



LATAM ACCESS
Finance & Investments

**O USO DE MÚLTIPLOS E OS
DESCONTOS NA AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS NO BRASIL**

PERSPECTIVES IN FINANCE

Ed. 1 – 2018



O uso de múltiplos e os descontos na avaliação de empresas no Brasil

Por Flávio K. Málaga

De forma recorrente, ouve-se que os ativos brasileiros (ações ou cotas de empresas, por exemplo) estão baratos ou são negociados com desconto em relação a ativos similares localizados nos EUA. Independentemente das causas deste eventual desconto, comparou-se as métricas de valor de empresas listadas na bolsa brasileira (B3) e na americana (NYSE), dos segmentos de Varejo e de Alimentos, e se verificou que, de forma recorrente, tais métricas dos ativos brasileiros se mostraram inferiores aquelas de empresas similares americanas, para o período compreendido entre 2009 e 2017.

Devido à pouca representatividade da bolsa brasileira – possui cerca de 450 empresas listadas, sendo que menos do que 30% delas com liquidez relevante, é comum nos processos de fusão e aquisição se analisar empresas listadas em mercados mais líquidos, como o dos EUA, com o intuito de se conhecer o valor de ativos similares e obter assim referências para a precificação de ativos locais. Entre as métricas de valor relativo usualmente observadas incluem-se os múltiplos de Valor de Mercado¹/Patrimônio líquido, Valor da Empresa²/Receita Anual e Valor da Empresa/EBITDA. Calculou-se estes três múltiplos para as empresas dos segmentos de Varejo e de Alimentos, conforme classificação NAICS, listadas na B3 e na NYSE, excluindo-se os valores extremos de tal amostra. Os múltiplos foram calculados anualmente, entre 2009 e 2017. O Quadro 1 ao lado destaca o número de empresas consideradas na análise, por segmento e país. A diferença amostral já geraria, por si só, questionamentos estatísticos sobre a validade das observações e dos resultados encontrados. Entretanto, o objetivo do estudo foi mais realizar um estudo exploratório e menos alcançar conclusões definitivas e estatisticamente robustas.

A Figura 1 apresenta a evolução do múltiplo valor de mercado/patrimônio líquido (múltiplo Preço/PL), das empresas do segmento de Alimentos do Brasil e dos EUA. Observa-se que durante toda a janela de tempo, as empresas brasileiras foram negociadas com valores relativos inferiores àqueles das empresas americanas. Por exemplo, ao final de 2016, enquanto que estas últimas eram negociadas a 5 vezes seu valor patrimonial, as empresas brasileiras estavam sendo negociadas, em média, a 2 vezes.

Já a Figura 2 apresenta a evolução do múltiplo *Firm Value*/EBITDA, um dos mais utilizados no mercado financeiro, para o segmento de Varejo. Observa-se também que, com exceção de 2017, os ativos americanos sempre foram negociados com prêmio em relação aos ativos brasileiros.

Os prêmios foram observados em todos os múltiplos, durante todos os anos, nos dois segmentos. A Figura 3 resume o prêmio médio observado, por múltiplo utilizado.

Ou seja, em média, nestes dois segmentos analisados, observa-se que as empresas americanas apresentaram, de forma relativa, valores superiores aos de seus pares brasileiros. Por exemplo, as empresas do segmento de Alimentos nos EUA foram negociadas neste período com prêmio médio de 40% em relação às brasileiras, considerando o múltiplo de EBITDA.

Quadro 1: Número de empresas consideradas no estudo, por segmento e país.

	Alimentos	Varejo
Brasil	8	11
EUA	17	39

Figura 1: Segmento: Alimentação - Evolução do múltiplo Preço- PL

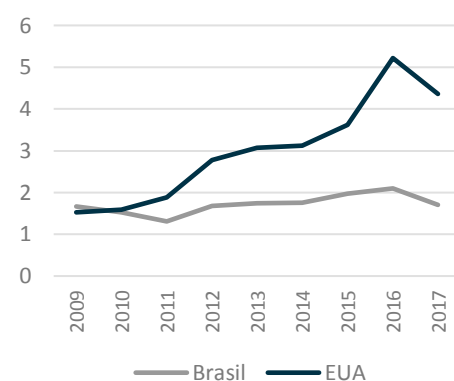
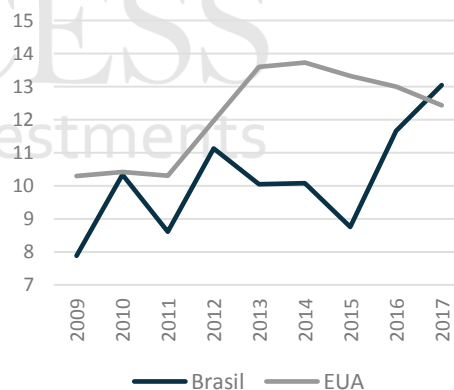


Figura 2: Segmento: Varejo - Evolução do múltiplo *Firm Value*/EBITDA



¹ Valor de mercado = capitalização de mercado ou *market cap*

² Valor da empresa = *firm value* = valor de mercado + empréstimos e financiamentos.

