



QUANTO VALE A SUA EMPRESA?

Palestra:

Avaliação de Empresas

*VALUATION*

# SOBRE A CONSULCAMP

Desde 1976, a Consulcamp disponibiliza serviços de auditoria, assessoria e consultoria nas áreas contábil, fiscal, tributária, trabalhista, controladoria e de gestão, bem como na área societária compreendendo diversos atos e inúmeras atividades, desde a sucessão familiar até a assessoria executiva para o planejamento estratégico de negócios



3 ESCRITÓRIOS  
NO PAÍS



40 ANOS DE  
HISTÓRIA



REGISTRO  
CVM



MAIS DE 310 CLIENTES ATIVOS  
EM DIVERSOS SEGMENTOS



MAIS DE 90 PROFISSIONAIS  
2 DOUTORES, 14 MESTRES  
12 PROFESSORES

# NOSSOS ESCRITÓRIOS

A Consulcamp conta com escritórios em três cidades brasileiras que atendem todo o território nacional e escritórios parceiros na Europa e Américas.



# FILOSOFIA DE GESTÃO E ORGANIZAÇÃO

Desde a sua fundação, a Consulcamp tem mantido a sua filosofia de criar relação de longo prazo com seus clientes e colaboradores.



# NOSSOS SERVIÇOS

AUDITORIA E ASSESSORIA  
CONSULTORIA DE NEGÓCIOS  
TRANSAÇÕES CORPORATIVAS  
CONSULTORIA TRIBUTÁRIA

## AUDITORIA E ASSESSORIA

Somos auditores independentes com registro na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), onde realizamos:

- Auditoria de demonstrações financeiras BRGAAP, IFRS e USGAAP
- Auditoria de controles internos
- Auditoria para transações (Due Diligence)
- Perícias judiciais e extrajudiciais
- Auditoria em entidades do terceiro setor
- Auditorias para fatos e eventos especiais

Além de:

- Auditoria interna
- Consultoria na implementação de controles internos
- Implementação de relatórios financeiros (IFRS/CPC)

## CONSULTORIA DE NEGÓCIOS

A competitividade atual exige organizações enxutas e dinâmicas, gerenciadas com métodos eficazes que agreguem valor efetivo ao cliente. Assim, a Consulcamp oferece serviços para atender às necessidades específicas de:

- Revisão de processos e indicadores para a melhoria dos sistemas de informações gerenciais
- Implementação de:
  - Sistemas de informação (processo de escolha e acompanhamento de implementação de Sistemas de Informação)
  - Controladoria, orçamento e sistemas de custo.
  - Elaboração de planos de negócios, bem como, estudo de viabilidade econômica financeira
  - Projeto de investimento para BNDES e agências de fomento
  - Assessoria executiva e profissionalização de empresas
  - Assessoria a empresas (executivos e herdeiros) no plano estratégico, implementação de orçamento e de governança corporativa
  - Treinamentos e capacitação de profissionais

## TRANSAÇÕES CORPORATIVAS

Com uma experiência consolidada em processos de sucessão familiar e reestruturação de empresas, a Consulcamp está preparada para assessorar corporações de todos os portes e grupos empresariais na determinação de estratégias eficazes e duradouras, com vista a necessidades específicas:

- Aquisições, incorporação, fusão e cisão de empresas
- Estruturação, reestruturação, aquisição e venda de empresas - assessoria financeira para toda a transação
- Avaliações de empresas e de ativos específicos, para combinação de negócios (Valuation)
- Estudos e definição de modelos societários para sucessão familiar, preparação para receber investidores, entre outros processos
- Constituição de sociedade e holding
- Alterações contratuais no Brasil e no exterior Planejamento sucessório e proteção de ativos

## CONSULTORIA TRIBUTÁRIA

Orientação quanto a práticas adequadas ao controle dos tributos e análise das consequências diretas e indiretas na rentabilidade da empresa, para otimizar a carga tributária e reduzir riscos.

- Auditoria e consultoria tributária
- Auditoria e consultoria de processos fiscais e contábeis para ambiente SPED e NFe
- Consultoria para solicitação de regimes especiais e incentivos fiscais.
- Revisão (ou terceirização) de:
  - cálculo de Transfer Price
  - de ECD/ECF/efd obrigações acessórias e de impostos
  - cálculos trabalhistas e previdenciários
- Levantamento de crédito tributário Estudos tributários e incentivos fiscais no Brasil e Exterior
- Habilitação operador econômico autorizado (OEA)
- Planejamento e estudo tributário de negócios rurais (arrendamentos, parcerias, etc.)

# NOSSOS CLIENTES

Atuando há mais de 40 anos, a Consulcamp conta com uma vasta carteira de clientes que inclui empresas familiares, empresas de pequeno, médio e grande porte de diversos segmentos, em todo o território nacional.



# NOSSOS CLIENTES



# PALESTRANTES



## CARLOS CRISTIANO POLTRONIERI

Mestre em Controladoria Empresarial pela Universidade Presbiteriana Mackenzie; Pós-Graduado em Auditoria e Controladoria pela PUC-Campinas; Graduado em Ciências Contábeis pela PUC-Campinas. Possui Certificado Internacional em IFRS pela ACCA - *Association of Chartered Certified Accountants* (UK). Homenageado com os Diplomas de Mérito Contábil “Antonio Venício Fellin” e Contador “Altair Juliano” pelo Conselho Regional de Contabilidade do Estado de São Paulo. Professor do Programa de Pós-Graduação do IPOG.



## RAFAEL DOS SANTOS

Mestrando em Controladoria Empresarial pela Universidade Presbiteriana Mackenzie; Contador, Graduado em Ciências Contábeis pela PUC-Campinas. Atua como coordenador da área de Gestão e Valor da Consulcamp; Possui experiência consolidada em consultoria de gestão e finanças corporativas em empresas de médio e grande porte, liderando projetos de *advisory* em transações corporativas, *valuation*, melhoria de rentabilidade, BSC, implantação de custos, entre outros; Leciona em cursos de pós-graduação nas disciplinas de controladoria e finanças em instituições como Mackenzie, Unisal entre outras.

# AGENDA

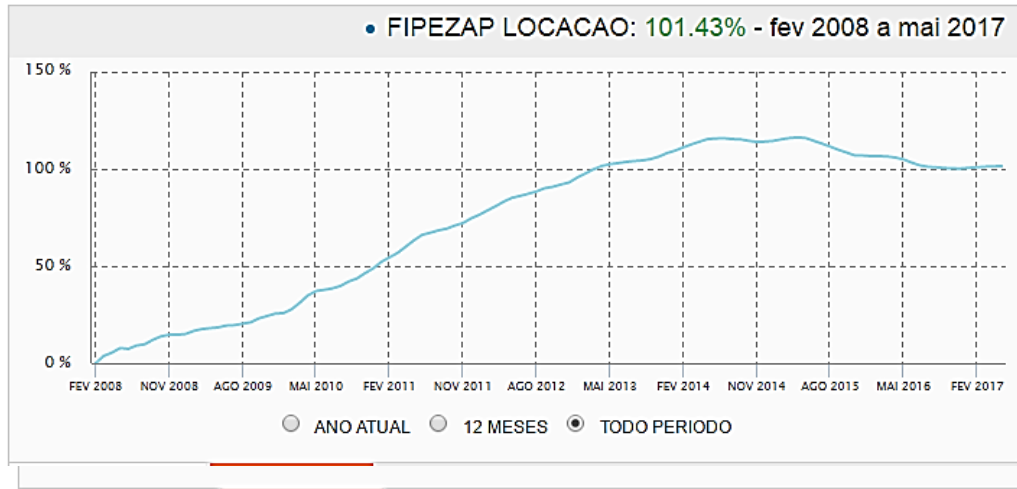


# AGENDA

1. INTRODUÇÃO
2. DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E SUA ANÁLISE: A MATÉRIA-PRIMA DA VALUATION
3. PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
4. O FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
5. AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS
6. CASO PRÁTICO
7. VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL

# INTRODUÇÃO

# VALOR JUSTO



**Escassez impulsiona preços do feijão e aumenta revolta dos brasileiros**

*“Nós não podemos ficar sem feijão”, disse a lojista de 58 anos. “Todos estão furiosos.”*

Oleo e Gas Partcpacs SA e Recprc Jdcl  
 BVMF: OGXP3 - 23 de jun 17:05 BRT

**3,89 BRL** ↓ 0,01 (0,26%)



# VALOR JUSTO

O conceito de “valor” é análogo ao da Beleza

...É UMA PERCEPÇÃO ....

PERCEPÇÃO DA UTILIDADE FUTURA!

Entretanto,

“As percepções podem ser tudo o que importa quando o objeto é uma pintura ou uma escultura, mas os ativos financeiros devem ser adquiridos com base na expectativa dos fluxos de caixa futuros.”  
(Damodaran, 2015).



# VALOR JUSTO

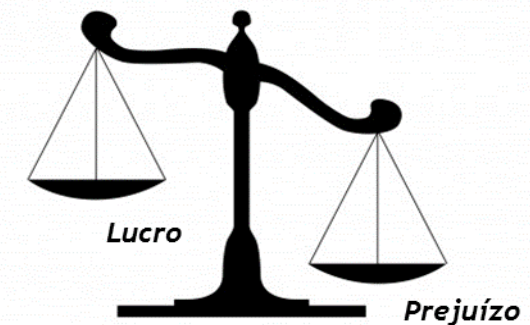
O conceito de “valor” é, por definição, subjetivo.

Pode diferir radicalmente em cada processo de valoração, de acordo com o tipo de ativo analisado e as preferências de risco do comprador.

Já “preço” consiste em referência objetiva.

Representa o ponto de encontro entre oferta e demanda por um bem ou serviço em determinado momento do tempo.

A permanente busca de conciliação entre o chamado “valor justo” e o preço observado em mercado desperta verdadeiras paixões.





## Participantes do Mercado:

são racionais e agem para maximizar seu bem estar.



# O BRASIL A PREÇO DE BANANA

Macroeconomia, políticas de governo - e não-políticas, forças da indústria e economia internacional impactam o valor das empresas?

Em que medida?

