



VALUATION: a origem e os métodos de avaliação de empresas, com ênfase no modelo de múltiplos

Gabriel Lima Macedo
Graduando em Ciências Contábeis – Uni-FACEF

Gabriel Pereira de Souza
Graduando em Ciências Contábeis – Uni-FACEF

Pedro Henrique Lameirão Fernandes
Graduando em Ciências Contábeis – Uni-FACEF

Orientador: Prof. Dr. André Luís Centofante Alves
Doutor - FCHS/UNESP

Resumo:

O presente artigo tem como escopo adentrar nas minúcias da avaliação de empresas, abordando sua história e criação, bem como as principais metodologias utilizadas para sua aplicação prática, de forma a expor como se dava a tomada de decisão desde os primórdios até surgimento de técnicas e orientações aprimoradas de avaliação. O presente estudo tem como objetivo expor detalhadamente as principais características dos métodos utilizados na avaliação, sendo eles, o de valor patrimonial, valor de mercado, fluxo de caixa descontado e o de avaliação por múltiplos, com devida ênfase ao último. Para que se torne possível a análise quanto aos desdobramentos desse estudo e como meio de atingir os objetivos propostos, a metodologia utilizada será qualitativa, vez que se faz uma observação quanto aquilo que foi abordado no decorrer deste artigo, buscando a compreensão dos fenômenos já existentes, tomando como base lógica para orientação o método de abordagem dedutiva. Partir-se-á da formulação de bases legais e princípios gerais, buscando posições científicas que sustentem a conclusão específica quanto ao presente tema, demonstrando a importância e a necessidade do *Valuation* para as negociações, fusões, incorporações e cisões.

Palavras-chave: *Valuation*, Valor Patrimonial, Múltiplos ou Avaliação Relativa, Fluxo de Caixa Descontado.

Abstract:

The present article has the purpose to go into the details of company valuation, by showing the history and creation as well as the main methodologies used for its practical application, in order to expose how decision making took place from the earliest days until the emergence of improved assessment techniques and guidelines. The present study aim is to explain in detail the main characteristics of the methods used in the valuation, namely, the equity value, discounted cash flow and the valuation by multiples, with due emphasis on the latter. In order to make possible the analysis of the consequences of this study and as a means of achieving the proposed objectives, the methodology used will be qualitative, since it is made an



observation as to what was approached during this article, seeking to understand the existing phenomena, taking as a logical basis for guidance the deductive approach method. It will start from the formulation of legal bases and general principles, seeking scientific positions that support the specific conclusion on this subject, demonstrating the importance and necessity of Valuation for negotiations, mergers, incorporations and divisions.

Key- Words: Valuation, Asset Value, Multiples or Relative Valuation, Cash Flow.

Submissão: 30/08/2019

Aprovação:

1 Introdução

O presente artigo, tem como escopo principal demonstrar detalhadamente a importância do processo de avaliação de empresas, ou seja, o *Valuation*, para as negociações, fusões, incorporações e cisões, com enfoque nos principais métodos utilizados para sua concretização, em especial, o modelo de múltiplos, inclusive, trazendo à baila o já realizado processo de avaliação da empresa Farben, efetivado por Juliano Graff, no ano de 2013.

Sendo ainda, importante minuciar que entre os principais métodos utilizados na avaliação de empresas estão o de valor patrimonial, valor de mercado, fluxo de caixa descontado e o de avaliação por múltiplos. Iniciando-se sua demonstração com a contextualização histórica do *Valuation*, expondo em seguida de forma breve os principais temas correlatos ao assunto e necessários ao seu entendimento, quais seja, valor, preço e custo, finalizando, como acima mencionado, com a explanação do tema e suas características primordiais.

A elaboração deste artigo terá como base a utilização de artigos científicos e interpretação doutrinária, bem como a análise de blogs e revistas científicas que abordem o tema em evidência.

Para que se torne possível a análise quanto aos desdobramentos do presente estudo e como meio de atingir os objetivos aqui propostos, a metodologia utilizada será quanti-qualitativa, vez que se faz uma observação quanto àquilo que foi abordado no decorrer deste Artigo, buscando a compreensão dos fenômenos já existentes, tomando como base lógica o método de abordagem dedutiva.

2 Contexto histórico



Antes da quebra da bolsa de valores de Nova York, ocorrida na crise 1929, não se pensava em avaliar uma empresa, saber qual o seu justo valor. A maioria dos investidores negociavam suas ações de empresa pelo achismo, ou até mesmo seguindo conceitos da Teoria de Dow, a qual consistia, de forma simples, em um conjunto de hipóteses e teoremas, surgida no final do século 19, posteriormente aperfeiçoada por William Hamilton e articulada por Robert Rhea.

A primeira hipótese é de que a manipulação da tendência principal de certa ação não é possível, apenas movimentos secundários e curtos, de algumas horas a algumas semanas, podem ser propensos a manipulação.

A segunda hipótese é de que o mercado reflete todas as informações que são disponíveis, pois tudo que é conhecido se traduz nos preços. Sendo assim, os preços se traduzem em todas as esperanças, medos e expectativas dos participantes do mercado. Até mesmo oscilações nas taxas de juros, projeções de receitas, eleições presidenciais e inovações já são precificadas pelo mercado, refletindo positiva ou negativamente nos preços das ações.

Por fim, Hamilton e Dow de imediato assumem que a Teoria de Dow não é um meio infalível para ganhar dinheiro no mercado, mas sim como um conjunto de diretrizes para ajudar na análise do mercado pelos seus participantes.

