



**FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -**  
**FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE**  
**A ARTE DE LER EXPECTATIVAS: EXPECTATION INVESTING**

Gerson Dias Brilhante Neto

### **RESUMO**

Este trabalho tem como objetivo explorar o conceito de *Expectation Investing*, uma abordagem nova e pouco utilizada no Brasil, desenvolvida por Michael Mauboussin e Alfred Rappaport. Diferente das práticas tradicionais de *valuation*, que buscam o valor intrínseco de uma empresa por meio de suas demonstrações financeiras, o *Expectation Investing* parte do preço de tela da ação para decifrar e compreender as expectativas do mercado sobre o futuro de uma empresa. Dessa maneira, é permitido que os investidores identifiquem oportunidades em que as expectativas do mercado estejam desalinhadas com a realidade. A fundamentação teórica deste trabalho destaca os princípios da *Expectation Investing*, detalhando suas diferenças frente às abordagens tradicionais e sua relevância em um cenário atual de volatilidade e, também, uma complexidade econômica no mundo contemporâneo. Por fim, o estudo demonstra como essa abordagem pode ser utilizada para avaliar um preço justo de uma empresa específica ou de um setor, oferecendo *insights* para investidores e gestores.

**Palavras-chave:** *Expectation Investing*, *valuation*, análise de investimento, economia, expectativas, mercado financeiro.

### **1. Introdução**

O mercado financeiro é um mundo de expectativas. Dia após dia, investidores, gestores e analistas tentam antecipar o futuro das economias e das empresas, projetando crescimento, inflação, lucros e riscos para identificar o valor justo de seus ativos. Todavia, o que diferencia um investidor médio de um excepcional não é apenas a sua capacidade de prever o amanhã, mas de compreender o que o mercado já espera dele.

É dessa premissa que surge o conceito de *Expectation Investing*, método desenvolvido por Michael Mauboussin e Alfred Rappaport, que propõe uma mudança de perspectiva: em vez de focar apenas nos fundamentos de uma empresa, o investidor deve “ler” as expectativas implícitas do mercado nos preços das ações e identificar onde e se há desalinhamento da realidade.



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

Diferente das técnicas tradicionais, como fluxo de caixa descontado (FCD) ou DCF como é mais conhecido (*discounted cash flow*), a abordagem proposta no trabalho transforma o preço do mercado em ponto de partida. (MAUBOUSSIN, 2015). A partir dele, o método trabalha de maneira reversa para decifrar o que o mercado espera do resultado de uma empresa e questiona o próprio investidor se tais projeções são realistas ou não. Mauboussin descreve o *Expectation Investing* como uma arte, pois não exige apenas um domínio técnico, mas também um olhar crítico sobre psicologia de mercado e comportamento humano, elementos esses que tornam o conceito ainda mais intrigante. (MAUBOUSSIN, 2015).

No cenário atual, marcado por volatilidade econômica, complexidade nos comportamentos dos agentes de mercados e rápidas transformações estruturais na macro e na microeconomia, entende-se que as expectativas do mercado se tornaram ainda mais importantes. (RAPPAPORT, 2005).

Empresas brasileiras, por exemplo, enfrentam desafios que vão desde oscilações nas *commodities* até mudanças no consumo, o que torna o método de expectativas ainda mais relevante. Este trabalho busca explorar a metodologia com foco em seus fundamentos teóricos e aplicação prática, posicionando-se entre o rigor da teoria acadêmica e as demandas exigidas no mundo material.

O objetivo deste estudo reside na possibilidade de descrever uma nova abordagem para a tomada de decisão em Administração, especialmente em um momento em que o cálculo não é mais o único elemento nas tomadas de decisões e é cada vez mais articulado ao uso da interpretação perspicaz. Ao entrarmos na “arte de ler expectativas” este trabalho pretende contribuir para o entendimento de como o *Expectation Investing* pode ser uma ferramenta estratégica em um mundo incerto.

## 2. Fundamentação Teórica

### 2.1 O que é *Expectation Investing*?

A abordagem desenvolvida por Michael Mauboussin e Alfred Rappaport que redefine a forma como analistas e gestores encaram o *valuation* de empresas. Publicada no livro *Expectation Investing: Reading Stock Prices for Better Returns* (2021), a metodologia parte de uma simples premissa: o preço atual de uma ação



reflete as expectativas coletivas do mercado sobre seu desempenho futuro. Em vez de prever esse futuro do zero, como ocorre com o *DCF*, o método propõe “ler” essas expectativas implícitas e avaliá-las para identificar oportunidades. (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021).

