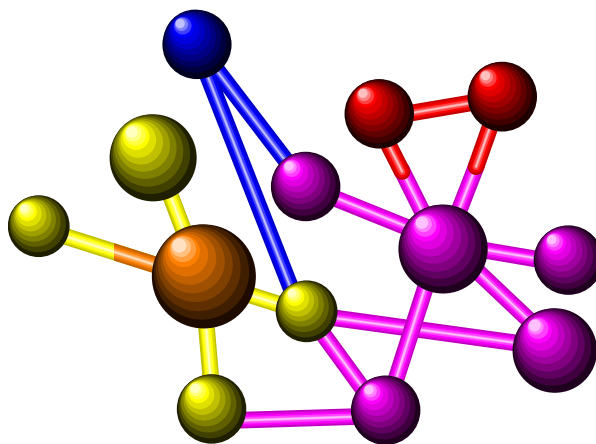


ANÁLISE POR MÚLTIPLOS

- ✓ *Análise retrospectiva e prospectiva de múltiplos*
- ✓ *Valorização de empresas com base em múltiplos*



Autora: Maria Izabel Nunes (izabeln@uol.com.br)

- Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie
- Em 1997, concluiu o CEA – Curso de Especialização de Analista de Mercado de Capitais, realizado pela FIPECAFI -ABAMEC
- Analista de Investimentos desde 1991. Fez parte da equipe técnica do **Banco Bradesco** e recentemente atua na área de Corporate Finance do **Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos**
- No 15º Congresso da ABAMEC sua monografia “PRINCIPAIS OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E SUAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO”, recebeu o prêmio de melhor tese na categoria tema livre.

CAVALCANTE & ASSOCIADOS

Copyright © 1999 Cavalcante & Associados®
Direitos Reservados. Esta obra não pode ser revendida ou
alugada, por qualquer processo, sem o prévio consentimento do autor.

ÍNDICE

Apresentação do Up-To-Date® 40	03
Múltiplos com base em informações históricas	04
Múltiplos com base na performance futura da empresa	07
Modelo de Gordon – Principais Premissas	08
Adaptação dos múltiplos ao modelo	09
Variação do Índice P/L	10
Outros múltiplos com base na geração de caixa	11
Avaliação de empresas com base nos múltiplos	12
Medidas de Eficiência	13
Caso Prático 1	14
Solução do caso prático 1	15
Caso Prático 2	16
Solução do caso prático 2	17

APRESENTAÇÃO DO UP-TO-DATE® 40

Neste **Up-To-Date® 40** será abordada a utilização de múltiplos como um instrumento auxiliar para a avaliação de empresas.

De forma genérica, o múltiplo pode ser definido como toda relação estabelecida entre o preço de uma empresa e seus elementos operacionais ou financeiros (exemplo: P/Lucro, P/Valor Patrimonial, P/Vendas ou P/Geração de Caixa). Também podem caracterizar índices de eficiência da empresa frente ao mercado em que atua (exemplo: Receita/Empregado, Empregados/produto fabricado, etc).

Em virtude destas características, os múltiplos se traduzem em uma importante ferramenta para os analistas pois permitem:

- ❑ O aperfeiçoamento do conceito de preço justo pois, principalmente para as empresas com capital fechado, a determinação de valor utilizando-se somente a metodologia de fluxo de caixa descontado fica comprometida, sendo necessário o confronto com outros índices setoriais;
- ❑ A sofisticação das premissas utilizadas nas projeções, principalmente no que se refere à correta quantificação de ganhos operacionais, frente às informações oferecidas pela administração da empresa;
- ❑ A identificação rápida de oportunidades de investimentos, no que se refere à formação de uma carteira de ações face à sua forma de cálculo relativamente simples.

É importante ressaltar que as conclusões provenientes de uma análise por múltiplos só fazem sentido através da comparação dos dados obtidos de empresas com características similares (através de: potencial de crescimento do mercado de atuação, níveis de rentabilidade, etc).

Recomendamos ainda a leitura dos **Up-To-Dates® 15, 16, 17, 24, 34 e 35**.

