



Associação Brasileira de
Private Equity & Venture Capital

Quanto vale o meu negócio?



Apoio:



Publicação:
Associação Brasileira de Private Equity & Venture
Capital (ABVCAP)

Edição:
Março 2015

Coordenação:
Ângela Ximenes
Superintendente Executiva

Gabriela Sant'Anna
Assessora de Comunicação

Conteúdo:
EY

Aviso legal
Este documento não pode ser distribuído ou reproduzido
sem a autorização da ABVCAP



Mensagem do Presidente

• Este guia, elaborado pela EY, tem o objetivo de trazer aos
• empreendedores os conhecimentos das metodologias de valuation
• comumente utilizadas em negócios de aquisição de participações de
• empresas fechadas pelos fundos de seed, private equity e venture capital.

• O conhecimento dessas técnicas é imprescindível para que se
• estabeleça uma negociação transparente, em que as partes envolvidas
• reconheçam os diversos fatores de avaliação do valor de um negócio e
• possam estabelecer um diálogo com um potencial investidor, tendo por
• base premissas razoáveis e tecnicamente fundamentadas.

• Sem dúvida a determinação do valor de um negócio é complexa e
• dependerá de muitas variáveis, como setor, mercado, estágio de
• maturidade da empresa, dentre outros. Todavia, o conhecimento
• das metodologias mais comumente utilizadas ajudará a balizar uma
• negociação.

• Esperamos que o esclarecimento sobre esses conceitos ajude os
• empreendedores e colabore com o avanço e a agilidade das transações
• com potenciais com investidores.

Fernando Cezar Dantas Borges
Presidente da ABVCAP

O que é Valuation?

Uma dúvida muito frequente na cabeça de empreendedores que esperam dar o próximo passo na evolução de sua empresa e atrair investidores é: afinal, quanto vale minha empresa?

O primeiro conceito fundamental que o empreendedor deve considerar para se entender o valor de uma empresa é que, antes mesmo de qualquer estrutura financeira e metodologias de avaliação, o seu valor está baseado em uma percepção de mercado. Isso significa que não há uma única resposta. Existem percepções diferentes de valor, dependendo de quem está analisando, setor, mercado, maturidade da empresa, entre outros.

O processo de se estimar o valor de uma empresa de forma sistematizada, usando modelo quantitativo e metodologia consagrada, é chamado de Valuation. Este processo pode ser baseado em estimativas e envolve certa dose de subjetividade no julgamento profissional, tanto do avaliador quanto do empreendedor, ao definir e selecionar premissas que seriam consideradas razoáveis.

A análise financeira de uma empresa exige mais do que conhecimentos técnicos de finanças e contabilidade; exige um conhecimento operacional, assim como do mercado e do setor onde a empresa atua. Com base em uma perspectiva estratégica, é possível identificar as características financeiras da empresa e selecionar premissas que impactam no valor da empresa a ponto de controlar o nível de subjetividade e, dessa forma, gerar conclusões com maior embasamento.

Por esse motivo, é fundamental que as partes envolvidas em uma eventual transação ou formação de sociedades tenham conhecimento de todos os fatores intrínsecos e externos que influenciam no valor do investimento, garantindo assim uma maior possibilidade de sucesso da transação.

Como fazer? Existem diversos métodos de avaliação, dependendo da indústria e característica da empresa avaliada e, claro, da preferência do avaliador. O método poderá variar, por exemplo, se é uma startup ou uma empresa madura e com representatividade de mercado no setor onde atua.

No mercado, diferentes métodos são comumente aceitos e praticados para se avaliar um negócio ou mesmo um ativo e estes estão calcados em dois fundamentos básicos; o direto (ou método da renda) e o indireto (ou comparativo de mercado).

Como o nome já indica, o método direto de avaliação fornece uma estimativa direta do valor da empresa ou ativo e existe um comum entendimento entre acadêmicos e profissionais de que o valor fundamental de uma empresa ou ativo é o resultante do fluxo de caixa futuro esperado.