Mauboussin argumenta que o mercado financeiro é, em última instância, um mecanismo de precificação de expectativas. Cada negociação de compra ou venda carrega em si uma aposta sobre o fluxo de caixa futuro de uma empresa ajustada por risco e taxa de desconto. O diferencial do método proposto está na inversão do processo do *valuation*: enquanto o *DCF* parte das projeções dos fluxos de caixa para chegar a um valor intrínseco, o *Expectation Investing* começa pelo preço do mercado e trabalha de forma reversa (*Reverse DCF*) para determinar quais são as projeções embutidas do mercado sobre o fluxo de caixa futuro daquela empresa e se essas implicações são excessivamente otimistas ou pessimistas em relação à realidade. (MAUBOUSSIN, 2012).

Essa abordagem exige um duplo olhar: técnico, para decifrar números; e interpretativo, para julgar se o mercado está certo ou errado em suas posições. É por isso que frequentemente o método é definido como uma “arte”, pois se trata de uma sinergia entre análise quantitativa e intuição qualitativa, conectando finanças a psicologia e comportamento humano.

## 2.2 Princípios Fundamentais

O *Reverse DCF* se estrutura em torno de três passos:

- no primeiro passo, o investidor deve entender o preço atual como um reflexo das expectativas do mercado (uma empresa com preço muito elevado, por exemplo, pode sugerir que os investidores estão esperando um crescimento robusto nos lucros ou expansão de margens). O grande desafio é traduzir esse preço em variáveis concretas, como a taxa de crescimento anual composta (*CAGR*) ou o retorno sobre o capital investido (*ROIC*). (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021);
- o segundo passo é o uso do modelo de fluxo de caixa descontado de forma reversa, conhecido no exterior como *Reverse DCF*. Em vez de projetar fluxos de caixa futuros e descontá-los a valor presente, o *Reverse DCF* torna o



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

preço de mercado como dado e calcula quais seriam os fluxos de caixa necessários para justificá-lo. Isso envolve estimar uma taxa de desconto (WACC ou  $K_e$ ) e “desconstruir” o preço em componentes como crescimento esperado e duração desse crescimento. O resultado é uma visão clara do que o mercado está “comprando” ao pagar aquele valor pela ação. (DAMODARAN, 2016);

- por fim, o terceiro passo, é a comparação crítica: o investidor deve confrontar as expectativas implícitas como os fundamentos reais da empresa. Isso pode incluir as demonstrações financeiras, tendências setoriais, eventos externos que podem afetar o desempenho, como tarifas governamentais. Se as expectativas do mercado forem muito altas em relação ao que a empresa pode de fato entregar, a ação pode ser uma oportunidade de venda, demonstrando que a empresa está sobrevalorizada e vice-versa.

### 2.3 Diferenças em Relação às Abordagens Tradicionais

Para entendermos a relevância do *Expectation Investing*, é útil compararmos ele com as abordagens tradicionais de *valuation*. O modelo de fluxo de caixa descontado clássico depende de projeções de receitas, custos e *capex*, que muitas vezes são baseadas em suposições subjetivas do analista. Embora eficazes, esses métodos podem ter alto grau de incerteza e imprecisão, tornando a previsão dos fluxos de caixa futuro uma tarefa difícil. O *Reverse DCF*, por outro lado, não tenta projetar o futuro, mas sim interpretar o que já está precificado, reduzindo o peso de previsões subjetivas.

Outra diferença reside na relação com a hipótese dos mercados eficientes, desenvolvida pelo Eugene Fama. Enquanto essa teoria assume que os preços refletem todas as informações disponíveis, o *Reverse DCF* reconhece que o mercado pode errar e que esses erros são a fonte de oportunidades.

### 2.4 A Relevância do *Reverse DCF* no Mundo Contemporâneo



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

Em um mundo onde os ventos da economia sopram incertos, ora carregando promessas de prosperidade, ora pronunciando tempestades, o *Reverse DCF* surge como uma bússola para os investidores no mercado financeiro.

