as melhores opções os investidores tem que se ter ferramentas para uma melhor decisão (GROPELLI, 2002). De forma geral, a análise de investimento busca determinar para o investidor qual será sua melhor opção, levando em conta seu perfil, quantidade de capital para ser investido e principalmente a área em que ele deseja atuar.

Demonstração de resultado, balanço patrimonial e fluxo de caixa, são demonstrações financeiras que auxiliam na melhor decisão de investimento, assim como também auxiliam no acompanhamento. Como o trabalho tem como objetivo a análise de investimento em ações na bolsa de valores, as empresas que lá estão têm que apresentar aos acionistas essas demonstrações (GITMAN, 2010). Com base nestas informações, investidores interessados no mercado de ações podem estudá-las e tomar a melhor decisão.

Para ter uma compreensão melhor destas informações existem técnicas que auxiliam na tomada de decisão, que são análise horizontal e vertical das demonstrações, índices de liquidez, endividamento e rentabilidade, a análise de taxas de retorno sobre o investimento, entre outros (DAMODARAN, 2007). Essas técnicas podem ser usadas para comparar empresas e estimar a que irá dar um maior retorno.

O objetivo deste trabalho de conclusão de curso é apresentar por meio da análise fundamentalista a viabilidade de investimento no segmento educacional na bolsa de valores brasileira. Para tanto a fundamentação teórica será destinada a contextualização e compreensão dos temas voltados ao mercado de capitais, administração financeira, aos demonstrativos financeiros e pôr fim a análise de investimento.

Além desta introdução, na sessão 3 será abordado os procedimentos metodológicos, e na sessão 4 os resultados da pesquisa, neste ponto serão apresentadas as empresas do seguimento educacional listadas na BM&FBOVESPA, e para essas empresas serão aplicadas análises fundamentalistas nos demonstrativos dessas empresas e identificar se estas empresas são ou não um investimento atrativo. A quinta sessão destina-se as conclusões do trabalho.

## 1.1 SITUAÇÃO PROBLEMA

Diante do atual cenário econômico, ter uma fonte de renda diversificada é uma boa opção, sendo ela possível de se realizar no curto e no longo prazo, dependendo das disponibilidades e do perfil do investidor. Um bom investimento é o mercado de ações, que é onde as sociedades anônimas captam recursos comercializando participações no seu capital líquido (FORTUNA, 2014). Esta modalidade se torna interessante para quem procura novas formas de investimento, pois contempla todo tipo de investidor.

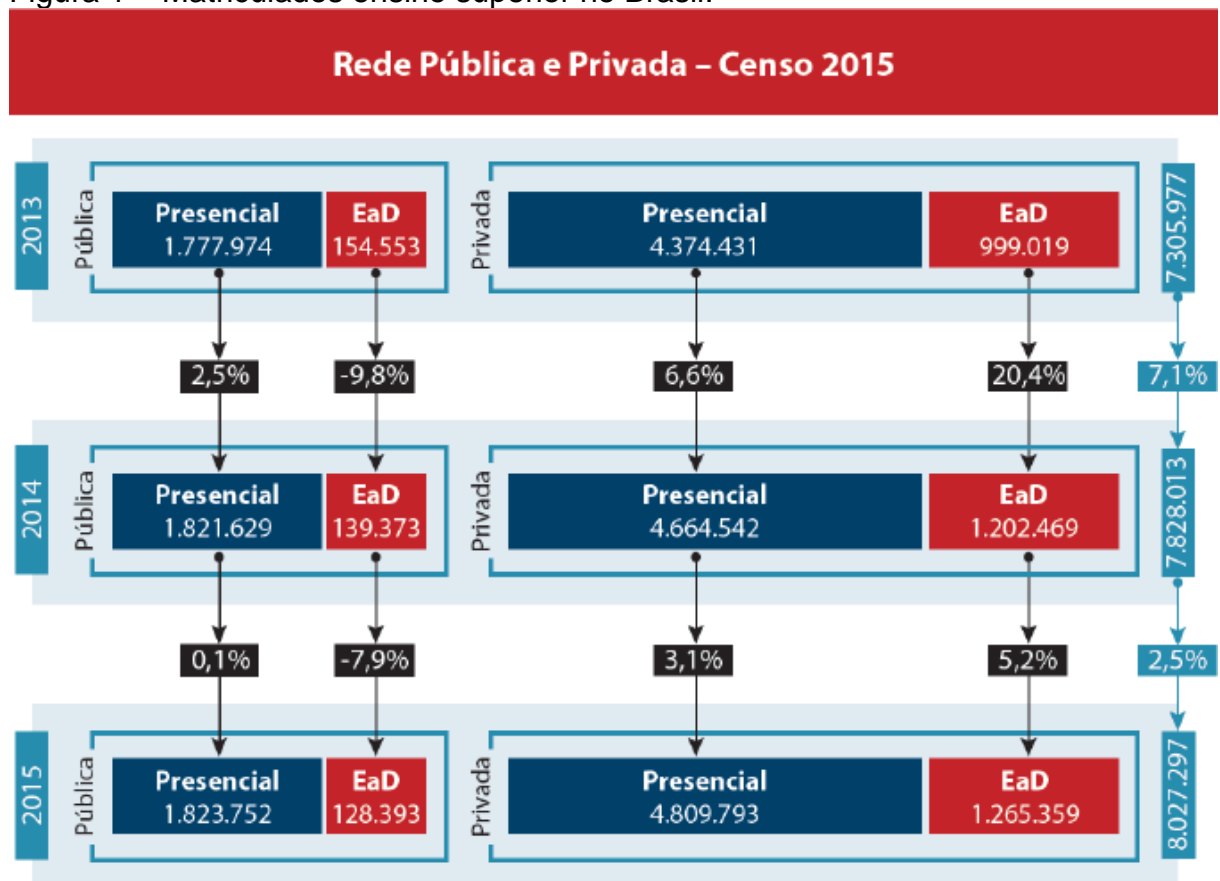
Todo investidor tem que levar em consideração o risco assumido para tal investimento, pois com ele estão envolvidas oportunidades e perdas. De acordo com Baraldi (2010) quando o risco é relacionado às finanças existe a relação com o retorno esperado, isto é, quanto maior o risco assumido maior é o retorno aguardado deste investimento.

Para auxiliar na tomada de decisão quanto ao investimento no mercado de ações existem dois tipos de análise que podem ser feitas, são elas à técnica e a fundamentalista. A análise técnica se baseia no histórico da variação dos valores das ações, com isso se gera gráficos onde são identificados certos padrões, assim podendo tomar a decisão de quando investir (LUND, SOUZA e CARVALHO, 2012). Já a análise fundamentalista busca com a avaliação das demonstrações financeiras e de informações operacionais de uma empresa, determinar o preço justo a ser pago

por ação, também se leva em conta informações do macro ambiente em que a empresa atua (CAVALCANTE; MISUMI; RUDGE, 2009).

De acordo com *website* da empresa Ser Educacional (2017) a educação no Brasil é o maior mercado da América Latina e pode ser segmentado por educação básica, técnica, superior e cursos preparatório. O ensino superior oferta cursos de graduação, pós-graduação e extensão. Já o ensino técnico tem como intuito preparar os alunos, que saem da educação básica, para o mercado de trabalho.

Figura 1 – Matriculados ensino superior no Brasil.



Fonte: Hoper ([2017], p. 7).

O número de alunos matriculados no ensino superior em todo Brasil evoluiu 2,5% de 2014 para 2015, sendo que na modalidade de ensino presencial a evolução foi de 3,1% no mesmo período. Porém a evolução entre o ano de 2013 para 2014 foi mais significativa, chegando a crescer 20,4% o número de matriculados no ensino a distância (HOPER EDUCAÇÃO, 2017).

A análise fundamentalista além de se basear nos resultados específicos de cada empresa e do setor onde atua, também estuda indicadores que auxiliam na decisão de qual ação se deve comprar ou vender (Fortuna, 2014).

Tendo os indicadores como parâmetros para a análise fundamentalista o investidor pode estudar diversas empresas e dentre essas definir aquela que mais se adequa ao seu perfil. O perfil pode ser definido em conservador, moderado ou arrojado, isto é definido conforme o risco que se está disposto a correr (LUND; SOUZA; CARVALHO, 2012). Além disso, tem as motivações que os levam a fazer investimentos entre eles pode-se citar: para se formar um patrimônio, para a moeda não desvalorizar, para se atingir objetivos, entre outros (CAVALCANTE, MISUMI e RUDGE, 2009).

Portanto, este trabalho vai responder a seguinte pergunta: A aplicação da análise fundamentalista nas empresas do segmento de educação na BM&FBOVESPA aponta para um bom investimento?

## 1.2 OBJETIVOS

### 1.2.1 Geral

Apresentar por meio da análise fundamentalista a viabilidade de investimento no segmento da educação na bolsa de valores.

### 1.2.2 Específicos

- Contextualizar o mercado de capitais, a análise fundamentalista e os temas afins;
- Apresentar as empresas do segmento de educação que estão registradas na BM&FBOVESPA;
- Aplicar os modelos sugeridos pela análise fundamentalista às empresas do segmento de educação da BM&FBOVESPA;
- Apontar, segundo a análise fundamentalista qual das empresas do segmento de educação é, hoje, o melhor investimento.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A escolha do tema deste trabalho se justifica por ser uma opção de investimento que está cada vez mais popular e de fácil acesso, o mercado de ações pode ser uma ótima alternativa de investimento tanto no curto quanto no longo prazo. O estudo terá como base empresas do segmento da educação que tem ações comercializadas no mercado de ações.

Além disso, o tema também tem a intenção de uma forma mais acessível trazer uma abordagem que pode ajudar na tomada de decisão, apresentando indicadores que podem ser facilmente produzidos e analisados, levando em conta as demonstrações financeiras disponibilizadas pelas empresas e o valor de suas ações na bolsa.

Por ser um tema pouco abordado nos trabalhos de conclusão de curso e as empresas que serão a base da análise serem pouco conhecidas, por isso surgiu o interesse e a partir disso incentivar a ter novas abordagens sobre o tema. Mesmo tendo por base empresas do segmento da educação o estudo poderá ser usado para analisar qualquer empresa que tenha suas ações comercializadas na bolsa de valores.

Pelo mercado de ações estar dentro da parte financeira e envolver os indicadores, que compõem a análise, que poderão ser construídos com base nas demonstrações financeiras, o estudo terá grande abrangência dentro dessa área o que trará bastante conhecimento para o pesquisador, e diversificará as áreas de estudo dentro da Universidade, mais precisamente dentro do curso de Administração.

O que torna o estudo com maior relevância, está no fato de demonstrar de forma simples como analisar o melhor investimento no mercado de ações, sendo ele de fácil acesso e aberto a qualquer tipo de pessoa com desejo de investir.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **2.1 MERCADO DE CAPITALIS**

O mercado de capitais tem como finalidade financiar as empresas, seja com investimentos em capital de giro ou em suas atividades produtivas, através da comercialização de ações, debêntures ou notas promissórias (HOJI, 2014).

A empresa que opera no mercado de capitais é considerada uma sociedade anônima, onde seu capital é dividido em ações, são fiscalizadas pela Comissão de Valores Mobiliários, e devem divulgar informações quanto ao seu desempenho e tem suas ações negociadas na bolsa de valores (LAGIOIA, 2011; CASAGRANDE NETO; SOUSA; ROSSI, 2000).

Todo o mercado de capitais faz parte do Sistema Financeiro Nacional, diante disso o Conselho Monetário Nacional é quem cria as políticas e diretrizes a serem seguidas, já a Comissão de Valores Mobiliários compete principalmente fiscalizar e regular o mercado de capitais. Os órgãos que são estão diretamente a eles são a bolsa de valores BM&FBovespa e as sociedades corretoras, que são responsáveis por fazer as operações na bolsa (LAGIOIA, 2011; CASAGRANDE NETO; SOUSA; ROSSI, 2000).

#### **2.1.1 Lei das Sociedades por Ações**

A lei nº 6.404 é a que regulamenta as empresas que são denominadas sociedade anônimas ou companhia. Essas empresas terão seu capital social dividido em ações, as atribuições dos acionistas estarão ligadas ao montante de ações que possuir (BRASIL, 1976).

As sociedades anônimas podem ser de capital aberto ou fechado. Capital aberto é a empresa regulamentada pela Comissão de Valores Mobiliários assim podendo ter suas ações comercializadas na BM&FBovespa. As empresas de capital fechado são empresas menores que não têm suas ações negociadas na bolsa e sim por negociações particulares (TOLEDO, 2015).

Ordinárias e preferenciais são os dois tipos de ações que podem ser negociadas na BM&FBovespa. O que as diferencia é que a ordinária dá o direito a



voto em determinadas reuniões de acionistas, já as preferenciais têm prioridade quando acontece a distribuição de dividendos (BRASIL, 1976).

### **2.1.2 Bolsa de Valores**

A primeira bolsa de valores no mundo foi implantada na França no ano de 1141, somente regulamentada em 1304. Já no Brasil foi no ano de 1890 em que se estabeleceu a primeira bolsa de valores, chamada de Bolsa Livre de Valores localizada em São Paulo (CASAGRANDE NETO; SOUSA; ROSSI, 2000).

