

e-book

# A importância do valor

Entenda o Valuation

# O que é valor?

O conceito mais básico e importante de valor é que ele é uma questão de percepção. Um ativo pode ter valor para um indivíduo e um valor diferente para outro. Quando o ativo em questão é uma empresa – uma operação – a variação deste valor pode ser mais abrangente ainda, e neste caso, um trabalho de Valuation tenta capturar qual seria o Valor Justo por este ativo.

Contabilmente, o Comitê de Pronunciamentos Contábeis - CPC define a mensuração do Valor Justo como sendo uma mensuração baseada em mercado e não uma mensuração específica da entidade e o objetivo desta avaliação é:

“...estimar o preço pelo qual uma transação não forçada para vender o ativo ou para transferir o passivo ocorreria entre participantes do mercado na data de mensuração sob condições correntes de mercado.”

Nem sempre o objetivo de uma avaliação é atender a algum pronunciamento contábil, porém a definição acima captura a expectativa de mercado que a maioria dos participantes buscaria. Afinal, de que vale um ativo no mercado que teve um custo alto de aquisição, se nos dias atuais ele é obsoleto? Se o objetivo da avaliação é entender quanto seu ativo vale no mercado, a percepção de que ele influencia em seu valor, assim como o momento econômico e mercadológico deste ativo.

## Como e porque avaliar

Ao entendermos que valor é uma questão de percepção, a primeira pergunta a ser respondida ao avaliarmos um ativo é: “qual o objetivo desta avaliação?”

A necessidade de um Valuation pode ter diversas finalidades, dentre uma transação de ações para venda de ativos (processo de fusão e aquisição), para o levantamento de capital através do aporte de investidores, contabilização de investimentos e para finalidade gerencial, como gestão da empresa direcionada ao aumento de valor. Os objetivos podem ser variados e para cada um deles há uma forma diferente em que o mercado possa enxergar valor em seu ativo. Por isso, é necessário identificar qual é o objetivo do Valuation, para



que se utilize do método mais apropriado em cada situação. Como a avaliação leva em conta parâmetros de mercado, cada uma pode possuir uma metodologia própria de avaliação. Porém, por via de regra, as metodologias são provenientes de três formas de avaliação.

- **Abordagem de Custo:** a abordagem de custo leva em consideração a reposição ou reprodução de um determinado ativo em uma empresa. Ela reflete o quanto custaria repor ou reproduzir internamente este ativo em sua atual condição, levando em conta seu esforço financeiro, mão de obra, tempo, entre outros fatores. Exemplo: investimento em uma nova máquina ou reprodução de uma nova unidade fabril.
- **Abordagem de Mercado:** a abordagem de mercado leva em consideração valores que seriam recebidos pela venda de um ativo sob análise, em um mercado existente e operacional. Ela reflete a percepção do mercado sobre o valor de um determinado ativo, de acordo com transações de ativos comparáveis ao ativo em questão. Exemplo: empresas do mesmo setor econômico listadas em Bolsa de Valores.
- **Abordagem de Renda:** a abordagem de renda leva em consideração fluxos de caixa potenciais que um determinado ativo pode gerar ao longo de sua vida útil. Ela reflete o valor presente dos fluxos futuros que se espera que o ativo em análise possa gerar, descontados à uma taxa que reflita o nível de risco deste ativo. Exemplo: avaliação de um negócio que possua um modelo de receitas recorrentes.

## Valor de liquidação

### Conceito

O método de valor de liquidação é a abordagem menos subjetiva para avaliar uma empresa. Este método leva em consideração somente os ativos e passivos reconhecidos pela empresa, e seu valor de realização no mercado.

Esta metodologia pode ter diversas variações de acordo com seu objetivo. Via de regra, se a empresa a ser avaliada tem expectativa de geração de caixa futura, este método não é aplicado, pois a expectativa de rentabilização da empresa não seria capturada. Porém, se a empresa não possui expectativa de gerar caixa ou sua geração de caixa está abaixo do retorno exigido pelo mercado, este método pode ser aplicado.