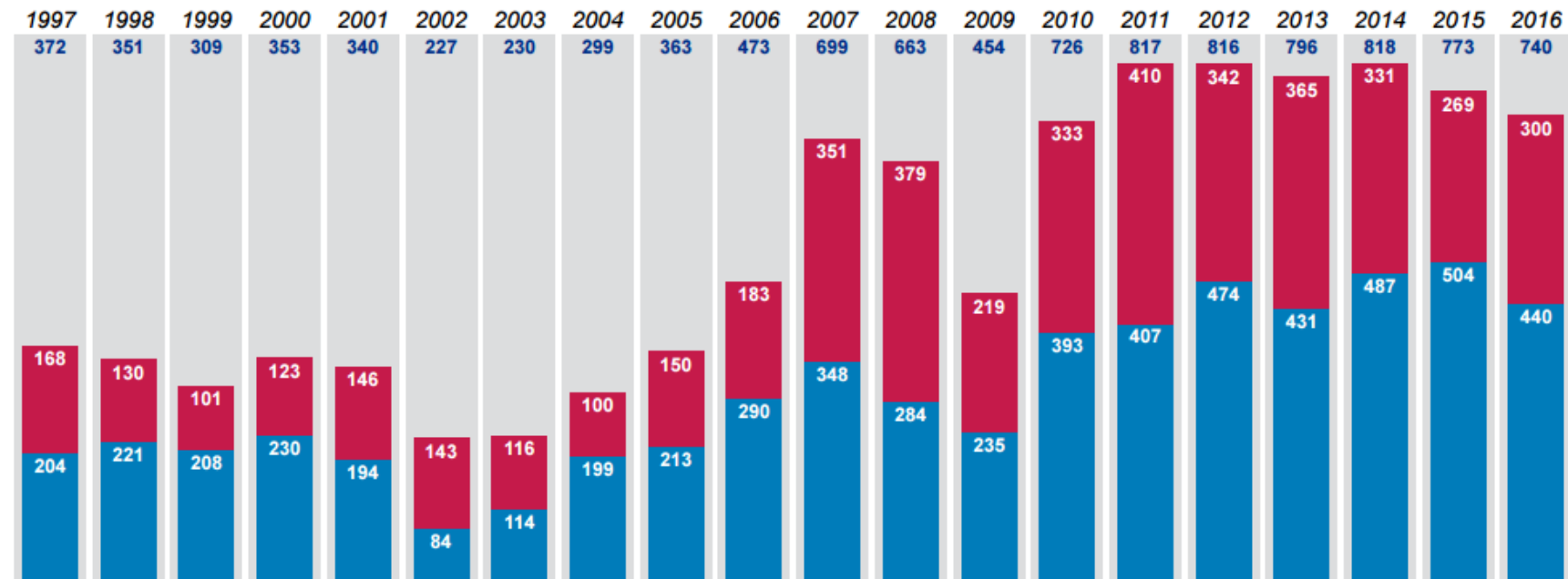


# Nº DE TRANSAÇÕES NOS ÚLTIMOS 20 ANOS

1997 - 2016

**Evolução anual do número de transações**

*Annual evolution by number of transactions*



● total de transações / total transactions

● domestic

● cross border

Fonte: KPMG, 2016.

# TRANSAÇÕES



Apple compra empresa especializada em rastrear movimento dos olhos

ALGORITHMIA

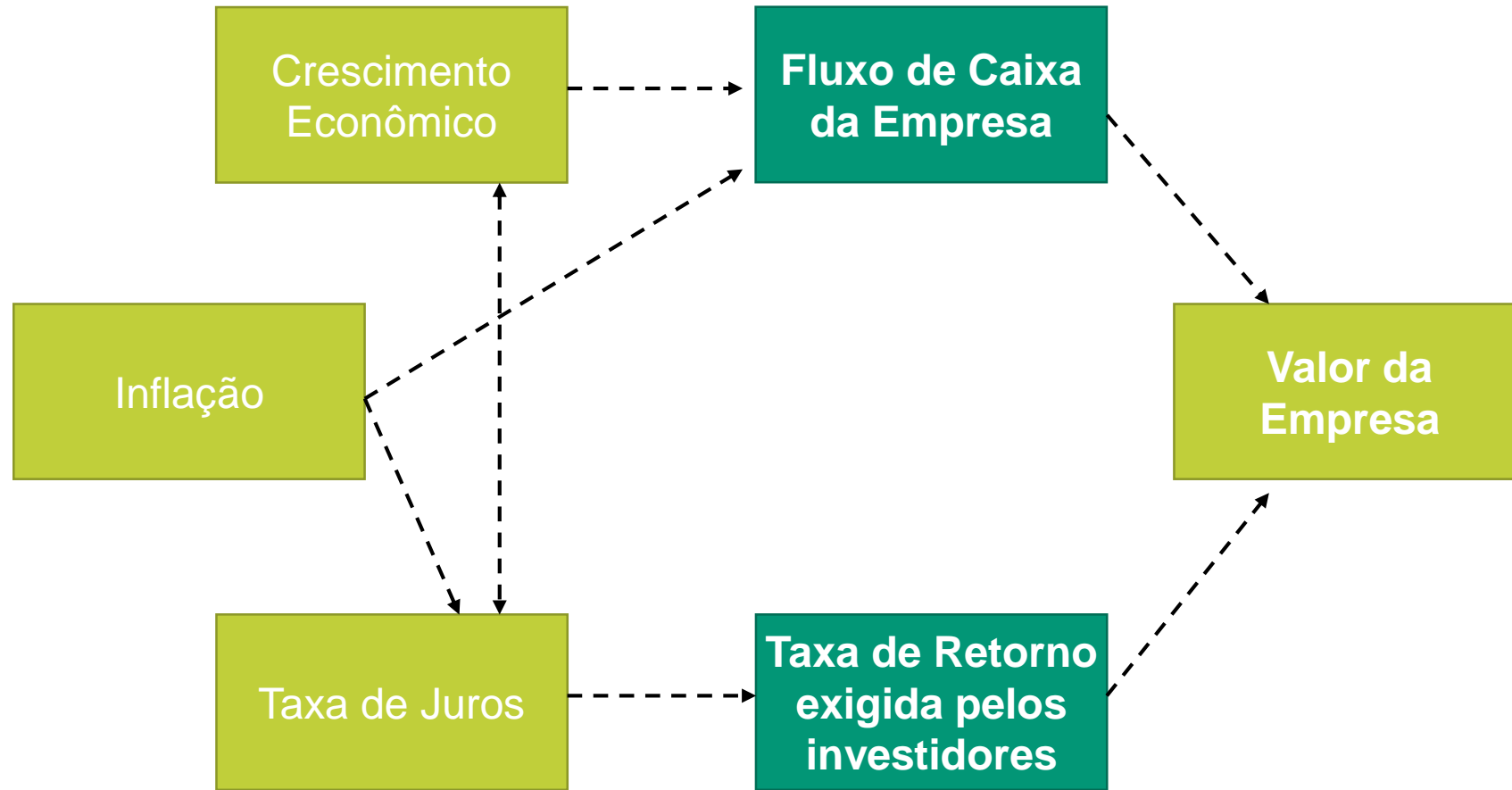
Announcing our Series A funding

Google lança fundo para investir em startups de Inteligência Artificial

Cambuhy  
Investimentos

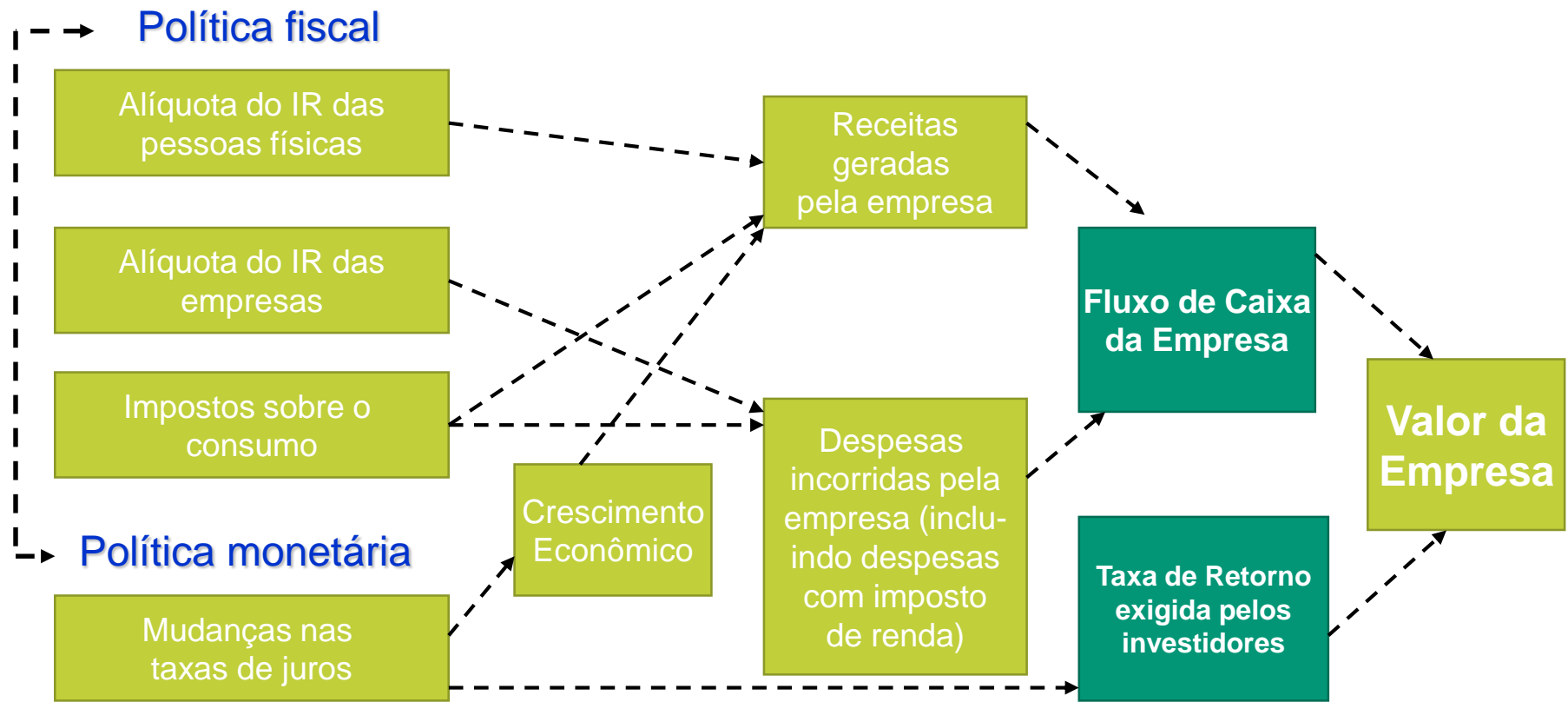
Itaúsa tem interesse em comprar 50% da Alpargatas