Insta salientar que neste momento pretérito em que prevaleciam análises sem grandes embasamentos, não havia uma estrutura de avaliação de empresa voltada para o viés fundamentalista, ou seja, avaliar uma empresa de acordo com a situação financeira, mercadológica e até mesmo política, com base no uso de dados econômicos, indicadores de mercado financeiro, balanços e resultados das empresas, além de métodos próprios a fim de identificar perspectivas e oportunidades de mercado.

Finda a crise, Benjamin Graham e David Dodd, lançaram o livro *Security Analysis*, no qual criaram um método de avaliação de empresas através de seus números, balanços e demonstrativos financeiros, sendo considerado, naquela época, um manual de como se investir em empresas.

Posteriormente, Philip Fischer, hoje considerado uma lenda nos investimentos e mentor do atualmente famoso Warren Buffett, iniciou uma abordagem diferente de seus antecessores, que buscavam avaliar as empresas através de uma visão quantitativa, olhando somente os números da empresa. Ele propõe uma abordagem qualitativa, buscando estabelecer quais são as metas da empresa, seu corpo de gestão e se ela tem vantagens competitivas com outras do mesmo setor.

Através dos citados autores iniciou-se a avaliação de empresa, surgindo, então, vários investidores com outras propostas. Ganhando relevo, nas últimas décadas, Warren Buffett, também conhecido como Oráculo de Omaha, sendo atualmente um dos homens mais ricos do mundo. Sua fortuna foi construída através de ações, tendo o mesmo começado a investir aos 6 (seis) anos de idade, controlando hoje todo seu patrimônio através de sua empresa Berkshire Hathaway.

Buffett teve influência direta de Philip Fischer, priorizando a parte qualitativa da empresa e, só posteriormente, mesclando-as com as técnicas de



Graham/Dodd, procedendo com a análise de números e demonstrações específicas da empresa, bem como a gestão, participação do mercado, métricas intransigentes e influência das empresas no mercado se comparada a empresas do mesmo setor.

Atualmente, Buffet é um exemplo de investidor, salientando a essencialidade da avaliação de empresas na construção de um patrimônio, principalmente quando o assunto é investimento.

3 Valor e preço do ativo

O *Valuation*, ou Avaliação de Empresa, nada mais é que o processo por meio do qual busca-se estimar o valor real de um negócio, ou ainda, seu valor intrínseco, de forma a projetar o valor de suas ações para um momento futuro. Inicialmente, para que seja possível uma contextualização do tema aqui discutido, é necessário esclarecer que existe uma considerável diferença entre valor, preço e custo, sendo de suma importância a delimitação dos referidos conceitos para compreensão do processo de avaliação de empresa (REIS, 2018).

O preço está intimamente ligado ao importe cobrado pelo vendedor de determinada mercadoria, serviço ou bem de capital, estando o comprador de comum acordo na realização da operação de venda e compra. Já valor, se perfaz em uma medida totalmente subjetiva e intimista, ligada à utilidade ou benefício que o indivíduo julga obter com a aquisição de determinado bem ou serviço. Enquanto o custo é o montante despendido em dinheiro na aquisição de uma mercadoria, serviço ou bem de capital (REIS, 2018).

Nesse interim, o processo de avaliação de uma empresa consiste na averiguação de seu valor econômico, ou ainda, mais precisamente, no valor que expresse o potencial de futura geração de riqueza da empresa. Apesar do *Valuation* se consignar em uma técnica subjetiva de análise, é uma ferramenta extremamente proficiente no cálculo estimativo do valor da empresa, ainda que de forma aproximada. Nesse cenário, é comum o surgimento de indagações quanto a delimitação do valor de uma empresa, podendo surgir em diversos momentos da vida de um investidor ou empresário, principalmente em situações como venda e compra de ações, na busca de um empresário por um aporte para sua empresa ou ainda, quando um sócio busca aumentar sua participação acionária (REIS, 2018).

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), existem grandes discussões quanto a relevância do valor da empresa para o acionista em relação a medidas como nível de desemprego, responsabilidades sociais e sustentabilidade. Os autores sustentam a ideia de que os administradores devem focar-se na criação de valor, e fundamentam dizendo que, na maioria dos países desenvolvidos, a influência dos acionistas predomina sobre os interesses da alta administração e que as economias que dão foco nos acionistas possuem melhor desempenho se comparados a outros modelos econômicos.



4 Métodos de avaliação

Dentre os vários métodos de avaliação existentes, quatro são mais conhecidos, sendo eles: valor de mercado, valor patrimonial, fluxo de caixa descontado e múltiplos. Possibilitando uma análise desde a forma mais simplificada até a mais sofisticada, precisa e com maior aceitação do mercado, conforme se expõe:

4.1 Valor de Mercado

VWAP (*Volume Weighted Average Price*), também conhecido como Valor de Mercado, é a média ponderada dos preços das ações pela quantidade de volume negociado na bolsa de valores.

Nesse método, é necessário definir um período histórico (1 mês, 5 meses ou 1 ano) e calcular a média ponderada do preço das ações no período selecionado e dividir pelo volume negociado no mesmo período.

Suas vantagens são a praticidade e a facilidade de ser calculado, também levando em consideração as perspectivas do mercado sobre os fluxos de caixa futuros da empresa. Por outro lado, suas desvantagens estão na limitação de ser utilizado apenas para avaliação de empresas de capital aberto, com ações com alta liquidez, além de demonstrar muita variação de valores no curto prazo e considerando que o mercado precifica de maneira justa os ativos (REIS, 2017).