MÚLTIPLOS COM BASE EM INFORMAÇÕES HISTÓRICAS

Eles são obtidos a partir dos dados disponíveis nas demonstrações financeiras da empresa, bem como na performance histórica de suas cotações e servem como um parâmetro para se identificar uma opção de compra/venda de ações antes de se iniciar uma análise mais profunda sobre estes ativos:

Múltiplo	Sigla	Definição	Forma de cálculo	Valor Ideal
Valor Patrimonial	VPA	É o valor (por ação) do patrimônio líquido de uma empresa.	$\frac{\text{Patrimônio Líquido}}{\text{N}^\circ \text{ total de ações}}$	-
Cotação/Valor Patrimonial	Cot/VPA	Indica a relação de entre o preço que o mercado está disposto a pagar frente ao valor patrimonial da empresa.	$\frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Valor Patrimonial}}$	Quanto <i>menor</i> , melhor
Preço /Lucro	P/L	Determina o prazo médio de retorno do investimento. Em virtude dessa natureza só faz sentido se a empresa apresentar lucro.	$\frac{\text{Preço da Ação}}{\text{Lucro por Ação}}$	Quanto <i>menor</i> , melhor
Valor de Mercado	VM	É obtido multiplicando-se a quantidade total de ações pelo valor do título de maior liquidez em Bolsa (para uma melhor apuração do índice, o número total de ações ordinárias e preferenciais poderão ser multiplicadas por suas respectivas cotações). Indica a valorização que o mercado atribui a uma empresa num determinado momento, podendo estar próxima ou não do valor justo da empresa.	Preço da Ação x N° total de ações	Quanto <i>menor</i> , melhor
Valor Econômico	VE	Calculado através do somatório do valor presente dos fluxos de caixa operacionais da empresa, descontada sua dívida. Este índice é fundamental para a indicação do preço justo da empresa (target price).	Somatório dos fluxos de caixas operacionais (inclui o do endividamento oneroso)	Quanto <i>maior</i> , melhor (pois é o preço justo da empresa)
Payout		Percentual do lucro, definido nos estatutos sociais da empresa que é destinado à distribuição de dividendos	$\frac{\text{Lucro Líquido Ajustado}}{\text{Lucro Líquido ajustado}} \times \% \text{ de dividendos}$ Lucro Líquido ajustado = Lucro do período (após a distribuição de impostos) – reservas legais (5%) – reservas estatutárias (x%)	Quanto <i>maior</i> , melhor
Valor de Mercado/EBITDA	VM/EBITDA	Indica o valor da empresa frente à sua geração operacional de caixa	$\frac{\text{Valor de Mercado}}{\text{EBITDA}}$ $\text{XEBITDA} = \text{Lucro bruto} - \text{Despesas Administrativas} - \text{Despesas com vendas} + \text{Depreciação}$	Quanto <i>menor</i> , melhor
Dividend Yield	Yield	Percentual de dividendos pagos por ação relativamente ao seu preço em bolsa	$\frac{\text{Dividendos por ação}}{\text{Preço em bolsa}}$	Quanto <i>maior</i> , melhor

De forma geral, o valor de uma empresa estará *subavaliado* caso a maior parte destes índices esteja *abaixo* da média verificada no setor. Esta informação nem sempre é verdadeira pois a análise por múltiplos pode possuir uma série de distorções, conforme descrito no exemplo a seguir:

Os administradores de renda variável do banco de investimentos *SAFEINVEST*, adotaram uma estratégia de diversificação de seu portfólio. Na manhã seguinte, baseados em informações ouvidas no mercado solicitaram ao departamento de análise um parecer técnico sobre 2 empresas que pertenciam ao setor de autopeças e cujos preços (de acordo com análises gráficas, que baseadas na performance histórica das ações, são capazes de antecipar alguns movimentos de alta/baixa face a formação de “figuras” a partir da volatilidade destes preços) encontravam-se extremamente aviltados. A decisão deveria ser comunicada rapidamente para que a compra pudesse ser efetuada ainda a níveis atrativos. Ao elaborar uma tabela de múltiplos, o analista pôde chegar a algumas conclusões:

Tabela de cálculo de múltiplos

	Múltiplo	Empresa A	Empresa B
1	Base acionária	100	200
2	Cotação (Preço por ação)	\$5	\$8
3	Lucro	\$100	\$400
4	Patrimônio Líquido (valor contábil)	\$1.000	\$6.400
5	Lucro por ação (5 / 1)	$\$100 / 100 = \$1,00$	\$2,00
6	Valor Patrimonial (4 / 1)	$\$1.000 / 100 = \10	$\$6.400 / 200 = \32
7	Cot/VPA (2 / 6)	$\$5 / \$10 = 0,5$	$\$8 / \$32 = 0,25$
8	P/L (2 / 4)	$\$5 / \$1 = 5 \text{ anos}$	$\$8 / \$2 = 4 \text{ anos}$
9	Valor de Mercado (1 X 2)	$\$100 \times 5 = \500	$\$200 \times 8 = \1.600
10	Valor Econômico	\$1.300	\$2.500
11	Potencial de valorização (10 / 9)	$(\$1.300 / \$500)$ 160%	$(\$2.500 / \$1.600)$ 56%
12	Payout (de acordo com os estatutos sociais)	25%	25%
13	Dividendos (3 X 12)	$\$100 \times 0,25 = \25	$\$400 \times 0,25 = \100
14	Dividendos por ação (13 / 1)	$\$25 / 100 = \$0,25$	$\$100 / 200 = \$0,5$
15	Dividend Yield (14 / 2)	$\$0,25 / \$5 = 5\%$	$\$0,5 / \$8 = 6\%$

Quadro Comparativo: Empresas x Mercado

Múltiplo	Empresa A	Empresa B	Média - Setor
Cot/VPA	0,5	0,25	2,0
P/L	5 anos	4 anos	10 anos
Valor de Mercado	\$500	\$1.600	-
Valor Econômico	\$1.300	\$2.500	-
Potencial de valorização	160%	56%	-
Payout (de acordo com os estatutos sociais)	25%	25%	25%
Dividend Yield	5%	6%	7%

Dados adicionais:

Empresa A:

- Apresenta lucros de natureza operacional

Empresa B:

- Lucro do período conta com receitas não operacionais de \$ 50 face à venda de imobilizado;
- Vem apresentando queda nos níveis de rentabilidade nos últimos 3 anos, e
- Cerca de 30% de seu patrimônio possui reservas de reavaliação.

Conclusão:

Por possuírem múltiplos como Cot/VPA e P/L abaixo da média verificada no mercado, as duas empresas poderiam ser classificadas como opções atrativas de investimentos. Porém se efetuássemos uma análise mais criteriosa, deveríamos recomendar a compra das ações da empresa A.

Vale frisar que a empresa, que os múltiplos da empresa B, apesar de aparentemente serem mais atrativos comparativamente a empresa A e ao mercado, não traduzem a verdadeira sua verdadeira situação de risco, em virtude de o lucro do período estar “contaminado” com resultados não operacionais, e o patrimônio líquido inflado pela presença de efeitos contábeis.

MÚLTIPLOS COM BASE NA PERFORMANCE FUTURA DA EMPRESA

Apesar dos indicadores utilizados nesta análise serem os mesmos abordados anteriormente, sua forma de cálculo se torna mais elaborada, uma vez que guardam preocupação com a performance futura da empresa. Dentro deste cenário duas metodologias podem ser utilizadas:

- ❑ Realização de projeções de demonstrativos financeiros detalhadas às quais produzirão, de forma detalhada e mais precisa, informações como potencial de lucro, geração de caixa do período, ganhos auferidos via maturação de investimentos ou redução de custos, etc.. Neste caso a aplicação dos múltiplos deverá obedecer os mesmos critérios abordados no tópico anterior.
- ❑ Utilização do “Modelo de Gordon” que propicia a tomada de decisão de forma mais ágil a partir da adequação das fórmulas vistas anteriormente a parâmetros como potencial de crescimento e taxa de retorno exigida pelo acionista (traduzida pelo custo de capital próprio).