No Brasil até o ano de 2008 existiam as bolsas de valores de São Paulo, do Rio de Janeiro, Minas – Espírito Santo – Brasília, do Paraná, Regional, Bahia – Sergipe – Alagoas e de Pernambuco e Paraíba, contudo ocorreu um movimento para unificar as atividades das demais bolsas em torno da bolsa de valores de São Paulo. Após a unificação com a Bolsa de Mercadorias e Futuros passou a se chamar, BM&FBovespa (LAGIOIA, 2011).

Os objetivos principais de uma bolsa de valores são: facilitar a troca valores entre empresas que necessitam de investimento e os investidores, proporcionar liquidez as ações quando o investidor quiser recuperar seu investimento, definição do preço da ação pela lei da oferta e procura, oferecer informação aos investidores referentes as empresas listadas, dar segurança aos investidores quanto a confiança das transações (PINHEIRO, 2012).

A BM&FBovespa calcula alguns índices que auxiliam no acompanhamento de suas operações, o mais antigo e importante é o índice Ibovespa que acompanha a evolução média das ações, desde 1968 (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

As ações comercializadas na bolsa de valores podem ser preferenciais ou ordinárias. Preferenciais não dão direito ao seu portador de votar em assembleias de acionistas, em contrapartida asseguram preferência quanto ao pagamento dos dividendos. Já os portadores de ações ordinárias podem ser mais atuantes, pois elas dão direito a voto nas assembleias (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010; ROSS et al., 2015).

### 2.1.2.1 Novo mercado

O novo mercado é um segmento dentro da BM&FBovespa<sup>1</sup> (2017) que estão listadas as empresas que tem um alto nível de governança corporativa. Seu lançamento aconteceu no ano de 2000, saindo a primeira listagem dois anos depois.

As empresas que integram o novo mercado têm como característica a adoção por de gestões que deem maiores direitos aos acionistas, isso fica evidente pois as empresas têm que ter seu capital exclusivamente composto por ações ordinárias que ao acionista direito a voto (BM&FBOVESPA, 2017).

Além do novo mercado a BM&FBovespa tem o Nível 1 e o Nível 2 que funciona da mesma forma, porém os requisitos para ser participantes são menores. Ainda existe a listagem Bovespa Mais e o Bovespa Mais Nível 2 que auxilia empresas a ingressas no mercado de ações de forma gradativa, assim estimulando o crescimento de pequenas e médias empresas por meio da comercialização de suas ações.

## 2.2 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

O objetivo principal de administração financeira é maximizar as riquezas dos proprietários, com isso impactando no valor de mercado da empresa. Além disso, está presente em todas as partes da empresa e podem ser trabalhadas nos mais variados tipos de organização. Pode-se ressaltar ainda que o principal objetivo da administração financeira é a maximização dos lucros, mas também apresenta outros possíveis objetivos, são eles: sobrevivência da empresa, evitar problemas financeiros e falência, superar a concorrência, maximizar as vendas ou a participação de mercado, minimizar os custos, maximizar os ganhos e manter o crescimento constante dos lucros. Independente do objetivo tem que se levar em conta se o resultado pretendido está no curto ou longo prazo (HOJI, 2014; JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010; ROSS et al, 2015).

As atividades da administração financeira podem ser divididas em três etapas, de acordo com a natureza delas, sendo elas de operações, de investimento e de financiamento. São elas:

---

<sup>1</sup> Fonte: [http://www.bmfbovespa.com.br/pt\\_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/](http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/listagem/acoes/segmentos-de-listagem/novo-mercado/)

- Atividades de operações são aquelas realizadas para o funcionamento da empresa, como exemplo a compra e venda de mercadorias, prestação de serviços e a compra de matérias-primas e sua transformação, até mesmo atividades que dão suporte ao negócio da empresa, como planejamento estratégico, serviços jurídicos e publicidade.
- Compra de maquinário e aplicações de curto e longo prazo são exemplos de atividades de investimento, essas atividades se definem dessa maneira, pois dão suporte as atividades operacionais.
- Já os efeitos das decisões que envolvem as formas de financiamento que serão utilizadas nas atividades de operações e de investimento, são chamados de atividade de financiamento (HOJI, 2014).

Já para Júnior, Rigo e Cherobim (2010) a administração financeira se divide em duas partes a gerência financeira e a controladoria. As atividades relacionadas com a gerência financeira são as operações que envolvem o fluxo de caixa como a administração de caixa, de crédito e cobrança, investimento, financiamento, entre outros. Operações que não envolvem o fluxo de caixa são ligadas a controladoria, como exemplo a administração de custos e preços, contabilidade, orçamento e planejamento tributário.

Dessa forma, a administração financeira é importante para o bom funcionamento de uma empresa, pois todos os setores dependem de recursos que são geridos pelo setor financeiro.

### **2.2.1 Administrador financeiro**

Brigham e Ehrhardt (2006) destacam que o administrador financeiro tem três grandes áreas onde poderá iniciar sua carreira, mercado de capital e instituições é a primeira destas áreas nela o administrador financeiro irá trabalhar em bancos, empresas de seguro, bancos de investimento e instituições financeiras no geral. Para trabalhar nesta área e se destacar, tem que se ter grande conhecimento dos princípios da administração de empresas, além do conhecimento específico em

técnicas de avaliação, fatores externos que influenciam na variação de taxas de juros e dos tipos de instrumentos financeiros.

A área de investimento é mais um segmento onde o administrador financeiro pode iniciar sua carreira, para isso tem que estudar e se especializar nesta área, assim podendo determinar o melhor para cada tipo de investidor. A outra área onde o administrador financeiro poderá iniciar sua carreira e encontrar o maior número de oportunidades, é na área da administração financeira, pois em todo o tipo de empresa o profissional de finanças tem muita importância, sendo na tomada de decisões em relação a expansão da empresa, ou sobre o tipo de financiamento a ser feito, ou a política do quanto vai ser investido em estoque (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

O administrador financeiro deve ter uma visão global da empresa, para que ele possa contribuir com os demais setores de uma forma que auxilie na obtenção de lucros, já que toda a parte depende de recursos para seu funcionamento. De acordo com o tamanho da empresa a função do administrador financeiro se torna mais complexa e com isso trazendo maiores responsabilidades (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010; HOJI, 2014).

Para Ross et al. (2015) além de buscar a maximização das riquezas dos acionistas o administrador financeiro tem de balancear junto a isso o próprio crescimento da instituição, o que pode não trazer retorno imediato. Os interesses dos acionistas buscam sempre o maior retorno sobre seus investimentos, mas cabe ao administrador avaliar o que é o melhor para a empresa no momento.

As funções do administrador financeiro estão sempre voltadas para a maximização dos lucros, para isso ele deve através dos resultados apresentados em relatórios financeiros ver as ações que estão dando certo, onde ele deve agir para corrigir e planejar aquilo que será feito (HOJI, 2014). Com os resultados apresentados nas demonstrações financeiras o administrador consegue ter um controle sobre o capital de giro (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

Segundo Hoji (2014) as decisões envolvendo investimento e financiamento também fazem parte das funções do administrador financeiro, já que elas impactam diretamente nos resultados da empresa tanto no curto quanto no longo prazo.

Júnior, Rigo e Cherobim (2010) dizem que investimento é alocar os recursos na compra de um ativo para a empresa, sendo ele tangível ou intangível.

Para se chegar ao investimento ideal o administrador financeiro deve realizar o orçamento de capital, ele se constitui das seguintes etapas: geração de propostas, determinação das alternativas viáveis, tomada de decisão, implantação e avaliação de desempenho.

Ainda sobre o papel do administrador financeiro nas decisões de investimento ele deve se questionar com base no ativo da empresa, sobre onde está aplicado os recursos que serão utilizados, qual o risco a empresa irá correr, que retorno esperar, avaliar os possíveis novos investimentos, como maximizar investimentos já existentes e avaliar quais investimentos pode ser desfeito por não estar trazendo retorno (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

No que diz respeito a função do administrador financeiro nas decisões de financiamento, Júnior, Rigo e Cherobim (2010) falam que se deve ter uma atenção quanto a quantidade de capital de terceiros em relação ao capital próprio. No entanto quando se tem opções de financiamento com taxas e formas de pagamentos que condizem com o porte da empresa, se torna bom pois poderá viabilizar novas fontes de riqueza aos acionistas (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

Assim como nas decisões de investimento o administrador financeiro também se deve fazer certos questionamentos quanto ao financiamento. Perguntas essas que tem de ser feitas com base no passivo da empresa e não no ativo e também devem levar em consideração o momento econômico do país, o ramo de atuação da empresa e o seu tamanho, elas devem responder de onde se tiveram origem os recursos, o perfil do endividamento, o risco, o custo, entre outras (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

As competências do administrador financeiro são significativas para seu desempenho na realização das atribuições pertinentes ao seu cargo, uma vez que terá que saber interpretar e administrar situações que podem impactar diretamente no resultado da empresa (HOJI, 2014).

### 2.3 DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

Conforme Hoji (2014) o administrador financeiro se utiliza de relatórios financeiros para auxiliar nas tomadas de decisão. Os principais relatórios são o balanço patrimonial, demonstração do resultado do exercício e demonstração do

fluxo de caixa. Silva, Couto e Cardoso (2016) destacam a importância desses demonstrativos para antes de tomar a decisão analisar a situação da empresa.

Esses relatórios são denominados demonstrativos financeiros, que de acordo Júnior, Rigo e Cherobim (2010) trazem informações do ambiente interno da empresa, além disso, o administrador financeiro deve estar atento ao ambiente externo.

A finalidade destes demonstrativos é apresentar ao administrador financeiro as seguintes informações sobre os ativos, passivos, patrimônio líquido, receitas, despesas, ganhos e perdas e fluxo financeiro, e com isso em mãos poder analisar e tomar a melhor decisão para a empresa (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010). Os principais demonstrativos financeiros utilizados pelo administrador financeiro são o balanço patrimonial, demonstrativo de resultado do exercício e o demonstrativo do fluxo de caixa.

### **2.3.1 Balanço Patrimonial**

Para se ter a visão de como a situação financeira da empresa é utilizado o balanço patrimonial (HOJI). Júnior, Rigo e Cherobim (2010) acrescentam que é uma demonstração estática e sintética dos bens, direitos, obrigações e o capital do acionista. No balanço patrimonial apresenta como a empresa financia suas atividades (ROSS et al., 2015).

As contas apresentadas neste demonstrativo são separadas em ativo, passivo e patrimônio líquido, as empresas estipulam um período para fazer essa medição, muitas delas encerram no dia 31 de dezembro as atividades para contar no balanço (HOJI, 2014).

O administrador financeiro ao analisar o balanço patrimonial deve se preocupar com seguintes aspectos: liquidez, dívida versus capital próprio e valor versus custo. A liquidez deve ser observada porque quanto maior ela for em relação aos ativos, menores são as chances de a empresa não cumprir suas obrigações no curto prazo, mas tem de ser observado a rentabilidade dos ativos (ROSS et al, 2015). Abaixo ilustra-se o balanço citado:

Quadro 1 - Balanço Patrimonial.

ATIVO	Saldos	PASSIVO E PATRIMÔNIO LÍQUIDO	Saldos
ATIVO CIRCULANTE	1.426.826	PASSIVO CIRCULANTE	888.818
-Caixa e Bancos	45.685	-Salários e encargos sociais	119.524
-Aplicações de liquidez imediata	128.942	-Fornecedores	232.338
-Títulos e valores mobiliários	144.190	-Obrigações fiscais	151.535
-Duplicatas a receber	419.128	-Empréstimos e financiamentos	198.948
-Saques de exportação	30.000	-Duplicatas descontadas	115.751
-(-) Créditos de liquidação duvidosa	(9.201)	-Saques descontados	10.000
-Impostos a recuperar	0	-Adiantamentos de clientes	10.684
-Estoques	620.412	-Dividendos a pagar	25.454
-Outras contas a receber	40.774	-Outras contas a pagar	18.658
-Prêmios de seguros a apropriar	6.932	-Provisão para garantias	5.926
ATIVO NÃO CIRCULANTE	1.232.033	PASSIVO NÃO CIRCULANTE	416.135
ATIVO LONGO PRAZO	289.128	-Financiamentos bancários	416.135
-Depósitos judiciais	254.294	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	1.353.942
-Empresas coligadas e controladas	34.834	-Capital social	1.057.353
INVESTIMENTOS	157.852	-Reservas de capital	70.196
IMOBILIZADO	736.818	-Ajustes de avaliação patrimonial	28.490
INTANGÍVEL	48.235	-Reservas de lucros	197.903
TOTAL DO ATIVO	2.658.895	TOTAL DO PASSIVO E PL	2.658.895

Fonte: Hoji (2014).

Neste modelo Hoji (2014) exemplifica de que forma está apresentado o balanço patrimonial, deixando evidente a classificação do ativo e passivo, sendo circulante ou não circulante, e o patrimônio líquido.

### 2.3.1.1 Ativo

O ativo do balanço patrimonial apresenta o caixa e as fontes de recebíveis, ele é classificado pela facilidade de liquidez. As contas que têm uma liquidez maior se enquadram no ativo circulante, já as contas com a previsão de se transformar em dinheiro no longo prazo se denomina ativo não circulante.

Normalmente quanto maior a liquidez o retorno será menor (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010; HOJI, 2014).

Fazem parte do ativo circulante caixa e recursos que podem ser utilizados imediatamente, duplicatas que podem ser descontadas dentro do período de medição, aplicações financeiras que podem ser recuperadas dentro do período de medição assim como as duplicatas, estoques seja ele de matéria prima, produto para comercializar ou material de consumo (HOJI, 2014).