Por exemplo, o valor de mercado de uma certa empresa pode ser representado pela cotação das suas ações, para podermos calcular o valor de mercado deveria ser consideradas as cotações em bolsa de cada tipo de ação e ponderadas pelas quantidades de cada tipo no capital da empresa.

Ações que vieram apresentando um histórico de valorização sustentável ao longo dos últimos 5 anos trazem ao investidor muito mais confiança e passa credibilidade ao seu cliente.

Pode-se comprar o preço de mercado à sua média, desde que os demais fundamentos possam ser atrativos aos olhos do investidor, momentos por exemplo que o preço estiver flutuando num patamar muito baixo pode ser uma indicação de sub valorização. Ao contrário disso, momentos em que o preço estiver acima da média poderia indicar uma sobrevalorização.

Mas uma decisão de investimentos em que se leva apenas a análise específica do gráfico de preços, não é uma decisão correta, porque a decisão deve ser tomada não só considerando dados gráficos, mas também levando em consideração dados reais e contábeis da empresa.



Buffett explica que o investidor deve investir em empresas cujo o negócio ele possa ter um melhor entendimento e com isso gerar lucros consistentes e que ao longo dos anos possa crescer baseado naquilo que foi planejado. (ROCHA, 2017)

O valor de mercado não leva em consideração as dívidas da empresa, não avaliando assim o risco financeiro que a mesma oferece.

Então como foi dito anteriormente o preço apesar de ser um fator importante e determinante não pode ser o primeiro indicador a ser avaliado quando for decidir uma compra ou uma venda das ações de uma empresa. E sim a avaliação da qualidade, do risco e da rentabilidade da empresa que deve ser o primordial até mesmo em relação às suas concorrentes.

Outro fator fundamental é que maior o mercado maior será sua concorrência, ou seja, quanto mais competitividade maior será seu trabalho em oferecer produtos e serviços em que se destaque e leve uma vantagem sobre o concorrente.

Seguindo essa linha pode ser falado sobre o potencial de precificação que tem tudo a ver com a relação de oferta e procura. Como o mercado se apresenta muito competitivo, preços muito altos podem reduzir sua base de clientes. Caso seja abaixo da média, seu público pode concluir que os seus produtos ou serviços apresentados são de baixa qualidade.

Já com um mercado ainda pouco desbravado, e sendo apresentado um serviço de alta qualidade e que agrade seu público alvo, sua empresa pode cobrar um preço mais alto de seus clientes. Ou seja, conclui-se que o tamanho do mercado é pequeno, então você pode partir com uma cobrança acima da média.

Para elucidar é necessário adentrarmos a um exemplo, suponhamos que seja identificado o potencial de precificação de um determinado negócio, para isso é necessário destacar alguns pontos importantes, com vista a manutenção do caixa positivo e de preferencia gerando lucros consideráveis, sendo eles:

- 1 – Projeção da margem de contribuição
- 2 – Projeção do Ponto de Equilíbrio
- 3 – Análise do Mercado
- 4 – Análise de Concorrência.

A análise de mercado exige muita atenção e muita disciplina, além do desenvolvimento de um trabalho em equipe dentro de cada empresa. É certo que, toda expansão empresarial merece muita cautela, até porque, os riscos são inúmeros.

4.2 Valor Patrimonial



Valor Patrimonial é um meio utilizado por investidores para realizações de suas respectivas análises em tempo real. Atrás do Valor Patrimonial pode se chegar uma conclusão do tamanho de um projeto a qual está sendo analisado. Mas usando tal método deve ficar atento pois existem algumas limitações de cálculo adaptadas à realidade contábil (REIS, 2017).

4.2.1 Forma de cálculo do Valor Patrimonial

O cálculo do valor patrimonial é simples e bem prático nada mais é do que o quociente entre o Patrimônio líquido dividido pelo numero de ações emitidas. Para deixar claro sobre o cálculo do valor patrimonial não tem nenhuma relação com o valor de mercado, ou seja, a ligação entre o valor patrimonial e o valor de mercado é nula, apresentando significativas diferenças um do outro.

4.2.2 Definição Valor Patrimonial

Para se analisar o valor patrimonial é necessário considerar-se os seguintes pontos:

1 – Questionar-se sobre qual vai ser o resultado da empresa? porque empresas com uma alta expectativa possuem um valor patrimonial bem abaixo em relação ao valor de mercado?

2 – Analisar de forma prudente as notas explicativas dos balanços das empresas com a intenção de descobrir dados importantes e detalhados sobre a mesma, ganhando certa vantagem em relação aos demais investidores.

3 – Qual o Valor Patrimonial futuro baseado nas premissas anteriores e qual o preço atual da ação.

Há um indicador que a grande maioria dos investidores usa para definir se a ação está cara ou barata, o P/VPA (Preço Sobre Valor Patrimonial). Ele representa uma divisão entre o valor patrimonial e o valor de mercado. É interessante mencionar também que, caso o resultado dessa divisão seja inferior a 1 (um) presume-se que o mercado está pessimista, por outro lado, caso o cômputo seja superior a 1 (um), a presunção é de que o mercado determinará resultados positivos em um momento futuro.

Vale destacar também que é necessário que o investidor entenda que o valor patrimonial se trata de uma medida apenas aproximada do valor real da empresa, vez que, em diversas ocasiões já foi possível aferir que esse valor é diverso daquele analisado em tempo real. Dessa for, o bom investidor deve estar atento a todos os dados referentes a empresa e com isso armazenar a maior quantidade possível de informação.