MODELO DE GORDON PRINCIPAIS PREMISSAS

A aplicação básica do modelo refere-se à avaliação do fluxo de caixa a ser auferido pelos acionistas por meio do recebimento dos dividendos. Portanto, para estes indivíduos o valor de uma ação pode ser expresso a partir da seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Ação} = \frac{\text{DPS}_1}{r-g}$$

Onde:

DPS_1 = Dividendos esperados daqui a um ano

r = taxa exigida de retorno do patrimônio líquido (ou custo do capital próprio = Taxa livre de risco + β [prêmio]).

g = taxa de crescimento perpétua para os dividendos

A aplicação do modelo prevê a estabilidade do crescimento da empresa. Segundo Gordon isto ocorre quando a empresa apresenta níveis de *incremento da atividade de forma similar a economia em que atua*. No entanto, se estivermos avaliando empresas que estejam passando por modificações que impliquem em aumento dos níveis de atividade em vários períodos, o modelo prevê ainda a adaptação das fórmulas a 2 e 3 estágios de crescimento. Em virtude da complexidade das fórmulas envolvidas, sugerimos ao leitor que caso queira aprofundar o conhecimento sobre o assunto, realize pesquisa a respeito no livro “*AValiação DE INVESTIMENTOS*” de Aswath Damodaran (Qualimart Editora – 1997)

Critérios a serem observados quando da utilização do Modelo de Gordon:

- ❑ O índice beta utilizado para mensurar o custo do capital próprio nos modelos de crescimento diferenciado deve acompanhar a modificação do conceito de risco para a empresa no decorrer do período (exemplo: empresas em período de crescimento acelerado possuem um risco maior e consequentemente um beta maior. Tal indicador não deve, portanto, manter o mesmo patamar em todo o período analisado);
- ❑ O modelo assume a hipótese de que todos os indicadores da empresa devem crescer à mesma proporção. Por exemplo, se houver mudança no payout da empresa em patamares superiores à taxa de crescimento dos lucros da empresa, certamente haverá um momento em que será distribuída uma quantia superior àquela efetivamente gerada, levando a uma inconsistência do modelo.

Principal limitação do modelo:

- ❑ Não adoção de taxas médias entre o início/término das fases de crescimento acelerado/períodos de estabilidade. Isto faz com que estas taxas decresçam abruptamente entre os períodos analisados, podendo distorcer a avaliação.

ADAPTAÇÃO DOS MÚLTIPLOS AO MODELO

Índice P/L:

Conforme visto no modelo de Fluxo de Dividendos Descontados, o preço da ação pode ser definido por:

$$P_0 = \frac{DPS_1}{r - g}$$

Analogamente, os dividendos por ação podem ser expressos por:

$$DPS_1 = \text{Lucro Por ação} \times (\text{Índice Payout}) \times (1 + g_n)$$

Logo:

$$P_0 = \frac{\text{Lucro Por ação} \times (\text{Índice Payout}) \times (1 + g_n)}{r - g}$$

Com o novo arranjo da fórmula passamos a ter:

$$\frac{P_0}{\text{Lucro Por ação}} = \frac{(\text{Índice Payout}) \times (1 + g_n)}{r - g}$$

Conclusões:

O índice P/L é uma função crescente do Payout e da taxa de crescimento, e uma função decrescente do risco da empresa. Baseado nesse conceito é preciso observar cuidadosamente uma opção de investimento baseada no indicador, pois um baixo nível de P/L pode indicar muito mais que uma situação específica de desvalorização das cotações da empresa: pode mostrar-nos que os atuais níveis de preço já mostram um forte desconto em virtude da deterioração das atividades da empresa ou presença de outros problemas como indefinições do setor em que atua, problemas sucessórios, etc

VARIACÃO DO ÍNDICE P/L

□ **Critério do fluxo de caixa livre para os acionistas (Free Cash Flow for Equity - FCFE):**

Por definição, o FCFE seria representado pelo fluxo de caixa final gerado pela empresa, onde além dos desembolsos com despesas operacionais, imposto de renda, investimentos e necessidade de capital de giro, estariam inclusos os gastos com despesas financeiras, amortização de dívida bem como a entrada de recursos via renovação dos financiamentos ou aportes de capital. Dentro deste contexto, os excedentes de caixa gerados poderiam ser transferidos aos acionistas como um dividendo adicional.