Mauboussin parece sugerir que o valor de um investimento não está apenas nos números, mas na coragem de interpretar o que eles escondem. Vivemos em um mundo de transformações rápidas: a digitalização redesenha indústrias, crises globais desafiam a resiliência das empresas e o comportamento do mercado é ditado nesse ritmo de manchetes e postagens. Nesse cenário, ler as expectativas do mercado é mais do que uma técnica, é uma forma de ouvir a melodia que os preços das ações sussurram sobre o futuro. (MAUBOUSSIN, 2015)

A relevância do método se intensifica em mercados emergentes, como o brasileiro, onde a volatilidade é quase um traço cultural. É como dizia o ex-ministro da fazenda Pedro Malan “[...] no Brasil, até o passado é incerto”. Aqui, o preço de uma ação pode oscilar desde decisões políticas ou oscilações no preço das *commodities*, como petróleo e minério de ferro.

O *Reverse DCF* oferece uma lente para decifrar esses momentos, separando o ruído da essência. É uma sinfonia de otimismo exagerado ou um réquiem de pessimismo injustificado? Essa abordagem ressoa com a ideia de Nietzsche, fluente filósofo alemão, de que “[...] é preciso ter caos dentro de si para dar à luz uma estrela dançante” – o caos das expectativas, quando bem compreendido, pode revelar ótimas oportunidades. (NIETZSCHE, 2011, p16.).

## 2.5 Exemplos Conceituais: a Arte em Ação

Para ilustrarmos esse tópico, imagine uma empresa como uma árvore em um bosque de investidores, seu preço de tela é o tamanho de sua sombra projetada pelas expectativas do mercado sobre o quanto ela crescerá e frutificará. O método de Mauboussin nos pede para olhar não apenas a sombra, mas a luz que a cria: que altura, que vigor o mercado espera dessa árvore? Se os investidores veem um carvalho imponente, mas os fundamentos mostram apenas arbusto resiliente, o preço pode estar inflado; se enxergam um galho seco, mas há raízes profundas prontas para brotar, há valor oculto.



Considere, por exemplo, uma empresa de tecnologia em ascensão, seu preço elevado pode estar sugerindo que o mercado espera um crescimento exponencial, como uma música que vai ao topo depois do seu lançamento em semanas. Ao aplicar o *Reverse DCF*, o investidor desmonta essa posição: por quantos anos essa expansão é esperada? Que taxa de crescimento anual está implícita? Se são identificados sinais de saturação ou aumento de concorrência, a música pode estar mais próxima de um *fade-out* do que de um refrão eterno. Essa análise é menos sobre prever o próximo acorde e mais sobre entender a partitura que o mercado já escreveu.

## 2.6 Implicações para a Administração e Investidores

O *Reverse DCF* não é somente um exercício de finanças, é uma partitura para o gestor que deseja afinar suas estratégias. Como já parecia dizer Heráclito, onde nada é permanente, exceto a mudança, e no mercado financeiro essa mudança se reflete nas expectativas nos preços das ações. Para o administrador, o método oferece um espelho: ao entender o que o mercado espera da companhia, ele consegue ajustar planos, realinhar *capex* e melhorar a comunicação com mercado.

Para os investidores, o *Reverse DCF* é como uma lanterna na caverna escura da especulação. Ele ilumina o que está escondido nas sombras dos números: não apenas o valor presente, mas os temores e projeções esperados para o futuro. Se as expectativas implícitas no preço são uma festa que a empresa não pode sustentar, o investidor pode optar por sair do salão antes que as luzes se apaguem. Essa capacidade de antecipar desalinhamentos torna o método uma ferramenta de prudência em tempos de euforia ou desespero.

No contexto brasileiro, onde o mercado financeiro muitas vezes ecoa os acordes dissonantes de crises políticas ou econômicas, o *Reverse DCF* ganha ainda mais força. Empresas como Petrobras e Magazine Luiza, por exemplo, são empresas cujo preços oscilam de acordo com eventos externos, mostrando como as expectativas podem se desconectar dos fundamentos. Aqui, o método não apenas ajuda a ler o presente, mas a preparar o terreno para o futuro.



## 2.7 Uma Reflexão Teórica entre a Ciência e a Arte

Se o *Reverse DCF* fosse uma obra de arte, seria um quadro de Monet: à distância, uma imagem clara das expectativas do mercado; de perto, pinceladas de incerteza, intuição e julgamento. Mauboussin não o chama de “arte” à toa, diferentemente da precisão mecânica de um modelo matemático puro, o método exige praticamente um ouvido atento a sinfonia do mercado e um olhar sensível às nuances da realidade empresarial. É como tocar jazz: há uma estrutura, mas o improviso é essencial. O investidor deve saber quando seguir a partitura dos números e quando deixar a melodia da intuição guiá-lo.

