

Curitiba, 17/05/2024

Por: Thyago Américo Schio

Uso de múltiplos em avaliação de empresas

"O mercado é uma máquina de votar no curto prazo, mas uma máquina de pesar no longo prazo." Benjamim Graham

A avaliação de empresas é uma demanda frequente no mundo dos negócios, também ocorrendo no âmbito judicial e extrajudicial. Um caso peculiar de avaliação é aquele que trata da avaliação a preço de mercado. Tecnicamente, avaliar uma empresa a preço de mercado significa determinar o valor de uma empresa com base no preço pelo qual ela poderia ser vendida em uma transação aberta e competitiva, ou seja, em condições normais de mercado. Este processo visa encontrar o valor justo de mercado da empresa avalianda.

Na legislação brasileira, há diversas leis que abarcam a questão de avaliação a preço de mercado. Nesse sentido, destacam-se o caso do Código Civil Brasileiro (Lei n.º 10.406/2002), da Lei de Recuperação Judicial e Falências (Lei n.º 11.101/2005) e da Lei das Sociedades por Ações (Lei n.º 6.404/1976).

Entre os diversos métodos utilizados para quantificar o valor de uma empresa, a metodologia dos múltiplos se destaca por sua simplicidade, eficácia e imparcialidade. Esse método consiste em comparar o valor de uma empresa com o de outras empresas similares, utilizando indicadores financeiros padronizados, como por exemplo, o Preço/Lucro (P/E), Preço/Valor Patrimonial (P/B) e o Valor da Empresa/ Lucro Operacional Líquido Após Impostos (VE/NOPAT). A relevância da avaliação por múltiplos reside em sua capacidade de fornecer uma avaliação a preços de mercado que seja precisa e imparcial do valor da empresa em avaliação.

Uma das principais vantagens desse método reside no fato de os múltiplos não serem suscetíveis a variações nas suposições de longo prazo. Métodos alternativos como o Fluxo de Caixa Descontado (DCF) dependem fortemente de estimativas e pressupostos futuros, que podem ser altamente

incertos e sujeitos a expressivos erros. Em contraste, os múltiplos se baseiam em dados financeiros atuais de mercado¹. Isso torna os múltiplos uma ferramenta robusta por se alicerçar na realidade do mercado, e sobretudo útil em setores onde as projeções futuras são particularmente difíceis de realizar, como por exemplo, setores novos e com mercados em criação. Como os múltiplos são influenciados por fatores macroeconômicos e setoriais, eles fornecem uma visão atualizada e contextualizada do valor de uma empresa em relação ao seu ambiente atual de mercado.

A ideia básica por trás do uso de múltiplos de avaliação é que ativos similares devem ser negociados por preços similares. Em termos técnicos, para usar corretamente os múltiplos de lucro, é necessário analisar cuidadosamente as demonstrações contábeis para se garantir que estejam sendo comparados ativos comparáveis. Nesse sentido, é necessária a correta escolha de empresas comparáveis para realização da avaliação.

Para demonstrar a simplicidade e precisão desse método de avaliação, listaremos abaixo um exemplo. Vamos supor que uma consolidada empresa denominada “X” e atuante no setor do varejo. Essa empresa precisa ser avaliada, sendo sugerida a valoração a preços de mercado.

Após detalhada análise de mercado, o economista avaliador identificou um grupo composto por 3 empresas do setor do varejo que são negociadas à preços de mercado que compõem um grupo adequado para comparação. Tomou essas como base. Também, destrinchando as peculiaridades do setor, identificou que a correta avaliação consiste no uso de múltiplos VE/NOPAT (ou seja, valor da empresa sobre o lucro operacional líquido após impostos).

Para realização do cálculo, em primeiro lugar, foram coletados os dados financeiros dessas 3 empresas comparáveis. No caso, chegou ao seguinte:

➤ Empresa A: Valor da Empresa (VE): 10 bilhões / NOPAT: 1 bilhão / VE/NOPAT: 10; Empresa B: Valor da Empresa (VE): 15 bilhões / NOPAT: 1,5

¹ Pressupõe-se, portanto, a Hipótese dos Mercados Eficientes (HME), formulada por Eugene Fama na década de 1960. Essa teoria sugere que os preços dos ativos negociados em mercados competitivos refletem todas as informações disponíveis em qualquer ponto no tempo, tornando assim corretamente precificado os ativos.

bilhões / VE/NOPAT: 10; Empresa C: Valor da Empresa (VE): 20 bilhões / NOPAT: 2 bilhões / VE/NOPAT: 10.

Na sequência, foram levantados os mesmos dados financeiros da empresa avalianda. No caso, utilizando-se de dados prospectivos do lucro operacional líquido após impostos e da dívida líquida da empresa, chegou ao seguinte:

➤ NOPAT estimado: 250 milhões / Dívida líquida: 1 bilhão.

Posteriormente, foi obtido o múltiplo VE/NOPAT setorial. Eis o cálculo realizado:

$$\frac{VE}{NOPAT}_{setorial} = \frac{(10 + 10 + 10)}{3} = 10$$

Utilizando esse múltiplo setorial e o NOPAT estimado da empresa X, chegou ao seguinte:

$$VE \text{ empresa X} = \left(\frac{VE}{NOPAT} \right)_{setorial} \times NOPAT \text{ empresa X} - \text{dívida líquida}$$

$$VE \text{ empresa X} = 10 \times 250 \text{ milhões} = 2,5 \text{ bilhões}$$

Por último, foi obtida a estimativa do valor de mercado da empresa X descontando-se a dívida líquida do valor dessa empresa:

$$VE \text{ empresa X} = 2,5 \text{ bilhões} - 1 \text{ bilhão (dívida)} = 1,5 \text{ bilhão}$$

Finalizando esse exemplo, com base no múltiplo VE/NOPAT médio do setor comparável do varejo e no NOPAT estimado da empresa X, demonstramos que o valor da empresa X após ajustada a avaliação pela dívida líquida é de 1,5 bilhão.

Concluimos esse artigo demonstrando que o método de avaliação por múltiplos fornece uma análise imparcial, objetiva e comparativa de mercado, utilizando dados financeiros de empresas similares para inferir o valor da empresa avalianda. Frisamos ainda que esse método é uma opção consolidada para avaliação de empresas a preço de mercado, alinhando-se às exigências previstas em legislações que tratam da avaliação a preço de mercado.