# MACROECONOMIA



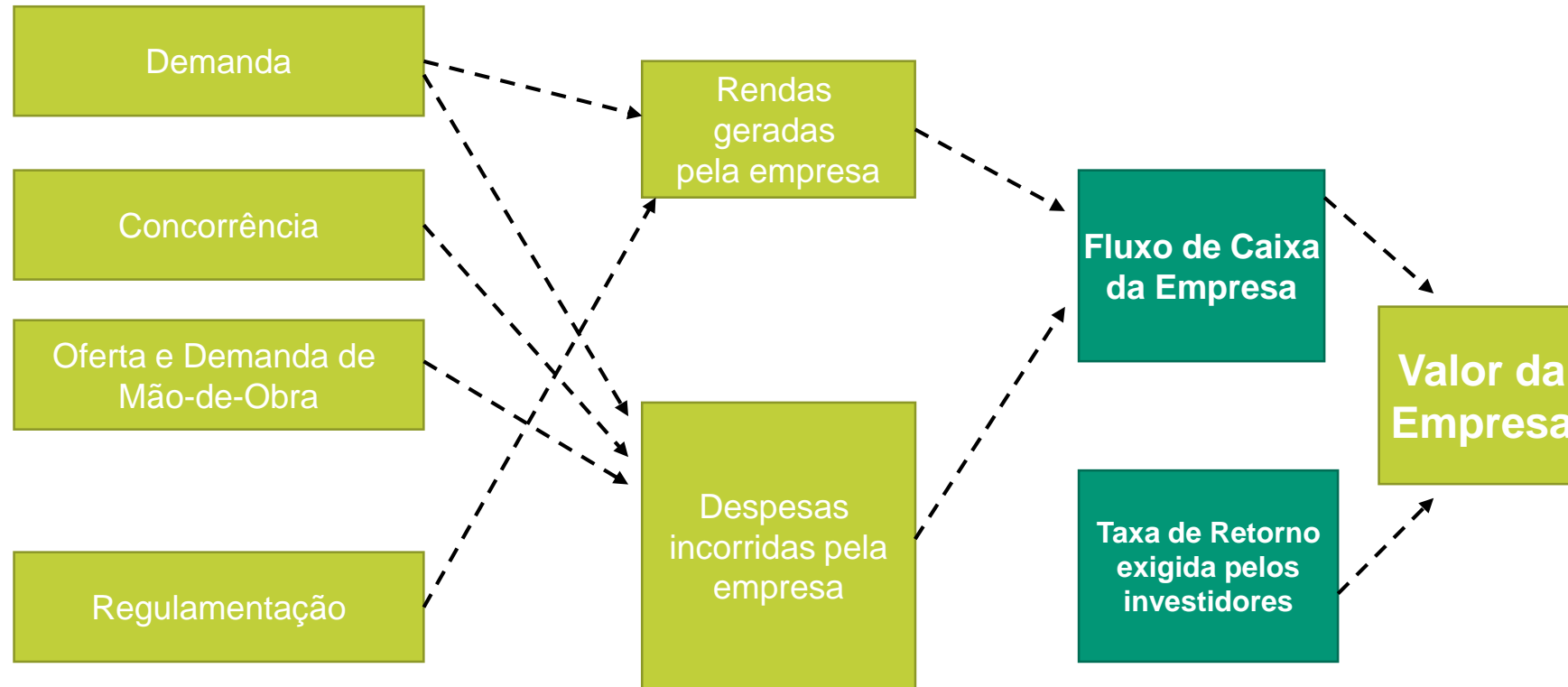
Fonte: Gitman

# POLÍTICAS DO GOVERNO FEDERAL

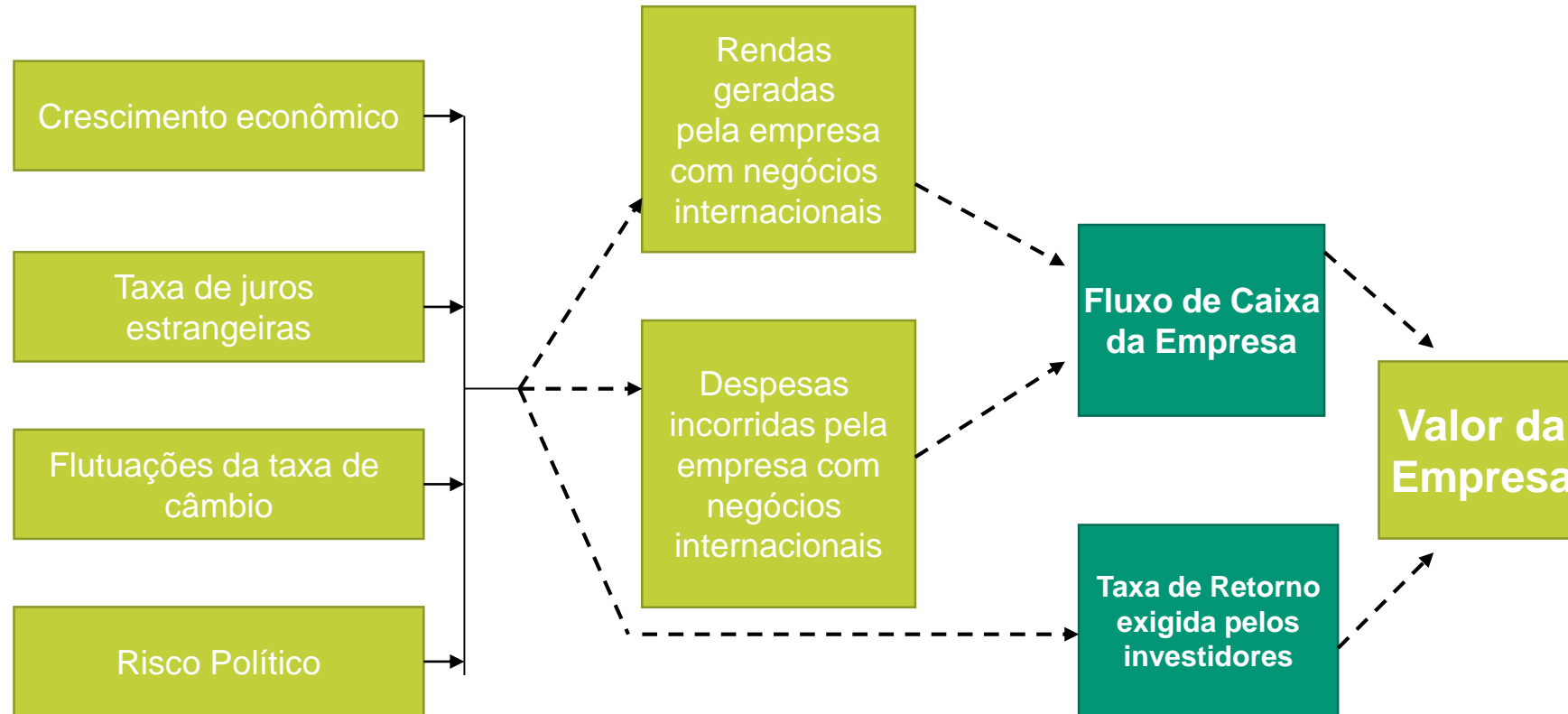


Fonte: Gitman

# CONDIÇÕES DA INDÚSTRIA



# ECONOMIA GLOBAL





# IMPACTOS NO MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO

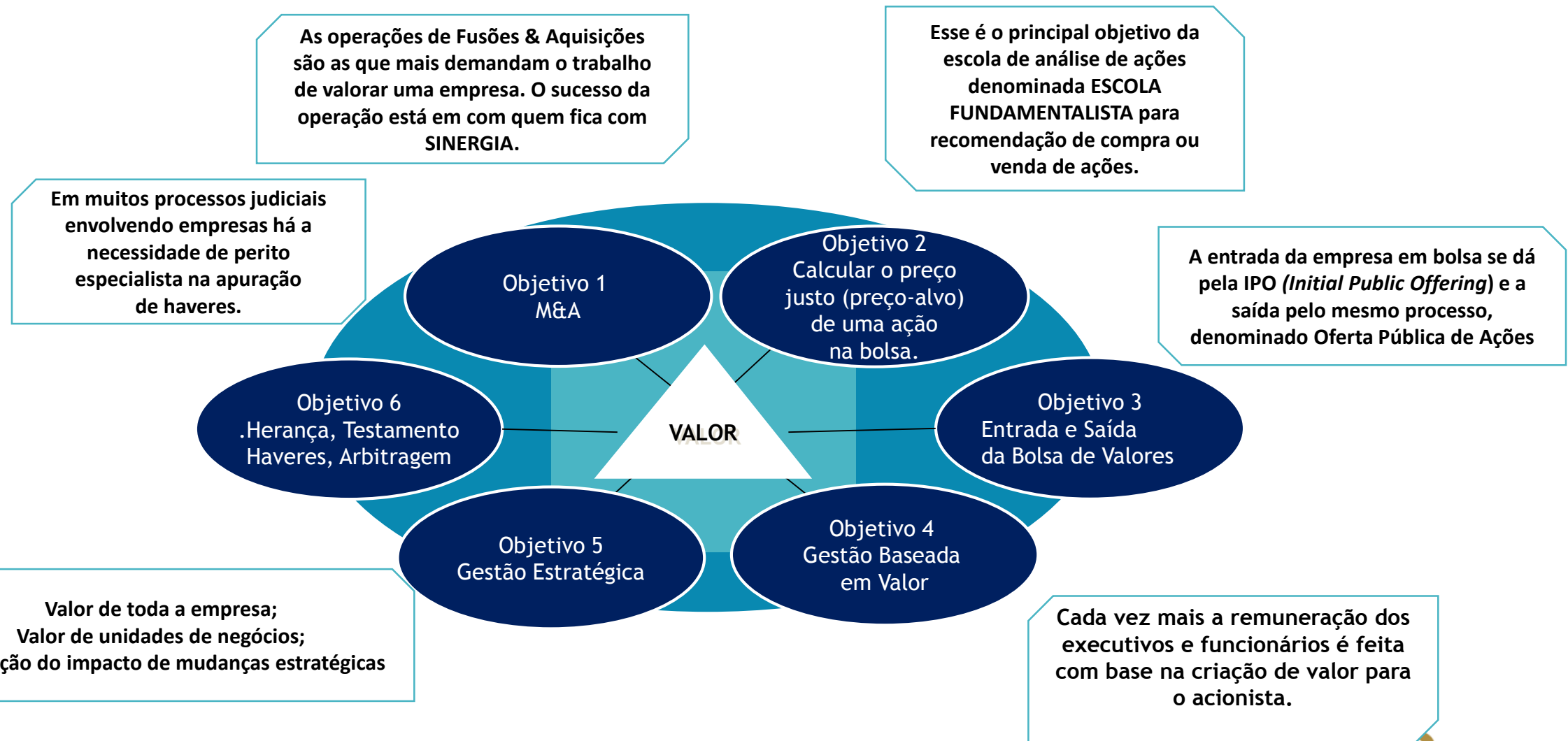
## Número de empresas listadas

Se compararmos o número de empresas brasileiras listadas em bolsa com o de outros países emergentes verificamos que o acesso de empresas ao nosso mercado é infinitamente inferior ao verificado em outros países:

- Índia – 5.122;
- Coréia do Sul – 1.817;
- Hong Kong – 1.507;
- China – 2.364;
- México – 471;
- Indonésia – 442;
- África do Sul – 390;
- Brasil – 372.