Esta metodologia, no entanto, não representa a melhor forma de se avaliar uma empresa pois, por conceito, todos os recursos excedentes devem ser reinvestidos nas atividades da empresa. A distribuição plena desses recursos só seria justificável em empresas maduras (em período de estabilidade), ou em casos de encerramento de suas atividades.

Numericamente, podemos definir este múltiplos através das seguinte fórmula:

$$P_0 = \frac{FCFE_1}{r - g_n}$$

Onde:

$FCFE_1$: Fluxo de caixa esperado para daqui 1 ano

r = taxa exigida de retorno do patrimônio líquido (ou custo do capital próprio = Taxa livre de risco + β [prêmio]).

g_n = taxa de crescimento perpétua para os fluxos

OUTROS MÚLTIPLOS COM BASE NA GERAÇÃO DE CAIXA

Em algumas situações, o lucro não é considerado a melhor medida de performance da empresa, devido a uma série de critérios contábeis que podem alterar a qualidade das informações (como por exemplo a apuração de receitas não operacionais que produzem resultados extremamente favoráveis em determinados períodos).

Dentro deste contexto, a geração de caixa potencial da empresa parece ser o critério mais razoável uma vez que indica a verdadeira criação de riqueza proveniente de suas atividades, bem como uma melhor mensuração da estrutura patrimonial da empresa (necessidade de captação de empréstimos, capacidade de pagamentos, etc.).

De forma geral, os múltiplos com base na geração de caixa indicam o volume de recursos que a empresa necessita gerar para fazer face a seu valor de mercado (ou valor justo, se este for proveniente de uma projeção).

Baseado neste conceito, são de comum utilização para o mercado indicadores como Valor de Mercado/EBITDA (critério de fluxo de caixa operacional) e Valor de Mercado/FFCE (critério de fluxo de caixa final), etc.

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM BASE EM MÚLTIPLOS

A determinação do valor justo de uma empresa poderá ser obtida de forma mais prática por meio da utilização de médias setoriais. Pelo exposto neste trabalho seria recomendável a utilização de dados vinculados à geração de caixa da empresa, tendo em vista a menor probabilidade destes itens apresentarem distorções. Outro ponto que merece destaque é que a análise está vinculada a decisões de curtíssimo prazo, em virtude de só contemplar possíveis alterações em um ano de operação.

Se houver a necessidade de utilização de critérios mais apurados, o analista deverá se utilizar de uma projeção de resultados ou critérios vistos no Modelo de Gordon.

Para elucidar essa situação, demonstraremos o seguinte exemplo:

Com o objetivo orientar a área de administração de recursos, a equipe técnica do banco *SAFEINVEST* necessitou realizar avaliação da Cia X, tradicional produtora de insumos agrícolas. O objetivo era determinar se os preços das ações da empresa estavam próximos aos níveis de saturação visto que estas já haviam apresentado razoável valorização no período. Baseando-se em uma sensibilidade de resultados, o analista montou um pequeno quadro de múltiplos para proceder ao cálculo do preço justo. Foi considerada a sazonalidade dos negócios no ano, e assumiu-se que não existem outros elementos relevantes que possam alterar a percepção de risco do ativo. Dentro deste cenário, foi possível obter as seguintes conclusões:

CIA X	
□ EBITDA projetado	\$2 Milhões
□ Média de Valor de Mercado/EBITDA - Setor	3 vezes
□ Valor justo da Cia X	\$2 milhões x 3 = \$ 6 milhões
□ N° total de ações	1 milhão
□ Valor de mercado	\$ 4,5 por ação
□ Preço justo (Target Price)	\$ 6,0 por ação (Valor justo/ N° total de ações)
□ Potencial de valorização	33% (\$6 / \$4)

Logo:

De acordo com os atuais níveis de taxa de juros da economia (45% aa), seria recomendável a realização (venda) das ações.

MEDIDAS DE EFICIÊNCIA

Muitas vezes pode-se atrelar o valor de uma empresa de acordo com suas características operacionais, adaptando o indicador de acordo com a peculiaridade do setor de atuação.

