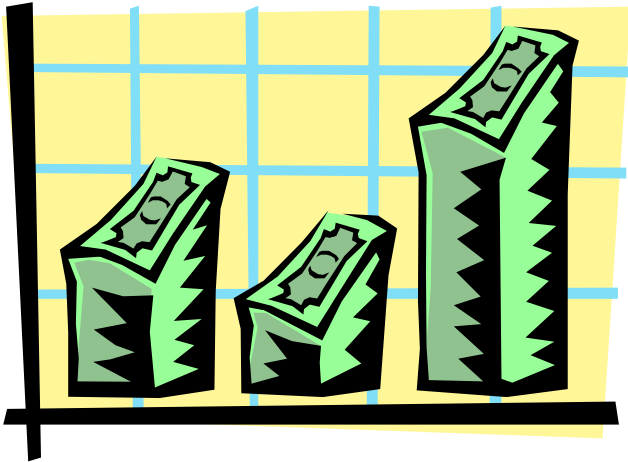


Utilizando a Metodologia do EVA e do MVA para Avaliação de Ações em Bolsa de Valores



- ✓ Quais ajustes a fazer no balanço patrimonial
- ✓ Quais ajustes a fazer na demonstração de resultado
- ✓ Como decidir sobre a compra ou venda de uma ação

Francisco Cavalcante (francisco@fcavalcante.com.br)

- Sócio-Diretor da Cavalcante & Associados, empresa especializada na elaboração de sistemas financeiros nas áreas de projeções financeiras, preços, fluxo de caixa e avaliação de projetos. A Cavalcante & Associados também elabora projetos de capitalização de empresas, assessora na obtenção de recursos estáveis, além de compra e venda de participações acionárias.
- Administrador de Empresas graduado pela EAESP/FGV.
Desenvolveu mais de 100 projetos de consultoria, principalmente nas áreas de planejamento financeiro, formação do preço de venda, avaliação de empresas e consultoria financeira em geral.

ÍNDICE

1. INTRODUÇÃO.....	3
2. EXEMPLO.....	4

1. Introdução

Existem profissionais cuja missão consiste em identificar oportunidades para compra ou venda de ações cotadas em Bolsa de Valores.

No ramo estes profissionais são conhecidos como analistas de investimentos, ou analistas de mercado de capitais, entre outras designações menos comuns.

É este o profissional que fornece o combustível para os administradores de carteiras, estes sim os principais responsáveis pela gestão dos fundos de investimentos, notadamente daqueles que tem participação expressiva de ações de companhias abertas em seu portfólio de recursos aplicados.

A grande maioria de nossos leitores não exerce este tipo de atividade.

Porém, temos certeza que nossos leitores são investidores presentes ou potenciais em ações de companhias abertas, ou investidores em Bolsa como é mais comum se dizer.

Portanto, vamos apresentar uma técnica (não a única) para identificar ações subvalorizadas (opção de compra) e ações supervalorizadas (opção de venda).

Esta metodologia trabalha com os conceitos de EVA e MVA apresentados em inúmeros textos anteriores (leituras opcionais caso os conceitos estejam esquecidos).

A “boa nova” é que mesmo o leitor comum, após a leitura deste texto, poderá fazer uma saudável especulação sobre o preço justo de uma ação com base nos balanços publicados pelas companhias abertas nos principais jornais brasileiros.

2. Exemplo

Outra “boa nova”(vou ser processado pela Ambev): O exemplo apresentado é bem simples. Todavia suficiente para passar a metodologia de avaliação.

O balanço patrimonial de uma empresa, com ações negociadas em Bolsa, publicado em 31-12-2003 apresenta, resumidamente, os seguintes dados:

Balanço Patrimonial em 31-12-2003

ATIVO	VALORES	PASSIVO	VALORES
AOL	\$9.000	Dívidas	\$4.000
		Patrimônio Líquido	\$5.000
TOTAL	\$9.000	TOTAL	\$9.000

As principais notas explicativas do balanço acima são:

- ✓ A AOL (Ativo Operacional Líquido) representa toda a base de ativos menos os capitais financiados de dentro da operação (fornecedores, salários, impostos, etc.). É a base líquida de ativos que precisa ser remunerada. O AOL também poderá ser observado como a parcela dos capitais provenientes de fora da operação: \$4.000 de capital de terceiros e \$5.000 de capital próprio.
- ✓ As dívidas de \$4.000 representam a parcela de capitais que vieram de fora de operação via empréstimos, financiamentos, debêntures, e operações semelhantes.
- ✓ O patrimônio líquido de \$5.000 representa a parcela de capitais que vieram de fora de operação via acionistas (integralização de capital mais lucro retido).

Dado o balanço, os resultados projetados para 2004 são os seguintes:

Demonstração do Resultado Projetado para 2004

Vendas	\$10.000
(-) Impostos	(\$1.000)
(-) Custos	(\$5.000)
(-) Despesas	(\$2.000)
(=) Lucro operacional antes dos impostos	\$2.000
(-) Impostos (34% de \$2.000)	(\$680)
(=) Lucro operacional após os impostos	\$1.320
(-) Juros líquidos da economia fiscal	(\$264)
	<i>(-) Juros brutos (\$400)</i>
	<i>(+) Economia fiscal \$136</i>
(=) Lucro líquido	\$1.056
(-) Custo do capital próprio	(\$700)
(=) EVA	\$356

As principais notas explicativas da demonstração de resultado projetada são:

- ✓ A alíquota de imposto de renda e contribuição social é de 34%.
- ✓ Juros brutos de \$400 = 10% do capital de terceiros de \$4.000.
- ✓ Economia fiscal de \$136 = 34% de \$400.
- ✓ Custo do capital próprio de \$700 = 14% do patrimônio líquido de \$5.000.
- ✓ EVA (Economic Value Added) de \$356 é o resultado da diferença entre as vendas menos todos os custos da operação e todos os custos da estrutura de capital (custo do capital de terceiros de \$264 + custo de capital próprio de \$700).