Com a queda dos juros reais, os investidores institucionais buscam o diferencial de ganhos no retorno das aplicações de renda variável, não somente em ativos líquidos, mas também na direção de fundos de participações, imobiliários, venture capital e private equity.

# FINALIDADE DAS AVALIAÇÕES



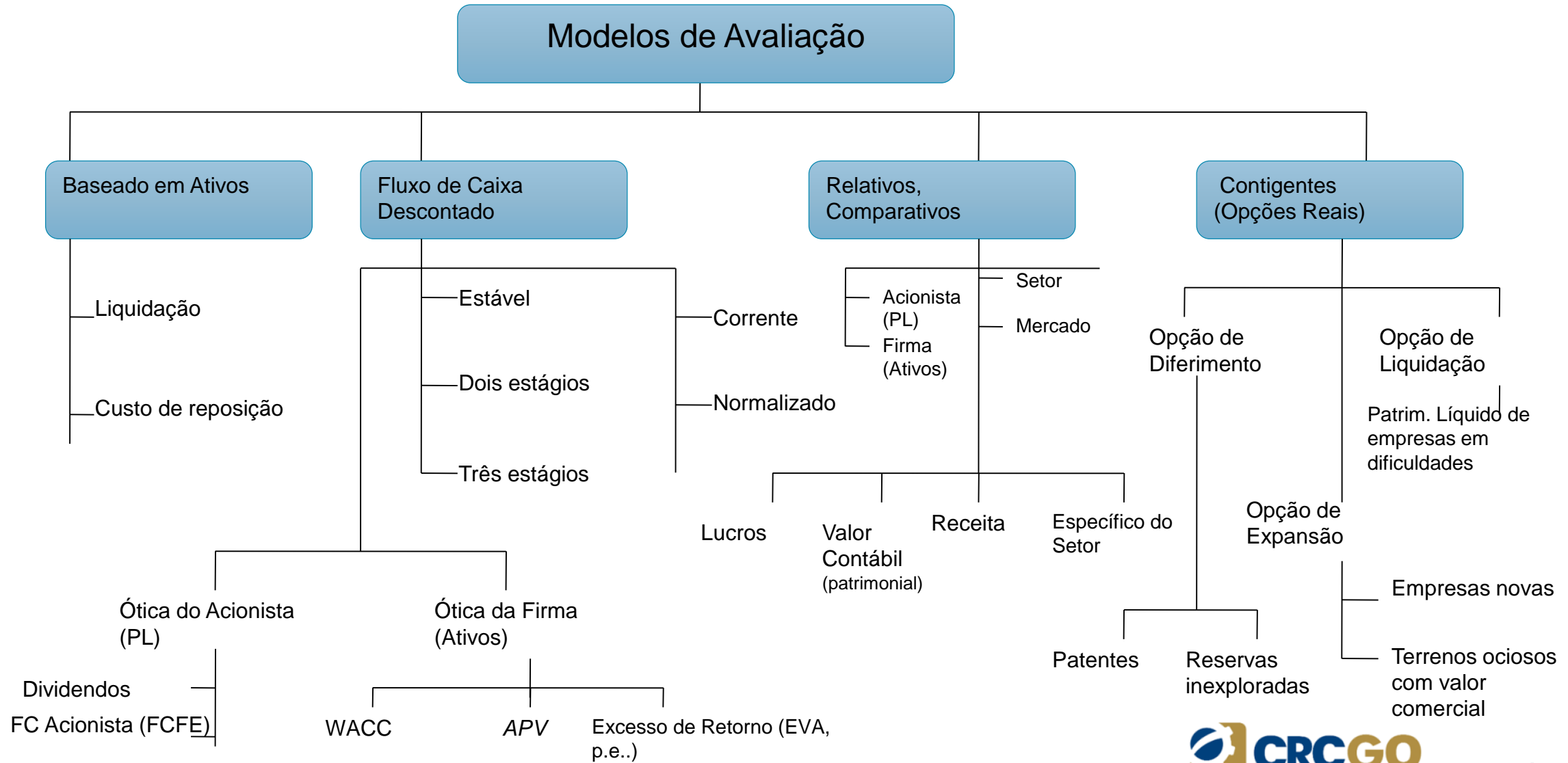
Fonte: Feitosa Neto, 2012.

# FINALIDADES MAIS FREQUENTES

| Finalidade   | Respostas  | %             |
|--|------------|---------------|
| Assessoria em fusões e aquisições                          | 23         | 22,1%         |
| Assessoria de compra e venda de participações minoritárias | 20         | 19,2%         |
| Abertura e fechamento de capital                           | 11         | 10,6%         |
| Liquidação judicial  | 2          | 1,9%          |
| <b>Reestruturação da empresa</b>                           |            | <b>53,8%</b>  |
| Análise de parcerias e joint ventures                      | 19         | 18,3%         |
| Análise de viabilidade de projetos de investimentos        | 14         | 13,5%         |
| Financiamento, crédito e emissões de debêntures            | 3          | 2,9%          |
| <b>Investimentos e financiamentos</b>                      |            | <b>34,6%</b>  |
| Análise de gestão de valor                                 | 5          | 4,8%          |
| Planejamento fiscal  | 1          | 1,0%          |
| <b>Gestão da empresa</b>                                   |            | <b>5,8%</b>   |
| Determinação de preço de compra e venda de ações           | 6          | 5,8%          |
| <b>Mercado secundário</b>                                  |            | <b>5,8%</b>   |
| <b>TOTAL (mais de uma resposta por respondente)</b>        | <b>104</b> | <b>100,0%</b> |

Fonte: PACHECO et al., 2017.

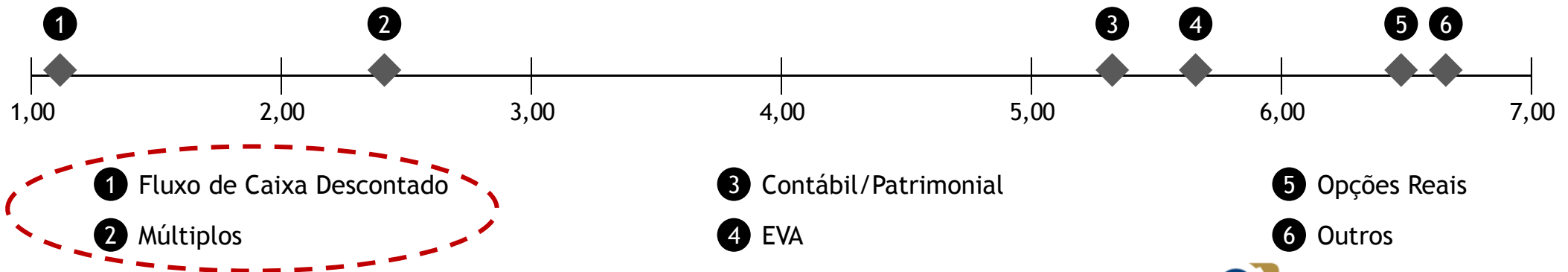
# MODELOS DE AVALIAÇÃO



Fonte: Feitosa Neto, 2012.

# MODELOS DE AVALIAÇÃO

|                                     |   |
|-------------------------------------|---|
| <b>FCD</b>                          | Fatos históricos, imobilizados, lucros, projeções de mercado, clientes, marca e risco.  |
| <b>Múltiplos</b>                    | Valor com base em empresas semelhantes e transações já negociadas. Utilizando múltiplos de Faturamento e EBITDA.  |
| <b>Contábil/ Patrimônio Líquido</b> | Com base no Patrimônio Líquido do Balanço Patrimonial.  |
| <b>EVA</b>                          | Valor Econômico Adicionado - Considera valor apenas quando a empresa remunera o capital empregado pelos sócios. Normalmente é utilizada para avaliação de desempenho interno. |
| <b>Opções Reais</b>                 | Trata-se de uma avaliação de ativos cujo preço no futuro apresenta certo risco, tendo assim a opção de adquirir ou não o ativo.   |



# SE UM É BOM, DOIS... MELHOR AINDA!

| Número de métodos | Respostas | %             |
|-------------------|-----------|---------------|
| 1 método          | 4         | 13,8%         |
| 2 métodos         | 17        | 58,6%         |
| 3 métodos         | 8         | 27,6%         |
| <b>TOTAL</b>      | <b>29</b> | <b>100,0%</b> |

# MITOS

## Mito 1

Uma vez que os modelos de avaliação são quantitativos, a avaliação é objetiva.

## Mito 2

Uma avaliação bem pesquisada e bem feita pode durar muitos anos.

## Mito 3

Uma boa avaliação oferece uma estimativa precisa de valor.

## Mito 4

Quanto mais quantitativo o modelo, melhor a avaliação.

## Mito 5

O mercado geralmente está errado.

## Mito 6

O produto da avaliação (ou seja, o valor) é o que importa; o processo de avaliação não é importante.

# DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS E SUA ANÁLISE: A MATÉRIA- PRIMA DA *VALUATION*



# TRASH IN / TRASH OUT



Críticas

Desafios

Soluções

# A CULPA É DE QUEM?

Os analistas costumam “culpar” a Contabilidade - e, por extensão, os contadores - pelas mazelas na análise de ações. Quantas vezes não escutamos que as empresas podem divulgar o resultado que quiserem a partir da utilização das brechas de normas contábeis?