As contas realizáveis em longo prazo fazem parte do ativo não circulante, que segundo Hoji (2014) são as contas que só terão retorno após o período de medição, investimentos que no balanço se caracterizam por contas que não são a atividade fim da empresa, imobilizado que são terrenos, construções e ferramentas, e intangível que são as contas de marcas, software e patentes.

Júnior, Rigo e Cherobim (2010) ressaltam que o ativo não circulante se caracteriza pela aplicação do recurso em bens que não serão destinados para à venda.

#### 2.3.1.2 Passivo

No passivo, assim como no ativo, existe a divisão entre circulante e não circulante, o que as diferenciam é o grau de exigibilidade da conta. As contas que vencem até o final da medição entram no passivo circulante, as que passam do prazo de medição se enquadram no passivo não circulante (HOJI, 2014; JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

Hoji (2014) classifica como passivo circulante empréstimos e financiamentos de curto prazo, fornecedores, custos fixos, impostos e provisões que não se tem o valor conhecido com exatidão, mas são calculados por estimativa. No passivo não circulante entram os empréstimos e financiamentos de longo prazo, debêntures a pagar, entre outras.

#### 2.3.1.3 Patrimônio Líquido

De acordo com Ross et al. (2015) o patrimônio líquido é definido pela diferença entre ativo e passivo. No patrimônio líquido estão os recursos remetentes aos sócios ou acionistas da empresa. O mesmo é subdividido em grupos, mas o de



maior importância é o capital social, que é a conta onde está o valor integralizado pelos acionistas da empresa, os demais grupos são reservas de capital, ajuste de avaliação patrimonial reserva de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados (HOJI, 2014).

Com o decorrer do tempo o capital social pode sofrer acréscimos, através da incorporação de reservas ou dos lucros acumulados (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

### **2.3.2 Demonstração do Resultado do Exercício**

O demonstrativo de resultados do exercício retrata as operações realizadas pela empresa ao longo de um determinado tempo, e é preparado de acordo com a periodicidade estipulado pela empresa. Neste demonstrativo irá ser discriminado o lucro do período, pois ele apresenta as receitas que serão deduzidas das despesas (ROSS et al., 2015; BRIGHAM; EHRHARDT, 2006).

Para se montar o demonstrativo de resultado do exercício é utilizado o regime de competência, isto significa que as receitas, custos e despesas da empresa são contabilizados no momento de sua ocorrência, não levando em consideração o prazo de pagamento ou recebimento de uma conta (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

O demonstrativo de resultado apresenta diversas seções que mostram a origem das receitas e despesas. Dentre elas podem-se destacar as despesas operacionais, lucro ou prejuízo operacional, receitas financeiras, despesas financeiras, lucro líquido antes do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro, lucro líquido após do imposto de renda e contribuição social sobre o lucro, dividendos às ações preferenciais, lucro líquido disponível aos acionistas e lucro por ação ordinária (ROSS et al., 2015; JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

De acordo com os resultados apresentados no demonstrativo de resultado do exercício o administrador financeiro pode tanto fazer o planejamento financeiro ou o utilizar para fazer o controle das ações já realizadas (BRIGHAM; EHRHARDT, 2006). Abaixo ilustra-se o demonstrativo citado:

## Quadro 2 – Demonstrativo de resultado do exercício.

	Resultado do
RECEITA BRUTA DE VENDAS E SERVIÇOS	exercício
Vendas de produtos	2.116.938
Prestação de serviços	112.088
SOMA	2.229.026
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA	
Devoluções e abatimentos	(42.339)
Impostos incidentes sobre vendas	(469.113)
Impostos incidentes sobre serviços	(5.604)
(=) RECEITA LÍQUIDA	1.711.970
(-) CUSTO DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	
Custo dos produtos vendidos	(815.868)
Custo dos serviços prestados	(39.926)
(=) LUCRO BRUTO	856.176
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	
Despesas de vendas	(430.259)
Despesas gerais e administrativas	(124.980)
Despesas financeiras líquidas	(148.648)
Outras receitas e despesas operacionais	27.918
(=) LUCRO ANTES DO IR E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	180.207
(-) PROVISÃO PARA IR E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(59.468)
(=) LUCRO APÓS IR E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	120.739
(-) PARTICIPAÇÕES E CONTRIBUIÇÕES	
Empregados	(4.856)
Administradores	(10.867)
(=) LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	105.016

Fonte: Hoji (2014).

Com esse exemplo do demonstrativo de resultado do exercício fica claro como funcionam os cálculos até se chegar ao valor final (HOJI, 2014).

### 2.3.3 Demonstração do Fluxo de Caixa

O demonstrativo do fluxo de caixa apresenta as variações no caixa contábil da empresa. Ao contrário do demonstrativo de resultado do exercício, que leva em conta o regime de competência, no fluxo de caixa são levadas em

consideração as operações de entrada e saída de recurso da empresa demonstrando realmente o que tem em caixa na empresa, assim levando o nome de regime de caixa (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010; ROSS et al., 2015).

De acordo com Ross et al. (2015) o fluxo de caixa é composto pela soma de três partes, são elas o fluxo de caixa de atividades operacionais, o fluxo de caixa de atividades de investimento e o fluxo de caixa das atividades de financiamento. O fluxo de caixa de atividades operacionais retrata as atividades fins da empresa, isto é, produção e venda de produto acabado. Já o fluxo de investimento retrata as alterações no imobilizado e o de financiamento mostra as variações no capital próprio e na dívida.

Júnior, Rigo e Cherobim (2010) acrescentam mais uma parte que faz parte do demonstrativo de fluxo de caixa que é as disponibilidades, nesta estará representado os recursos de alta liquidez da empresa.

Existem dois métodos de elaborar o demonstrativo de fluxo de caixa o direto e o indireto. No método direto fica deixado evidente os valores de recebimento e pagamento e os itens referentes a isso, o que torna mais fácil a compreensão do demonstrativo. Já o método indireto traz de forma genérica as informações sobre pagamento e recebimento, assim tornando as informações inferiores as apresentadas pelo método direto. As informações obtidas por meio do demonstrativo de fluxo de caixa em conjunto com o balanço patrimonial e demonstrativo de resultado do exercício, devem ser suficientes para o administrador financeiro analisar e através disso conhecer a capacidade da empresa em gerar caixa (HOJI, 2014). Abaixo ilustra-se o fluxo citado:

Quadro 3– Demonstrativo do fluxo de caixa (método direto).

EXERCÍCIO ENCERRADO EM	31-12-X8
ATIVIDADES OPERACIONAIS	
Recebimentos	
-Vendas e serviços prestados	2.117.711
-Rendimentos financeiros	25.276
Total	2.142.987
Pagamentos	
-Fornecedores	637.288
-Custos indiretos e Despesas gerais	759.347
-Impostos	421.699

-Encargos financeiros	90.011
-Outros pagamentos	22.738
Total	1.931.083
Caixa líquido gerado pelas operações	211.904
<b>ATIVIDADES DE INVESTIMENTO</b>	
Venda de Imobilizado	15.678
(+) Venda de Investimentos permanentes	50.851
(-) Aquisições de Imobilizado	(222.482)
(-) Aplicações em Investimentos permanentes	0
(-) Adições ao custo do Intangível	(46.964)
(-) Aplicações em Ativo Realizável a Longo Prazo	(35.106)
(=) Caixa líquido utilizado nas atividades de investimento	(238.023)
<b>ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO</b>	
Resgate (aplicações) de Títulos e valores mobiliários	(28.961)
(+) Integralização de Capital	42.087
(+) Novos empréstimos e financiamentos	124.006
(-) Amortização de empréstimos e financiamentos	(163.194)
(-) Pagamento de dividendos	0
(=) Caixa gerado pelas (utilizados nas) atividades de financiamento	(26.062)
<b>REDUÇÃO NO CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA</b>	<b>(56.181)</b>
<b>CAIXA E EQUIVALENTES DE CAIXA</b>	
Saldo no início do exercício	226.808
Saldo no final do exercício	174.627
Redução no Caixa e Equivalentes de caixa	(52.181)

Fonte: Hoji (2014).

Nessa representação do demonstrativo do fluxo de caixa está disposto de que forma ele compõe, especificando as entradas e as saídas (HOJI, 2014).

## 2.4 ANÁLISE DE INVESTIMENTO

Em virtude da diversidade de ofertas de investimento têm disposição o administrador financeiro tem que conhecer ferramentas que irão lhe auxiliar avaliar as melhores condições no momento do pagamento e o retorno que é esperado. O retorno esperado por um investimento está diretamente ligado ao risco assumido.

Ainda se destaca que a mesma quantia recebida hoje é maior do que a mesma quantia recebida amanhã, isto se chama Teoria da Preferência pela Liquidez (HOJI, 2014; JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

Com a facilidade do acesso à informação nos dias de hoje, Lagioia (2011) diz que a partir disso se acabou o investidor intuitivo. Ainda destaca que os investidores atualmente tendem a operar de forma mais prudente, visando a preservação do capital investido.

Existem três perfis de investidor o conservador, o moderado e o agressivo. O conservador busca sempre preservação de seu capital, investindo no que é seguro, mas em contrapartida trará um retorno menor. O investidor que mescla investimentos de alto e baixo risco se encaixa no perfil de moderado, ele faz isso, pois busca um bom rendimento, mas também busca segurança. Já o investidor agressivo busca investimentos de alto risco que lhe trarão grande retorno (LAGIOIA, 2011).

Para auxiliar os administradores financeiros na análise e na tomada de decisão sobre o melhor investimento a ser feito, existem ferramentas que dão informações para isso. Tais ferramentas são o valor presente líquido, taxa interna de retorno, *payback* e *payback* descontado (ROSS et al., 2015). Ainda tem as que são específicas para o mercado financeiro chamadas de análise técnica e fundamentalista (FORTUNA, 2014).

#### **2.4.1 Análise técnica**

Segundo Pinheiro (2012) a análise técnica tem origem por volta dos anos de 1700, quando famílias japonesas iniciaram a formulação de preço do arroz. Através disso, essas famílias iniciaram a observar a variação do valor e com isso identificando a tendência.

Nesta modalidade de análise é mais utilizada no mercado de capitais, pode ser chamada de técnica ou gráfica. Com base em informações passadas dos volumes e valores pagos por ação, é elaborado um gráfico para auxiliar na decisão do investimento. O investidor através dos gráficos consegue identificar padrões, e com isso saber como os valores irão se movimentar para assim entender o momento certo de entrar ou sair do mercado. A análise técnica tem um melhor aproveitamento no curto prazo (LAGIOIA, 2011; FORTUNA, 2014).

A análise técnica segue três princípios básicos, um deles se refere ao movimento dos preços formarem uma tendência, outro que diz que essas tendências ser repetitivas assim podendo prever prováveis movimentos futuros, e por último o princípio onde fala que fatos econômicos, políticos e psicológicos influenciam no valor da ação (LAGIOIA, 2011).

Diferente da análise fundamentalista neste modelo não são significativas as informações referentes à empresa sobre lucros, dividendos, participação de mercado, grau de endividamento ou liquidez. Desta forma a análise técnica estuda como os preços de movimentam, não levando em consideração o porquê de eles se alterarem (PINHEIRO, 2012).

#### **2.4.2 Análise fundamentalista**

A análise fundamentalista surgiu entre o final do século XIX e início do século XX, quando as corretoras já tinham setores especializados em fazer essa análise. Mas o nome como é conhecido hoje foi definido após a palestra sobre o assunto ministrada do Benjamin Graham no ano de 1929 (PINHEIRO, 2012).

Fatores econômicos e financeiros são elementos fundamentais para se determinar o valor da empresa. A análise fundamentalista é o estudo de todas as informações econômicas e financeiras possíveis sobre a empresa no mercado, com o intuito de se chegar ao seu real valor de mercado, assim determinando o melhor momento para compra ou venda de uma ação (PINHEIRO, 2012; LAGIOIA, 2011).

Diante disso Souza Junior, Viana e Terra (2015) complementam que a análise fundamentalista é uma grande ferramenta para o investidor que espera obter retornos satisfatórios, isto porque ela é eficiente em determinar o valor justo a se pagar por uma ação.

Uma das justificativas para se utilizar desta análise se dá por ela permite se antecipar ao mercado, determinando o futuro de uma empresa no mercado. O mercado de capitais se torna mais eficiente no longo prazo, isto porque podem ocorrer ineficiências na valorização no curto prazo, que tendem a ser corrigidas em um período de tempo maior (PINHEIRO, 2012).

O histórico das demonstrações financeiras é utilizado para auxiliar nos cálculos dos indicadores que serão analisados pelo investidor. A situação da economia e da política atuais influenciam no valor corrente da ação. Assim o

investidor tem que estudar a empresa que deseja investir e o macro ambiente que a cerca (PINHEIRO, 2012; FORTUNA. 2014).

Segundo Lagioia (2011) os indicadores construídos com base nos demonstrativos financeiros são de grande importância, pois dão solidez na decisão do investidor. Podem ser divididos em quatro grandes grupos: indicadores de mercado, indicadores de liquidez, indicadores de endividamento e indicadores de rentabilidade. Destaca que todo indicador é importante estudar sua série histórica para saber suas mutações ao longo do tempo.

Quadro 4 – Indicadores da análise fundamentalista.