Esse dualismo se conecta a correntes teóricas mais amplas. Das finanças comportamentais é herdada a ideia de que o mercado é humano, falível, movido por esperanças e medos que nem sempre refletem a razão; da teoria do mercado eficiente toma emprestado o respeito pelo preço como ponto de partida, mas rejeita a fé cega em sua perfeição; e da administração estratégica, absorve a necessidade de alinhar visão interna com percepções externas. O *Reverse DCF* não é, portanto, apenas uma ferramenta prática, é um convite a repensar como vemos o valor: uma ponte entre o cálculo frio e o calor da interpretação.

## 2.8 Síntese e Preparação para a Prática

Ao final deste mergulho teórico, o *Reverse DCF* se revela como um farol em meio à neblina dos mercados. Ele nos ensina que o preço de uma ação é mais do que um número, é uma história contada pelo coro dos investidores, cheia de promessas, suposições e, às vezes, equívocos.

Decifrar essa história exige técnica, que é o domínio do fluxo de caixa reverso (*Reverse DCF*), a escolha de uma taxa de desconto, mas também poesia: a capacidade de ouvir o que não é dito, de enxergar além do óbvio. O método nos lembra que o rosto do mercado muda e cabe a nós acompanharmos suas transformações.

Essa base teórica prepara o terreno para uma aplicação prática simplificada que será explorada adiante. Não se trata de calcular cada nota dessa sinfonia, mas de captar sua essência – um exercício que, mesmo em escala reduzida, reflete o



poder da teoria do *Expectation Investing*, como guia para decisões em um mundo incerto.

## 2.10 Aprofundando as Implicações: Um Olhar para o Futuro

O *Reverse DCF* não se limita a decifrar o presente, para o gestor é como segurar um mapa desenhado pelo próprio mercado: ao compreender o que os preços esperam, ele pode alinhar estratégias para superar essas expectativas ou corrigir rumos que o mercado talvez tenha superestimado. Imagine uma empresa cujo preço sugere um crescimento de lucros, mas cuja operação murmura apenas o sussurro da estabilidade, o administrador, armado com essa leitura, pode investir em inovação ou eficiência para transformar esse sussurro em um grito ou, ao menos, evitar promessas que não pode cumprir.

Para o investidor, o método se dá como um jogo de xadrez contra o mercado, cada preço é uma jogada do adversário, carregada de intenções e suposições. O *Expectation Investing* ensina a estudar o tabuleiro, a antecipar os próximos lances e a explorar os erros do oponente. Em um mercado como o brasileiro, onde a inflação, os juros e as políticas públicas movem as peças em direções imprevisíveis, essa habilidade é praticamente um objetivo dom quixotesco, uma luta contra moinhos de vento que, com a estratégia certa, revela tesouros escondidos.

Vinícius de Moraes já cantava que a gente vai contra o vento, não há tempo que volte atrás, o *Expectation Investing* é essa bússola contra o vento, guiando decisões em meio ao fluxo do tempo. (MORAES, 1992)

## 2.11 Encerramento Teórico: A Arte como Horizonte

Ao encerrar a exploração teórica deste trabalho, fica claro que o método que abordamos é transcendente a mera análise financeira. Ele é uma dança entre o tangível e o intangível, entre o que os números dizem e o que os silêncios do mercado escondem. Assim como o pintor impressionista captura a luz em pinceladas fugazes, o investidor que adota esse método captura as expectativas em instantes de *insight*. Não é uma ciência exata, mas uma arte em evolução – um chamado de ouvir o que o mercado canta e responder com uma melodia própria.



Essa base teórica, rica em reflexões e fundamentos, estabelece o palco para uma aplicação prática, para ilustrarmos o potencial do método. Se o preço de uma ação é um poema escrito pelo mercado, o *Expectation Investing* nos ensina a lê-lo, verso por verso, e encontrar beleza ou falhas em suas rimas. Com isso, antes de passarmos ao método que guiará essa leitura prática, trazendo à tona o que a teoria apenas sugeriu, comentamos brevemente sobre as limitações e desafios do método.

