

SÉRIE IPO´s: TUDO O QUE VOCÊ PRECISA SABER SOBRE ABERTURA DE CAPITAL

Parte 3: Qual o Valor das Empresas que Abriram o Capital entre 2004 e 03/2006

- A Quantidade do Capital Vendido
- O Valor das Empresas no dia do IPO
- O Valor das Empresas pelo Método dos Múltiplos: FV/EBITDA, FV/Faturamento, Preço/Lucro Líquido
- Comparação do Valor das Empresas que Fizeram IPO´s com as Empresas "Investment Grade"

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- Consultor da Cavalcante & Associados, especialista nas áreas de fusões e aquisições, avaliação de empresas, finanças corporativas e mercado de capitais.
- Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.
- Co-autor do livro "Avaliação de Empresas: um guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor", editado pela Pearson Education/Financial Times/Valor Econômico, em 2005.
- Criador do site www.avaliacaodeempresas.com.br e do Modelo Multifatorial de Avaliação de Empresas.
- Realizou 15 transações de F&A e 72 avaliações nos últimos 07 anos.

A Cavalcante & Associados está a disposição para discutir assuntos relacionados a processos de abertura de capital, preparação de empresas para IPO´s, fusões e aquisições, finanças corporativas e avaliação de empresas.

IPO´s – QUAL O VALOR DAS EMPRESAS QUE ABRIRAM O CAPITAL ENTRE 2004 E 03/2006

Os recentes processos de abertura de capital de empresas brasileiras estão chamando a atenção de todos: novas empresas que querem abrir capital, fundos de capital de risco que vêem o mercado de capitais como uma porta de saída, investidores institucionais e pessoas físicas em busca de grandes retornos em curto espaço de tempo e pesquisadores estudiosos do assunto.

Por isso, a Cavalcante & Associados está lançando uma série de Up-To-Dates sobre o assunto. No primeiro relatório, foi discutido se existem setores e empresas ideais / adequados para terem capital aberto, o interesse das pessoas físicas e estrangeiros, a demanda x oferta das aberturas de capital que justificam em grande parte das vezes uma grande valorização no dia do lançamento da ação e as diferenças do Novo Mercado.

No segundo relatório foi analisado o porque da valorização das ações no dia do lançamento, as faixas de preços das ações, e qual a variação das novas ações em relação a variação do IBOVESPA.

Neste terceiro episódio será feita uma comparação do valor das novas empresas em relação às empresas menos arriscadas do IBOVESPA e uma análise completa do valor das empresas novatas pelo método dos múltiplos: Valor de Mercado das Empresas, Valor Empresarial, Valor / EBITDA, Valor / Faturamento, Preço / Lucro – tanto no dia do IPO quanto o valor atual (15/03/2006).

Ao leitor, desejamos uma ótima leitura. Ao investidor, desejamos uma seleção cuidadosa das ações para investir e bons retornos e as empresas, que analisem as vantagens e desvantagens de tais processos, assim como os requisitos para realizar uma abertura de capital.

O VALOR DAS EMPRESAS – R\$*

Na tabela abaixo, estão apresentados os valores das empresas no dia da abertura de capital e em 15/03/2006:

Empresa	Data	% Empresa Vendido	Market Value no IPO	Market Value 15/03/2006	Firm Value no IPO	Firm Value 15/03/2006
Natura	26/5/2004	24,9%	3.091.026	10.073.000	3.310.126	10.260.460
Gol	24/6/2004	24,8%	5.200.000	12.189.000	5.200.000	12.243.016
ALL	25/6/2004	31%	1.900.000	5.548.000	2.632.268	6.651.132
CPFL	29/9/2004	10,5%	7.800.000	15.040.000	13.461.000	20.018.248
Grendene	29/10/2004	19,9%	3.100.000	1.855.000	3.248.600	2.033.073
DASA	18/11/2004	43,5%	1.006.000	2.788.000	1.138.000	3.007.000
Porto Seguro	22/11/2004	23,6%	1.400.000	2.825.000		
Renar Maçãs	28/2/2005	25,0%	64.000	28.400	85.014	49.840
Submarino	30/3/2005	54,8%	993.000	2.320.000	1.044.076	2.320.000
Localiza	23/5/2005	34,4%	717.994	2.311.000	1.061.522	2.921.150
Renner	30/6/2005	100,0%	774.140	2.602.000	1.045.751	2.665.181
EnergiasBrasil	13/7/2005	30,0%	3.733.333	5.198.000	6.058.333	8.182.904
OHL	15/7/2005	40,0%	1.240.000	2.141.000	1.547.400	2.417.313
Nossa Caixa	27/10/2005	28,8%	3.320.000	5.258.000		
Cosan	18/11/2005	29,5%	3.004.067	6.884.000	3.903.367	7.782.600
UOL	18/12/2005	28,9%	2.161.522	1.977.000	2.161.522	1.977.000
COPASA	8/2/2006	24,4%	2.969.487	2.668.000	3.874.087	3.662.000
Vivax	8/2/2006	46,5%	1.011.613	962.305	1.071.320	1.062.683
Gafisa	17/2/2006	41,9%	2.171.680	2.441.000	2.488.613	2.779.083
Company	2/3/2006	51,3%	549.035	617.532	605.109	673.606
Totvs	8/3/2006	53,9%	788.497	959.723	788.497	959.723
MÉDIA		36,54%	2.237.876		2.880.242	
MEDIANA		30,00%	1.900.000		2.161.522	