Em um cenário em que uma empresa tenha aberto processo de falência, talvez seja necessária a liquidação de seus ativos e passivos. Neste caso, é feito um processo de avaliação individual para mensuração do valor recuperável de cada ativo, assim como um levantamento de todos os passivos que podem estar reconhecidos ou não no balanço da empresa, como por exemplo gastos com rescisões trabalhistas.

Este método de cálculo também é utilizado com alguma frequência para atender a requisitos contábeis, porém pouco utilizado fora destes cenários indicados.

## Múltiplos

### Conceito

O método de avaliação por meio da análise de múltiplos comparáveis baseia-se no princípio de que ativos similares são precificados de forma similar pelo mercado.

Veja como exemplo a transação de um imóvel: Você está procurando uma casa para comprar em um determinado bairro de São Paulo, e tem acesso a informação de mercado que imóveis no mesmo bairro e com condições similares foram vendidos a pouco tempo. Naturalmente, a análise que você faria para tentar definir um indicativo de valor para este imóvel seria através do cálculo do preço por metro quadrado dos imóveis que foram vendidos, e aplicar tal valor à metragem quadrada do imóvel que você deseja comprar. A avaliação por múltiplos segue a mesma lógica, de que uma empresa poderia ser avaliada através da comparação de transações ocorridas no mesmo segmento de atuação da empresa avaliada, capturando assim, o valor percebido pelo mercado.

Ao definir a avaliação por múltiplos como método a ser aplicado, devem ser definidos quais parâmetros de múltiplo serão avaliados, ou seja, ao entender que exista uma base de empresas comparáveis cujos valores negociados são de caráter público, torna-se possível compara-las mesmo que possuam ativos diferentes, faturamentos diferentes e outras divergências.

Repare que mesmo no exemplo do imóvel, as variáveis que



determinam o valor do ativo são mercadológicas e não do próprio ativo (a localidade, quando os ativos similares foram vendidos, e condições similares). Neste caso, seguindo aspectos mercadológicos, caso existam dados públicos dos valores pagos às outras empresas, podemos estabelecer um parâmetro de múltiplo, assim como foi feito o valor por metro quadrado para o imóvel. Ex: O valor de compra das empresas comparáveis foi quantas vezes maior que o faturamento da sua empresa? Ou quantas vezes maior que seu **EBITDA**<sup>1</sup>.

Muitas vezes o parâmetro não é financeiro, mas sim operacional, como por exemplo no mercado de Serviços Educacionais, em que usualmente é calculado por EBITDA por aluno, ou por outras informações financeiras disponíveis, caso o EBITDA de empresas comparáveis não sejam de caráter público.

Esse método é muito utilizado inicialmente em negociações para que os participantes tenham um direcional de valor do ativo sendo negociado. Apesar de ser uma metodologia aparentemente simples, via de regra, é necessária uma metodologia mais apurada para definição conclusiva de valor em uma negociação, pois este método não captura expectativa do mercado, que pode ser avaliado em um momento teoricamente bom, enquanto o futuro deste mercado é incerto. Além disto, a limitação de informações públicas podem impossibilitar a avaliação, ou até levar a uma conclusão errada de valor.

## Fluxo de caixa descontado

### Conceito

A avaliação pelo método de fluxo de caixa descontado (conhecido como DCF - Discounted Cash Flow) é a abordagem mais utilizada pelo mercado, pois reflete os fundamentos operacionais e a estratégia de crescimento da empresa avaliada. Além disto, este método captura a capacidade de uma empresa, assim como as expectativas mercadológicas e econômicas deste ativo. Ele baseia-se no princípio de que o valor de uma empresa é equivalente a sua capacidade de geração da caixa, apresentada a um valor atual, ou seja, o Valor Presente Líquido (VPL) dos fluxos de caixa projetados, descontados a uma taxa que reflita o grau de risco do ativo.