Indicador	Fórmula
Valor Patrimonial da Ação	= $\frac{\text{Patrimônio líquido}}{\text{Número de ações}}$
Lucro por ação	= $\frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Número de ações}}$
Preço lucro (P/L)	= $\frac{\text{Valor da cotação da ação}}{\text{Lucro da ação}}$
Preço Valor Patrimonial	= $\frac{\text{Valor da cotação da ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$
Distribuição de dividendo ( <i>pay out</i> )	= $\frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Lucro líquido}}$
Dividendo por ação	= $\frac{\text{Dividendos pagos}}{\text{Número de ações}}$
Retorno de caixa ( <i>yeld</i> )	= $\frac{\text{Dividendos distribuídos}}{\text{Cotação da ação}}$

Fonte: Elaborado com base em Lagioia (2011) e Fortuna (2014).

### 3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os procedimentos metodológicos se baseiam em como o pesquisador definiu os métodos e técnicas para realizar a pesquisa, esse caminho deve ser marcado por etapas que direcionaram o estudo, adaptando os instrumentos científicos de acordo com os objetivos do trabalho (ANDRADE, 2007).

#### 3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Para Kauark (2010) a abordagem qualitativa tem o pesquisador como instrumento chave, pois ele que será responsável pela interpretação dos dados levantados, assim como descrever os resultados que foram encontrados. Os principais objetivos dessa abordagem são o processo para se chegar aos dados e os seus significados.

Este trabalho se classificou como qualitativo, uma vez que a análise foi feita com base em indicadores calculados levando em conta os resultados obtidos nos demonstrativos de resultado e nos valores que as ações estavam sendo comercializadas na BM&FBovespa.

A pesquisa descritiva se caracteriza por descrever as características de um fenômeno ou população, para alcançar isso se utiliza de técnicas normatizadas na coleta de dados (PRODANOV; FREITAS, 2013).

Além disso, não tem a comprometimento em esclarecer os acontecimentos que serão apresentados, apenas serve como base para a pesquisa. Ainda pode-se acrescentar que a pesquisa descritiva é um relato em relação as características já acontecem no processo (SANTOS, 2004).

Este trabalho apresenta uma pesquisa descritiva quanto aos fins pois descreveu a variação dos valores pagos por ações no mercado de capitais, para realizar este levantamento serão utilizados formulas para auxiliam nessa padronização dos resultados.

Como este trabalho tem como objetivo a análise da viabilidade de investimentos no mercado de ações, a pesquisa se classifica quanto aos meios como documental e bibliográfica, isso porque terá que ser utilizado os demonstrativos financeiros que estão disponíveis no site das empresas na sessão de relação com os investidores, e os valores das ações disponibilizados pela bolsa



de valores, que se atualiza instantaneamente no pregão online.

Segundo Martins e Theóphilo (2009) a pesquisa documental é caracterizada por se utilizar de uma fonte de dados com documentos, sendo estes escritos ou não, que são considerados dados primários.

### 3.2 DEFINIÇÃO DA ÁREA OU POPULAÇÃO-ALVO

Para realizar a pesquisa foi utilizada a amostragem não probabilística por conveniência, onde o pesquisador não se utiliza de nenhum método probabilístico, porém informa que a amostra utilizada pode representar o todo (PRODANOV; FREITAS, 2013). Se classificou dessa forma, já que as empresas escolhidas serviram para demonstrar a forma de como fazer análise fundamentalista, que é o objetivo desta pesquisa.

Esta pesquisa teve como base nas empresas listadas no segmento da educação que estão em atividades na bolsa de valores de São Paulo, chamada de BM&FBovespa. Ela congrega as empresas que mantêm seus ativos em mercados de títulos, valores mobiliários e contratos derivativos, junto a isso também oferecem produtos e serviços como a negociação de ações, títulos de renda fixa, câmbio pronto e contratos derivativos referenciados em ações, entre outros (PINHEIRO, 2012).

Yin (2001) relata que o resultado do estudo de multicase torna os resultados mais convincentes, robustos e de maior relevância. Por esse motivo foi selecionado como base para esse estudo o segmento da educação na BM&FBovespa é composto por quatro empresas, todas fazem parte do novo mercado.

### 3.3 PLANO DE COLETA DE DADOS

No intuito de esclarecer se os dados coletados são primários ou secundários, montar um plano de coleta de dados ideal se torna necessário (ROESCH, 2007).

O estudo se utilizou de dados secundários que são as informações já disponíveis em alguma fonte de pesquisa (ROESCH, 2007). Os dados que fundamentam o estudo foram os demonstrativos financeiros publicados

trimestralmente pelas empresas nos anos de 2015 e 2016 e os valores das ações negociadas no dia em aconteceu a publicação dos demonstrativos.

### 3.4 PLANO DE ANÁLISE DE DADOS

Os dados foram coletados através do *website* de cada uma das empresas, na seção onde é indicado como relação com investidores. Nesta seção se encontram informações que são de interesse ao investidor, o pesquisador utilizou o *International Financial Reporting Standards – IFRS* que é um modelo estabelecido pelas normas internacionais de contabilidade, nele estão os dados dos demonstrativos financeiros das empresas.

Para ser feita a análise de dados foram utilizados gráficos e tabelas para apresentar os valores encontrados nos demonstrativos financeiros, publicados pelas empresas do segmento da educação, e os indicadores calculados pelo pesquisador de acordo com a análise fundamentalista.

Com base nestes dados o pesquisador fez análise para se determinar qual das empresas pesquisadas apresentou o melhor investimento e atende ao objetivo geral desta pesquisa.

### 3.5 SÍNTESE DOS PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Os procedimentos metodológicos foram sintetizados no Quadro - 5, e foram elencados de acordo com os objetivos específicos da pesquisa.

Quadro 5 – Síntese dos procedimentos metodológicos.

Objetivo específico	Delineamento da pesquisa		Definição da população-alvo	Plano de coleta de dados	Plano de análise de dados
	Fins	Meios			
Contextualizar o mercado de capitais, a análise fundamentalista e os temas afins	Exploratória e descritiva	Bibliográfica	Não probabilística realizada por meio de dados secundários (BM&Bovespa)	Bibliográfica	Qualitativa
Apresentar as empresas do segmento de educação que estão registradas na BM&FBOVESPA	Exploratória	Documental e estudo de multicascos		Documental, (demonstrativos financeiros)	

Aplicar os modelos sugeridos pela análise fundamentalista às empresas do segmento de educação da BM&FBOVESPA					
Apontar segundo a análise fundamentalista se as empresas do segmento de educação são, hoje, um bom investimento				Compilação em planilhas, gráficos e tabelas.	

Fonte: Elaborados pelo pesquisador (2017).

## 4. ANÁLISE DOS DADOS DA PESQUISA

Este capítulo apresenta a pesquisa realizada pelo acadêmico, que tem como objetivo principal fazer análise fundamentalista de investimento no mercado de ações. Para chegar ao resultado o acadêmico se baseia em seu referencial teórico e objetivos específicos.

### 4.1 APRESENTAÇÃO DAS EMPRESAS PESQUISADAS

Nesta primeira seção serão apresentadas as quatro empresas que compõem o segmento da educação, são elas: Kroton<sup>2</sup> (2017), Estácio<sup>3</sup> (2017), Anima<sup>4</sup> (2017) e Ser Educacional<sup>5</sup> (2017), as informações apresentadas foram coletadas no *website* das instituições.

#### 4.1.1 Kroton

A empresa Kroton foi fundada no ano de 1966, em Belo Horizonte, MG, por um grupo de amigos que decidiram empreender no ramo educacional através do curso pré-vestibular Pitágoras. Já nos dois primeiros anos de existência teve 600 alunos matriculados. Nos anos 70, o grupo expandiu suas atividades para o ensino básico e médio com a criação do Colégio Pitágoras e Colégio Pitágoras Cidade Jardim.

Nos anos 90 visando a expansão do ensino básico foi criada a Rede Pitágoras, 106 escolas conveniadas em apenas um ano de funcionamento. No começo dos anos 2000 foi inaugurada a primeira Faculdade Pitágoras em parceria com a Apollo Internacional, um dos maiores grupos educacionais do mundo sediado nos Estados Unidos da América, essa parceria se entendeu até o ano de 2005.

Em 2007 a empresa passou a adotar o nome de Kroton Educacional, quando aconteceu a abertura de capital na BM&FBovespa. Com isso se inicia seu

---

<sup>2</sup> Fonte: <http://www.kroton.com.br/>

<sup>3</sup> Fonte: <http://portal.estacio.br/quem-somos/historia/>

<sup>4</sup> Fonte: [http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054](http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054)

<sup>5</sup> Fonte: [http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=47915](http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=47915)

processo de expansão através de várias aquisições de outras instituições. Principais aquisições:

- 2010 – Universidade de Cuiabá (UNIC), UNIME e União de Faculdade do Amapá (FAMA);
- 2011 – Faculdade Atenas Maranhense, Faculdade União e Faculdade de Sorriso (FAIS);
- 2011 – Universidade Norte do Paraná (UNOPAR), maior compra do segmento da educação;
- 2012 – Centro Universitário Cândido Rondon (Unirondon) e Uniasselvi;
- 2013 – Associação com a Anhanguera.

Com a aquisição da Unopar a Kroton se tornou a maior empresa em educação a distância no Brasil. Quando se associou com a Anhanguera se torna a maior empresa voltada para educação no mundo.

Hoje está presente com cursos de graduação presencial em 18 estados e 83 cidades, nos cursos a distância está presente em todos estados do Brasil com mais de 700 polos. Também conta com 870 escolas associadas em todo o território brasileiro na educação básica.

#### **4.1.2 Estácio**

A Estácio nasce no Rio de Janeiro com o nome de Faculdade de Direito Estácio de Sá no ano de 1970, com apenas dois anos de funcionamento, em função de o modelo educacional desenvolvido ser bem aceito, o nome já é alterado para Faculdades Integradas Estácio de Sá com a integração de novos cursos de ensino superior.

No ano de 1988 a Estácio passa a ser Universidade com isso passa a ter maior autonomia na criação de cursos. Em meados dos anos 90 começa a se expandir no estado do Rio de Janeiro e também acontece o lançamento de cursos de graduação tecnológico. Já no final da década acontece a implantação do primeiro curso da Estácio em sua expansão nacional.

O ano de 2007 acontece a abertura de seu capital na bolsa de valores brasileira, dois anos após o ensino a distância começa a ser ofertado pela

instituição. A partir do ano de 2011 a Estácio inicia a fazer aquisições de instituições em outros estados, são elas:

- 2011 – Faculdade Atual da Amazônia (FAA), em Roraima; Faculdade de Natal (FAL) e Faculdade de Excelência Educacional do Rio Grande do Norte (FATERN), no Rio Grande do Norte; e Academia do Concurso, negócio voltado para cursos focados em concurso público;
- 2012 – Seama, no Amapá; Faculdade São Luís, no Maranhão; Faculdade iDez e Uniuol, na Paraíba; e Fargs, no Rio Grande do Sul;
- 2013 – Facitec, no Distrito Federal; Assesc, em Santa Catarina; e Uniseb, em São Paulo;
- 2014 – Faculdade Liberatus, na Amazônia; Faculdade Iesam, no Pará; e Faculdade Ceut, no Piauí;
- 2015 – Faculdade Nossa Cidade, e, São Paulo;
- 2016 – Faculdades Unidas Feira de Santana, na Bahia.

Somando todas as aquisições e sua expansão pelo território nacional, ela se faz presente em 23 estados, oferecendo cursos presenciais e a distância. O portfólio atua conta com uma universidade, nove centros universitários, 38 faculdades e 228 polos de ensino a distância. No início de 2017 contava com aproximadamente 560 mil alunos matriculados, em algum de seus 78 cursos de graduação, pós-graduação lato sensu, mestrados ou doutorado.

#### **4.1.3 Anima**

A Anima teve o início de suas atividades no ano de 2003, quando foi feita a aquisição da Minas Gerais Educação Ltda. que era a mantenedora do Centro Universitário UNA (UMA) localizado na cidade de Belo Horizonte. No ano de 2006 aconteceu a aquisição da Associação Educacional do Litoral Santista (AELIS), mantenedora do Centro Universitário Mont Serrat (Unimonte). Após essa aquisição foi reestruturado toda a parte administrativa e educacional, visando uma melhoria na qualidade do ensino.

Em 2009 adquiriu os direitos de uma das mais reconhecidas instituições de ensino de Minas Gerais, o Centro Universitário de Belo Horizonte, foi adotado a mesma reestruturação para se manter o padrão dentro do grupo. No final de 2015 acontece a incorporação da Sociesc que tem atividades em diversas cidades do estado de Santa Catarina.

No ano de 2016 acontece a incorporação de mais algumas instituições de ensino superior, são elas: Faculdade Faceb de Bom Despacho, Faculdade de Educação de Bom Despacho, Faculdade Politécnica de Uberlândia e Faculdade Politécnica de Goiás.

Além das instituições de ensino superior a Anima conta em seu portfólio a HSM, referência em educação corporativa, conta com participação de 8 a 9 mil participantes por ano, em sua grande maioria são gestores, e muito desses cursos são oferecidos nas próprias empresas.

O ano de 2014 foi marcado pelo início da oferta da educação a distância pela Anima. No final de 2016 o grupo atuava na graduação presencial e a distância, pós-graduação, ensino básico, técnico e corporativo, atendendo em torno de cem mil alunos nos estados de Minas Gerais, São Paulo, Santa Catarina, Paraná e Goiás.

#### **4.1.4 Ser Educacional**

A história da Ser Educacional se inicia no ano de 1993, em Pernambuco, quando é fundado o Complexo Educacional Buareau Juridico que era focado na preparação de provas para concursos. Em 1999 com o sucesso alcançado pela marca o complexo começa a oferecer cursos pré-vestibulares.