Mas o que isso quer dizer?

O valor da empresa ou ativo é igual ao valor presente do fluxo de caixa esperado (mas incerto) a ser gerado pela empresa, descontado a uma taxa que reflita o risco (ou incertezas) e retorno esperado por aqueles fluxos de caixa.

Existem várias formas de se estimar o fluxo de caixa futuro. O método mais utilizado do Fluxo de Caixa Descontado (FCD ou DCF, da sigla em inglês, Discounted Cash Flow) é o fluxo de caixa da empresa, descontado pelo custo médio ponderado de capital (CPMC ou WACC, da sigla em inglês, Weighted Average Cost of Capital). Este método leva em consideração a ponderação do custo de capital para a empresa de seus acionistas e credores e sua resultante é o valor da empresa, que é a base para se estimar o valor



livre ao acionista, depois de descontado o valor da dívida líquida.

O método indireto não se baseia na expectativa de geração de caixa direta (ou específica) da empresa ou ativo, mas sim em uma comparação com outras variáveis financeiras, como por exemplo: receita, lucro ou valor patrimonial. Portanto, este método não apresenta o valor fundamental da empresa ou ativo, mas sim um valor relativo do mesmo em comparação com outras empresas e ativos que atuam no mercado.

Neste caso, existem variações e formas para se obter o valor da empresa e o mais conhecido é a avaliação por múltiplos; sendo que os mais comuns são: EV/EBITDA, EV/Vendas, Preço/Lucro, Preço/Valor Contábil, R\$/m². Normalmente, estes indicadores são baseados em dados de mercado de empresas ou ativos similares e comparáveis e aplicados sobre a variável financeira apropriada da empresa a ser avaliada.

O que isso impacta no resultado do valor da minha empresa?

Não há (ou raramente há) duas empresas ou ativos exatamente iguais e comparáveis e, portanto, pode haver características únicas e intrínsecas à empresa ou ao ativo que não serão capturadas por esse método. Como exemplo, podemos citar perspectiva de crescimento acentuado de receita, melhor gestão, melhor eficiência operacional além de valores individuais estratégicos para certos compradores ou investidores.

Mais importante do que o fundamento no qual irá se basear alguma análise de valor sobre uma empresa, é a atratividade do negócio ou de seus ativos em conjunto para um investidor ou comprador. Essa atratividade normalmente é baseada em avaliação de risco e potencial de crescimento. A seguir vamos discutir mais sobre as metodologias de avaliação.

Metodologias de Avaliação

Os métodos de avaliação possuem diversas características específicas para análise de uma empresa. Na avaliação de uma empresa ou ativo, geralmente são utilizadas uma ou mais abordagens: abordagem da renda, abordagem de mercado e outras abordagens.

Ainda que cada uma dessas abordagens possa ser considerada, individualmente ou em conjunto, para a estimativa de valor de uma empresa ou ativo, a natureza e as características dos ativos indicarão quais são as mais indicadas.



Abordagem da Renda

Consiste na estimativa dos incrementos dos fluxos de caixa futuros que serão recebidos pelos acionistas de uma empresa ou dos fluxos operacionais que a empresa é capaz de gerar.

Os métodos de FCD são considerados os mais completos para a avaliação de empresas, pois os mesmos conseguem capturar a real geração de valor das operações, perspectivas e estratégias da administração, assim como fatores específicos e circunstâncias do ambiente macroeconômico na data-base da avaliação.

Dentre os métodos de fluxos de caixa existentes, destacam-se o Método do Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (“FCA”) e o Método do Fluxo de Caixa Livre da Empresa (“FCL”). Basicamente, estes fluxos de caixa apresentam a seguinte composição: Lucro Operacional da empresa e dele subtraem-se os impostos diretos devidos (Imposto de Renda e Contribuição Social). Deste resultado, que em sua essência é do regime contábil de competência, são efetuado ajustes de movimentações de caixa. Assim, despesas com depreciação e amortização consideradas na Demonstração de Resultados são adicionadas ao fluxo de forma positiva, uma vez que estas despesas funcionam como um benefício fiscal e não têm efeito caixa, são deduzidos os investimentos em ativos fixos e eventuais investimentos em capital de giro.