O valor patrimonial não pode ser visto de uma maneira isolada, ou mesmo como um fator determinante de uma venda ou compra de ativos. São raras as situações em que o valor da ação negociada é exatamente o mesmo do valor



patrimonial, isso se dá em decorrência da volatilidade do mercado, vez que nem sempre se recebe do mercado uma resposta positiva, sendo comum a negociação de ativos acima ou abaixo do VPA (Valor Patrimonial Dividido Pelo Número de Ações).

Cabe mencionar também que, em razão do patrimônio líquido ser o numerador no VPA (Valor Patrimonial Dividido Pelo Número de Ações), uma queda significativa do PL (Patrimônio Líquido) de uma certa empresa na variação de um trimestre para o outro, obviamente irá baixar a proporção do VPA (Valor Patrimonial Dividido Pelo Número de Ações), no preço de mercado da ação. O inverso também pode acontecer quando, diante de um aumento do PL (Patrimônio Líquido), haja o aumento do VPA (Valor Patrimonial Dividido Pelo Número de Ações).

Conclui-se assim que, ambos os casos servem como parâmetros para avaliar se uma ação está sobre ou subavaliada, de forma que, em momentos que o preço de mercado estiver alternando num patamar muito superior à média do VPA indicaria uma sobre avaliação e em momentos em que o preço de mercado estiver alternando num patamar mais próximo à média do VPA indicaria uma subvalorização.

Dessa forma, não se desconhece que o valor patrimonial pode ser uma medida apenas aproximada do real valor da empresa, sendo em muitos casos bastante distante da atual realidade, mas não perdendo sua importância, principalmente na proteção do patrimônio do investidor, salientando-se que deve ser realizado de forma racional, levando em conta todos os resultados da empresa sobre um contexto bem maior.

4.3 Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Martelanc, Pasin e Pereira (2009, p.14) “ O método do fluxo de caixa descontado está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixas estarão disponíveis para distribuição” Logo, o real valor que a empresa terá é estimado pelos montantes de recursos gerados em seu futuro e trazido para o valor presente a fim de calcular o seu retorno ao longo do tempo. Conforme Damodaran (2010) esse método é mais fácil de ser aplicado em empresas com fluxo de caixa positivos e que passam confiabilidade para estimativas futuras.

O fluxo de caixa descontado está num dos mais elevados níveis atendimento e com isso é modelo mais utilizado e o que traz uma análise mais detalhada a respeito de geração de riqueza e de caixa ao longo do tempo, usando perspectivas futuras de faturamento e riscos que envolvem a atividade e o tempo necessário para realizar a projeção, com a aplicações de valores confiáveis esse método se torna inigualável. A metodologia de fluxo de caixa descontado é comumente utilizada para bancos, fundos de investimentos, consultorias,



empresários e analistas para avaliarem o real valor da empresa para futuras vendas, fusões e aquisições.

Com essa metodologia é possível trazer para valor presente, o valor real da empresa projetado através dos fluxos de caixa futuro, utilizando a taxa de desconto e todos os custos para obtenção desse capital.

O Fluxo de Caixa descontado tem duas abordagens: o Fluxo de caixa descontado dos acionistas (FCFE) e o fluxo de caixa descontado para a empresa (FCFF), apresentando diferenças entre elas conforme abaixo demonstrado:

4.3.1 Fluxo de Caixa Descontado para Acionista

O fluxo de caixa para acionistas é representado pela diferença das entradas e saídas de recursos da companhia, em determinado período.

Segundo Damodaran (2012 p. 349), o fluxo de caixa para o acionista é o existente após pagamento das taxas tributárias, investimentos, pagamento de dívidas, despesas operacionais, despesas financeiras ou de quaisquer outros desembolsos de capital. Calculado através da fórmula: $FCFE = \text{Lucro Líquido} + \text{Depreciação} - \text{Desembolso de Capital} - \text{Capital de Giro} - \text{Amortização de Dívidas} + \text{Novas Emissões de Dívidas}$

4.3.2 Fluxo de Caixa Descontado para Empresa

O fluxo de caixa para empresa tem como principal objetivo calcular quanto vale a empresa tanto para seus acionistas quanto para seus credores. O valor da empresa é dado pelo seu valor de mercado, somado do valor da dívida financeira total. O capital utilizado para financiar as atividades da empresa deriva tanto de recursos próprios, quanto de terceiros. Dito isso, ao utilizar esse método, deve-se levar em consideração ambas fontes de recursos.

O Fluxo de caixa da empresa mostra a capacidade de gerar caixa e o seu real potencial de gerar lucro independente da sua forma de financiamento. Esse fluxo é o resultado dos abatimentos dos custos, despesas, investimentos, imposto de renda e variações de capital de giro da empresa.

4.3.2.1 WACC

Para a contabilidade, WACC é utilizado como um medidor de retorno de investimentos. A sigla em inglês significa *Weighted Average Capital Cost*, e na prática é o custo médio ponderado de uma empresa, que pode aumentar ou diminuir conforme seu beta e taxa de retorno sobre o PL variam. Qualquer fonte de capital ou títulos e dívidas de longo prazo estão inclusos no cálculo da taxa de desconto. Esse indicador é comumente utilizado pelos analistas para avaliar o valor dos investimentos e determinar quais deles devem ser escolhidos.