## 2.12 Limitações e Desafios

Apesar de sua aplicabilidade, o *Reverse DCF* não é uma varinha mágica, como toda arte, exige prática e sensibilidade, e nem todos os quadros que pinta são perfeitos. Uma limitação, está na dependência de uma taxa de desconto precisa, o WACC (custo médio ponderado de capital), por exemplo, pode variar dependendo de suposições sobre risco ou custo de capital e um pequeno erro aqui distorce a leitura das expectativas. Além disso, o método assume que o preço de mercado é um ponto de partida confiável, mas, como cantava, "*the times, they are a-changin*", em momentos de euforia ou pânico, os preços podem se desconectar temporariamente da lógica, tornando a "leitura" mais turva. (Bob Dylan, 1964)

Outra crítica vem de quem vê o método como um espelho das finanças comportamentais, mas sem a profundidade psicológica. Enquanto reconhece que o mercado erra, o *Reverse DCF* foca mais em explorar esses erros do que em explicá-los. Para alguns, isso o torna uma abordagem teórica completa e mais uma ferramenta pragmática. Ainda assim, é exatamente esse pragmatismo que o faz brilhar: como um farol na névoa, ele não elimina a incerteza, mas guia o investidor através dela.

## 3. Metodologia

### 3.1 Abordagem e Justificativa

Este trabalho adota uma abordagem híbrida que combina pesquisa bibliográfica com uma análise prática ilustrativa em consonância com o objetivo de explorar o *Expectation Investing* sob uma perspectiva não apenas teórica. A escolha



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

por essa metodologia reflete a essência do próprio método de Mauboussin: uma base sólida de conceitos, como notas de uma partitura que sustentam uma aplicação que dá vida à teoria, ainda que em acordes simples.

A pesquisa bibliográfica, fundamentada em obras como *Expectation Investing: Reading Stock Prices for Better Returns* e artigos complementares, permitiu construir um arcabouço teórico que ocupa o cerne deste estudo. (Mauboussin; Rappaport, 2021).

A parte prática, por sua vez, será qualitativa e ilustrativa, evitando cálculos complexos que demandariam um escopo muito maior. O foco não é replicar o rigor quantitativo do método, que exige projeções detalhadas e granulares da receita, taxas de desconto, custos etc.

### 3.2 Procedimento e Escopo

Para a análise ilustrativa, será selecionada uma empresa dinamarquesa listada na bolsa de Copenhagen e na NYSE (bolsa de Nova Iorque), como a Novo Nordisk, devido à revolução em seu setor que a empresa entregou nos últimos tempos. O procedimento seguirá os princípios do *Expectation Investing* de forma simplificada:

- identificar o preço atual da ação e as expectativas implícitas, qualitativamente inferidas a partir de relatórios financeiros, relatórios de bancos *sell side* ou *buy side*, além de tendências de mercado;
- comparar essas expectativas embutidas pelo mercado no preço da ação com fundamentos reais, como crescimento recente, margens operacionais e capacidade de crescimento, conforme balizado na realidade concreta;
- concluir se há de fato qualquer tipo de desalinhamento que sugira uma sobrevalorização ou uma subvalorização sem recorrer a cálculos numéricos exaustivos e complexos.

## 4. Aplicação Prática Ilustrativa

### 4.1 Contexto da Novo Nordisk e o Preço como Narrativa



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

A Novo Nordisk é uma empresa farmacêutica dinamarquesa líder em tratamentos para diabetes, obesidade e doenças endócrinas. Fundada em 1923, a companhia desenvolve medicamentos inovadores como a semaglutida (Ozempic e Wegovy). Seu crescimento recente tem sido impulsionado pela alta demanda por terapias para controle de peso e diabetes.

Em 9 de março, o preço da ação da Novo Nordisk (NVO) estava em US\$ 87,17, segundo dados da NYSE, após uma queda de 0,4% do início do ano até aquela data. Seu valor de mercado hoje (09/03) se encontra em US\$ 291,7 bilhões, sustentado por uma trajetória de inovação em GLP-1.

O *Reverse DCF*, nos convida a decifrar essa narrativa: o que o mercado sussurra com esse preço? Uma sinfonia de crescimento contínuo puxada pela demanda por tratamentos de obesidade ou um lamento de incertezas diante de desafios recentes? Desmontaremos essa melodia, verso por verso.

#### 4.2 Lendo as Expectativas Implícitas

Com receita de DKK 290,4 bilhões (aproximadamente US\$ 41 bilhões) em taxas de câmbio constante, conforme o relatório anual da Novo Nordisk, nas projeções feitas, é possível projetar um preço alvo para a empresa de US\$ 157,00 sugerindo um *upside* de cerca de 80%. Nesse cálculo conservador aplicado a empresa, pode-se imaginar que a companhia terá um crescimento de 10% a.a. para os próximos cinco anos, mesmo quando olhamos para o crescimento histórico dos últimos anos, que gira em torno de 18% de média. Esses resultados foram impulsionados por produtos como Ozempic e pela aquisição de plantas da Catalent para aumentar a capacidade de produção do Wegovy.