O FCA também considera o impacto do endividamento no fluxo, deduzindo o resultado financeiro e a amortização da dívida. Assim, as diferenças entre esses métodos referem-se basicamente à forma com que tratam o impacto do endividamento sobre a avaliação.





E como são trazidos a valor presente estes fluxos?

Cada fluxo possui sua taxa de desconto apropriada à análise. Enquanto o FCL visa a obtenção de um fluxo desde a ótica operacional da empresa, o FCA analisa o fluxo de dividendos a distribuir aos acionistas.

No método FCL, o custo de capital próprio (ex.: aportes de capital) e o custo de capital de terceiros (ex.: empréstimos) são considerados em uma única taxa ponderada, o WACC, como definimos anteriormente. Esta taxa deve refletir os custos e riscos associados pela ponderação do capital do negócio próprio ou de terceiros.

A composição desta taxa é dada da seguinte maneira:

O custo de oportunidade e o risco assumido pelos acionistas (K_e) são calculados pelo método do “*Capital Asset Pricing Model*” (CAPM). O CAPM é utilizado para calcular a expectativa de retorno que os acionistas esperam sobre seu investimento, dado o nível de risco do investimento.

Esta metodologia de precificação é a soma de dois pontos básicos: a taxa de retorno de um ativo livre de riscos mais um prêmio pelo risco de mercado ponderado por um fator de risco de mercado. Em outras palavras, quanto os acionistas esperam receber (pode ser encarado também como a percepção de risco) além de um retorno básico de mercado.

Exemplificando, em geral analistas de mercado utilizam uma taxa livre de risco, ou seja, aquele ativo com as menores chances de default, o T-Bond americano. Já o prêmio por investir numa empresa, ao invés de investir no papel do banco central americano, seria o retorno do S&P 500. Trazendo tal comparação aos ativos brasileiros, dadas às devidas proporções de desenvolvimento do mercado de capitais, o ativo livre de risco brasileiro seria o título do tesouro LFT (Letra Financeira do Tesouro), cuja rentabilidade está atrelada à taxa Selic, a taxa básica de juros, e o

rendimento acima deste título, o retorno do Ibovespa.

Como cada setor da economia possui suas características próprias, um fator que pondere tais características é utilizado para estimar o retorno de mercado. Este fator é o chamado beta do setor. De forma genérica, o beta representa a volatilidade do ativo perante uma carteira de ativos. Por exemplo, o beta tenta estimar a volatilidade de uma empresa nacional de commodities frente ao Ibovespa.

Já para o custo de capital de terceiros (K_d), ou seja, a forma de financiamentos via empréstimos bancários, normalmente são analisadas as linhas de empréstimos existentes, por exemplo, uma linha de capital de giro de um banco comercial cujas despesas de juros são atreladas a índices como o CDI ou uma linha de financiamento de máquinas e equipamentos junto a um banco de fomento com taxas de juros de longo prazo (TJLP).

Como as despesas financeiras oriundas das dívidas com terceiros geram um benefício fiscal, o mesmo deve ser contemplado na avaliação da taxa de desconto. Portanto desconta-se, quando aplicável, o benefício fiscal do IR e da CSLL da redução da base de cálculo após o pagamento de despesas financeiras.

Após a estimativa dos K_e e K_d , estima-se a proporção de capital próprio e de terceiros na formação do capital da empresa e a taxa de desconto empregada para o FCL é uma ponderação entre o K_e para capital próprio e K_d para capital de terceiros, resultando assim no WACC.

Para o FCA a taxa de desconto empregada é apenas o CAPM, uma vez que a movimentação das despesas financeiras e amortização de principal já abatem o retorno exigido por bancos e credores.