Dentro do fluxo de caixa descontado, é possível usar o WACC para calcular a taxa de desconto para fluxos de caixa futuros e assim derivar o valor presente líquido de um negócio.

Sendo assim, é possível dizer que o WACC é uma taxa mínima aceitável de retorno em um investimento. E como qualquer outro indicador, nunca deve ser usado como única alternativa na avaliação de um negócio ou investimento.

4.3.3 Ajustes no Fluxo de Caixa Descontado

De acordo com Damodaran (2010) para que não haja distorção na avaliação por meio do fluxo de caixa descontado, necessita-se que sejam feitos alguns ajustes nos seguintes cenários:

- No caso de companhias com fluxo de caixa negativo e receitas, sendo difícil a estimativa do fluxo de caixa, vez que existe a possibilidade de falência da empresa em estudo;

- Já as companhias com patentes ou ativos não utilizados, na análise pelo Fluxo de Caixa utilizam-se de todos os ativos da empresa capazes de gerar fluxo, desconsiderando do cálculo os que não são operados. Porém, ainda assim, serão incorporados ao valor da entidade (aplicando-se o mesmo às patentes);

- As companhias em processo de reestruturação, são mais difíceis de terem apurados os valores de fluxos de caixa futuros, isso porque, cada mudança na estrutura pode afetar o risco da empresa. Quando ocorrem essas mudanças, é necessário realizar sua incorporação no fluxo de caixa futuro projetado;

- Nas companhias cíclicas, por sua vez, o fluxo de caixa costuma acompanhar as tendências econômicas, o que dificulta a antecipação de uma recuperação econômica ou uma recessão;

- As companhias que são alvos de aquisições, necessitam que sejam consideradas as possíveis mudanças de gerência sobre o risco e o fluxo de caixa. Dessa forma, os efeitos dessas interferências devem ser considerados nas projeções futuras, tanto para fluxo de caixa como na taxa de desconto;

- Por fim, na companhia de Capital Fechado, a análise é feita por meio da estimativa do preço histórico da companhia, o que dificulta sua aferição, já que é necessário o acesso aos seus dados contábeis. Assim, uma possível solução, é a realização de compra de empresas que estejam listadas na bolsa de valores e atuem em setores próximos ou parecidos.

4.4 Múltiplos

Damodaran (1997, p. 617) relata que não há um modelo “melhor”. Existem evidências de que os analistas escolhem ou adequam seus modelos de avaliação de acordo com o setor da indústria da empresa avaliada (DEMIRAKOS; STRONG; WALKER, 2004). Entre os três principais modelos de avaliação de



empresas, destaca-se o de múltiplos, isto é, este modelo estima o valor de um ativo comparando-se sua precificação com outros ativos, normalmente empresas do mesmo segmento. Richardson, Tuna e Wysocki (2010, p. 417) realizaram uma pesquisa entre os analistas do mercado, revelando que os métodos mais comuns usados para avaliação são: múltiplos de lucro, fluxo de caixa descontado e múltiplos de patrimônio.

Alford (1992) estudou empiricamente a precisão do método de avaliação P/L (preço/lucro) quando empresas comparáveis são selecionadas com base na indústria, no risco e no crescimento de lucros. O autor sugere que a adoção de empresas do mesmo setor como comparáveis, minimizaria as diferenças contábeis que afetam o método, pois empresas de um mesmo setor tendem a adotar práticas contábeis similares.

Os principais múltiplos utilizados por analistas e considerados em estudos anteriores são P/L (preço/lucro), que é o “múltiplo mais empregado no Brasil”, onde o objetivo desse indicador é medir o prazo que o investidor terá o retorno do seu investimento. Trata-se de um modelo que compara o preço da ação dividido pelo o lucro, não utilizando o valor do dinheiro no tempo. P/PL (preço/patrimônio líquido), na qual o objetivo desse indicador é ver quanto o mercado está pagando sobre o patrimônio líquido da empresa. Utilizando o valor de mercado e o valor do patrimônio líquido da empresa. VP/A (valor patrimonial/nº total de ações), esse múltiplo mostra o real valor da empresa ao dividir seu patrimônio pelo número de ações da companhia. Bastante comum entre os analistas verificarem se uma empresa tem suas ações negociadas acima ou abaixo de seu VP/A, constatando respectivamente se as ações estão caras ou baratas se comparadas ao seu real valor.

Embora os múltiplos sejam intuitivos e de uso simples, também é fácil usá-los de forma errônea, advertem os autores. Ao empreender uma avaliação por múltiplos, de uma forma geral, o analista estruturará a avaliação em no mínimo três passos. Segundo a definição de Palepu, Healy e Bernard (2000), no primeiro passo definem-se os múltiplos a serem utilizados na análise. No segundo passo, é definido o conjunto de empresas comparáveis de mesmo setor, riscos e crescimento/geração de lucro e então se utilizam os dados dessas empresas para calcular os múltiplos a serem comparados na empresa-alvo.

Os múltiplos são ferramentas simples de avaliação de empresas, comumente usadas de forma conjunta com outras metodologias de avaliação. Esta metodologia ainda pode ser aplicada para mapear oportunidades de aquisição ou fusão de empresas. O intuito primário desta metodologia é descrever qual o valor de uma empresa, comparando-a com outras do mesmo setor. Dentre todos os indicadores de múltiplos, o mais comum em fusões e aquisições é o múltiplo de EBITDA, já para avaliar empresas de capital aberto o múltiplo mais utilizado é o múltiplo do Lucro Líquido.