Para determinar o MVA (Market Value Added) **vamos assumir** que o resultado projetado para 2004 permanecerá **constante e perpétuo**.

MVA (determinado pela opção 1) = $(\$1.056 / 0,14) - \$5.000 = \$7.543 - \$5.000 = \$2.543$

MVA (determinado pela opção 2) = $\$356 / 0,14 = \2.543

O MVA de \$2.543 significa o que valor de mercado de \$7.543 **adiciona de valor** ao capital próprio empregado de \$5.000.

Todos os cálculos anteriores estão alinhados com o interesse dos **acionistas majoritários**. Na prática, estes não farão compras relevantes de suas ações pelo fato de estimarem que a cotação de mercado está depreciada. Também os acionistas majoritários não venderão o controle da empresa por estimarem que o preço das ações está superavaliado.

O patrimônio líquido contábil, avaliado de acordo com os custos históricos incorridos, representa a expressão da riqueza dos acionistas, feitas algumas ressalvas que não vem ao caso explorar neste documento.

A visão dos minoritários é outra. Compram ações pelo preço de mercado quando acreditam que este está barato, e vendem as ações quando acreditam que preço de mercado está caro.

Isto posto, sob o ponto de vista dos **acionistas minoritários o que interessa é avaliar o patrimônio líquido pelo seu valor de mercado**, e não o contábil.

Se o capital da empresa do exemplo for representado por 1.000 ações, temos um valor patrimonial contábil de \$5,00 ($\$5.000 / 1.000$).

Se o valor de mercado de cada ação for de \$10,00 (dez reais), o patrimônio líquido avaliação pelo valor de mercado das ações é de \$10.000 ($1.000 \times \$10,00$).

Portanto, o balanço patrimonial ajustado sob o ponto de vista dos minoritários é o seguinte:

Balço Patrimonial Ajustado em 31-12-2003

ATIVO	VALORES	PASSIVO	VALORES
AOL	\$14.000	Dívidas	\$4.000
		Patrimônio Líquido	\$10.000
TOTAL	\$14.000	TOTAL	\$14.000

Notas explicativas:

- ✓ O patrimônio líquido está representado pelo valor de mercado das ações.
- ✓ A diferença de \$5.000 entre o PL de mercado de \$10.000 menos o PL contábil de \$5.000 é adicionada ao AOL, que passa de \$9.000 para \$14.000.

Os resultados projetados ajustados para 2004 passam a ser os seguintes:

Demonstração do Resultado Projetado Ajustado para 2004

Vendas	\$10.000
(-) Impostos	(\$1.000)
(-) Custos	(\$5.000)
(-) Despesas	(\$2.000)
(=) Lucro operacional antes dos impostos	\$2.000
(-) Impostos (34% de \$2.000)	(\$680)
(=) Lucro operacional após os impostos	\$1.320
(-) Juros líquidos da economia fiscal	(\$264)
	(-) Juros brutos (\$400)
	(+) Economia fiscal \$136
(=) Lucro líquido	\$1.056
(-) Custo do capital próprio (14% de \$10.000)	(\$1.400)
(=) EVA	(\$344)

Para determinar o MVA (Market Value Added) **vamos assumir** que o resultado projetado para 2004 permanecerá **constante e perpétuo**.

MVA (determinado pela opção 1) = $(\$1.056 / 0,14) - \$10.000 = \$7.543 - \$10.000 = (\$2.457)$

MVA (determinado pela opção 2) = $(\$344) / 0,14 = (\$2.457)$

O MVA de (\$2.457) significa o que o valor de mercado de \$7.543 **destrói valor** em relação ao capital próprio empregado de \$5.000.

Conclusões:

- ✓ Do ponto de vista do **acionista majoritário**, o ano de 2004 adiciona o valor de \$356, já que o PL que reflete o capital do acionista é o contábil de \$5.000.
- ✓ Do ponto de vista do **acionista minoritário**, o ano de 2004 destrói o valor de (\$344), já que o PL que reflete o capital do acionista é o de mercado de \$10.000.
- ✓ **A conclusão final é a seguinte:** para avaliar se uma ação representa ou boa ou má opção de investimento, tomam-se as seguintes providências:
 - ◆ O balanço patrimonial de partida deverá considerar o PL pelo valor de mercado das ações.
 - ◆ Os resultados projetados para os períodos futuros deverão calcular o custo de capital próprio com base no PL de mercado.
 - ◆ Se o valor presente das projeções dos EVAs for positivo (MVA positivo), encontramos-nos diante de uma opção de compra da ação.
 - ◆ Se o valor presente das projeções dos EVAs for negativo (MVA negativo), encontramos-nos diante de uma opção de venda da ação.