

50 IPOs: Bodas de Ouro do Mercado de Capitais brasileiro

- Abertura de Capital
- Pessoas Físicas e Estrangeiros
 - Valorização no 1º Dia
- Os Valores das Empresas: Múltiplos de Receita, EBITDA e Lucro Líquido
 - Riscos e Novo Mercado
 - Futuros IPOs

Rodrigo Pasin (rpasin@uol.com.br)

- Sócio da Value Consultoria (www.valueconsultoria.com.br).
 - Mestre em Administração, na área de finanças, pela FEA/USP.
 - Graduado em Administração pela FEA-RP/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 Modelo Multifatorial de Avaliação de Empresas.
 - Realizou 17 transações de F&A e 100 avaliações nos últimos 08 anos.
 - Autor de diversos capítulos de livros e artigos publicados no Brasil e exterior.
 - Consultor Colaborador da Cavalcante & Associados, Viability & Partners e ABM Group. Trabalhou na KPMG, Unibanco e Guarita.
 - Professor de Finanças da FIA – Fundação Instituto de Administração
- ### Luis Alberto Martins (luisalbertomm@uol.com.br)
- Consultor da Value Consultoria.
 - Bacharel em Administração de Empresas pela Faculdade de Economia e Administração da USP.

IPOs – ANÁLISE DOS CASOS DE ABERTURA DE CAPITAL NO BRASIL ENTRE 2004 E 2007

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 podem ter o mercado de capitais como uma porta de saída, investidores institucionais, pessoas físicas em busca de grandes retornos em curto espaço de tempo e pesquisadores estudiosos do assunto.

Nesse Up-To-Date são analisados todos os 50 IPOs, desde a Natura em maio de 2004 até a Anhanguera Educacional, que foi a primeira faculdade a lançar ações na bolsa. Foram analisados o desempenho dessas empresas nas suas estréias na bolsa.

Ao leitor, desejamos uma ótima leitura. Ao investidor, desejamos uma seleção cuidadosa das ações para investir, dado que recentemente tivemos quedas no 1º dia e no curto prazo. Às empresas, recomendamos que analisem as vantagens e desvantagens de tais processos, assim como os requisitos para realizar uma abertura de capital. Preparem-se para a abertura! Os resultados apresentados adiante são animadores.

Vale destacar que o ciclo Fusões e Aquisições – Lançamento de Ações em Bolsa – Fusões e Aquisições é virtuoso e indissociável. Muitas empresas captam recursos no mercado por meio de fundos de private equity para realizar fusões e aquisições – mostrando ao mercado seu potencial de crescimento e assim podem realizar a abertura de capital para captar mais recursos e realizar outras fusões e aquisições.

Abertura de Capital

A abertura de capital tem se mostrado uma alternativa interessante para empresas captarem recursos. Além disso, a abertura da empresa proporciona uma maior liquidez aos empreendedores, pois com as ações em bolsa, estas podem ser mais facilmente transformadas em dinheiro quando seus acionistas o desejarem.

Tendo em vista estas vantagens e o atual aquecimento no mercado para novos entrantes, o número de IPOs desde 2004 vêm crescendo a cada ano, foram 7 em 2004, 9 em 2005, 26 em 2006 e 8 só nos primeiros 3 meses de 2007. Nestas 50 ofertas, foram captados quase R\$ 28 bi, sem contar os lotes adicionais, que quando ocorrem ficam em torno de 15% da captação prevista.

Este cenário indica um amadurecimento do mercado de capitais brasileiro, no qual empresas de médio porte buscam recursos no mercado por meio da abertura de capital, aumentando o volume de negócios da bolsa, além da entrada de novos setores como locação de carros (Localiza), intermediário imobiliário (Lopes), Usinas de Álcool e Açúcar (Cosan), Diagnósticos (DASA), Planos de Saúde (Medial), Odontologia em Grupo (Odontoprev), Shopping Centers (Iguatemi), Comércio Eletrônico (Submarino), Provedor de Internet (UOL) e Universidades (Anhanguera). Quando uma empresa estreia um novo setor na bolsa ela abre espaço para as outras empresas do setor, como a São Martinho que seguiu os passos da Cosan e BR Mall do Iguatemi, que devem estreiar na bolsa no primeiro semestre de 2007.