O maior desafio é que as empresas podem ser muito diferentes, ainda dentro de um mesmo setor. Onde uma pode ter perspectiva de crescimento, necessidade de investimento ou qualquer fator diferente. Conseqüentemente, os múltiplos podem não refletir 100% a capacidade de geração de fluxo de caixa, nem os riscos destes fluxos, que por outras palavras são as medidas mais próximas do valor real de uma empresa.

Entretanto, os indicadores de múltiplos são a maneira mais simples de descrever o valor de uma ação, da venda ou aquisição de uma empresa. Justamente essa facilidade é o principal motivo dos múltiplos serem amplamente utilizados.

4.4.1 EBITDA

A sigla EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*), em português é conhecida como LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização), é um dos principais indicadores financeiros, representando os recursos que uma empresa gera a partir de suas atividades operacionais, desconsiderando impostos, juros, investimentos e atividades não recorrentes. O objetivo é descartar os efeitos dos financiamentos, decisões contábeis e eventos singulares, para metrificar com maior precisão a geração de recursos das operações.

Traduzido em poucas palavras, o cálculo do EBITDA é obtido através da soma do lucro operacional, depreciação e amortização. Apesar disso, o cálculo não é tão simples, pois no momento de negociação de uma empresa, deverá ser feito o ajuste ou normalização do EBITDA, levando em consideração o aumento no valor do EBITDA por conta de alguns fatores que devem ser eliminados do cálculo. Esses fatores são: i) despesas extraordinárias que não deverão se repetir no futuro; ii) despesas relacionadas a alteração no câmbio; iii) salários dos sócios contabilizados acima ou abaixo da media encontrada no mercado; iv) investimentos contabilizados como gastos e v) despesas com ações judiciais não recorrentes.

Dito isso, não há uma forma padronizada de calcular o EBITDA de uma empresa, sendo necessário a orientação de serviços especializados em assessoria financeira, voltada a área de aquisições e fusões de empresas.

4.4.1.1 Vantagens do uso do múltiplo de EBITDA

A simplicidade é a maior vantagem de avaliar uma empresa através dos múltiplos de EBITDA, sendo a maneira mais fácil de resumir um laudo completo de avaliação que inclui varias metodologias. Por conseguinte, a avaliação por múltiplos complementa outras metodologias de avaliação mais complexas.

4.4.1.2 Limitações do uso do múltiplo de EBITDA

Como explanado anteriormente, não há uma padronização nos cálculos de múltiplo de EBITDA, pois os mesmos devem ser ajustados ou normalizados de acordo com os fatores citados acima. Em contrapartida, dentro do



mesmo setor, existe uma dificuldade em encontrar companhias com as características precisamente iguais, como tamanho, endividamento e investimentos. Isoladamente o EBITDA não consegue abranger todas as informações de relevância para avaliar uma empresa, ainda que o cálculo matemático seja exato, não quer dizer que encontrará dois investidores dispostos a pagar o mesmo valor em uma empresa, dependendo muito de habilidades, experiências e momento de mercado.

4.4.2 Múltiplo de Lucro Líquido

Para avaliar empresas negociadas em bolsa, o múltiplo mais utilizado é o de Lucro Líquido (P/L – Preço/Lucro). O fundamento deste múltiplo é o de menor complexidade, onde o lucro ou prejuízo apurado pela empresa será apropriado pelos acionistas. Sendo assim, o múltiplo P/L é considerado um múltiplo do acionista, ao contrário do EBITDA que é um múltiplo da empresa.

Entretanto, não é aconselhável usar este múltiplo quando a empresa gera prejuízos ou tem lucros inferiores ao seu valor de mercado, como normalmente acontece em empresas tecnológicas como WhatsApp, Facebook, Google, Amazon, etc. Crescimento e risco da empresa também devem alterar o valor final do múltiplo, assim como juros maiores tendem a aumentar o P/L.

4.4.2.1 Cálculo do valor de uma empresa usando o múltiplo P/L

É possível exemplificar um caso onde um empresário é dono de uma empresa que atua no setor de geração, transmissão e distribuição de energia e o mesmo deseja saber o potencial valor de sua empresa. Considerando as empresas Eletrobrás e Cemig (B3: ELET6 e CMIG4) podem ser usadas como referências estão sendo negociadas com seus múltiplos de P/L de R\$ 3,51 e R\$ 4,92 respectivamente. O empresário poderá utilizar como múltiplo a média entre os dois múltiplos: $(3,51+4,92) / 2=4,21$.

Se sua empresa fechou seu último trimestre contábil, com um lucro líquido de 54 milhões, então o valor da empresa deveria ser de: $54 \times 4,21 = \text{R\$ } 227$ milhões aproximadamente.

4.4.2.2 Vantagens do uso do múltiplo de Lucro Líquido

Simplicidade é a maior vantagem do cálculo deste múltiplo, assim como a facilidade na obtenção de dados: basta escolher uma empresa que tenha capital aberto como referência e encontrar sua cotação por ação na B3 (Brasil, Bolsa e Balcão – antiga BM&FBovespa).

4.4.2.3 Desvantagens e limitações do uso do múltiplo de Lucro Líquido

A principal dificuldade desse múltiplo é sua volatilidade, uma vez que o P/L de empresas que negociam em bolsa de valores varia todos os dias.

Dito isso, comumente surgem dúvidas sobre qual preço e qual lucro deve ser usados para cálculo do múltiplo: valores do dia da avaliação, média dos últimos 30 dias ou a média do último ano.