Abordagem de Mercado

Em linhas gerais, esta abordagem possui duas vertentes: múltiplos de empresas comparáveis e múltiplos de transações comparáveis. Pela ótica de empresas comparáveis, o valor de uma empresa ou de um ativo é determinado com base nos parâmetros de avaliação inerentes às métricas financeiras comparáveis como receita, EBITDA, preço da ação etc. Estes dados são obtidos de empresas listadas em bolsa, com informações públicas, já que dificilmente esses dados são divulgados por empresas fechadas por considera-los estratégicos ou sigilosos.

Um exemplo prático de uma avaliação de mercado via múltiplos de mercado, é o chamado EV/EBITDA. O acrônimo EV vem de Enterprise Value, cuja tradução é o Valor Operacional da empresa. Este valor é dividido pelo EBITDA gerado (do ano corrente ou projeção do próximo ano) e, assim, chegamos a um determinado múltiplo para aquela empresa.





Com isso, é possível analisar uma amostra de empresas comparáveis no setor e obter os EVs e EBITDAs dessa amostra e determinar os múltiplos do setor. Este múltiplo médio é tratado, sempre que possível e aplicável, e depois aplicado ao EBITDA da empresa alvo da avaliação, resultando no EV esperado para aquela empresa de forma indireta.

Desconta-se deste valor a dívida líquida da empresa obtendo-se, por fim, o valor livre para o acionista. Esta abordagem é comumente utilizada, pois a empresa é analisada por uma lógica operacional do negócio.

Contudo, outros indicadores podem ser utilizados para esta abordagem, EV/Vendas (similar ao EV/EBITDA, mas tendo a receita como driver) ou Preço/Lucro (Preço da ação pelo lucro líquido). Podem ocorrer também indicadores setoriais, que usam outros dados operacionais e não necessariamente financeiros, como R\$/MW no setor de energia ou R\$/m² no setor imobiliário.

A abordagem por transações comparáveis ou transações recentes procura balizar o valor da empresa com base nos múltiplos de transações do setor. O racional da avaliação segue o de empresas comparáveis, contudo múltiplos de transação podem conter outros ativos inerentes como o ágio gerado pela expectativa de sinergias específicas do comprador. Assim, múltiplos de transação costumam ser mais utilizados para balizar valores do que propriamente para gerar valores. Neste caso, faz-se necessária a análise dos ativos recentemente transacionados, seguida de uma comparação de suas características com as aplicáveis ao ativo sendo avaliado.

Essa abordagem exige o cálculo de indicadores econômicos que representam as condições nas quais as transações foram realizadas e o ajuste dos indicadores às características específicas do ativo avaliado para que, posteriormente, tais indicadores ajustados sejam aplicados à avaliação do ativo em questão.

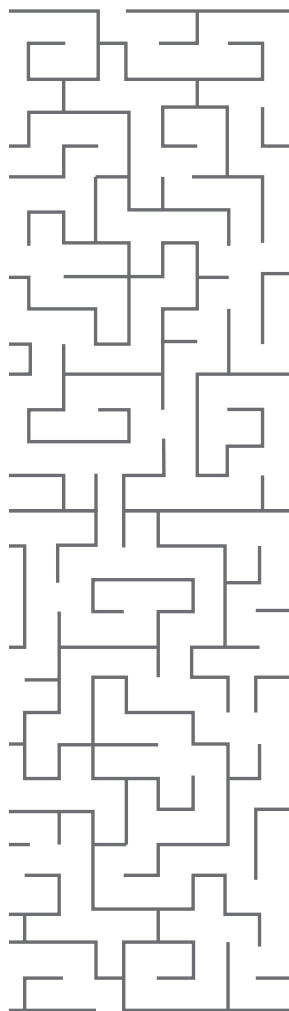
Sabendo que são raras as situações de duas empresas ou ativos serem exatamente iguais, cujos valores possam ser diretamente comparáveis, o valor da empresa ou do ativo de acordo com essa metodologia será determinado de forma indireta e pode não refletir fatores intrínsecos à empresa que podem gerar ou não valor para a empresa.