Como por exemplo, Valor de Mercado / Terminais Instalados (para setor de telecomunicações), Valor de Mercado / GWh (setor de energia), Valor de Mercado / Peças produzidas (indústria de forma geral).

Outra aplicação dos múltiplos é verificar os níveis de eficiência da empresa analisada, detectando possíveis problemas como excesso de despesas administrativas, estrutura de custos desbalanceada face à ausência de parâmetros de produtividade, etc.

Desta forma, o analista poderá melhorar a qualidade de suas premissas, mesmo não possuindo informações mais detalhadas da administração da empresa, conforme demonstrado no exemplo a seguir:

A tradicional fabricante de móveis para escritório *NEWOFFICE* encontra-se em processo de alienação de controle acionário. Por conservadorismo, o analista que está assessorando a empresa neste processo não contemplou nenhum ganho operacional proveniente ao ajuste do quadro de pessoal, que notadamente encontrava-se em patamares superiores aos praticados no mercado. O potencial comprador, no entanto, está argumentando que em virtude desse fator, o preço exigido é bastante elevado, e que os gastos com a adequação da estrutura certamente seriam relevantes frente aos benefícios a serem obtidos frente ao ajuste. Como o analista poderá justificar que essa afirmação não é válida?

INFORMAÇÕES GERAIS	NEWOFFICE	MERCADO
Nº de empregados	500	10.000
Nº de peças produzidas	10.000	250.000
Empregados / Mil Peças produzidas	50,0	40,0
Potencial de redução de pessoal	$[(40 / 50) - 1] = 20\%$	-
Salário Médio	\$1.000	-
Custo anual com Mão de Obra (média de 13 salários)	$500 \times (\$1.000 \times 13)$	\$6.500.000
Nº de funcionários a serem dispensados	$500 \times 0,2 = 100$	-
Salário Médio	\$1.000	-
Custo Médio de demissão (média de 5 salários)	$100 \times (\$1.000 \times 5)$	-
	\$500.000	-
Valor da empresa projetado (antes dos ajustes)	\$150.000.000	-
Taxa de desconto utilizada	10%	-
Valor a deduzir do custo com demissões Ano 1	(\$500.000)	-
Valor presente dos ganhos com redução de pessoal	$((100 \times \$1.000 \times 13) / 0,10) =$ \$13.000.000	-
Valor final da empresa (após os ajustes)	$\$150.000.000 + \$13.000.000 -$ $\$500.000 = \162.500	-

Conclusão:

O analista está certo, pois pode-se perceber que, com um pequeno ajuste no número de empregados, a empresa passa a valer mais, compensando - ao contrário do que o comprador alega - fazer estes ajustes.

CASO PRÁTICO 1

Você é um analista de investimentos que necessita apresentar uma série de sugestões para a modificação do atual perfil do portfólio em ações.

No entanto, é preciso adotar uma estratégia para iniciar suas análises, já que nenhum direcionamento foi fornecido.

Ao realizar uma pesquisa em alguns “softwares” de mercado, você pode montar uma tabela contendo os seguintes dados:

Múltiplos por setor

	Autopeças	Petroquímico	Papel e Celulose	Siderurgia	Alimentos	Varejo
Comportamento de preços	Normal	Cíclico	Cíclico	Normal	Normal	Normal
Situação presente	Concorrência acirrada com produtos estrangeiros	Sofre pressão descendente dos preços face a um mercado extremamente ofertado	Possível sinalização de melhora de preços face a problemas operacionais de um grande produtor internacional	Sofre pressão de preços em virtude do momento de recessão econômica	Setor com baixa volatilidade frente a ambientes de instabilidade econômica	Redução das margens praticadas em virtude do acirramento da competição
Índice Beta	1,5	2,0	2,0	0,8	1,0	0,7
P/L Médio	12 anos	2 anos	8 anos	10 anos	5 anos	7 anos
Cot/VPA	1,8	0,6	0,2	0,5	0,7	1,0
VM/EBITDA	5 vezes	2 vezes	2 vezes	9 vezes	4 vezes	7 vezes
Dividend Yield	2%	0%	7%	3%	12%	3%

Médias

	Cíclico	Normais
Índice Beta	2,0	1,0
P/L Médio	5 anos	8,5 anos
Cot/VPA	0,4	1,0
VM/EBITDA	2 vezes	6,25 vezes
Dividend Yield	3,5%	5%

Baseado nestas informações, qual setor você escolheria para iniciar uma análise mais detalhada?

SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO 1

Para a montagem de uma carteira, em primeiro lugar, escolheríamos ativos de comportamento antagônico visando maximizar a relação risco x retorno .Dentro deste cenário o setor de Papel e Celulose e Alimentos seriam escolhidos em virtude dos seguintes fatores:

- ❑ Entre as atividades que não apresentam volatilidade de preços, o setor de alimentos se mostra mais atrativo a título de investimento conservador em vista de sua baixa correlação com mercados de baixa atividade econômica. Tal situação é traduzida pelos seus múltiplos: níveis de risco idênticos ao do mercado ($\beta = 1$), Índices de P/L e Cot/VPA dentro da média de mercado. Apesar destes ativos não demonstrarem grande potencial de valorização, possuem um elemento que pode alavancar seus níveis de rentabilidade a título de investimento: elevado posição de dividend yield.
- ❑ Como opção de risco, escolheríamos o setor de papel e celulose face ao grande potencial de alavancagem de resultados. O fim do ciclo de baixa pode justificar o posicionamento nestes papéis, mesmo com um $\beta = 2$. Índices como P/L, Cot/VPA, VM/EBITDA abaixo da média determinam que o mercado ainda pode não ter assimilado a recente modificação nos mercados que certamente trará reflexos positivos às empresas do setor. Obs: Apesar de os setores cíclicos apresentarem múltiplos parecidos, o índice P/L do setor petroquímico abaixo da média indica o seu maior potencial de risco e conseqüente deterioração de preços.

Quadro resumo de escolha de opções

	AUTOPEÇAS	PETROQUÍMICO	PAPEL E CELULOSE	SIDERURGIA	ALIMENTOS	VAREJO
Fator de risco	Médio	Alto	Médio	Médio	Baixo	Baixo
P/L atrativo	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Não
Cot/VPA atrativo	Não	Não	Sim	Sim	Sim	Não
VM/EBITDA atrativo	Não	Sim	Sim	Não	Sim	Não
Dividend Yield	Não	Não	Sim	Não	Sim	Não
Opção de Investimento	-	-	X	-	X	-

CASO PRÁTICO 2

Uma importante rede varejista, a SUPERMART S.A. possui uma presença regional bastante consolidada. Em virtude deste cenário, a empresa já efetuou, com sucesso, seu programa de expansão, não devendo realizar investimentos expressivos nos próximos períodos. A sobra de caixa têm propiciado o pagamento de dividendos expressivos aos seus acionistas, o que é representado por um índice payout de 50% (média do setor é de 30%). De acordo como estes dados, calcule o preço justo da empresa com base no Modelo de Gordon (critério do desconto de dividendos)

Informações Adicionais:

SUPERMART	
Nº total de ações	5.000
Pay- Out	50%
Lucro Líquido	\$50.000
Dividendos	\$ 50.000 x 0,50 = \$25.000
Dividend Yield	\$25.000 / 5.000 = \$5,00
Taxa de crescimento da economia	2% aa
Taxa livre de risco	10%
Taxa de Mercado	15%
Beta	0,8

SOLUÇÃO DO CASO PRÁTICO 2

Fórmula Básica do modelo de Gordon

$$\text{Valor da Ação} = \frac{\text{DPS}_1}{r - g}$$

Onde :

DPS_1 = Dividendo por ação esperado = \$ 5,00

R = Taxa de retorno esperada do patrimônio = Taxa livre de risco + (beta x prêmio) = 10% + (0,8 x (15% - 10%)) = 14%

G = Taxa de crescimento da economia = 2%

Logo:

Valor da Ação = \$ 5,00 / (14% - 2%) = \$ 41,67 por ação ou;

Valor de Mercado = Valor da Ação x Qtde total de Ações = \$ 41,67 x 5.000 = \$208.333,33