[...] o DNA da Ciência Contábil foi embasado em torno de negociações de mercadorias [...]  
(Póvoa, 2012)

# A CULPA É DE QUEM?

“O relatório anual e as demonstrações financeiras incluem não só os números contábeis, mas também análises da administração sobre o desempenho, em geral conferindo a melhor roupagem aos números.”  
(Damodaran, 2015).

# GRANDES IMPACTOS DAS IFRS



Impairment



Leasing financeiro



Ativos biológicos



Deemed cost e  
depreciação  
econômica



Ajustes de Avaliação  
Patrimonial (AAP)



Stock Options

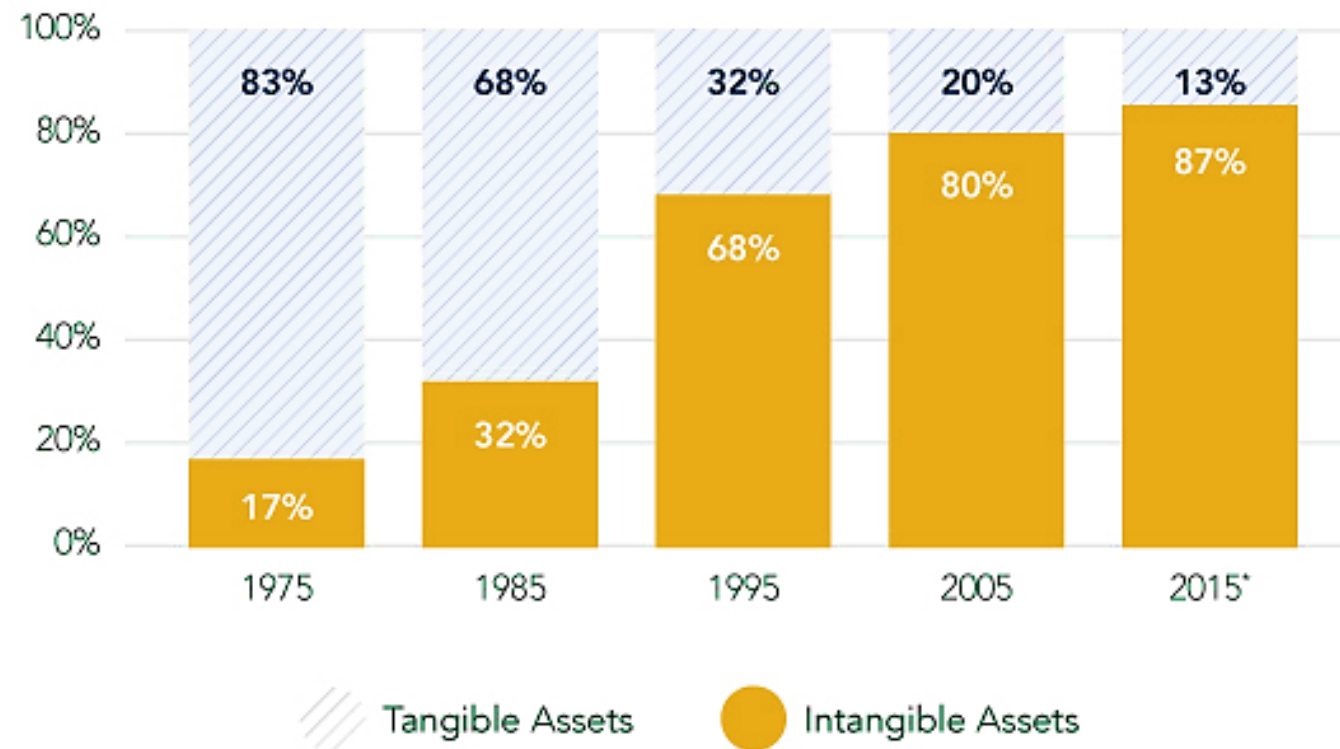
Críticas

Desafios

Soluções

# A ASCENSÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS

## COMPONENTS *of* S&P 500 MARKET VALUE



SOURCE: OCEAN TOMO, LLC

Críticas

Desafios

Soluções

# A ASCENSÃO DOS ATIVOS INTANGÍVEIS



Market Cap.  
R\$ 1,62 bi



Market Cap.  
R\$ 7,66 bi



Market Cap.  
US\$ 450 bi



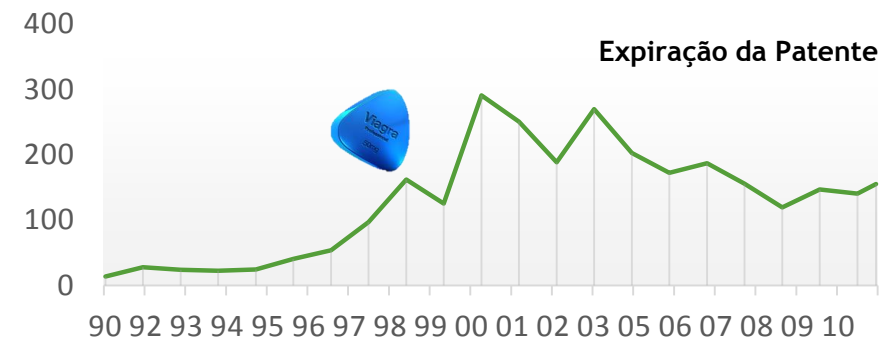
Market Cap.  
US\$ 675 bi



Pearson compra grupo dono da Wizard em  
negócio de quase R\$ 2 bi

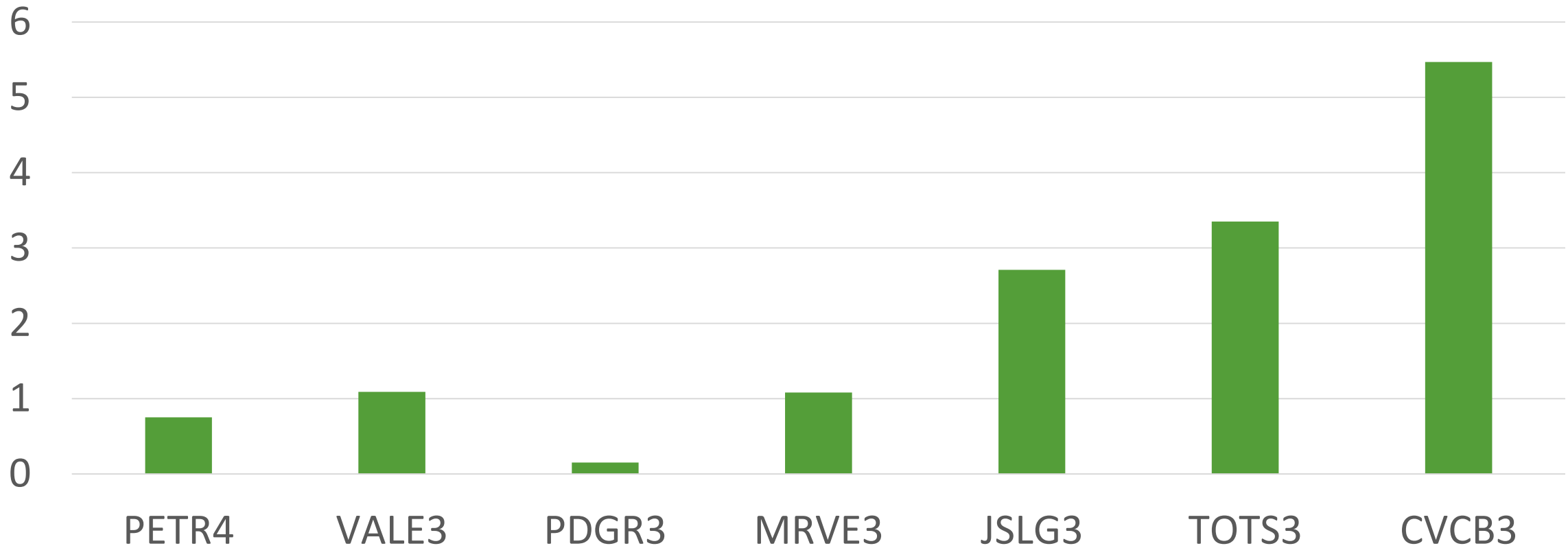


Market Cap.  
(milhões de US\$)



# MERCADO OU CONTABILIDADE?

P/VP



Críticas

Desafios

Soluções

# EXEMPLO PRÁTICO: P/VP

| <b>Ativo</b> |        | <b>Passivo</b>            |               |
|--------------|--------|---------------------------|---------------|
| Caminhão     | 500,00 | Empréstimo                | 500,00        |
|              |        |                           |               |
|              |        | <b>Patrimônio Líquido</b> |               |
|              |        | Capital Social            | 500,00        |
|              |        |                           |               |
|              |        | <b>Valor de Mercado</b>   | <b>400,00</b> |



# EXEMPLO PRÁTICO: P/VP

## Análise:

$$P/VP = 0,8x$$

Análise inicial = Barganha

Assume-se ainda ser possível vender o caminhão por 1.000, pagar o empréstimo de 500 e ficar com os outros 500.

Comprando a empresa por 400 é possível garantir R\$ 100 sem grande esforço, apenas “liquidando a empresa”.

## Problemas:

O Valor contábil do ativo pode diferir do seu valor real;

Possível existência de passivos contingentes;

Esses problemas existem pela limitação da “precificação” dos ativos e possui assimetria, o que eleva os custos de transação (Advisorys, Due Diligences)

# RAIO X DAS PEÇAS CONTÁBEIS



Análise vertical e horizontal permitem analisar a situação conjuntural da empresa

Histórico da empresa vs. setor

Detalhes de notas explicativas ajudam a compreender e definir o tratamento de itens não recorrentes

Críticas

Desafios

Soluções

# RUBRICAS CONTÁBEIS COM EFEITOS NA *VALUATION*

Disponibilidades

- Somadas ao final da *valuation*

Clientes e Estoques

- Capital de Giro

Ativo Não circulante

- Política de investimentos; gerador de receita e/ou *valuation* separada; intangíveis devem ser examinados para eventual exclusão das despesas.