A primeira unidade de ensino superior da Ser Educacional é chamada de Faculdade Maurício de Nassau, no ano de 2003, oferecendo os cursos de Direito, Administração, Comunicação Social e Biomedicina, e em pouco mais de três anos a instituição se torna referência nas regiões norte e nordeste.

No ano de 2007 é implantado o Conselho Consultivo no intuito de pensar nas estratégias da empresa, além disso, foi inaugurado duas novas unidades de ensino. A Faculdade Joaquim Nabuco que tem como foco as classes C e D foi inaugurada na cidade de Paulista, no estado de Pernambuco, também no ano de 2007.

Com o investimento de R\$48 milhões o Cartesian Capital Group se tornou societário da Ser Educacional no ano de 2008. No mesmo ano foi feita a aquisição de novas unidades visando a expansão na região Nordeste, nos estados da Bahia, Alagoas e Rio Grande do Norte.

Com a intenção de melhorar o reconhecimento da marca no ano de 2010 a instituição inicia a utilizar o nome de Grupo Ser Educacional AS. Neste mesmo ano foi aprovada uma linha de crédito de R\$80 milhões junto ao IFC – Banco Mundial.

No ano seguinte seguindo seu planejamento de expansão adquiriu unidade nos estados de Sergipe e Pará, além do começo das atividades de uma nova unidade no estado da Bahia. Já em 2012 a Faculdade Maurício de Nassau é credenciada como centro universitário, e passa a se chamar Centro Universitário Maurício de Nassau – UNINASSAU, além disso, inaugura uma unidade em Pernambuco, adquire unidades no Amazonas e Maranhão e obtém a certificação da ISSO 9001.

A abertura de capital da Ser Educacional acontece no ano de 2013, no mesmo ano em que fez aquisições nos estados do Piauí, Pernambuco e Bahia. No ano seguinte seguiu seu planejamento e continuou sua expansão para os estados do norte e nordeste do país. Em 2015 iniciou sua entrada na região sudeste com a compra da Universidade de Guarulhos (UNG), localizado no estado de São Paulo.

Atualmente conta em seu portfólio mais 1.000 cursos graduação espalhados em aproximadamente 50 unidades, localizados nos estados das regiões norte, nordeste e sudeste, também conta com ensino a distância em algumas unidades e entrou com solicitação de abertura de mais de 400 polos assim que a UNINASSAU obteve reconhecimento desta modalidade de ensino.

## 4.2 DADOS FINANCEIROS

Os dados financeiros das empresas que serão utilizados como base para se fazer a análise fundamentalista, estarão apresentadas nesta segunda seção.



#### 4.2.1 Patrimônio Líquido

Segundo Souza (2014) o patrimônio líquido de uma empresa é composto por seu capital social, reservas de capital, ajustes de avaliação patrimonial, reservas de lucros, ações em tesouraria e prejuízos acumulados.

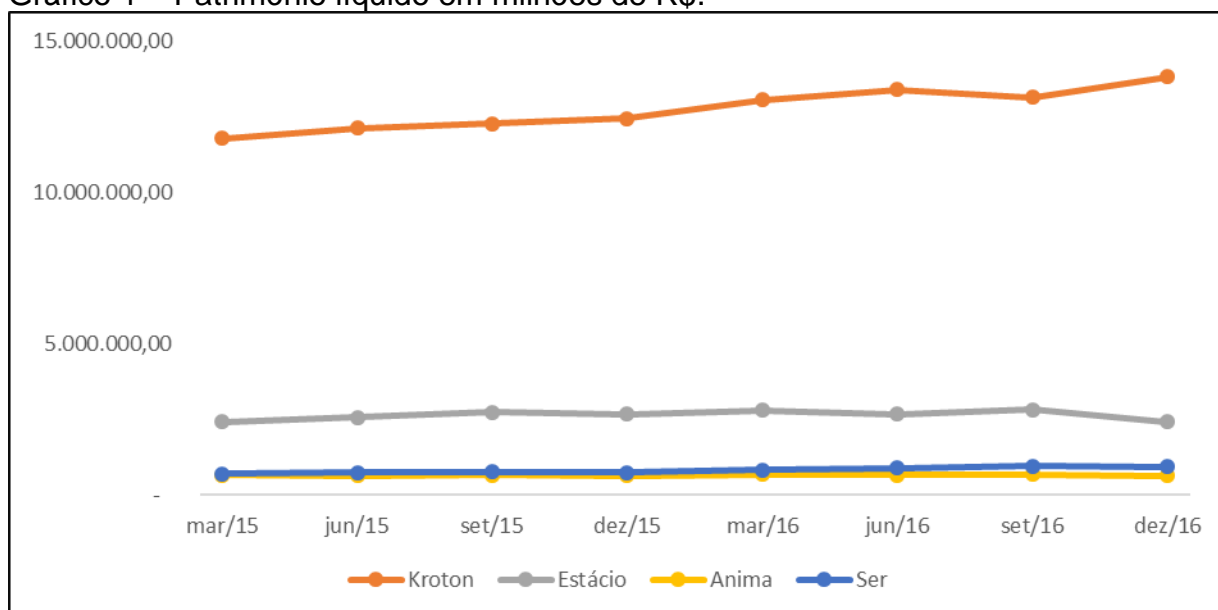
Quadro 6 – Patrimônio líquido em milhões de R\$.

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	11.811.156,00	2.424.995,00	660.138,00	703.279,00
	jun/15	12.152.520,00	2.573.978,00	635.986,00	748.325,00
	set/15	12.293.473,00	2.736.908,00	666.137,00	772.481,00
	dez/15	12.459.688,00	2.680.592,00	642.118,00	757.233,00
2016	mar/16	13.077.012,00	2.808.332,00	686.454,00	843.146,00
	jun/16	13.423.460,00	2.676.208,00	671.003,00	903.858,00
	set/16	13.157.159,00	2.819.807,00	676.571,00	952.479,00
	dez/16	13.849.364,00	2.434.637,00	635.692,00	950.400,00

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

No Quadro-6 estão descritos os valores de patrimônio líquido apresentado pelas empresas durante o período do estudo, no Gráfico-1 está à representação destes valores.

Gráfico 1 – Patrimônio líquido em milhões de R\$.



Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

De acordo com as informações do Quadro-6 e Gráfico-1 apresentadas acima, demonstra como está o patrimônio líquido das empresas que fazem parte do estudo. A empresa Kroton se sobressai perante as outras empresas, isso fica evidente na apresentação do Gráfico-1.

No primeiro trimestre de 2015 a Kroton apresenta o patrimônio líquido no valor de R\$ 11.811.156.000,00 e no último trimestre do mesmo ano apresenta o resultado de R\$ 12.459.688.000,00, apresentando uma evolução de 5,49% entre os períodos. Se comparado o primeiro trimestre de 2015 em relação ao último trimestre de 2016, que é o período total da pesquisa, o patrimônio líquido da empresa cresceu 17,26%.

A Estácio empresa que apresenta o segundo maior patrimônio líquido dentro da pesquisa, apresentou no ano de 2015 um crescimento de 10,54%, em um comparativo do primeiro trimestre com o quarto trimestre do mesmo ano. Porém ao comparar o primeiro trimestre de 2015 com o último trimestre de 2016, houve um acréscimo de 0,40% em seu patrimônio líquido.

O patrimônio líquido da Anima apresentou queda de 2,73% no comparativo do início com o final do ano de 2015, se confrontado todo o período da pesquisa a queda foi de 3,70% no valor do patrimônio.

A empresa Ser Educacional teve um acréscimo de 7,67% entre o primeiro trimestre e o quarto trimestre de 2015. Já no comparativo do início de 2015 com o final do ano de 2016 a evolução chegou a 35,14%.

#### **4.2.2 Receita Líquida**

A soma de todas as vendas efetuadas pela empresa sendo como prestação de serviço ou produto geram valores que acumulados formam a receita bruta da empresa. Esse valor sofre reajustes de acordo com as devoluções, descontos e impostos sobre as vendas, e como resultado tem-se a receita líquida (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

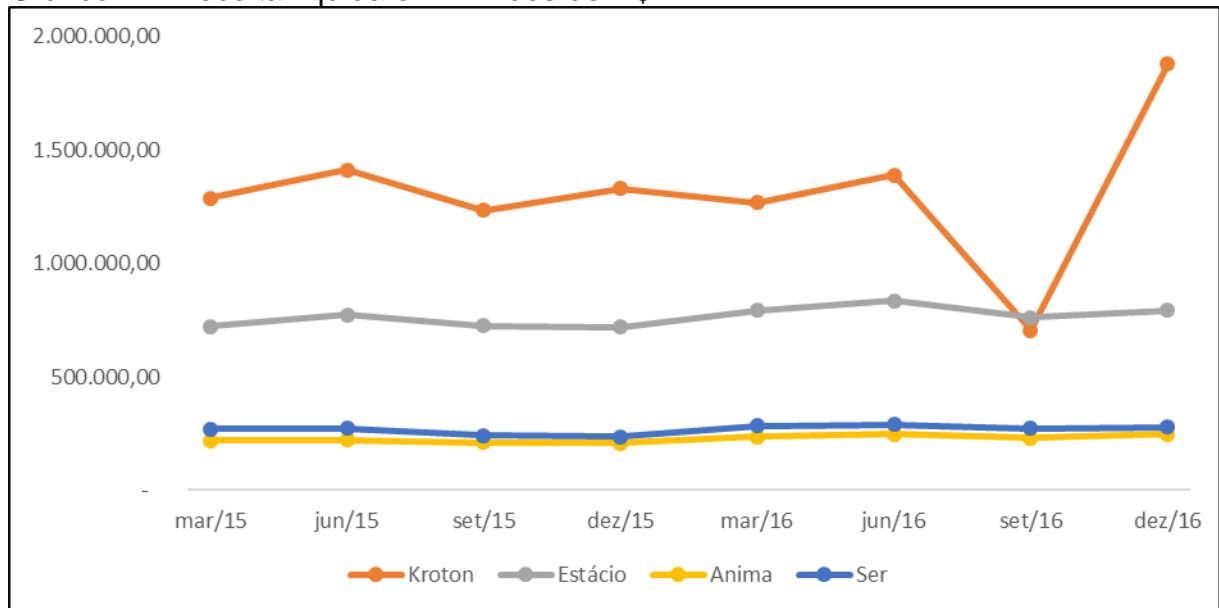
Quadro 7 – Receita líquida em milhões deR\$.

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	1.287.875,00	722.319,00	218.018,00	269.498,00
	jun/15	1.411.185,00	774.340,00	222.443,00	273.164,00
	set/15	1.234.796,00	724.592,00	209.364,00	241.276,00
	dez/15	1.331.202,00	718.171,00	206.620,00	236.323,00
2016	mar/16	1.268.139,00	792.908,00	235.289,00	285.125,00
	jun/16	1.391.149,00	835.303,00	247.708,00	289.600,00
	set/16	706.576,00	763.059,00	231.171,00	273.255,00
	dez/16	1.878.854,00	793.235,00	246.266,00	277.400,00

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

No Quadro-7 estão descritos os valores da receita líquida obtidos pelas empresas durante o período do estudo, e no Quadro-2 apresenta a demonstração gráfica destes valores.

Gráfico 2 – Receita líquida em milhões de R\$.



Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

Assim como nos valores apresentados do patrimônio líquido a empresa Kroton se destaca nos resultados alcançados, superando as demais empresas com sobras em quase todos os trimestres, somente no terceiro trimestre de 2016 teve o valor da receita superada pela Estácio.

A Kroton obteve a maior receita líquida no quarto trimestre de 2016 quando atingiu o valor de R\$ 1.878.854.000,00. No entanto mesmo apresentando o melhor resultado em apenas um trimestre o ano de 2016 decaiu 0,39% no consolidado comparado ao ano de 2015.

O total da receita líquida da empresa Estácio apresentou um crescimento de R\$ 245.083.000,00 ou 8,34%, no comparativo do ano de 2015 com 2016. Mesmo superando a Kroton no resultado obtido no terceiro semestre de 2016, foi no segundo trimestre do mesmo ano que apresentou o maior valor da receita líquida, quando atingiu R\$ 835.303.000,00.

Mesmo a Anima sendo a que apresentou a menor receita líquida dentre as empresas da pesquisa, foi a que apresentou maior evolução no valor consolidado, com o acréscimo de 12,14% no ano de 2016 em relação ao ano de 2015. O terceiro trimestre de 2016 apresentou o melhor resultado da receita líquida, considerando todo o período do estudo.

A Ser Educacional teve uma evolução de 10,30% entre o ano de 2015 e 2016. O ano de 2015 encerrou com R\$ 236.323.000,00, menor valor apresentado no período do estudo, em contrapartida no segundo trimestre de 2016 teve seu melhor desempenho com o resultado da receita líquida de R\$ 289.600.000,00.

#### 4.2.3 Lucro Líquido

O lucro líquido da empresa é o resultado obtido após a receita operacional líquida sofrer as deduções das despesas operacionais, despesas financeiras e imposto de renda contribuição social, caso atinja resultados positivos nas receitas financeiras este valor é adicionado no desempenho da empresa (JÚNIOR; RIGO; CHEROBIM, 2010).