*Fonte: Rodrigo Pasin.

Market Value = Valor de Mercado da Empresa = Quantidade de Ações da Empresa vezes Preço da Ação.

Firm Value = Valor Empresarial = Market Value + Dívidas Financeiras. Pode ser entendido como o valor total de uma empresa.

As recentes operações de abertura de capital no Brasil tem contado com a venda ao mercado de participações normalmente superior a 25%, pois este é o percentual mínimo de ações em negociação (free float) que as empresas devem ter para serem listadas no Novo Mercado.

Entretanto, 04 operações chamam a atenção por terem mais de 50% de ações em circulação no mercado (Totvs – 53,9%, Company – 51,9%, Renner - 100% e Submarino – 54,8%). Em breve, DASA terá mais de 50% em circulação e Submarino terá um percentual ainda maior em circulação, dado que realizará uma nova oferta de ações.

Um percentual elevado em circulação deixa a empresa suscetível a receber uma oferta hostil de compra (takeover). Este movimento começa a tornar as empresas brasileiras mais semelhantes as americanas (public companies), onde o controle de muitas empresas é pulverizado no mercado e o acionista principal detém parcela geralmente inferior a 10% do total das ações.

OS MÚLTIPLOS DAS EMPRESAS QUE REALIZARAM IPO'S x OS MÚLTIPLOS DAS EMPRESAS INVESTMENT GRADE

Empresa	FV/EBITDA IPO	FV/EBITDA 15/03/2006	FV/Vendas IPO	FV/Vendas 15/03/2006	P/L IPO	P/L 15/03/2006
Natura	11,19	17,46	1,73	3,16	48,37	25,38
Gol	21,13	22,40	3,60	4,63		28,71
ALL	9,72	14,53	2,66	5,32		32,41
CPFL	8,76	9,44	1,45	1,84	30,00	14,73
Grendene	9,68	12,94	2,13	1,50	15,36	21,72
DASA	12,38	25,27	2,32	5,21		273,33
Porto Seguro			0,53	0,89	17,78	11,36
Renar Maçãs	10,80	11,83	1,70	0,96	59,37	
Submarino	39,40	52,02	2,89	4,04	155,40	124,17
Localiza	5,51		1,67	3,33	11,72	23,89
Renner	9,73	17,40	0,81	1,73	14,76	32,41
EnergiasBrasil	7,82	8,97	1,64	1,40	34,89	11,83
OHL	6,79	8,99	4,46	5,68	50,82	27,88
Nossa Caixa					7,09	6,87
Cosan	11,45	16,72	2,05	3,37	175,68	
UOL	21,21	19,40	3,83	3,51	8,12	7,43
COPASA	6,48	6,46	2,40	3,24	12,31	9,23
Vivax	10,65	10,28	4,07	3,38	19,91	27,42
Gafisa	38,12	43,77	4,81	5,37	79,14	69,43
Company	25,85	28,77	3,87	4,31	52,63	
Totvs	25,94	31,53	3,15	3,88	38,10	40,53
MÉDIA	15,40	19,90	2,59	3,34	46,19	43,82
MEDIANA	10,80	17,06	2,36	3,38	32,45	26,40

	FV/EBITDA 15/03/2006	FV/Vendas 15/03/2006	P/L 2005	P/L 15/03/2006
Investment Grade	15/3/2006	15/3/2006	2005	15/3/2006
Petrobrás	4,35	1,65	6,79	8,15
CVRD	6,93	3,46	10,53	10,53
Ambev	9,56	3,74	31,79	33,90
Aracruz	7,44	3,95	6,65	7,89
VCP	7,68	2,90	10,06	10,88
Embraer				19,67
MÉDIA	7,19	3,14	13,16	15,17
MEDIANA	7,44	3,46	10,06	10,71

O significa e a interpretação dos múltiplos acima se encontra em Anexo.