Outras Abordagens ou Formas

Valor de Liquidação

O valor de liquidação é aquele em que se pretende determinar o valor caso o empreendimento seja liquidado, ou seja, com venda rápida ou forçada. Como os recursos podem perder valor em uma situação como essa (podem perder a utilidade para o possuidor), normalmente é uma avaliação do valor mínimo de uma empresa, unidade de negócio ou ativo.

Em geral, não haveria razão para vender uma empresa ou ativo por um valor inferior ao que pode ser apurado com seu fechamento. Esse valor também pode ser definido como o montante que cada acionista comum espera receber após a venda dos ativos tangíveis da empresa e da liquidação dos compromissos com os credores. Alguns ativos intangíveis, como a marca, podem ser vendidos quando da liquidação da empresa, embora isso seja pouco provável.



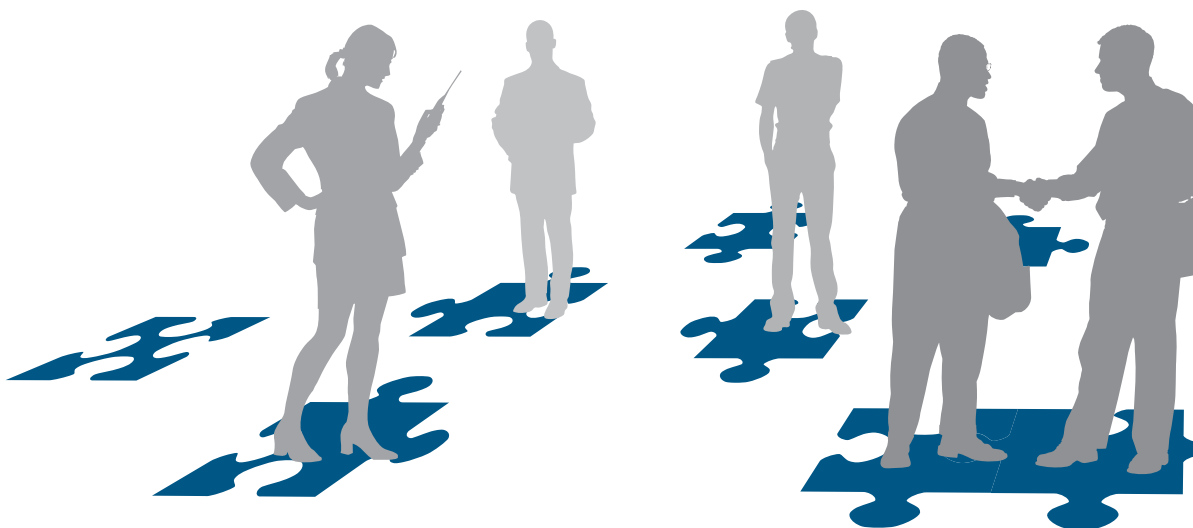
O valor de liquidação depende do grau de controle e de ordenação do processo de venda dos ativos. Ou seja, é importante averiguar pontos como: quem está vendendo é a própria empresa vendedora? Qual seu grau de controle sobre o processo de venda? Existe urgência na realização dessa venda? Quais os custos atrelados a esta venda? Quanto menos poder de decisão tiver o lado vendedor, menor tende a ser o valor da venda.

Métodos Patrimoniais

Os métodos patrimoniais de avaliação normalmente são utilizados em situações bastante específicas, por exemplo, em situação de concordata ou falência, ativos não operacionais obsoletos ou fora de uso. Em suma, é quando se tem interesse nos ativos de uma empresa e não no potencial de geração de resultados desta. Os métodos de avaliação de empresas que utilizam a abordagem patrimonial pressupõem que o valor de uma empresa pode ser calculado por uma das seguintes formas:

- Pelo valor do patrimônio líquido (valor contábil), registrado no balanço patrimonial;
- Pelo valor do patrimônio líquido reavaliado com base nos preços de mercado dos ativos e passivos; e
- Pela soma dos valores de mercado dos ativos, em condições de liquidação (valor de mercado dos ativos, valor de liquidação ou valor de reposição) - dependendo da situação da empresa, de seus ativos e do grau de controle da empresa vendedora sobre o processo de alienação.