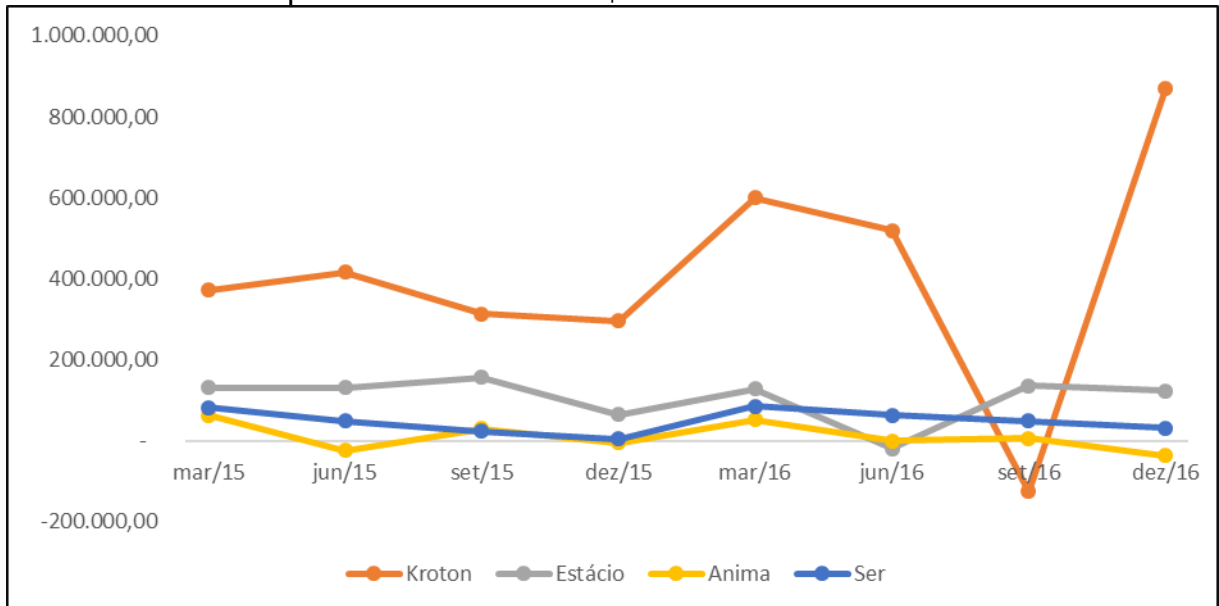
Quadro 8 – Lucro líquido em milhões de R\$.

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	371.743,00	130.581,00	63.836,00	82.844,00
	jun/15	416.148,00	131.948,00	- 24.153,00	49.006,00
	set/15	312.797,00	157.047,00	30.151,00	24.156,00
	dez/15	295.446,00	65.098,00	- 5.631,00	5.059,00
2016	mar/16	599.355,00	128.482,00	52.755,00	85.913,00
	jun/16	519.374,00	- 19.956,00	- 1.036,00	63.759,00
	set/16	- 124.905,00	135.705,00	5.563,00	48.621,00
	dez/16	870.811,00	123.871,00	- 36.437,00	32.155,00

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

O Quadro-8 está o resultado obtido no lucro líquido, e para uma melhor visualização destes valores foi desenvolvido o Gráfico-3.

Gráfico 3 – Lucro líquido em milhões de R\$.



Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

Repetindo o que ocorreu nos dados apresentados do patrimônio líquido e receita líquida, no lucro líquido a empresa Kroton se apresentou superior as outras empresas na maioria dos períodos, deixando de alcançar o melhor resultado dentre as empresas pesquisadas apenas no terceiro trimestre de 2016 quando teve resultado negativo. A única empresa que não teve resultado negativo durante o período da pesquisa foi a Ser Educacional.

No último trimestre de 2016 a empresa Kroton obteve o melhor resultado do seu lucro líquido, quando atingiu R\$ 870.811.000,00, mas no mesmo ano teve seu pior resultado, tendo um saldo negativo de R\$ 124.905.000,00 no terceiro trimestre. A empresa teve uma evolução de 33,56% em seu resultado, comparando o acumulado dos anos de 2015 e 2016.

Assim como a Kroton a Estácio teve resultado em apenas um trimestre durante o período do estudo. Seu melhor desempenho aconteceu no segundo trimestre de 2015, quando atingiu R\$ 131.948.000,00. Nos valores acumulados de cada ano a empresa decaiu seu lucro em 24,05% ou R\$ 116.572.000,00.

A Anima mesmo apresentando a maior evolução nos resultados da receita líquida, o mesmo não aconteceu no seu lucro onde o resultado obtido em 2016 foi 67,53% menor do atingido no ano anterior. Seus resultados trimestrais traduzem esse resultado, pois no segundo e quarto trimestre de cada ano os valores atingidos foram negativos.

Dentre as empresas do estudo a que apresentou a maior evolução foi a Ser Educacional, que aumentou seu lucro líquido em 43,08% no comparativo do consolidado entre os anos de 2015 e 2016. Esse resultado também acontece no comparativo entre o quarto trimestre de 2015 e o de 2016, quando a evolução atingiu 535,60%.

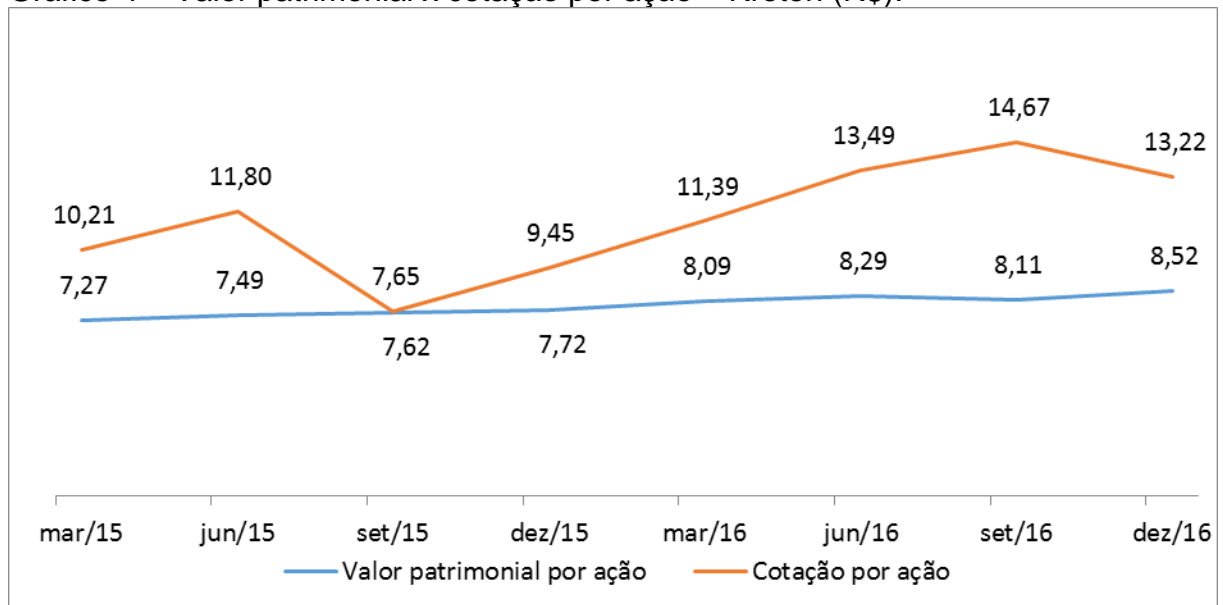
### 4.3 ANÁLISE FUNDAMENTALISTA

Nesta seção do trabalho serão apresentados os resultados dos indicadores que compõem a análise fundamentalista.

#### 4.3.1 Valor patrimonial da ação

O valor patrimonial da ação é calculado dividindo o patrimônio líquido da empresa pelo número de ações que ela tem emitido. O que irá apresentar o quanto a mais está sendo pago pelo patrimônio líquido da empresa (LAGIOIA, 2011).

Gráfico 4 – Valor patrimonial x cotação por ação – Kroton (R\$).



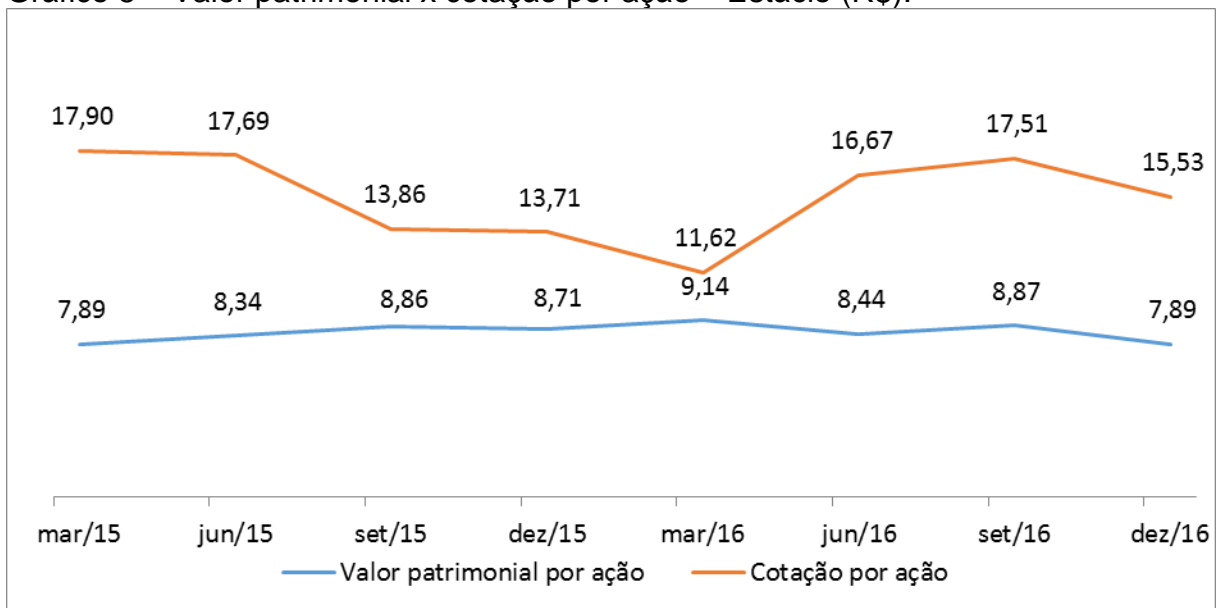
Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

O Gráfico-4 apresenta a relação do valor patrimonial e cotação por ação da empresa Kroton durante período que foi realizado a pesquisa. No terceiro trimestre de 2016 apresentou a maior cotação por ação, atingindo R\$ 14,67, a menor cotação aconteceu no terceiro trimestre de 2015, com valor de R\$ 7,65 por

ação. O valor patrimonial por ação variou pouco durante o período, partindo de R\$ 7,27 no primeiro trimestre de 2015 e chegou a R\$ 8,52 no final de 2016.

No terceiro trimestre de 2015 foi o único trimestre em que os investidores pagaram o valor equivalente ao seu patrimônio líquido, nos demais trimestres os valores pagos foram superiores ao valor patrimonial por ação. Com destaque para o terceiro trimestre de 2016 quando a cotação da ação foi 80,83% maior que o valor patrimonial.

Gráfico 5 – Valor patrimonial x cotação por ação – Estácio (R\$).

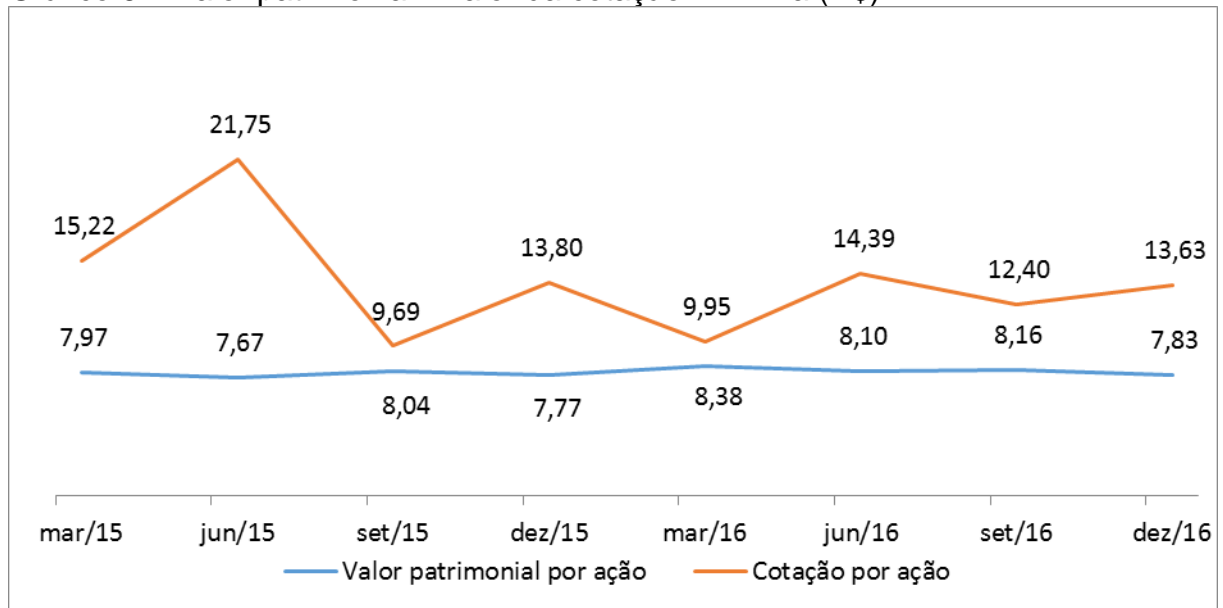


Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

O valor da cotação por ação da Estácio apresentado no Gráfico-5 teve o maior valor no primeiro trimestre de 2015, quando atingiu R\$ 17,90 por ação, o menor valor no período da pesquisa foi de R\$ 11,62 também no primeiro trimestre, porém do ano seguinte. No primeiro trimestre de 2016 com o valor de R\$ 9,14 a Estácio alcançou seu maior valor patrimonial por ação, já no primeiro trimestre de 2015 e quarto trimestre de 2016 apresentam o menor valor alcançado.