Conforme os dados da tabela anterior, que mostra os múltiplos de todas as empresas no dia do IPO e em 15/03/2006, pode-se fazer as seguintes análises:

- **O valor médio e mediano das empresas no momento do IPO está em 10,8 e 15,4 vezes o EBITDA do ano anterior. Em 15/03/2006 o múltiplo médio e mediano foi de 17 e 19,9** (múltiplos variando entre 5,51 vezes EBITDA – Localiza – e 52 vezes EBITDA – Submarino). Vale lembrar que as maiores e mais tradicionais empresas do Brasil, que possuem o menor risco (ou seja, aquelas que são consideradas ***Investment Grade pela S&P***) valem aproximadamente **7 vezes EBITDA**. Ou seja, as empresas que abriram o capital recentemente estão valendo em média **2,5 vezes mais** que as ***Investment Grade***.
- **O valor médio e mediano das empresas no momento do IPO está em 2,6 e 2,4 vezes o FATURAMENTO do ano anterior. Em 15/03/2006 o múltiplo médio e mediano foi de 3,34 e 3,38** (múltiplos variando entre 0,8 vezes o FATURAMENTO – Renner – e 5,68 vezes FATURAMENTO – OHL). Vale lembrar que as maiores e mais tradicionais empresas do Brasil, que possuem o menor risco (ou seja, aquelas que são consideradas ***Investment Grade pela S&P***) valem aproximadamente **3,1 e 3,4 vezes o FATURAMENTO**.
- **O valor de mercado médio e mediano das empresas no momento do IPO está em 46 e 32 vezes o Lucro Líquido do ano anterior. Em 15/03/2006 o múltiplo médio e mediano foi de 43 e 26** (múltiplos variando entre 7 vezes o Lucro Líquido – Nossa Caixa – e 124 e 273 vezes o Lucro Líquido – Submarino e DASA). Vale lembrar que as maiores e mais tradicionais empresas do Brasil, que possuem o menor risco (ou seja, aquelas que são consideradas ***Investment Grade pela***

S&P) valem aproximadamente 10 e 15 vezes o Lucro Líquido. As empresas que abriram o capital recentemente estão valendo em média 2,5 vezes mais que as *Investment Grade*, tanto pela ótica dos múltiplos de EBITDA quanto pelos múltiplos de Lucro Líquido.

- Este estudo indica que grande parte das empresas que abriram capital provavelmente está superavaliada pelo mercado e não que todas as empresas estão. **Existem casos que provavelmente as empresas possam estar sub-avaliadas** (Copasa, Nossa Caixa e talvez outras).
- **As empresas *Investment Grade*, teoricamente possuem custo de capital menor, ou seja, devem valer mais em termos relativos que as empresas não *Investment Grade* equiparáveis.**
- No caso de Submarino, o preço atual dos papéis corresponde a 52 vezes o EBITDA do ano anterior. Teoricamente, isso significa que o prazo será de 52 anos para que os resultados da companhia se equiparem ao preço pago por cada ação. Se a empresa duplicar seu EBITDA por 3 anos e suas ações não subirem de preço, o que é altamente improvável, a Empresa levará 3 anos para ter múltiplos semelhantes aos de grandes empresas brasileiras.
- **Existem três opções para justificar estas possíveis superavaliações:** A primeira é acreditar que as empresas estreantes realmente valem mais do que as que já estão na Bolsa. A segunda alternativa seria a hipótese de que as companhias com mais tempo de negociação estão depreciadas. A terceira opção, que é a mais provável, é esperar que os preços das ofertas iniciais se ajustem à realidade do mercado no médio prazo. A Totvs, por exemplo, vale cerca de quatro vezes o próprio faturamento. É uma empresa ainda pouco conhecida e de atuação local. Oracle e Microsoft, que são companhias globais, valem cerca de três vezes seus respectivos faturamentos. Estes são alguns indicadores deste estudo que indicam que estamos atravessando um período de bolha.