**EBITDA**<sup>1</sup> - Trata-se do Lucro antes do desconto dos impostos e da adição de valores da depreciação de ativos e da amortização de ativo

Como o parâmetro para definição de valor pelo DCF é geração de caixa, é primordial a definição de uma operação como unidade geradora de caixa, ou seja, se o objeto de análise é uma empresa com única atividade operacional, entende-se que todos os ativos da empresa contribuem para gerar este caixa, sendo estes ativos tangíveis, operacionais, e até mesmo ativos intangíveis, como: marca, tecnologia, know-how, força de trabalho, relacionamento com clientes e fornecedores, entre outros. Podemos entender que se estamos utilizando projeções financeiras para avaliar o negócio, tais projeções seriam diferentes se a empresa não contasse com todos seus ativos, logo o valor destes é intrínseco nas projeções.

Ao ser definido o Fluxo de Caixa Descontado como metodologia a ser aplicada, é necessário estabelecer para esta avaliação o conceito de Fluxo de Caixa Livre para Empresa, sendo este parâmetro de caixa utilizado para capturar o valor de uma operação, independentemente de fluxos de caixa advindo de operações financeiras (empréstimos e financiamentos).

## Fluxo de caixa livre para empresa

O Fluxo de Caixa Livre para Empresa é o montante de caixa disponível apurado, levando-se em conta os investimentos necessários em ativos fixos, e os investimentos necessários em capital de giro. Seu valor é obtido através da seguinte estruturação:

(=) EBIT Projetado	Projeção do resultado operacional considerando efeitos de depreciação e amortização, para fins de cálculo de imposto
(-) IR Fictício	Cálculo do imposto devido, levando em conta a operação da empresa, sem influência de impacto de resultados financeiros
(+) Depreciação e amortização	Reingresso do valor deduzido de depreciação e amortização, por terem somente efeito contábil e não efeito de caixa
(-) Investimentos em Ativos Fixos	Projeção de investimentos em ativos fixos para manutenção da estrutura atual e suportar o crescimento projetado
(-) Investimentos em capital de giro	Projeção dos investimentos em capital de giro, necessárias para suportar as projeções da operação
= Fluxo de Caixa Livre para Empresa	

Conforme mencionado anteriormente, na metodologia apresentada, não são considerados no fluxo de caixa o impacto de resultados financeiros, por isso a composição do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa parte do **EBIT<sup>2</sup>** e não do lucro líquido. Tal ajuste é feito para que a avaliação seja capaz de determinar o valor justo de um ativo independentemente de suas operações financeiras.



Por exemplo, ao avaliarmos uma indústria, uma empresa de serviços, ou outro tipo de negócio que não tenha sua atividade fim financeira (bancos e seguradoras), o interesse inicial mercadológico é avaliar a capacidade de geração de caixa deste negócio, sem influências financeiras. Caso a empresa tenha distribuído poucos lucros nos últimos anos e tenha um investimento financeiro muito grande, este investimento estará gerando resultado financeiros nos resultados da empresa (caixa), que podem influenciar materialmente na definição de geração de caixa da operação.

O mesmo acontece com um passivo financeiro muito grande que gera despesas financeiras. Neste último caso, pode-se observar uma operação rentável, porém com uma má gestão financeira, e não necessariamente um participante de mercado mantenha tal estrutura de capital se adquirir o ativo. Por estes motivos, o trabalho de avaliação é segregado entre operação e ativos e passivos financeiros.

**EBIT<sup>2</sup>** - Trata-se do Lucro antes do desconto dos impostos

## Valor do acionista

Levando em conta a elaboração do Fluxo de Caixa Livre para Empresa, sem influência de ativos e passivos financeiros, o resultado do valor presente líquido (VPL) dos fluxos e caixa projetados, expressados à valor presente de acordo com a taxa de desconto a ser definida, resulta no Valor das Operações da empresa.