#### 4.3 Comparando com os Fundamentos

A Novo Nordisk reportou um *EBITDA* de DKK 129 bilhões em 2024, um crescimento de 29% em comparação com o ano anterior, findando aquele ano com uma margem operacional de 44%. O segmento de GLP-1 para obesidade cresceu 53%, mas a empresa enfrenta desafios: restrições de fornecimento do Wegovy e concorrência crescente da Eli Lilly com seu medicamento Mounjaro.



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

Conforme a demonstração a seguir, nosso modelo de *Reverse DCF* implica que o mercado está projetando um crescimento de apenas 9% para os próximos cinco anos, mesmo a empresa tendo uma média de 18% nos anos anteriores. A empresa segue demonstrando um crescimento sólido com o *guidance* para 2025 apontando um crescimento entre 16-24% em suas receitas:

Figura 1: Modelo do Reverse DCF

| Reverse DCF Model             |                     |           |           |           |           |           |
|-------------------------------|---------------------|-----------|-----------|-----------|-----------|-----------|
| (\$ in millions)              | Year 2024           | Year 2025 | Year 2026 | Year 2027 | Year 2028 | Year 2029 |
| Revenue                       | \$41.014            | \$44.705  | \$48.729  | \$53.114  | \$57.895  | \$63.105  |
| % Growth Rate                 | % 5-Years CAGR 9,0% | 9,0%      | 9,0%      | 9,0%      | 9,0%      | 9,0%      |
| EBIT                          | \$21.737            | \$23.694  | \$25.826  | \$28.151  | \$30.684  | \$33.446  |
| % EBIT Margin                 | 53,0%               | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     | 53,0%     |
| Less: Taxes                   | (4.347)             | (4.739)   | (5.165)   | (5.630)   | (6.137)   | (6.689)   |
| % Tax Rate                    | 20,0%               |           |           |           |           |           |
| NOPAT                         | \$17.390            | \$18.955  | \$20.661  | \$22.520  | \$24.547  | \$26.757  |
| % NOPAT Margin                | 42,4%               | 42,4%     | 42,4%     | 42,4%     | 42,4%     | 42,4%     |
| Plus: D&A                     | (1.214)             | (1.214)   | (1.596)   | (1.812)   | (2.057)   | (2.297)   |
| Less: Capex                   | (3.827)             | (5.463)   | (3.991)   | (4.530)   | (4.730)   | (3.905)   |
| Less: Change in NWC           | (2.554)             | (1.152)   | (1.323)   | (1.456)   | (1.601)   | (1.761)   |
| Free Cash Flow to Firm (FCFF) | \$9.795             | \$11.126  | \$13.750  | \$14.723  | \$16.160  | \$18.793  |
| Discount Factor               | % WACC 9,9%         | 1,0       | 2,0       | 3,0       | 4,0       | 5,0       |
| Present Value of FCFF         |                     | \$10.124  | \$11.385  | \$11.092  | \$11.077  | \$11.722  |

Fonte: Autor

Figura 2: Taxa de crescimento implícita pelo mercado

| Share Price Calculation         |         |
|---------------------------------|---------|
| Diluted Shares Outstanding (mm) | 3.444   |
| Implied Share Price             | \$88,48 |
| Current Market Share Price      | \$87,17 |
| Implied Growth Rate             | 9,0%    |

Fonte: Autor

#### 4.4 Avaliação do Desalinhamento

O preço de US\$ 87,17 parece subestimar o potencial da Novo Nordisk, dado seu domínio em GLP-1 e os US\$ 41 bilhões em vendas anuais. Como um quadro de Monet, cujas cores suaves escondem uma profundidade vibrante, os fundamentos da empresa sugerem resiliência: a demanda por Ozempic e Wegovy segue forte e a aquisição da Catalent promete aliviar gargalos na produção.

O mercado pode estar, todavia, penalizando a empresa por incertezas no curto prazo, como: concorrência crescente – mesmo sendo de conhecimento que a



empresa detém uma patente de longo prazo –, pressão nos custos dos insumos e regulamentações governamentais.

Se as expectativas implícitas no preço atual são de um crescimento moderado, os fundamentos cantam uma melodia mais confiante, indicando uma subvalorização da empresa. A Novo Nordisk avança, mesmo sob pressões passageiras e ventos contrários.