Passivo Circulante

- Dívidas financeiras de curto prazo para a Estrutura de Capital e Fornecedores para capital de giro

Passivo Não Circulante

- Parte de fornecedores + Estrutura de Capital

Patrimônio Líquido

- Estrutura de Capital

Todos os itens não caixa:

- Depreciação, amortização e provisões devem ser consideradas

# INDICADORES DE DEMONSTRAÇÕES COM EFEITOS NA VALUATION

Indicadores de Liquidez e Endividamento

(ex.: Dív. Líquida / EBITDA)

- Demonstram a capacidade de pagamento e solvência da empresa

Indicadores de atividade (giro)

(ex.: Giro Ativo, CR, CP)

- Demonstram a transformação de ativos em receitas

Indicadores de prazos médios

(ex.: PME, PMR, PMP)

- Demonstram a evolução dinâmica do capital de giro

Indicadores de margens  
(ex.: Margem Bruta, EBITDA)

- Demonstram vantagens e desvantagens do negócio e são úteis para a avaliação por múltiplos de mercado

Indicadores de retorno

(ex.: ROA, ROE)

- O resultado dos investimentos em suas margens e giro

# A DINÂMICA DO FLUXO DE CAIXA

## Demonstrativo de Fluxo de Caixa

### Operações

- (+) Receitas de operações gerando caixa (1)
  - (+) Despesas de operações consumindo caixa (2)
- Fluxo de Caixa das operações: (1) - (2)*

### Investimentos

- (+) Venda de Ativos não circulantes (3)
  - (-) Compra de Ativos não circulantes (4)
- Fluxo de Caixa de Investimentos: (3) + (4)*

### Financiamentos

- (+) Recebimento de juros de aplicações/ Emissão de ações (5)
  - (-) Pagamento de Dividendos (6)
  - (-) Pagamento de amortização de empréstimos/ juros de dívida (7)
  - (-) Recompra de Ações (8)
- Fluxo de Caixa de Financiamentos: (5) + (6) + (7) + (8)*

# O FLUXO DE CAIXA DESCONTADO



# UM PROCESSO SIMPLES.. *MAS TRABALHOSO*

## 1) Fluxo de Caixa

**Projetar o fluxo de caixa da empresa** para os próximos anos, além de uma base perpétua.

## 2) Taxas de crescimento

**Definir as taxas de crescimento compatíveis** com o nível de retorno apresentado pela empresa e dos investimentos realizados, do curto ao longo prazo.

## 3) Taxa de desconto

**Fixar uma taxa de desconto** que irá trazer a projeção de fluxo de caixa para valores atuais. A taxa de desconto deve ser cuidadosamente trabalhada para refletir, de maneira adequada, todos os riscos envolvidos que comporão o chamado retorno exigido do comprador.

## PROJEÇÃO - FLUXO DE CAIXA OPERACIONAL (em milhares de reais)

| DADOS DO ANO BASE:  | 2013       |
|---------------------|------------|
| Lucro Operacional   | 1.118.049  |
| CAPEX               | 397.852    |
| Depreciação         | 734.000    |
| Receita do Ano-Base | 10.208.924 |

| PREMISSAS:                     |        |
|--------------------------------|--------|
| Capital de Giro (% da receita) | 1,5%   |
| Imp. de Renda/Contr. Social    | 34,0%  |
| Risk free (SELIC)              | 10,00% |
| Prêmio pelo Risco (TJLP)       | 10,00% |

## 1- PERÍODO DE CRESCIMENTO: 2014 / 2018

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| g =                      | 5,0%  |
| Beta =                   | 1,00  |
| Cust.Dív. (sem IR+CS) =  | 15,0% |
| Passivo / Investimento = | 35,2% |

## 2- PERÍODO ESTÁVEL: 2019 ...

|                          |       |
|--------------------------|-------|
| g =                      | 4,0%  |
| Beta =                   | 1,00  |
| Cust.Dív. (sem IR+CS) =  | 15,0% |
| Passivo / Investimento = | 35,2% |

## PROJEÇÃO - Free Operating Cash Flow

|                      | ANO-BASE         | PERÍODO DE CRESCIMENTO |                  |                  |                  |                  | ESTÁVEL          |
|----------------------|------------------|------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
|                      | 2013             | 2014                   | 2015             | 2016             | 2017             | 2018             | 2019             |
| Lucro Operacional    | 1.118.049        | 1.173.952              | 1.232.649        | 1.294.282        | 1.358.996        | 1.426.946        | 1.484.024        |
| IR sobre LOP         | (380.137)        | (399.144)              | (419.101)        | (440.056)        | (462.059)        | (485.162)        | (504.568)        |
| Depreciação          | 734.000          | 770.700                | 809.235          | 849.697          | 892.182          | 936.791          | 927.869          |
| Despesas de Capital  | (397.852)        | (417.744)              | (438.632)        | (460.563)        | (483.591)        | (507.771)        | (502.935)        |
| Var. Invest. em Giro | -                | (7.555)                | (7.932)          | (8.329)          | (8.745)          | (9.183)          | (7.713)          |
| <b>F.O.C.F.</b>      | <b>1.074.061</b> | <b>1.120.209</b>       | <b>1.176.220</b> | <b>1.235.031</b> | <b>1.296.782</b> | <b>1.361.621</b> | <b>1.396.676</b> |

## Cálculo da Variação do Investimento em Capital de Giro

|                              |            |              |              |              |              |              |              |
|------------------------------|------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Receita Vendas               | 10.208.924 | 10.719.370   | 11.255.339   | 11.818.106   | 12.409.011   | 13.029.461   | 13.550.640   |
| Cap. Giro (15%)              | 151.092    | 158.647      | 166.579      | 174.908      | 183.653      | 192.836      | 200.549      |
| <b>Variação no Cap. Giro</b> | <b>-</b>   | <b>7.555</b> | <b>7.932</b> | <b>8.329</b> | <b>8.745</b> | <b>9.183</b> | <b>7.713</b> |

| ANÁLISE FINAL - Quadro de Indicadores   | Período Crescimento | Período Estabilidade | Valor da Empresa Total |
|---|---------------------|----------------------|------------------------|
| Ke =                                    | 20,0%               | 20,0%                |                        |
| Ki =                                    | 9,9%                | 9,9%                 |                        |
| WACC =                                  | 14,0%               | 16,4%                |                        |
| <b>Valor da Empresa (por período) =</b> | <b>4.196.296</b>    | <b>5.830.278</b>     | <b>10.026.573</b>      |
|   | Valor Explícito     | Valor Residual       | 12,78                  |
|   |                     |                      | <b>Valor Total</b>     |



# A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA

| BALANÇO PATRIMONIAL |  |
|---------------------|--|
| Ativo               | Passivo Circulante (*)   |
|                     | Passivo Não Circulante <ul style="list-style-type: none"> <li>- Dívida ou capital de terceiros</li> <li>- Empréstimos</li> <li>- Financiamentos</li> </ul>   |
|                     | Patrimônio Líquido <ul style="list-style-type: none"> <li>- Capital próprio</li> <li>- Capital social</li> <li>- Ações ordinárias e preferenciais</li> <li>- Reservas de capital</li> <li>- Ajustes de avaliação patrimonial</li> <li>- Reservas de lucros</li> <li>- Ações em tesouraria</li> <li>- Prejuízos acumulados</li> </ul> |

Estrutura de Capital

Decisões de investimento  
Saída de \$ (-)

Decisões de financiamento  
Entrada de \$ (+)

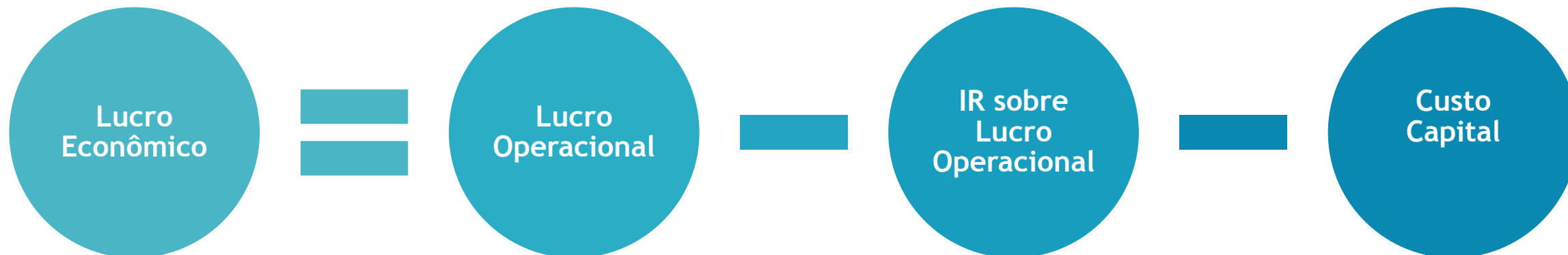
## A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA

Valor da  
Empresa

The diagram consists of two large, stylized arrows pointing towards each other. The left arrow is light teal and contains the text 'Valor da Empresa'. The right arrow is a darker teal and contains the text 'Lucro Econômico'. The arrows are positioned such that their points meet in the center, creating a visual link between the two concepts.

Lucro  
Econômico

# A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA



|                   |  |
|-------------------|--|
| Lucro Operacional | Lucro Econômico                            |
|                   | Imposto de Renda sobre o Lucro Operacional |
|                   | Custo de Capital                           |

## Agrega Valor

- Resultado que excede à remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital;
- Engloba conceito de lucro contábil e custo de capital.