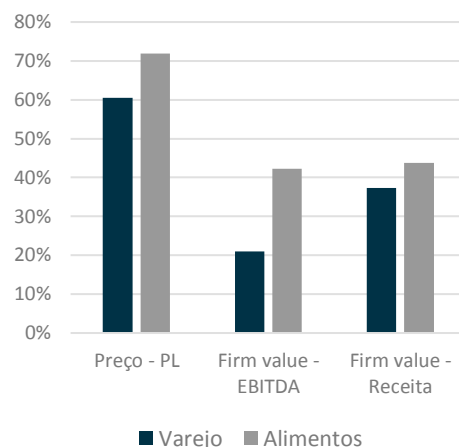
Qual a relevância destas observações, para a prática de fusão e aquisição de empresas?

O primeiro ponto é que, em média, não se pode exigir precificações relativas de ativos brasileiros similares às americanas. O mercado no Brasil é menos líquido, oferecendo menos portas de saída aos investidores, o ambiente macroeconômico é mais volátil e/ou incerto, o marco regulatório menos previsível, fatores que aumentam o risco de fluxo de caixa dos investimentos e, portanto, dos investidores. Maior risco traduz-se em maiores descontos na precificação dos ativos, relativamente a ambientes mais estáveis. E a comparação realizada demonstra esta lógica: na média e de forma relativa, os ativos brasileiros devem valer menos do que os americanos, e o uso indiscriminado de múltiplos americanos na avaliação de ativos no Brasil levaria a uma sobrevalorização destes últimos e, portanto, a potenciais perdas financeiras ao adquirente. Seria natural, portanto, esperar propostas com descontos, quando recebidas de investidores estrangeiros.

Por outro lado, o uso de múltiplos na precificação de ativos é uma forma simplista de se avaliar ativos complexos (que é o caso das ações ou cotas de uma empresa). Ainda que rápido, não permite conhecer e explorar os fundamentos e os direcionadores de rentabilidade e valor. Avalia-se o ativo partindo-se da premissa de que todos incluídos na amostra, em média, seriam similares em termos de rentabilidade, alavancagem, modelo competitivo, expectativas, risco, entre outros. Seria possível um ativo brasileiro valer mais, relativamente, do que seus pares americanos? Sem dúvida, mas se não se explorar e conhecer seus fundamentos, vantagens competitivas e expectativas, não será possível distingui-lo dos demais, e sua precificação será pela média de mercado, incluindo os descontos, caso a média tenha origem no mercado americano. Além disso, dificilmente relaciona-se o múltiplo adotado e o valor decorrente deste múltiplo – por exemplo, 5 vezes EBITDA – com a rentabilidade que o investidor poderá auferir com tal ativo após a aquisição, que decorrerá do valor pago. A adoção do múltiplo na precificação de uma empresa, sem o amparo de metodologias que permitam explorar os fundamentos do ativo, torna a aquisição uma loteria: pode-se ganhar ou perder, sem conhecimento de causa.

Em resumo, as empresas americanas dos segmentos estudados apresentaram, em média, valores relativos (ou múltiplos) superiores às de seus pares brasileiros. É natural esperar estes prêmios, dadas as condições de maior incerteza em que operam as empresas brasileiras. Entretanto, as empresas não são iguais nem estão expostas todas aos mesmos riscos. Conhecendo-se os fundamentos de um determinado ativo brasileiro e suas expectativas, que somente podem ser explorados por outras metodologias de avaliação, como por fluxo de caixa descontado, e comparando-se estes fundamentos com seus pares locais e/ou estrangeiros, é possível obter precificações sem desconto e por múltiplos superiores àqueles do mercado americano. Os múltiplos devem servir apenas como referência e ser aplicados sempre em conjunto com metodologias que explorem os fundamentos da empresa. Desta forma, os erros de precificação de uma empresa poderão ser evitados ou minimizados.

Figura 3: Prêmio dos ativos americanos, em relação aos ativos brasileiros | 2009-2017



Sobre o autor: Flávio K. Málaga é sócio da Latam Access Finance & Investments, *boutique* financeira especializada em fusões, aquisições e processos de reestruturação financeira. É Doutor e Mestre em Finanças pela FEA/USP, MBA pela Boston University e professor do MBA Finanças do Insper.

fmalaga@latam-access.com
+ 55 11 3078 0083