#### 4.5 Reflexão sobre a Aplicação

Essa análise simplificada ilustra o poder do *Expectation Investing*: transformar o preço em uma história e confrontá-la com a realidade. A Novo Nordisk, com sua trajetória de inovação, mostra como o método pode revelar valor onde o mercado hesita. Nesse sentido, o *Expectation Investing* não é uma ciência exata, mas uma arte, um exercício de ouvir o que o mercado sussurra e responder com discernimento.

#### 5. Conclusão

O *Expectation Investing*, como desvendado ao longo deste trabalho, é mais do que uma metodologia financeira, é um convite para enxergar o mercado com os olhos de um poeta e a precisão de um estrategista. Mergulhamos em seus fundamentos teóricos explorando as maneiras como Michael Mauboussin transforma o preço de uma ação em um espelho das expectativas coletivas, um reflexo onde se projetam sonhos, temores e suposições do futuro. (MAUBOUSSIN, 2012).

Diferentemente das abordagens tradicionais, que tentam prever o futuro com réguas e compassos, esse método nos ensina a ouvir o presente, a decifrar o que já está escrito nas entrelinhas dos números. Como um músico que afina seu instrumento ao som do vento, o investidor ajusta suas decisões à melodia que o mercado canta, encontrando harmonia onde outros veem apenas ruído.

A fundamentação teórica revelou os pilares dessa arte: o preço como ponto de partida, *Reverse DCF* como ferramenta de tradução e a comparação crítica entre expectativas e realidade como chave para desvendar valor. (MAUBOUSSIN; RAPPAPORT, 2021).



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

Em um mundo onde a volatilidade é a única constante – das crises globais às revoluções tecnológicas -, o *Expectation Investing* se destaca por sua simplicidade elegante e sua capacidade de iluminar o invisível. Ele nos lembra das palavras de Fernando Pessoa, quando o poeta escreveu que o mar é o que nos resta, e as expectativas são o vasto oceano que navegamos na busca por sentido financeiro. Não há apenas uma técnica, mas uma filosofia que desafia a rigidez dos modelos tradicionais, trazendo à tona o que Heráclito já sabia: onde nada é permanente, exceto a mudança. A aplicação prática da Novo Nordisk trouxe essa teoria ao palco da realidade, ainda que em sutis pinceladas. O preço de US\$ 87,17 em 9 de março de 2025 frente as vendas anuais de DKK 290,4 bilhões e um futuro promissor em GLP-1, sugeriu um mercado hesitante diante de uma empresa resiliente. (PESSOA, 1934)

Se o preço era um verso de dúvida, os fundamentos entoavam um refrão de confiança: o crescimento de 26% em 2024, liderado por Ozempic e Wegovy e a expansão estratégica com a aquisição da Catalent apontam para uma trajetória sólida. O mercado, porém, parece soprar ventos de cautela, seja pela concorrência ou por gargalos na produção, mas os fundamentos seguem sólidos.

Para a Administração, as implicações do método são um farol em águas turbulentas. Gestores podem usá-lo como um mapa desenhado pelo mercado, alinhando estratégia ao que os preços esperam ou desafiando essas expectativas com realidade concreta. No caso da Novo Nordisk, entender que o mercado subestima seu potencial poderia levar a investimentos em comunicação ou capacidade produtiva, transformando o sussurro de seus números em um grito de valor.

Para investidores, é uma bússola contra a oportunidade onde o coro do mercado desafina, como um jazz que exige improvisação e ousadia. Em contextos como o brasileiro, onde oscilações econômicas e políticas movem as peças do tabuleiro financeiro, o método oferece uma lente para separar o efêmero do essencial.

Esta jornada é apenas o prelúdio de reflexões mais amplas. Pesquisas futuras poderiam explorar o *Expectation Investing* com análises quantitativas detalhadas, aplicando-o a setores diversos ou comparando-o em mercados emergentes versus desenvolvidos. É possível também investigar como vieses comportamentais tão bem



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

descritos por Kahneman e Tversky, moldam as expectativas que o método busca decifrar. (KAHNEMAN; TVERSKY, 1979).

Por ora, este trabalho deixa um legado singelo: a ideia de que o preço de uma ação não é apenas número, mas uma história cheia de promessas, falhas e silêncios que cabe a nós interpretarmos.