Para calcular o Valor da Empresa, e o Valor do Acionista, são feitos ajustes de acordo com ativos e passivos residuais que existam na operação (Ativos ou passivos existentes na data de avaliação, porém que não impactaram no fluxo de caixa projetado), assim como a dívida líquida ou caixa excedente do período. Veja como funciona este cálculo:



## Taxa de desconto

O conceito de descontar os fluxos de caixa parte do princípio de que o dinheiro tem valor no tempo. Ao investir seu dinheiro hoje em algum ativo, você está deixando de ter este capital em mãos. Se eu não me certificar de que estou rentabilizando o máximo o



meu dinheiro – ou seja, escolhendo o investimento com maior retorno -, estou perdendo a oportunidade de rentabilizar meu capital.

Ao entendermos que todo investimento concorre pelo mesmo capital, é necessário entender qual a taxa de atratividade que o mercado teria para investir no negócio que esta sendo avaliado. Levando em consideração o conceito de risco e retorno, em que todo investidor exige um retorno adicional para o risco assumido, o investimento em uma empresa deve considerar um risco acima de investimentos comuns, como títulos públicos, CDB's, entre outros.

Para estimativa de uma taxa de desconto de mercado, é utilizada uma taxa de mercado conhecida como Custo Médio Ponderado de Capital ou Weight Average Cost of Capital (WACC), que pondera a proporção de capital próprio e de terceiros, o custo de capital próprio e de terceiros, com parâmetros econômicos, mercadológicos e internos da companhia.

A mensuração do custo de capital de terceiros pode ser obtida através de empresas comparáveis ou até por uma análise de risco de crédito da empresa avaliada, enquanto o custo de capital próprio é avaliado através da metodologia do Modelo de Precificação de Ativos de Risco ou Capital Assets Pricing Model (CAPM), para definição de uma taxa de desconto de mercado.

É importante lembrar que tais metodologias para aproximação cálculo são feitas com base setorizada. Porém, em uma negociação, o comprador ou investidor costuma avaliar o ativo com base em sua própria taxa de atratividade, pois ele pode exigir uma taxa mínima de atratividade (TMA) para investir em ativos de risco. Caso seu investimento não tenha tal retorno, o investimento não se justifica financeiramente.

## **Perpetuidade**

Ao definirmos que o processo de avaliação será mensurado pelo Fluxo de Caixa Descontado, considerando que uma empresa tem uma vida útil indefinida e que possua expectativa de geração de caixa por tempo indefinido, devemos calcular o valor do fluxo de caixa perpétuo deste ativo para que seja considerado em seu Valor Presente Líquido.

A determinação matemática de um fluxo de caixa perpétuo pode parecer inimaginável a primeira impressão, mas ao