- **Vale destacar também que muitos IPO´s estão ocorrendo para propiciar a saída de fundos de investimento**, de capital de risco e sócios das empresas e não para capitalizar a empresa e propiciar o crescimento da empresa, principal justificativa para as avaliações dos IPO´s atuais. Casos Recentes de saída de sócios: Natura, ALL, Grendene, DASA, Porto Seguro, Submarino, Renner, OHL).
- **O potencial de crescimento das companhias estreantes é realmente elevado, normalmente maior do que a das empresas já estabelecidas, mas não corresponde a realidade o que o mercado está atribuindo a tais empresas. Governança corporativa, tag along, respeito a minoritários, futuras aquisições, demanda muito maior que a oferta, são outros motivos que poderiam justificar uma maior valorização das empresas que fizeram IPO´s no Novo Mercado e Nível 2, entretanto, dificilmente nos patamares atuais.**

Informações Adicionais

Caso queira informações sobre tais processos, não hesite em entrar em contato com a Cavalcante & Associados.

Anexo 1: Interpretação dos Indicadores

O múltiplo FV/EBITDA é o mais utilizado pelo mercado financeiro para comparar o valor de empresas do mesmo setor ou não e identificar empresas sub e superavaliadas.

É um múltiplo do ponto de vista de todos os investidores (acionistas e credores) e ideal para avaliação de empresas para fins de fusões e aquisições e

análise de IPO's. Pode ser utilizado para avaliar empresas e não é válido para instituições financeiras.

O múltiplo de EBITDA, como o próprio nome indica não considera os dispêndios com juros, impostos sobre resultados, depreciação e amortização.

Um estudo¹ mostrou que o múltiplo de EBITDA é o que gera maior precisão para avaliar empresas bem estabelecidas que estão abrindo o capital. O estudo mostrou também que a avaliação melhora quando se utiliza EBITDA projetado.

O múltiplo FV/Vendas é a divisão do valor total da empresa pelo seu faturamento bruto anual.

Até a década de 80, havia a crença quase generalizada de que as vendas maiores correspondiam a um lucro maior, garantido pelo baixo nível de competição real entre as empresas. Esta crença, aliada à maior facilidade de se medir e confiar nas vendas do que nos lucros fez com que, para muitos, as vendas tivessem se tornado a base mais importante em uma avaliação. Entretanto, o erro pode ser gritante, como ficou evidente no início dos 90: tentar manter as vendas elevadas sem administrar o lucro pode ser até fatal. Com as menores margens que predominam na presente década, a gestão do lucro tornou-se mais difícil, tendo-se tornado comum o caso das empresas condenadas a apenas sobreviver, sem poder dar frutos aos seus proprietários. Estas empresas não podem ser vendidas com base nas suas vendas, mas sim nos resultados financeiros que poderão fornecer. Do outro lado, também há empresas excepcionalmente lucrativas, que seriam subvalorizadas se avaliadas exclusivamente pelas suas vendas.

O múltiplo de receita voltou a ser utilizado mais constantemente nos últimos anos em decorrência da grande onda de Ofertas Públicas Iniciais (IPOs), no mercado americano de empresas da chamada "Nova Economia". Isto se deve

¹ KIM, M.; RITTER, J. Valuation of IPOs. Journal of Financial Economics 53, 1999.

ao fato de as empresas pontocom, que não possuem lucros nem longos históricos, não tem como ser avaliadas, na grande maioria das vezes, pelos múltiplos de lucros, EBITDA ou pelo método do fluxo de caixa descontado.

O múltiplo de receitas possui algumas vantagens em relação aos de Lucros, EBITDA e de Valor Patrimonial, pois as vendas são mais difíceis de manipulação do que os demais. Além disso, os múltiplos de Receitas apresentam menor volatilidade, são menos afetados pelos efeitos da sazonalidade.

O múltiplo de P/L é o mais usado pelos bancos de investimento na análise da performance de ações. É um múltiplo de Valor de Mercado, representa a parcela dos acionistas no valor de uma empresa. É válido observar que quando se inverte o numerador com o denominador tem-se o Lucro sobre o Preço de uma ação, que é uma das mais famosas formas de medir a rentabilidade. O índice P/L pode ser pensado como o número de anos que se levam para se reaver todo o capital investido. Isto é válido apenas quando se considera que os lucros são constantes e totalmente distribuídos.