Desse modo, o *Expectation Investing* se configura como uma ponte entre a ciência dos cálculos e a arte de intuição, uma dança que não teme o caos, mas o abraça. Como Nietzsche provoca: “[...] é preciso ter caos dentro de si para dar à luz uma estrela dançante”, e este método é essa estrela, um brilho que nasce da tensão entre o esperado e o material. (NIETZSCHE, 2011, p16).

Encerramos com uma provocação: o mercado muda seu rosto a cada dia e cabe a nós, aprendizes dessa arte, lê-lo com olhos atentos.

## REFERÊNCIAS

CFA INSTITUTE. **Book Review:** Expectations Investing by Michael Mauboussin and Alfred Rappaport. Blogs CFA Institute, 14 jan. 2022. Disponível em: <<https://blogs.cfainstitute.org/investor/2022/01/14/book-review-expectations-investing/>>. Acesso em: 6 mar. 2025.

DAMODARAN, Aswath. **Equity Risk Premiums (ERP):** Determinants, Estimation and Implications. The Review of Finance, [S.l.], 2016. Disponível em: <<http://people.stern.nyu.edu/adamodar/pdfiles/papers/ERP2016.pdf>>. Acesso em: 6 mar. 2025.

DYLAN, Bob. The Times They Are A-Changin’. In: DYLAN, Bob. **The Times They Are A-Changin’** [álbum]. New York: Columbia Records, 1964.

EXPECTATIONS INVESTING. **Expectations Investing:** A Unique Approach to Stock Valuation. Disponível em: <<https://www.expectationsinvesting.com>>. Acesso em: 8 mar. 2025.

HERÁCLITO. **Fragmentos.** Tradução de Emmanuel Carneiro Leão. In: OS PENSADORES: Pré-Socráticos. São Paulo: Abril Cultural, 1973.



## FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

### FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

INVESTING.COM. **Novo Nordisk A/S (NVO) Historical Data**. Disponível em: <<https://www.investing.com/equities/novo-nordisk-as>>. Acesso em: 8 mar. 2025.

KAHNEMAN, Daniel; TVERSKY, Amos. **Prospect Theory: An Analysis of Decision under Risk**. *Econometrica*, v. 47, n. 2, p. 263-291, 1979. Disponível em: <<https://www.jstor.org/stable/1914185>>. Acesso em: 8 mar. 2025.

MAUBOUSSIN, Michael J. **The True Measures of Success**. Harvard Business Review, Boston, out. 2012. Disponível em: <<https://hbr.org/2012/10/the-true-measures-of-success>>. Acesso em: 8 mar. 2025.

MAUBOUSSIN, Michael J. **What You See and What You Get: The Expectations Game**. [S.l.]: Credit Suisse, 2015. Disponível em: <<https://www.credit-suisse.com/media/assets/private-banking/docs/us/what-you-see-and-what-you-get.pdf>>. Acesso em: 9 mar. 2025.

MAUBOUSSIN, Michael J.; RAPPAPORT, Alfred. **Expectation Investing: Reading Stock Prices for Better Returns**. New York: Columbia University Press, 2021.

MORAES, Vinicius de. **O Haver**. In: MORAES, Vinicius de. *Antologia Poética*. São Paulo: Companhia das Letras, 1992.

NASDAQ. **Novo Nordisk A/S (NVO) Stock Price**. Disponível em: <<https://www.nasdaq.com/market-activity/stocks/nvo>>. Acesso em: 9 mar. 2025.

NIETZSCHE, Friedrich. **Assim Falou Zaratustra**. Tradução de Paulo César de Souza. São Paulo: Companhia das Letras, 2011.

NOVO NORDISK A/S. **Annual Report 2024**. [S.l.]: Novo Nordisk, 2025. Disponível em: <<https://www.nvonordisk.com/investors/annual-report.html>>. Acesso em: 9 mar. 2025.

PESSOA, Fernando. **Mar Português**. In: PESSOA, Fernando. *Mensagem*. Lisboa: Parceria António Maria Pereira, 1934.



FUNDAÇÃO EDUCACIONAL DE FERNANDÓPOLIS -

FACULDADES INTEGRADAS DE FERNANDÓPOLIS - FIFE

RAPPAPORT, Alfred. **The Economics of Short-Term Performance Obsession**. Financial Analysts Journal, v. 61, n. 3, p. 65-79, 2005. Disponível em: <<https://www.cfainstitute.org/doi/10.2469/faj.v61.n3.2729>>. Acesso em: 9 mar. 2025.