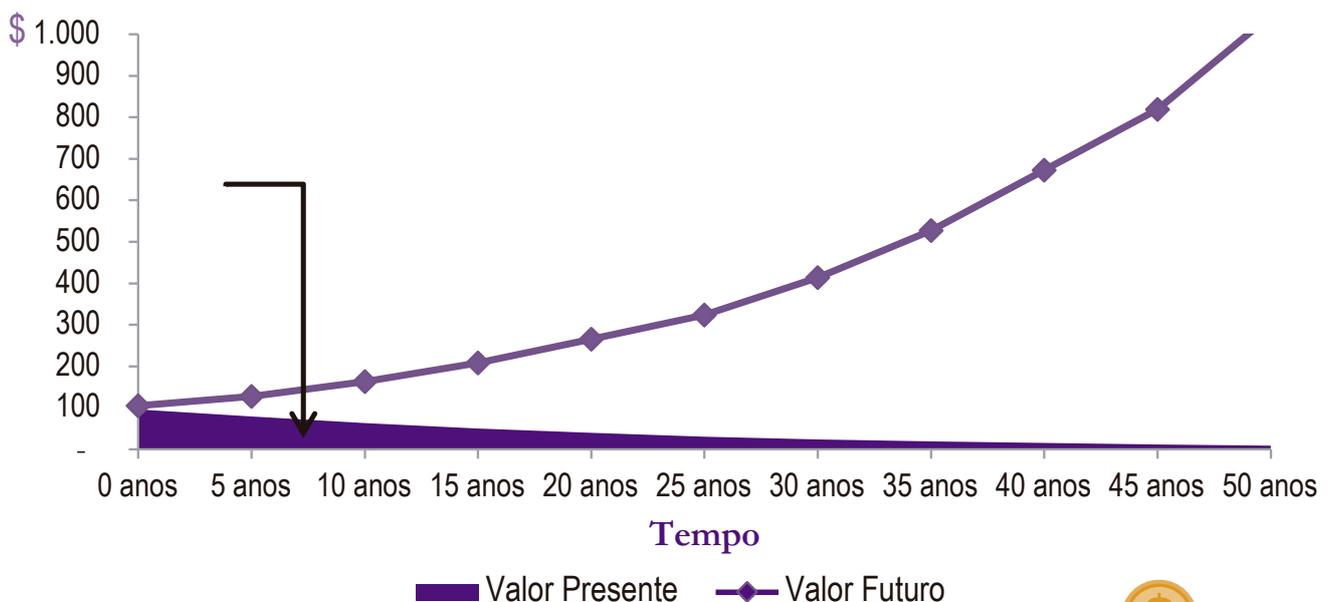


lembrarmos do conceito de que o dinheiro perde valor no tempo, o cálculo matemático de uma perpetuidade é factível.

Após um período projetivo em que sejam estabilizados os fluxos de caixa da empresa avaliada, o fluxo de caixa perpétuo considera que daquele período em diante a empresa crescerá a uma taxa fixa, que deve ser razoável ao mercado. Considerando que a taxa de desconto captura cada vez mais o valor dos fluxos de caixa ao passar dos anos, o valor futuro dos fluxos de caixa podem crescer para sempre, contudo, o valor presente será imaterial após um certo tempo.

Ex: Considere um investimento de R\$100 reais, aplicado a uma taxa anual perpétua de 5% a.a.. O Valor Futuro deste investimento depende da variável Tempo para ser determinado, caso contrário o Valor Futuro somente crescerá e não pode ser determinado.

Ao considerarmos que sua taxa mínima de atratividade ao investir seu capital seja de 10% a.a., os rendimentos deste ativo a um dado momento futuro será imaterial, pois sua rentabilidade toda já foi consumida pela taxa de desconto.