Não há resposta certa ou errada a cerca dessa questão. Como exemplo, Benjamin Graham pregou a utilização dos lucros passados em seu livro “Investidor Inteligente”. Já Philip Fischer em “Ações comuns, lucros extraordinários”, defendia o contrário, com a utilização dos lucros futuros. Atualmente o mais utilizado são os lucros futuros.

Assim como a análise de EV/EBITDA, a avaliação pelo múltiplo P/L não leva em consideração fatores de relevância como vantagens competitivas da empresa, risco da empresa, volatilidade dos retornos, tamanho da empresa (empresas maiores costumam ter múltiplos maiores) e sua estrutura de capital, representando sua alavancagem financeira.

5 A diferença no resultado dos métodos na avaliação da empresa Farben S/A

Fundada em 1993, a Farben possui um parque fabril localizado em Içara (Santa Catarina), atualmente a empresa está dentro das 3 maiores produtoras de insumos para o setor de móveis do Brasil, produzindo materiais de excelente qualidade. Além do setor moveleiro, a empresa é responsável pelo desenvolvimento e produção de tintas e vernizes para setor automotivo, industrial e imobiliário, exportando seus produtos para grande parte dos países da América Latina.

O objetivo central desse capítulo é replicar um estudo feito por Juliano Graff, sócio da Master Minds e publicado no site da revista Exame em agosto de 2013 por Raquel Grisoto (2013). O intuito é apenas de demonstrar através do estudo realizado pelo autor, a diferença do valor da empresa Farben através dos métodos de avaliação de empresa Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação por Múltiplos e Valor Patrimonial.

5.1 Fluxo de Caixa Descontado

Considerado um dos métodos de avaliação mais utilizados, o fluxo de caixa descontado analisa a capacidade da empresa de gerar riqueza no futuro. Segundo Graff, conforme cita Raquel Grisoto em sua publicação (2013), quando maior o potencial de crescimento, maior o valor da empresa.

Entre os fatores que ajudam a compor o valor de uma empresa pelo fluxo de caixa, o de maior relevância é sua capacidade de geração de caixa, conhecido também como EBITDA (já explanado anteriormente neste artigo). Se a Farben conseguir realizar todas as ações previstas para os próximos quatro anos, o que inclui expandir as vendas para os setores automotivos, onde tem maior margem, sua geração de caixa será de aproximadamente 20 milhões de reais, 74% maior que 2011.

Esse valor é a base para estimar quanto a empresa estará valendo daqui a 5 anos. Porém, até chegar ao valor final, é necessário considerar diversas variáveis que influenciam de forma significativa no cálculo do valor. Como por exemplo: carteira de clientes diversificada, produção própria de matéria prima, aumento de vendas, rede de distribuição e qualidade na gestão.



Para fazer cálculo, primeiramente foram feitas estatísticas das receitas e dos custos da empresa em um determinado período, considerando inclusive fatores qualitativos. Do resultado, é subtraído o percentual de WACC (taxa de desconto – já explanado anteriormente neste artigo) como custo para trazer ao valor presente os valores que seriam obtidos no futuro.

Findo o cálculo, obteve-se através do método de fluxo de caixa descontado, o valor de R\$ 105 milhões de reais da empresa Farben.

5.2 Avaliação por Múltiplos

Como dito anteriormente, no método de múltiplos o valor da empresa é definido a partir de uma comparação com empresas com características semelhantes, geralmente de capital aberto. Segundo a Exame, a equipe de Graff tentou encontrar empresas que fossem semelhantes a Farben. No Brasil, não há empresas fabricantes de tintas semelhantes a Farben e com ações negociadas em bolsa, sendo assim, foi necessário buscar empresas de referência no mercado internacional como AkzoNobel, que no Brasil é dona das Tintas Coral e a americana Sherwin Williams.

Na época do estudo, o valor de mercado da Sherwin Williams era de 9,75 vezes seu EBITDA e da AkzoNobel era de 6,21 vezes. A partir disso, concluiu-se que o valor de mercado de uma fabricante de tintas fica entre 6,21 e 9,75 vezes seu EBITDA, na média 7,98 vezes.

Ao final do cálculo através dos múltiplos, a Farben tem um valor de 7,98 vezes seu EBITDA, projetado a 11,5 milhões de reais em 2011, o que resulta no valor da empresa em R\$ 91 milhões de reais.

Como dito anteriormente neste artigo, o método de avaliação por múltiplos é importante como referência, porém quando usados isoladamente é difícil para avaliar pequenas e medias empresas.

5.3 Valor Patrimonial

O valor patrimonial de uma empresa nada mais é do que a soma de todos seus ativos, incluindo imobilizados, equipamentos, dinheiro e seu estoque, descontada de suas dívidas e obrigações financeiras.

Entre seus imóveis, veículos, estoques e todos os ativos, a Farben soma na época R\$ 61 milhões de reais. Suas dívidas e compromissos com fornecedores, funcionários, impostos e outras instituições somavam R\$ 37 milhões de reais. É uma conta simples, com números que constam em balanço, afirma Graff.

Consequentemente, o valor patrimonial da Farben é de R\$ 24 milhões de reais na época em que foi feito o estudo. O resultado dessa metodologia tende a ser menor do que os demais, por não considerar receitas futuras da empresa. Trata-se de uma fotografia da empresa e é mais utilizado para negociação entre sócios, em uma eventual saída de um deles.