Estes métodos pressupõem que o custo de aquisição dos ativos de uma empresa é a base para a determinação do seu valor. Embora seja uma das abordagens mais



fáceis e simples para se avaliar empresas, em raras situações pode ser adequadas e utilizadas, pois, na grande maioria das vezes, o comprador de uma empresa ou de um negócio está interessado nos resultados futuros gerados por sua aquisição e não nos valores investidos por seus acionistas, nem nos valores de mercado dos ativos ou no valor de liquidação destes.

O potencial de geração de resultados futuros, em termos de fluxo de caixa, é o grande impulsionador dos movimentos de fusões e aquisições e o principal objetivo da empresa compradora - por isso o método contábil é utilizado frequentemente em condições muito específicas, como em casos de liquidação, empresas sem fluxo de caixa positivo e venda de ativos não operacionais.

Afinal, como avaliar minha empresa?

As metodologias citadas aqui apresentam grandes diferenças conceituais entre si, implicando em grande parte das vezes na obtenção de valores diferentes para a mesma empresa.

Não existe modelo ou metodologia melhor, os analistas devem considerar as diferentes características dos ativos ou investimentos, a situação econômica no momento da análise e principalmente para qual finalidade se destina a avaliação para que o método mais apropriado seja selecionado.

A correta definição e aplicação da metodologia é fundamental para que o avaliador ou investidor possa ter uma visibilidade correta da geração de valor do ativo ou investimento.



Esse material é um oferecimento de EY.

A Ernst & Young (EY) é líder global em serviços de Auditoria, Impostos, Transações Corporativas e Consultoria, comprometida em fazer sua parte para construir um mundo de negócios melhor. Os insights e os serviços de qualidade prestados ajudam a criar confiança nos mercados de capital e nas economias do mundo. A empresa desenvolve líderes que inspiram suas equipes a entregar excelência a todos seus stakeholders. Dessa forma, a companhia desempenha um papel fundamental na construção de um mundo de negócios melhor para seus profissionais, clientes e comunidades. A Ernst & Young Brasil é Apoiadora Oficial dos Jogos Olímpicos e Paralímpicos Rio 2016. O alinhamento dos valores do Movimento Olímpico com os da Ernst & Young foi decisivo nessa iniciativa. A EY refere-se a uma ou mais empresas-membro da Ernst & Young Global Limited (EYG), organização privada constituída no Reino Unido, limitada por garantia e que não presta serviços a clientes.

.....







A Associação Brasileira de Private Equity e Venture Capital - ABVCAP - é uma entidade sem fins lucrativos que, desde o ano 2000, visa o desenvolvimento da atividade de investimento de longo prazo no País, nas modalidades abrangidas pelos conceitos de private equity, venture e seed capital.

Como entidade representativa da indústria de capital empreendedor, a ABVCAP defende os interesses dos integrantes da indústria junto a instituições públicas e privadas, nacionais e estrangeiras, em busca de políticas públicas cada vez mais favoráveis ao fomento desses investimentos no País.

Além de ampliar e aprimorar as várias frentes de investimento de longo prazo no Brasil, em sintonia com as práticas internacionais, quando aplicáveis, destaca-se, na missão da ABVCAP, sua integração estratégica ao mercado de capitais, como propulsor e reciclador de ativos/empresas das bolsas de valores.

A atuação da ABVCAP objetiva facilitar o relacionamento entre os integrantes da comunidade de investimentos de longo prazo, seja em âmbito nacional e internacional, propiciando um ambiente favorável a debates e intensificação de relacionamentos.

www.abvcap.com.br

Associados Apoiadores:



Kinea



THE CARLYLE GROUP

WARBURG PINCUS



Associação Brasileira de
Private Equity & Venture Capital