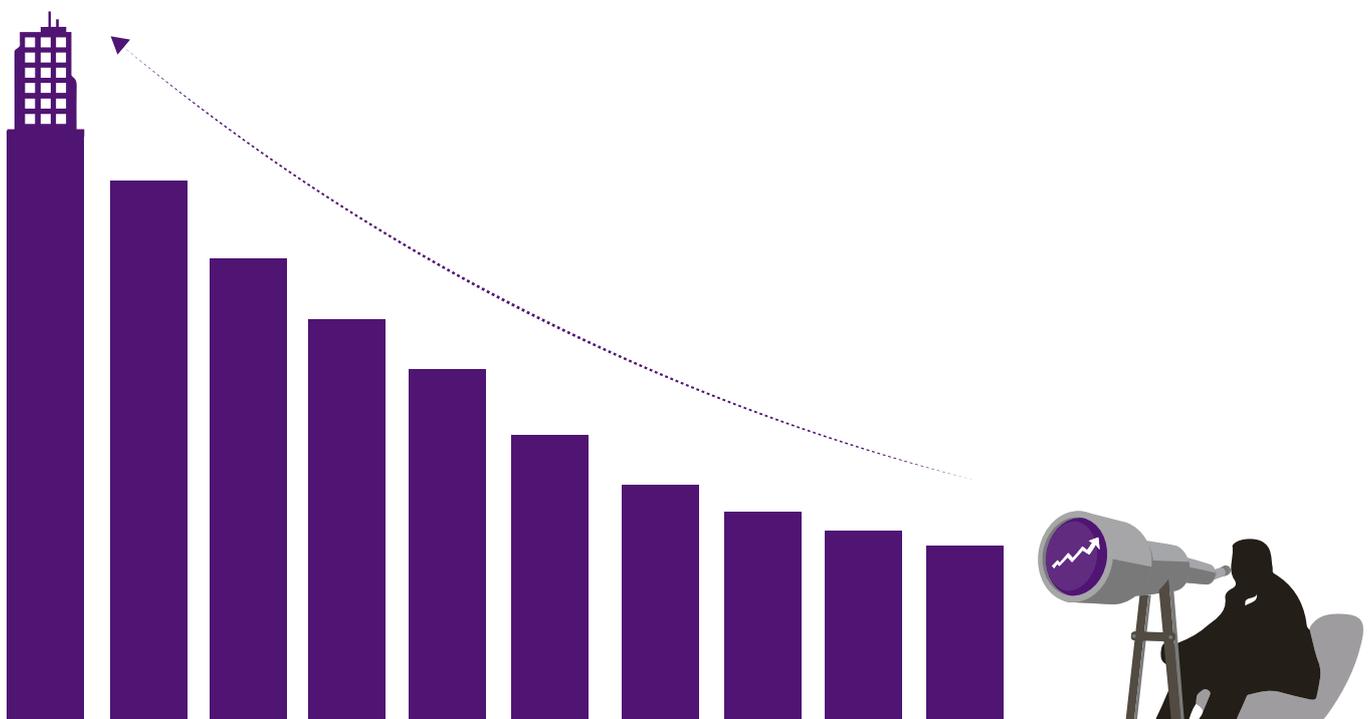


# Qualidade das projeções

A maior dificuldade encontrada ao elaborar projeções para suportar uma avaliação econômico-financeira, é a verificação da qualidade das projeções. Como tal aspecto influencia diretamente no valor atingido no ativo, é comum de que tais projeções sejam tendenciosas, principalmente pela subjetividade da metodologia.

Para mitigar ao máximo este risco, é de obrigação dos avaliadores testarem a qualidade das projeções. Isto pode ser feito através de análises de expectativas econômicas e mercadológicas, análise histórica da companhia e do setor, assim como a verificação de aderência da empresa entre elaboração e realização de orçamentos internos. Para qualquer tipo de análise, o avaliador deve apresentar conhecimento no setor e na empresa, para avaliar corretamente fatores que possam ou não influenciar nas projeções de fluxo de caixa do ativo, assim como capacidade do ativo, para verificação de novos investimentos, ou capacidade de demanda mercadológica.

Além disto, apesar da avaliação levar em conta a expectativa da geração de caixa, uma projeção com qualidade deve conter a projeção integral e interligada dos principais demonstrativos financeiros contábeis (Demonstrativos de Resultados do Exercício, Balanço Patrimonial e Fluxo de Caixa), para garantir que os fluxos de caixa e os reflexos patrimoniais possam ser alcançados.



# Sobre os autores

**Paulo Funchal** é engenheiro, economista e mestre pela Universidade de São Paulo - USP. Com mais de 23 anos de experiência em análise financeira e estratégica, o líder da área de M&A da Grant Thornton Brasil atua diretamente como consultor na avaliação, estrutura de projeto, due diligence, integração empresarial e projetos de reestruturação financeira.

**Bruno Maloper** é graduado em Administração de Empresas pela Universidade São Judas Tadeu. Ele possui mais de oito anos de experiência em Valuation para diversas finalidades, alocação do preço de compra (PPA), avaliação de ativos intangíveis e biológicos, Business Plan, M&A e projetos de captação de recursos e análise de viabilidade econômica.



# Sobre os parceiros

**A Grant Thornton** é uma das principais organizações mundiais de empresas de auditoria, impostos e consultoria independentes. Nossas firmas-membro ajudam organizações dinâmicas a liberarem seu potencial de crescimento, oferecendo recomendações significativas, voltadas para o futuro. Equipes proativas, lideradas por parceiros acessíveis, usam ideias, experiências e instinto para compreender questões complexas de clientes de empresas privadas, de capital aberto e do setor público, e ajudá-los a encontrar soluções. Mais de 42 mil funcionários da Grant Thornton, em mais de 130 países estão focados em fazer a diferença para clientes, colegas e comunidades em que vivem e trabalham.