4 Considerações finais

O artigo apresentado discorreu os principais métodos de avaliação de empresas, caracterizando cada modelo e destacando suas vantagens e desvantagens.

O assunto explanado no artigo, além de complexo é verdadeiramente controverso, pois processos de avaliação de empresas trabalham com expectativas e valores subjetivos, em contrapartida, decisões judiciais devem ser fundamentadas em fatos, eventos e ocorrências objetivas.

Martins (2001) demonstrou claramente que o valor de uma empresa depende, essencialmente, dos benefícios líquidos que se poderá extrair desta empresa no presente e no futuro, mas, também conforme a jurisprudência predominante, ocorrências posteriores a data do evento, não afetam a apuração de haveres e, portanto, o valor da empresa apurado através dos métodos de avaliação.

Assim sendo, levando em consideração o assunto abordado, conclui-se que os métodos de avaliação auxiliam analistas e investidores a estimar um valor para o empreendimento. Porém, como enfatizado, nenhum dos métodos irá definir um valor preciso da empresa, pois todos possuem seus prós e contras.

Desta forma, cabe a quem está avaliando, a decisão de qual método mais adequado, levando em consideração as peculiaridades de cada método e características específicas da empresa alvo, pois a utilização de um método inadequado acarretaria em uma estimativa de valor incorreta.

Referências

ALFORD, A. W. **The effect of the set of comparable firms on the accuracy of the price-earnings valuation method.** Journal of Accounting Research. Disponível em: < <http://www.jstor.org/stable/2491093> >. Acesso em 30 jul. 2019.

BARONI, Marcos. **Valor Patrimonial – Conheça Este Indicador Antes de Investir.** Disponível em: <<https://fiis.com.br/valor-patrimonial/>>. Acesso em: 15 jul 2019.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas.** São Paulo: Mackon Books, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation.** New Jersey: Wiley, 2012. 938p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo.** 2 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.



FARBEN TINTAS. **Farben- Tintas: sobre a empresa.** Disponível em: < <http://www.farben.com.br/empresa> >. Acesso em 10 out. 2019

FREITAS, Renata. **Análise de Mercado em 10 passos: está na hora de sua empresa expandir?** Disponível em: <<https://www.treasy.com.br/blog/analise-de-mercado/>>. Acesso em 23 ago. 2019.

GRISOTTO, Raquel. **3 maneiras de calcular o valor de uma empresa.** Disponível em: <<https://exame.abril.com.br/pme/na-ponta-do-lapis/>>. Acesso em 26 ago. 2019.

INVEST, Capital. **Como calcular o valor de uma empresa para a venda por múltiplos.** Disponível em: < <https://www.capitalinvest-group.com/calculador-valor-empresa-venda-multiplos/>>. Acesso em 09 ago. 2019.

INVEST, Capital. **Em 10 passos: Avaliação de empresas para compra pelo fluxo de caixa descontado.** Disponível em: < <https://www.capitalinvest-group.com/avaliacao-de-empresas-compra-fluxo-de-caixa-descontado-dcf/> >. Acesso em 09 ago. 2019

INVEST, Capital. **Valuation. Como avaliar sua empresa para venda: 3 métodos de avaliação.** Disponível em: < <https://www.capitalinvest-group.com/valuation-avaliar-empresa/>>. Acesso em 09 ago. 2019.

MARTELANC, R; PASIN, R; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity.** São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresa: Da Mensuração Contábil à Econômica.** São Paulo: Atlas, 2001.

REBEL. **Saiba o que é valor patrimonial e como calculá-lo.** Disponível em: < <https://blog.rebel.com.br/saiba-o-que-e-o-valor-patrimonial-e-como-calcula-lo/>>. Acesso em 25 jun. 2019

REIS, Tiago. **Avaliação de empresas – conceitos ligados ao Valuation das companhias.** Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/avaliacao-de-empresas/> >. Acesso em 09 ago. 2019.

REIS, Tiago. **Fluxo de caixa descontado: uma estimativa de análise futura de uma empresa.** Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/fluxo-de-caixa-descontado/> >. Acesso em 10 ago. 2019.

REIS, Tiago. **Preço e valor: entenda de uma vez a diferença desses dois conceitos.** Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/preco-valor/> >. Acesso em 15 ago. 2019.

REIS, Tiago. **Valor patrimonial e sua leitura numa análise de fundamentos.** 2017. Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/valor-patrimonial/> >. Acesso em 13 ago. 2019.



REIS, Tiago. **Valor patrimonial por ação: Descubra o que é e como utilizar essa ferramenta.** 2018. Disponível em: < <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/valor-patrimonial-por-acao/> >. Acesso em 13 ago. 2019.

ROCHA, Andre. **A medida de avaliação que Warren Buffet aprova.** 2017. Disponível em < <https://www.estrategista.net/a-medida-de-avaliacao-que-warren-buffett-aprova/> >. Acesso em 10 ago. 2019

RUSSO, Felipe. **Séria Bolsa de Valores com Análise Fundamentalista 2: VPA e P/VP.** Disponível em: < <https://www.iniciantenabolsa.com/serie-analise-fundamentalista-2-vpa-e-pvp/> >. Acesso em 09 ago. 2019.

SANTIAGO, Helio; SCHWEIZER, Tomas. **Valor Patrimonial, Valor de Mercado e Enterprise Value.** Disponível em: < <https://capitalevalor.com.br/artigo.php?id=117> >. Acesso em: 23 ago. 2019.

(NOME, ANO. P. N°)