# A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA

|          |   |
|----------|---|
| Goodwill | Valor em excesso da empresa                 |
|          | Determinado pelos Lucros Econômicos Futuros |



Capaz de remunerar  
todo o capital aplicado

|                     |                   |
|---------------------|-------------------|
| Valor da<br>Empresa | Goodwill          |
|                     | Capital Investido |

## A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA

|                               |                                  |   |
|-------------------------------|----------------------------------|---|
| INVESTIMENTO<br><br>R\$ 1.000 | DÍVIDAS<br>R\$ 400               | Custo da Dívida (líq. IR)<br>= 10% a.a.           |
|                               | PATROMÔNIO<br>LÍQUIDO<br>R\$ 600 | Expectativa de Retorno do<br>Acionista = 15% a.a. |

Lucro Operacional = \$ 160

|                            | Lucro Contábil | Lucro Econômico |
|----------------------------|----------------|-----------------|
| Lucro Operacional          | 160            | 160             |
| Remuneração dos Credores   | (40)           | (40)            |
| Remuneração dos Acionistas | -              | (90)            |
| Resultado                  | 120            | 30              |

# A IDEIA EM RESUMO: VALOR DA EMPRESA

*Riqueza Agregada = Lucro Econômico / Custo Capital Próprio*

Riqueza Agregada = 30 / 0,15

Riqueza Agregada = 200 **GOODWILL**

| Período              | 0             | 1    | 2      | 3      | Perpetuidade |
|----------------------|---------------|------|--------|--------|--------------|
| Fluxo de Caixa (FC)  | -             | 30   | 30     | 30     | 200          |
| Taxa de Desconto     |               | 1,15 | 1,3225 | 1,5209 | 1,5209       |
| Ano 1                | 26,09         |      |        |        |              |
| Ano 2                | 22,68         |      |        |        |              |
| Ano 3                | 19,73         |      |        |        |              |
| Perpetuidade (Ano 3) | 131,50        |      |        |        |              |
| <b>Soma do VPL</b>   | <b>200,00</b> |      |        |        |              |

# FLUXOS DE CAIXA – DA FIRMA E DO ACIONISTA

|  |
|--|
| EBIT                                     |
| +/- Variação no Capital de Giro          |
| - Investimentos em Ativo Fixo            |
| + Depreciação                            |
| - IR/CS pago                             |
| <b>Fluxo de Caixa Livre da Firma</b>     |
| - Juros financeiros                      |
| + Novas Dividas                          |
| - Amortização de Dívida                  |
| <b>Fluxo de Caixa Livre do Acionista</b> |

Descontado por WACC  
= Valor da Empresa (Enterprise Value)

*Menos: Dívida Líquida  
e Ativos / Passivos  
Não Operacionais*

Descontado pelo Ke (custo capital próprio)  
= Valor da Ação

# TAXA DE DESCONTO - WACC

| ANO          | CAPITAL PRÓPRIO | CAPITAL TERCEIROS | CUSTO DE CAP. PRÓPRIO* | CUSTO CAP. TERCEIROS* | WACC  |
|--------------|-----------------|-------------------|------------------------|-----------------------|-------|
| 1            | 90%             | 10,0%             | 25,0%                  | 16,0%                 | 24,1% |
| 2            | 90%             | 10,0%             | 24,1%                  | 15,5%                 | 23,2% |
| 3            | 80%             | 20,0%             | 23,0%                  | 15,0%                 | 21,4% |
| 4            | 80%             | 20,0%             | 21,0%                  | 14,5%                 | 19,7% |
| 5            | 70%             | 30,0%             | 20,6%                  | 14,0%                 | 18,6% |
| 6            | 70%             | 30,0%             | 20,1%                  | 13,5%                 | 18,1% |
| 7            | 60%             | 40,0%             | 20,5%                  | 14,0%                 | 17,9% |
| 8            | 50%             | 50,0%             | 21,1%                  | 14,5%                 | 17,8% |
| 9            | 45%             | 55,0%             | 22,0%                  | 16,0%                 | 18,7% |
| 10           | 40%             | 60,0%             | 23,0%                  | 17,0%                 | 19,4% |
| Perpetuidade | 50%             | 50,0%             | 19,0%                  | 13,0%                 | 16,0% |

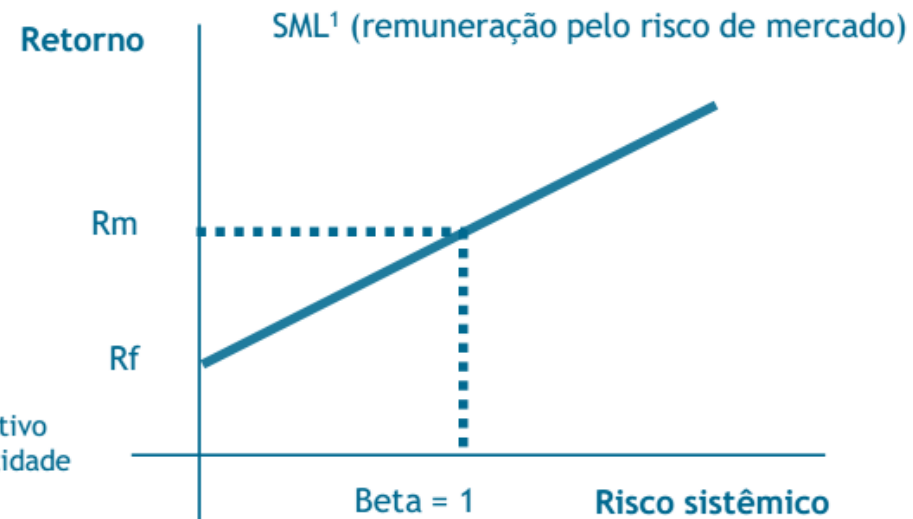


# A TAXA DE DESCONTO - FÓRMULA

O CAPM é um modelo que associa o risco e o retorno para determinado ativo e que pode ser calculado por meio da seguinte equação:

$$CAPM = R_f + \beta (R_m - R_f)$$

$K_e$  = custo de capital próprio  
 $R_f$  = taxa de retorno de ativos livre de risco  
 $\beta$  = medida do risco sistemático (não diversificável) do ativo  
 $R_m$  = rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade  
 $R_m - R_f$  = prêmio de risco do mercado



# A TAXA DE DESCONTO - EXEMPLO

| Variáveis                                |                      | %             |
|--|----------------------|---------------|
| Taxa livre de risco                      | RF                   | 5,75%         |
| Retorno da carteira de mercado           | RM                   | 13,15%        |
| Prêmio pelo risco de mercado             | RM (-) RF            | 7,40%         |
| Coeficiente beta                         | (b)                  | 0,86          |
| Remuneração pelo risco da empresa        | [b x (RM - RF)]      | 6,36%         |
| Custo de oportunidade do capital próprio | [b x (RM - RF)] + RF | 12,11%        |
| Risco país                               | Rp                   | 4,00%         |
| <b>TAXA DE DESCONTO</b>                  |                      | <b>16,11%</b> |

# INDICADORES FREQUENTEMENTE UTILIZADOS

## Componentes principais de risco

| Retorno livre de risco  | Prêmio de risco de mercado   | Prêmio de risco soberano  |
|---|--|---|
| <ul style="list-style-type: none"> <li>• US Treasury 10 anos</li> <li>• US Treasury 30 anos</li> <li>• Selic, CDI, CDB</li> <li>• Título brasileiro negociado no exterior</li> <li>• Global 27</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ibbotson</li> <li>• Bovespa, FGV</li> <li>• Valor dado pelo research do banco (não muda)</li> <li>• Histórico do SP500 contra o T-Bond</li> <li>• Média geométrica (fonte: Damodaran)</li> <li>• Estudo acadêmico - Sanvicente</li> </ul> | <ul style="list-style-type: none"> <li>• Ibbotson</li> <li>• Últimos 12 meses do EMBI Brasil</li> <li>• Sem metodologia formal, palpite</li> <li>• Não Utiliza</li> </ul> |

## Estrutura de Capital

| Estimação calculado com base em | Respostas | %             |
|---------------------------------|-----------|---------------|
| Valores de mercado              | 22        | 78,6%         |
| Valores contábeis               | 6         | 21,4%         |
| <b>TOTAL</b>                    | <b>28</b> | <b>100,0%</b> |

## Risco País

| Estimação do risco país       | Respostas | %             |
|-------------------------------|-----------|---------------|
| Média de prêmios passados     | 14        | 48,3%         |
| Prêmio atual                  | 9         | 31,0%         |
| Estimativa de prêmios futuros | 4         | 13,8%         |
| Indiferente                   | 2         | 6,9%          |
| <b>TOTAL</b>                  | <b>29</b> | <b>100,0%</b> |

# DESCONTO A VALOR PRESENTE

$$\text{Valor Presente} = \sum_{t=0}^n \frac{E(CF_t)}{(1+k)^t}$$

Fluxo de caixa futuros são incertos, por isso são trazidos a valor presente por taxa de desconto  $E(CF)$

WACC (custo médio ponderado de capital) é comumente utilizado para descontar os fluxos.

# OUTROS COMPONENTES DE AJUSTE AO VALOR JUSTO

## Prêmio de riscos das médias empresas

| Utiliza um prêmio de risco de média empresa | Respostas | %             |
|---|-----------|---------------|
| Sim   | 12        | 42,9%         |
| Não   | 16        | 57,1%         |
| <b>TOTAL</b>                                | <b>28</b> | <b>100,0%</b> |

## Deságio por posição minoritária

| Utiliza um deságio quando a posição avaliada é minoritária | Respostas | %             |
|--|-----------|---------------|
| Sim  | 13        | 46,4%         |
| Não  | 8         | 28,6%         |
| Tanto faz / não sabe / não respondeu                       | 7         | 25,0%         |
| <b>TOTAL</b>   | <b>28</b> | <b>100,0%</b> |

# CASO GERDAU

# CASO GERDAU

---

## Laudo de avaliação no contexto da oferta pública de aquisição de ações por aumento de participação na Gerdau S.A.

---



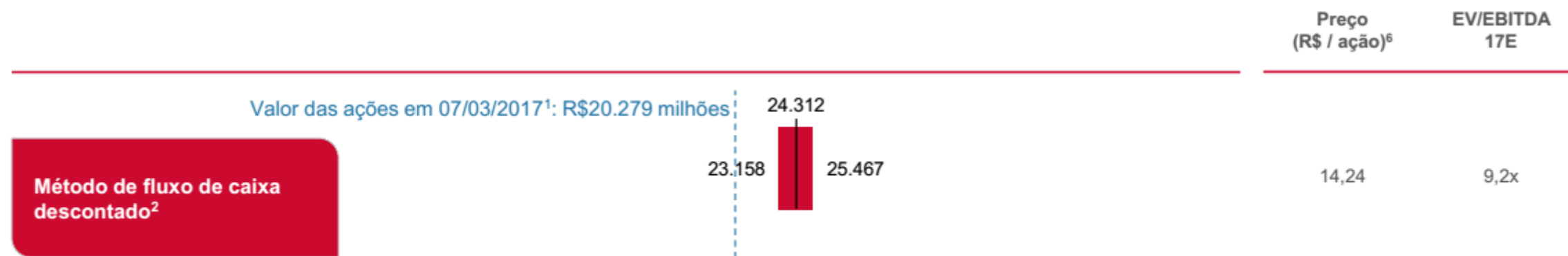
*20 de março de 2017*

*CONFIDENCIAL*

# CASO GERDAU

## Sumário de avaliação da Gerdau (em cumprimento à ICVM-361)

A avaliação da Gerdau por fluxo de caixa descontado aponta para um intervalo de valor das ações da Companhia entre R\$23,2 bilhões e R\$25,5 bilhões, ou seja, de R\$13,56 a R\$14,91 por ação