Em todos os trimestres a cotação da ação é maior que a o valor patrimonial por ação, no primeiro trimestre de 2016 ocorreu a menor diferença entre os dois valores. Já no primeiro trimestre de 2015 o valor patrimonial por ação foi 127% maior que o valor da cotação no mesmo período.

Gráfico 6 – Valor patrimonial x valor da cotação – Anima (R\$).



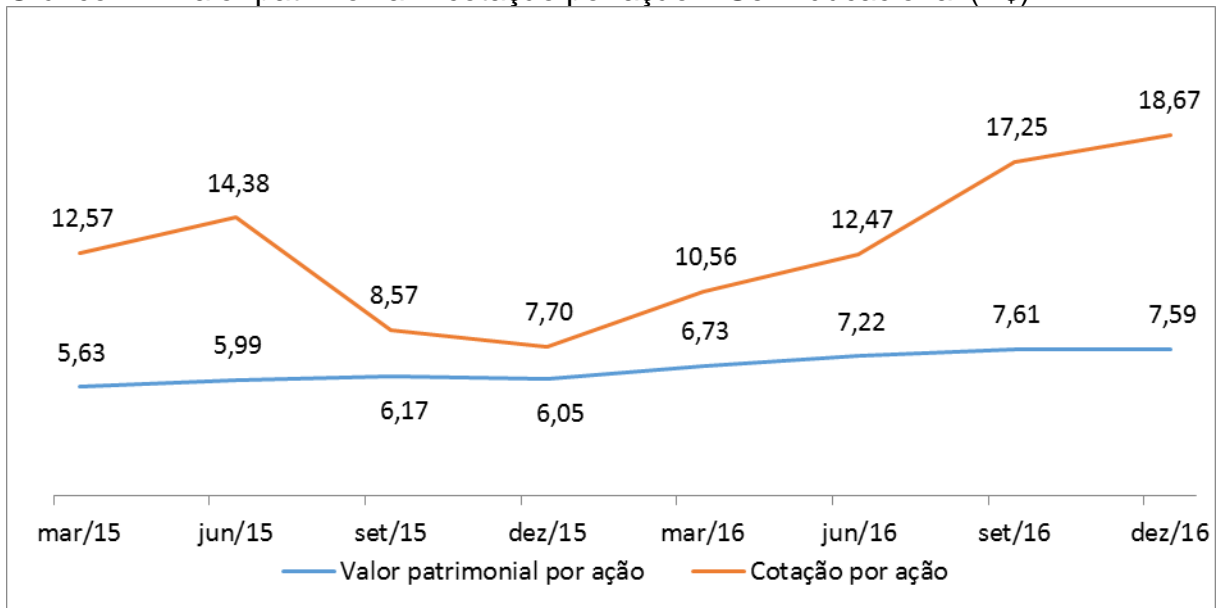
Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

Nos dados da empresa Anima apresentados pelo Gráfico-6 no segundo trimestre de 2015 o maior valor da cotação por ação, apresentando um valor de R\$ 21,75, o menor valor pago por ação aconteceu no trimestre seguinte, com um valor 124% menor. O valor patrimonial por ação mostrou pouca variação ficando entre R\$ 7,67 e R\$ 8,38.

No segundo trimestre de 2015 quando foi pago o maior valor por ação, também apresentou uma diferença de 183% em relação ao valor patrimonial por ação. Em contrapartida a menor diferença entre os dois valores aconteceu no primeiro trimestre de 2016, com a diferença ficando em 19%.



Gráfico 7 – Valor patrimonial x cotação por ação – Ser Educacional (R\$).



Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

De acordo com o Gráfico-7 a empresa Ser Educacional teve sua menor cotação por ação no quarto trimestre de 2015 com valor de R\$ 7,70, a partir desse período teve uma evolução de 142% até o quarto trimestre de 2016, sendo comercializada a ação por R\$ 18,67. O menor valor patrimonial por ação foi de R\$ 5,63 no primeiro trimestre de 2015, e o maior de R\$ 7,61 no terceiro trimestre de 2016.

No primeiro e segundo trimestres de 2015 e terceiro e quarto trimestres de 2016, o valor pago por ação ultrapassou o dobro do valor patrimonial por ação. A menor diferença entre os valores aconteceu no quarto trimestre de 2015, quando a diferença ficou em 27%.

#### 4.3.2 Lucro por ação

Segundo Lagioia (2011) o lucro líquido quando dividido pelo número de ações disponíveis para comercialização no mercado, tem como resultado o lucro por ação, e esse resultado está apresentado no Quadro-9.

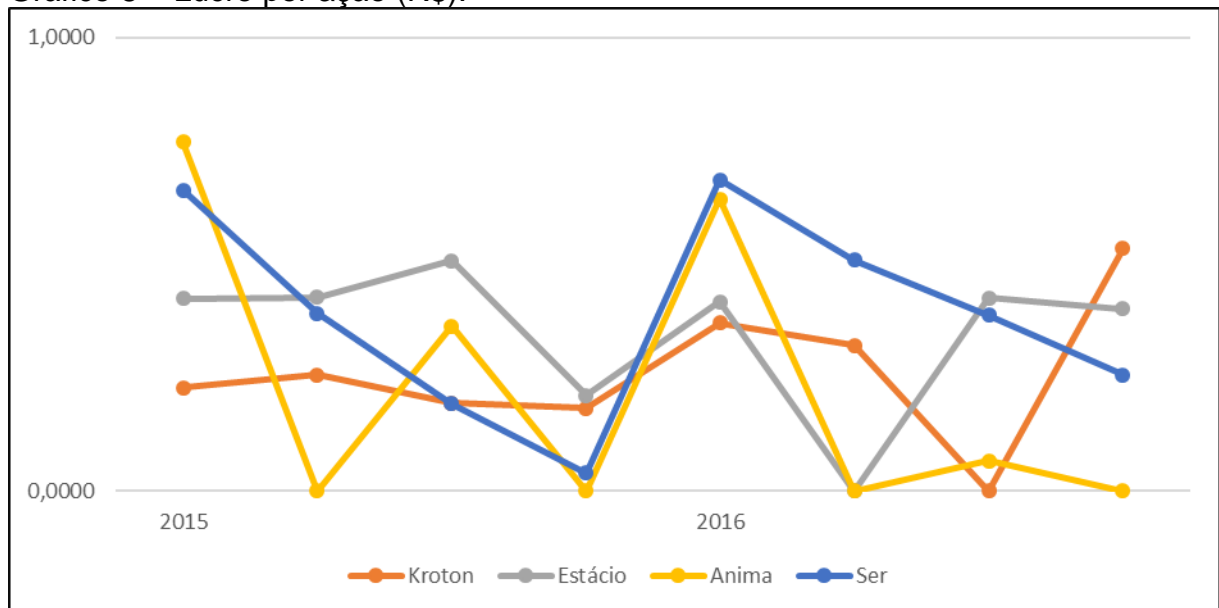
Quadro 9 – Lucro por ação (R\$).

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	0,2288	0,4249	0,7704	0,6635
	jun/15	0,2564	0,4273	-	0,3925
	set/15	0,1938	0,5085	0,3639	0,1929
	dez/15	0,1830	0,2115	-	0,0404
2016	mar/16	0,3707	0,4180	0,6444	0,6861
	jun/16	0,3209	-	-	0,5092
	set/16	-	0,4269	0,0671	0,3883
	dez/16	0,5355	0,4017	-	0,2568
<b>Total</b>		<b>2,0892</b>	<b>2,8188</b>	<b>1,8457</b>	<b>3,1297</b>

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

No Gráfico-8 está representando a variação do lucro por ação alcançado por cada uma das empresas durante o período do estudo.

Gráfico 8 – Lucro por ação (R\$).



Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

De acordo com os dados apresentados no Quadro-9 e Gráfico-8 a Ser Educacional apresenta o maior valor acumulado do lucro por ação, já a Anima tem o menor valor no total, esse resultado se deve a ter apresentado quatro períodos com lucro líquido negativo.

O valor acumulado do lucro por ação da empresa Kroton foi R\$ 2,0892, o maior valor em apenas um período foi alcançado no quarto trimestre de 2016, e no mesmo trimestre do ano anterior teve seu menor desempenho. Destacando que o terceiro trimestre de 2016 não teve lucro por ação distribuído, pois seu lucro líquido no período foi negativo.

Na Estácio o valor de R\$ 0,5085 foi o maior valor em apenas alcançado em apenas um período, e R\$ 0,2115 foi o valor mais baixo do lucro por ação, esses resultados foram alcançados no terceiro e quarto trimestre de 2015 respectivamente. Assim como aconteceu com a Kroton, um período não teve distribuição de dividendos, pois não teve lucro líquido positivo.

A Anima em decorrência dos quatro períodos em que seu lucro líquido foi negativo apresentou o menor valor acumulado em seu lucro por ação. Diferente de seu valor acumulado o resultado apresentado no primeiro trimestre de 2015 foi o maior valor apresentado em apenas um período, dentre todas as empresas do estudo.

Com valores que variaram de R\$ 0,0404 até R\$ 0,6861 a Ser Educacional foi a única empresa que teve lucro por ação em todos os períodos, atingindo um valor acumulado de R\$ 3,1297 o maior resultado comparando com as demais empresas.

#### 4.3.3 Distribuição de dividendo (*pay out*)

O valor que será distribuído ao acionista na forma de dividendo é uma parcela do valor do lucro por ação, então ao fazer a conta de dividir o dividendo pago ao acionista pelo lucro por ação tem-se o *pay out*, cada empresa tem esse valor descrito no Estatuto Social da Sociedade (LAGIOIA, 2011; FORTUNA, 2014).

Quadro 10 – Dividendos distribuídos (R\$).

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	0,0572	0,1062	0,1926	0,1659
	jun/15	0,0641	0,1068	-	0,0981
	set/15	0,0484	0,1271	0,0910	0,0482
	dez/15	0,0458	0,0529	-	0,0101
2016	mar/16	0,1298	0,1045	0,1611	0,1715
	jun/16	0,1123	-	-	0,1273
	set/16	-	0,1067	0,0168	0,0971
	dez/16	0,1874	0,1004	-	0,0642
<b>Total</b>		<b>0,6450</b>	<b>0,7047</b>	<b>0,4614</b>	<b>0,7824</b>

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

No Quadro-10 está representado o valor dos dividendos pagos aos acionistas, de acordo com o *pay out* de cada empresa que está descrito no Quadro-11.

Quadro 11 – *Pay out* (%).

Ano	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	25%	25%	25%	25%
2016	35%	25%	25%	25%

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

A Kroton dentre todas as empresas foi a única que apresentou mudança em seu *pay out*, no ano de 2015 assim como na Estácio, Anima e Ser Educacional o valor era de 25%. Já no ano de 2016 a empresa Kroton passou para 35%, o que impactou nos valores pagos aos acionistas. Enquanto que em 2015 o valor pago de dividendo chegou a R\$ 0,2155 no próximo ano chegou a R\$ 0,4295.

#### 4.3.4 Retorno de caixa (*yeld*)

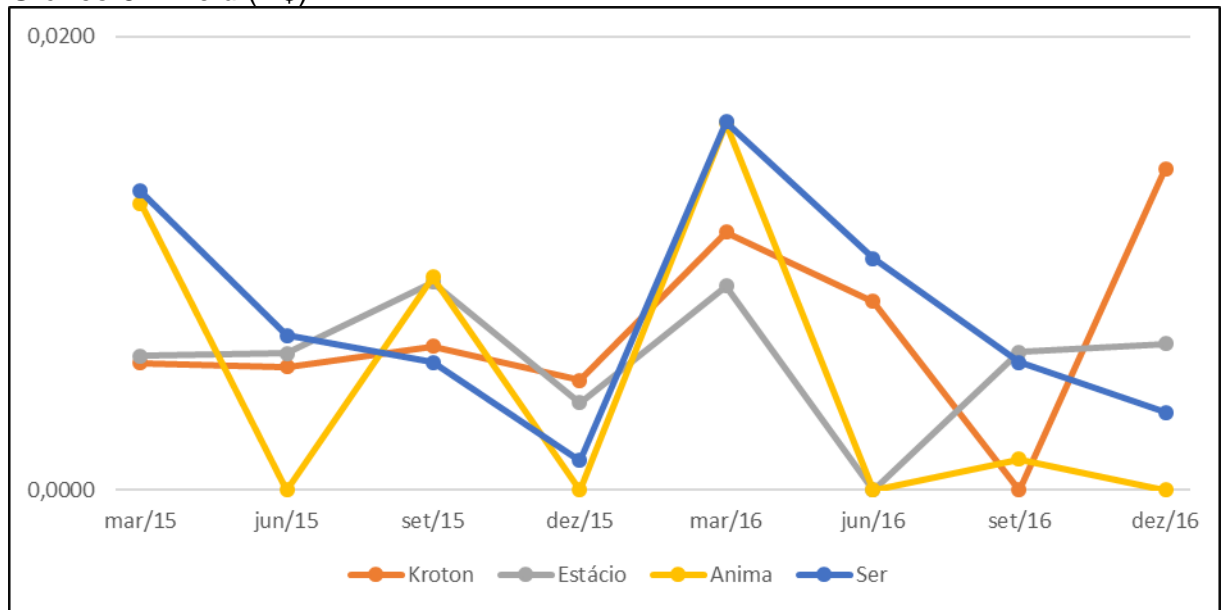
O indicador que tem como fórmula de cálculo a subtração do dividendo distribuído pela cotação da ação no período chama-se *yeld*. O resultado irá indicar quanto será pago ao investidor em relação a um real pago pela ação (LAGIOIA, 2011; FORTUNA, 2014).