[www.grantthornton.com.br](http://www.grantthornton.com.br)

**BM&FBOVESPA S.A.** - Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros foi criada em 2008 com a integração entre a Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de São Paulo (Bovespa). Juntas, as companhias formam uma das maiores do mundo em termos de valor de mercado. A BM&FBOVESPA oferece negociação em ações, opções e mercados a termo, e índices, taxas de juro, câmbio, commodities agrícolas e de energia sobre os futuros, opções, e os mercados de swap, bem como outras operações no mercado à vista em ouro, dólares e títulos públicos federais. A fim de proporcionar aos investidores serviços eficientes e seguros, a BM&FBOVESPA utiliza o estado da arte em tecnologia. Com seu modelo de negócio totalmente integrado, a BM&FBOVESPA oferece não só um ambiente de negociação sofisticado, mas também os serviços de registro, compensação, liquidação, gerenciamento de risco e de depositária central. A BM&FBOVESPA também atua como contraparte central para todas as operações realizadas em seus mercados: ações, derivativos, títulos e câmbio.

[www.bmfbovespa.com.br](http://www.bmfbovespa.com.br)

# Grant Thornton. Conte conosco

## **São Paulo | Paraíso**

Av. Bernardino de Campos, 98 – 14º andar  
Paraíso – São Paulo – SP  
CEP: 04004-040  
T +55 11 3886-4800

## **São Paulo | Paulista**

Av. Paulista, 37 – 1º andar  
Bela Vista – São Paulo – SP  
CEP: 01311-902  
T + 55 11 3886-5100

## **Belo Horizonte**

Praça Carlos Chagas, 49 – 4º andar  
Santo Agostinho – Belo Horizonte – MG  
CEP: 30170-020  
T +55 31 3289-6000

## **Boituva**

Av. Vereador José Angelo Biagioni, 660  
Centro - Boituva - SP  
CEP: 18550-000  
T +55 15 3263-8890

## **Campinas**

Av. José de Souza Campos, 507  
12º andar  
Cambuí - Campinas - SP  
CEP: 13025-320  
T +55 19 3294-8008

## **Curitiba**

Av. Iguaçu, nº 100 - 3º Andar  
Rebouças - Curitiba - PR  
CEP: 80230-020  
T +55 41 3222-8432

## **Goiânia**

Avenida 136, nº 761, Quadra F- 44  
Lote 2-E, Sala A-143, 14º - andar  
Ed. Nasa Business Style  
Goiânia – GO – Brasil  
CEP: 74093-250  
T +55 62 3215-8444

## **Porto Alegre**

Rua Sete de Setembro, 730 -12º andar  
Centro – Porto Alegre – RS  
CEP: 90010-190  
T +55 51 3086-2600

## **Recife**

Av. Visconde de Jequitinhonha, 279  
Salas 903/904 – 9º Andar  
Empresarial Tancredo Neves  
Boa Viagem – Recife – PE  
CEP: 51021-190  
T +55 81 3465-3055

## **Rio de Janeiro**

Rua Voluntários da Pátria, 89 – 1º andar  
Botafogo – Rio de Janeiro – RJ  
CEP: 22270-010  
T +55 21 3529-9150

## **Ribeirão Preto**

Av. Antonio Diederichsen, 400  
16º andar, Cj 1605 - Ed. Metropolitan  
Jardim América - Ribeirão Preto - SP  
CEP: 14020-250  
T +55 16 3103-8941

## **Vitória**

Av. Rua Fortunato Ramos, 245 – 13º andar  
Santa Lúcia - Vitória – ES  
CEP: 29056-020  
T +55 27 3025-2101

## **São José dos Campos**

Rua Armando de Oliveira Cobra,  
nº50 - Sala 410 - Jardim Aquarius  
São José dos Campos - SP  
CEP: 12246-002  
T +55 12 3341-8988



/GrantThorntonBrasil



/company/grant-thornton-brasil

[www.grantthornton.com.br](http://www.grantthornton.com.br)