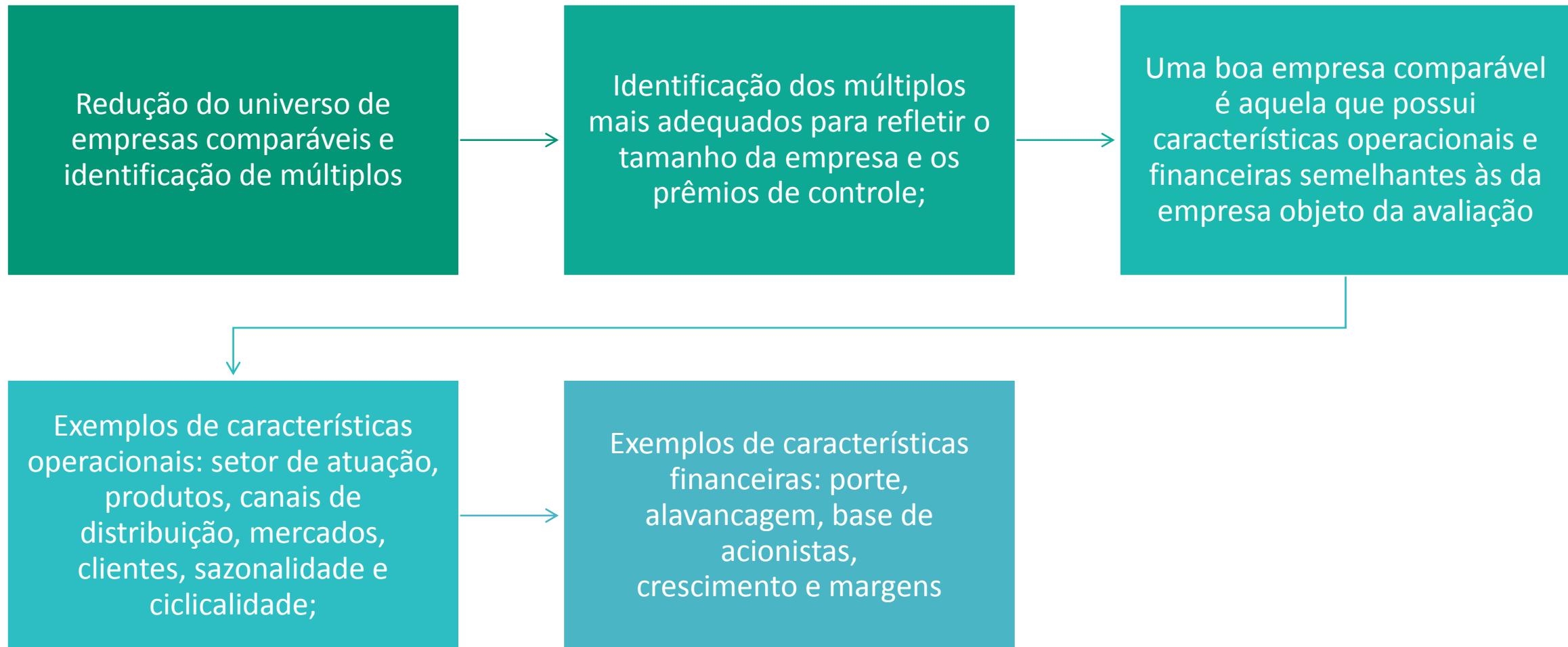




# AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS



# PROCESSO DE AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS



# CASO DE SERVIÇOS DE SAÚDE (LABORATÓRIOS E HOSPITAIS)

Table 7: Global Healthcare Comparables – Lab Test Providers and Hospitals

| 26-Aug-16                 | ADTV<br>(USDmn) | Market Cap<br>(USDmn) | Last Price<br>(Local FX) | EV/EBITDA    |              |              | P/E          |              |              |
|---------------------------|-----------------|-----------------------|--------------------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
|                           |                 |                       |                          | 2017e        | 2018e        | 2019e        | 2017e        | 2018e        | 2019e        |
| <b>Lab Test Providers</b> |                 |                       |                          |              |              |              |              |              |              |
| Quest Diagnostics         | 58.8            | 11,525                | 82.9                     | 9.7x         | 9.3x         | 8.8x         | 15.2x        | 14.3x        | 14.2x        |
| Labcorp                   | 83.6            | 13,882                | 135.6                    | 9.4x         | 8.9x         | -            | 14.0x        | 12.8x        | -            |
| Sonic                     | 18.9            | 7,146                 | 17.4                     | 12.1x        | 11.7x        | 10.7x        | 19.2x        | 18.1x        | 15.5x        |
| <b>Average</b>            | <b>32.5</b>     |                       |                          | <b>11.4x</b> | <b>10.6x</b> | <b>10.3x</b> | <b>23.4x</b> | <b>20.3x</b> | <b>19.8x</b> |
| <b>Hospitals</b>          |                 |                       |                          |              |              |              |              |              |              |
| Community Health          | 45.8            | 1,149                 | 10.1                     | 7.0x         | 6.6x         | 5.9x         | 5.2x         | 3.8x         | 2.2x         |
| Lifepoint                 | 19.7            | 2,359                 | 55.3                     | 6.3x         | 5.9x         | 5.6x         | 13.3x        | 11.2x        | 9.3x         |
| Ramsay                    | 24.2            | 11,482                | 76.0                     | 13.8x        | 12.9x        | 11.8x        | 29.4x        | 26.4x        | 24.0x        |
| Rhoen-Klinikum            | 3.8             | 1,924                 | 26.1                     | 8.7x         | 8.3x         | 7.8x         | 20.5x        | 18.8x        | 17.3x        |
| Tenet                     | 48.0            | 2,303                 | 23.1                     | 7.4x         | 6.9x         | 6.7x         | 10.2x        | 8.3x         | -            |
| Universal Health          | 74.0            | 11,580                | 119.0                    | 8.2x         | 7.6x         | 7.0x         | 14.5x        | 12.9x        | 12.0x        |
| HCA Holdings Inc          | 191.7           | 28,016                | 74.0                     | 7.0x         | 6.6x         | 6.3x         | 10.5x        | 9.3x         | 8.9x         |
| IHH Healthcare            | 10.2            | 13,413                | 6.5                      | 21.2x        | 18.1x        | 16.7x        | 43.5x        | 35.4x        | 29.0x        |
| <b>Average</b>            | <b>52.2</b>     |                       |                          | <b>9.9x</b>  | <b>9.1x</b>  | <b>8.5x</b>  | <b>18.4x</b> | <b>15.8x</b> | <b>14.7x</b> |

Source: Bloomberg and BTG Pactual

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL



# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - DIAGNÓSTICO DA GESTÃO

E se o empreendedor não estiver nem um pouco interessado em vender uma participação nem quiser se desfazer do negócio?

Ainda assim a avaliação é importante?

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL

O que um empreendedor pode fazer para valorizar a empresa?

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - CAPITAL DE GIRO

A qualidade da administração de capital de giro é um dos fatores importantes na criação/destruição de valor de uma empresa

## **Direta (Fluxo de Caixa):**

Quanto maior a necessidade de capital de giro, menor será o fluxo de caixa gerado pela empresa. Conseqüentemente, menor será o valor justo calculado.

## **Indireta (Taxa de Desconto):**

Aumentos não planejados na necessidade de capital de giro suscitam a necessidade de tomadas de empréstimos de curto ou longo prazo ou a injeção de novo capital na empresa.

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - CAPITAL DE GIRO

| <b>RUBRICA (R\$ MM)</b>                        | <b>2010</b> | <b>2011</b> | <b>VARIAÇÃO</b> |
|--|-------------|-------------|-----------------|
| <b>Estoques</b>                                | 100         | 150         | 50              |
| <b>Clientes</b>                                | 200         | 300         | 100             |
| <b>Fornecedores</b>                            | 150         | 180         | 30              |
| <b>Outros itens ligados ao Passivo Cíclico</b> | 50          | 50          | 0               |
|  |             |             |                 |
| <b>Necessidade de capital de giro</b>          | 100         | 220         | 120             |
| <b>Receita</b>                                 | 1.500       | 2.800       | 1.300           |
| <b>Capital de Giro como %</b>                  | <b>6,7%</b> | <b>7,9%</b> | <b>9,2%</b>     |

(Póvoa, 2012)



# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - CAPITAL DE GIRO

**Como financiar o aumento da necessidade de capital de giro?**

- Contração de empréstimos de curto prazo (mais rápido, mais caro)
- Contração de empréstimos de longo prazo
- Venda de ativos de maturidade curta
- Venda de ativo permanente
- Aumento de capital - capitalização da empresa

**Como absorver a redução da necessidade de capital de giro?**

- Aplicações financeiras mais longas e rentáveis
- Investimento em ativo permanente e ativos intangíveis
- Distribuição maior de dividendos
- Pagamento antecipado de dívidas e de despesas correntes
- Recompra de ações

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - O VALOR DA CONTROLADORIA

Melhorar a organização da empresa também pode aumentar o seu valor?

# VALUATION COMO FERRAMENTA GERENCIAL - SUCESSÃO E GOVERNANÇA

E o que pode desvalorizar um negócio emergente?

# REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS



## REFERÊNCIAS

Damodaran, Aswath. *Valuation: Como avaliar e escolher as melhores ações*. LTC, 2015.

GITMAN, Lawrence Jeffrey. *Princípios de administração financeira*. 10ª ed. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2004.

PACHECO et al. In: MARTELANC, R.; PASIN, R. *Fusões e Aquisições: estratégias empresariais e tópicos de valuation*. São Paulo: All Print Editora, 2017. cap. 3, p.71-84.

PÓVOA, Alexandre. *Valuation*. Elsevier Brasil, 2012.



### **Campinas**

Centro Empresarial Conceição  
Rua Conceição, 233 - 23º andar  
Conj. 2303 - Centro  
Campinas - SP - CEP 13010-916  
**+55 (19) 3231.0399**



### **São Paulo**

Edifício Maurício Cukierkorn  
Av. Angélica, 2491 - 12º andar  
Conj. 121/122 - Bela Vista  
São Paulo - SP - CEP 01227-200  
**+55 (11) 3255.8857**



### **Goiânia**

Edifício Aton  
Rua João de Abreu nº 192 - 13º andar  
Conj. 137 - Setor Oeste  
Goiânia - GO - CEP 74.120-110  
**+55 (62) 3541.0184**