Quadro 12 – *Yeld* (R\$).

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	0,0056	0,0059	0,0127	0,0132
	jun/15	0,0054	0,0060	-	0,0068
	set/15	0,0063	0,0092	0,0094	0,0056
	dez/15	0,0048	0,0039	-	0,0013
2016	mar/16	0,0114	0,0090	0,0162	0,0162
	jun/16	0,0083	-	-	0,0102
	set/16	-	0,0061	0,0014	0,0056
	dez/16	0,0142	0,0065	-	0,0034

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

Os valores apresentados no Quadro-12 demonstram os resultados do indicador *yeld*, esses dados estão dispostos graficamente no Gráfico-9.

Gráfico 9 – *Yeld* (R\$).

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

As empresas que apresentam os melhores desempenhos em apenas um trimestre foram Anima e Ser Educacional, o resultado foi atingido no primeiro trimestre pelas duas empresas. Outro bom desempenho foi alcançado pela Kroton no quarto trimestre de 2016.

A empresa Kroton teve seu melhor *yeld* no quarto trimestre de 2016 quando teve resultado de R\$ 0,0142 para cada um real pago por ação. O valor mais alto pago por real investido na Estácio aconteceu no terceiro trimestre de 2015, quando o *yeld* foi de R\$ 0,0092.

No primeiro trimestre de 2016 a Anima atingiu um *yeld* de R\$ 0,0162, sendo o seu melhor desempenho entre os períodos em que teve distribuição de dividendos. A Ser Educacional atingiu o mesmo valor de *yeld* que a Anima, também no mesmo período, esse foi o seu melhor desempenho.

#### 4.4 CONTRIBUIÇÕES FINAIS

Para se ter uma melhor ilustração dos resultados obtidos através dos indicadores da análise fundamentalista, foi simulado o investimento de R\$ 100.000,00 no primeiro período do estudo, ou seja, no primeiro trimestre de 2015. No Quadro-13 estão descritos os valores em reais recebidos de acordo com o *yeld*, tendo como base o valor proposto para tal simulação.

Quadro 13 – Retorno sobre investimento simulado (R\$).

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	560,17	593,43	1265,36	1319,56
	jun/15	543,18	603,91	-	682,33
	set/15	633,33	917,29	938,73	562,77
	dez/15	484,25	385,67	-	131,18
2016	mar/16	1139,18	899,39	1618,98	1624,37
	jun/16	832,62	-	-	1020,86
	set/16	-	609,49	135,35	562,76
	dez/16	1417,82	646,59	-	343,87
<b>Total</b>		<b>5610,56</b>	<b>4655,76</b>	<b>3958,42</b>	<b>6247,70</b>

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

O melhor resultado e o menor *payback* dentre as empresas que foram utilizadas como base para este estudo, foi apresentado pela empresa Ser Educacional, seguido pela Kroton, Estácio e Anima.

A empresa Kroton mesmo atingindo os melhores resultados no lucro líquido dentre as empresas do estudo e tendo um *pay out* maior que as demais a partir do ano de 2016, não apresentou o melhor resultado acumulado durante o período do estudo.

Os resultados da Kroton, Estácio e Anima poderiam ter sido melhores caso tivessem obtido resultado do lucro líquido positivo em todos os períodos, porém a Kroton e a Estácio apresentaram um trimestre com valores negativos e a Anima teve quatro trimestres com resultados negativos.

No Quadro-14 está demonstrado a quantidade de ações comercializadas por cada uma das empresas o que pode estar diretamente ligado ao resultado dos indicadores, pois a Kroton e a Estácio mesmo tendo bons resultados no lucro líquido, o número de ações que cada empresa tem sendo comercializada na BM&FBovespa é substancialmente maior que as demais, que retorno pequeno por ação.

Quadro 14 – Número de ações.

Ano	Trimestre	Kroton	Estácio	Anima	Ser
2015	mar/15	1.624.948.000	307.324.000	82.865.982	124.863.944
	jun/15	1.623.154.000	308.778.000	82.865.982	124.863.944
	set/15	1.614.039.000	308.816.000	82.865.982	125.213.244
	dez/15	1.614.039.000	307.788.000	82.592.482	125.213.244
2016	mar/16	1.616.720.000	307.348.000	81.872.582	125.213.244
	jun/16	1.618.406.000	317.178.000	82.866.371	125.213.244
	set/16	1.621.839.000	317.896.000	82.866.371	125.213.244
	dez/16	1.626.069.000	308.398.000	81.235.000	125.213.244

Fonte: Elaborado pelo pesquisador (2017).

Sabendo o retorno que cada empresa paga aos seus investidores, o valor patrimonial por ação, o lucro por ação, o *pay out* e por fim o *payback*, a melhor empresa para se investir de acordo com o estudo realizado é a Ser Educacional, que além de ter uma administração que permite distribuição de dividendos em todos os trimestres, traz um retorno mais rápido sobre o investimento feito.

Vale ressaltar que ao se levar em consideração outras opções de investimento e o risco que se corre ao se realizar este tipo de investimento o retorno sobre o valor investido foi de 6% em dois anos, enquanto tem investimentos que oferecem um retorno maior e não se corre tanto risco. Mas outro aspecto que pode-se ter a favor desta modalidade é sua rápida liquidez e não envolve custos, como por exemplo o mercado imobiliário, onde se tem despesas com certidões, impostos e custos cartoriais quando se investe em imóveis.

## 5 CONCLUSÃO

O presente trabalho de conclusão de curso traz uma forma de investimento, que para se tornar a melhor decisão tem que se ter um conhecimento amplo que vai desde a história das empresas e como são administradas, até os dados financeiros disponibilizados por elas.

Na posse destes dados financeiros foi possível realizar os cálculos necessários da análise fundamentalista, onde se evidencia através de indicadores e comparação entre empresas, qual dentre elas é o melhor investimento, que dependendo do investidor pode ser o que lhe traga um retorno maior ou o que leve a correr menos riscos.

Para se chegar ao resultado deste estudo, o pesquisador teve os objetivos específicos que auxiliaram na estruturação do trabalho. O primeiro objetivo a ser abordado foi a contextualização dos temas que foram tratados, após foram apresentadas as empresas do segmento da educação listadas na BM&FBovespa. A aplicação dos cálculos de acordo com os indicadores propostos pela análise fundamentalista foi o objetivo que foi utilizado para responder qual das empresas seria o melhor investimento.

A pesquisa tem como sugestão a aplicação da análise fundamentalista como ferramenta no auxílio na tomada de decisão para que os investidores, com isso podendo comparar empresas de acordo com os resultados obtidos nos cálculos dos indicadores.

As empresas do segmento da educação foram escolhidas para o estudo pois este segmento é pequeno e por ter pouco tempo para o desenvolvimento da pesquisa, se tornaria um complicador utilizar um segmento com um número maior de empresas. Esse limitador também se torna uma sugestão para trabalhos futuros, onde seria interessante ter como base para o estudo outro segmento e também a realização com empresas de diversos segmentos.

Outra sugestão para trabalhos futuros é a utilização da análise fundamentalista em paralelo com a análise técnica, podendo assim fazer um comparativo quanto à forma distinta de utiliza-las. Também se torna interessante levantar outras formas de investimento, como por exemplo a poupança, e com isso se analisaria o paralelo entre o risco e o retorno de cada um.



Conclui-se que o estudo além de apresentar as empresas listadas na BM&FBovespa, também apresenta a análise fundamentalista e alguns de seus indicadores, que auxiliam na tomada de decisão quanto aos investimentos, assim podendo auxiliar quem tem interesse no mercado de capitais e não tem o conhecimento necessário para escolher em qual empresa investir ou até mesmo ver se é uma boa opção investir nesta modalidade.

## REFERÊNCIAS

ANDRADE, M. M. de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 8ª Ed. São Paulo: Atlas, 2007.

ANIMA. Histórico e Perfil Corporativo. 2017. Disponível em: <[http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054](http://ri.animaeducacao.com.br/anima/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=49054)>. Acesso em: 09 maio 2017.

BARALDI, Paulo. **Gerenciamento de Riscos**. 3ª ed. Rio de Janeiro: Campus, 2010.

BRASIL. Lei nº 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Característica e Natureza da Companhia Ou Sociedade Anônima**. Brasília, Disponível em: <[http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/leis/L6404compilada.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm)>. Acesso em: 10 maio 2017.

BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C.. **Administração Financeira: Teoria e Prática**. 10. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2006. 1044 p.

CASAGRANDE NETO, Humberto; SOUSA, Lucy A.; ROSSI, Maria Cecília. **Abertura do Capital de Empresas no Brasil: Um Enfoque Prático**. 3. ed. São Paulo: Editora Atlas S.a., 2000. 158 p.

CAVALCANTE, Francisco; MISUMI, Jorge Yoshio; RUDGE, Luiz Fernando. **Mercado de Capitais: O que é, como funciona**. 7. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2009. 395 p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p.

ESTÁCIO. História. 2017. Disponível em: <<http://portal.estacio.br/quem-somos/historia/>>. Acesso em: 08 maio 2017.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 19. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora, 2014. 1066 p.

GITMAN, Lawrence J.. **Princípios da Administração Financeira**. 12. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010. 775 p.

GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Editora Saraiva, 2002. 496 p.

HOJI, Masakazu. **Administração Financeira e Orçamentaria: Matemática financeira aplicada, Estratégias financeiras, Orçamento empresarial**. 11. ed. São Paulo: Editora Atlas S.a., 2014. 583 p.

HOPER EDUCAÇÃO (Org.). **Análise Setorial da Educação Superior Privada Brasil – 2017**. 2017. Disponível em: <<http://www.hoper.com.br/mercado>>. Acesso em: 18 maio 2017.

KAUARK, Fabiana. **Metodologia da pesquisa: guia prático**. Itabuna: Via Litterarum,

2010.

KROTON. Histórico. 2017. Disponível em: <<http://www.kroton.com.br/>>. Acesso em: 08 maio 2017.

LAGIOIA, Umbelina Cravo Teixeira. **Fundamentos do Mercado de Capitais**. 3. ed. São Paulo: Atlas S.a., 2011. 264 p.

JÚNIOR, Antônio Barbosa Lemes; RIGO, Cláudio Miessa; CHEROBIM, Ana Paula Mussi Szabo. **Administração Financeira: Princípios, Fundamentos e Práticas Brasileiras**. 3. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2010. 603 p.

LUND, Myrian Layr Monteiro Pereira; SOUZA, Cristóvão Pereira de; CARVALHO, Luiz Celso Silva de. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Editora Fgv, 2012. 180 p.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THÉOPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 264p.

PINHEIRO, Juliano Lima. **Mercado de Capitais: Fundamentos e técnicas**. 6. ed. São Paulo: Editora Atlas S.a., 2012. 545 p.

PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani Cesar de. **Metodologia do trabalho científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2. Ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2013. 274p.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo; BECKER, Grace; MELLO, Maria Ivone de. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de cap**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2007. 308 p.

ROSS, Stephen A. et al. **Administração Financeira**. 10. ed. Porto Alegre: Amgh, 2015. 1196 p.

SANTOS, Antonio Raimundo dos. **Metodologia científica: a construção do conhecimento**. 6. ed. ver. Rio de Janeiro: DP &A, 2004. 166 P.

SER EDUCACIONAL. Histórico. 2017. Disponível em: <[http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo\\_pt.asp?idioma=0&conta;=28&tipo=47915](http://ri.sereducacional.com/sereducacional/web/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta;=28&tipo=47915)>. Acesso em: 08 maio 2017.

SILVA, Michele Prata da; COUTO, Carlos Henrique da Mota; CARDOSO, Antônio Augusto Brion. Análise das demonstrações contábeis como ferramenta de suporte à gestão financeira. **Revista Brasileira de Gestão e Engenharia**, São Gotardo, p.23-45, 2016. Semestral.

SOUZA JUNIOR, Marco Antonio Alves de; VIANA, Gustavo Salomão; TERRA, Leonardo Augusto Amaral. Um estudo da relação entre os comportamentos de indicadores de desempenho empresarial e dos preços de ações de empresas do setor de energia elétrica. **Fapa: Gestão Contemporânea**, Porto Alegre, p.160-185, 2015. Anual.

SOUZA, Acilon Batista de. **Curso de administração financeira e orçamento:** princípios e aplicações. São Paulo: Atlas, 2014. 363 p.

TOLEDO, Letícia. Empresas de capital fechado valem mais do que as listadas: Valor de mercado das companhias de capital aberto brasileiras diminui e das de capital fechado aumenta. 2015. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/mercados/empresas-de-capital-fechado-valem-mais-do-que-as-listadas/>>. Acesso em: 11 maio 2017.

YIN, Robert K. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2001.