O setor de Construção e Engenharia teve um ótimo desempenho em 2006 e no começo de 2007 com a entrada de 10 empresas na bolsa (Gafisa, Company, Abyara, Klabin Segall, Brascan Residencial, Lopes Brasil, PDG Realty, Rodobens Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário e Tecnisa) captando um total de R\$ 5,5 Bi.

Pessoas Físicas e Investidores Estrangeiros

Existe a tendência de crescimento da participação dos investidores individuais, pessoas físicas, pois o mercado acionário está se popularizando entre os brasileiros. As pessoas físicas estão descobrindo a Bolsa como uma forma de investimento, devido a facilidades de acesso, como o sistema *Home Broker*, e pela estabilidade econômica, que faz que esse tipo de mercado seja mais confiável. Isso pode ser observado pelo aumento do número de médio pessoas físicas nos IPOs, que praticamente dobrou em 2007 em relação a 2006.

Empresa	Ticker	Data	Volume Financeiro - R\$ mil	Lote Adicional	Nº Pessoa Física	% Estrangeiros
COPASA	CSMG3	8/2/2006	723.070		15.802	74,00%
Vivax	VVAX11	8/2/2006	470.400	12,50%	7.916	69,00%
Gafisa	GFSA3	17/2/2006	790.492	15,00%	14.028	72,00%
Company	CPNY3	2/3/2006	244.869	15,00%	13.166	64,00%
Totvs	TOTS3	8/3/2006	425.000		16.322	69,00%
Equatorial Energia	EQTL11	4/4/2006	469.800	15,00%	7.365	77,00%
Abnote	ABNB3	26/4/2006	480.435	15,00%	15.453	
GSU Cardsystem	CARD3	28/4/2006	340.974		14.800	65,00%
Brasilagro	AGRO3	2/5/2006	583.200	12,50%	3	82,40%
Lupatech	LUPA3	15/5/2006	357.805	20,00%	11.453	
Datasul	DSUL3	2/6/2006	317.013	20,00%	5.514	
GP Investimentos	GPIV11	2/6/2006	644.628	15,00%	2.373	
MMX Mineração	MMXM3	25/7/2006	1.029.011	15,00%	18	70,00%
Abyara	ABYA3	27/7/2006	163.750	20,00%	6	
Medial	MEDI3	21/9/2006	655.212	12,87%	3.061	75,00%
Klabin Segall	KSSA3	9/10/2006	484.500	9,00%	4.624	61,78%
Santos Brasil	STBR11	13/10/2006	843.400	10,67%	4.097	80,13%
Brascan Residencial	BISA3	20/10/2006	1.056.000	12,50%	4.272	87,45%
M. Dias Branco	MDIA3	17/10/2006	361.620	13,59%	3.460	71,74%
Terna Participações	TRNA11	26/10/2006	557.040	12,50%	6.258	65,00%
Profarma	PFRM3	25/10/2006	348.750	17,65%	4.514	70,26%
Brasil Ecodiesel	ECOD3	22/11/2006	378.932	15,00%	9.315	63,96%
Odontoprev	ODPV3	1/12/2006	453.940	11,49%	8.675	62,71%
Positivo Informática	POS13	11/12/2006	567.408	6,47%	18.466	68,51%
Lopes Brasil Consultoria de Imóveis	LPSB3	18/12/2006	412.800	13,04%	9.803	71,06%
Dufry South America Ltd.	DUFB11	20/12/2006	738.917	13,04%	10.039	69,01%
MEDIA					8.108	70,91%
MEDIANA					7.641	70,00%

Empresa	Ticker	Data	Volume Financeiro - R\$ mil	Lote Adicional	Nº Pessoa Física	% Estrangeiros
PDG Realty	PDGR3	26/1/2007	630.000	2,92%	11.826	93,41%
Rodobens Negócios Imobiliários	RDNI3	31/1/2007	390.000	15,00%	13.965	66,99%
Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário	CCIM3	31/1/2007	522.000	0,00%	22.002	55,57%
Tecnisa	TCSA3	1/2/2007	791.303	0,00%	17.187	68,27%
Iguatemi Empresa de Shopping Centers	IGTA3	7/2/2007	477.111	15,00%	16.710	72,44%
São Martinho	SMTO3	12/2/2007	368.417	15,00%	24.369	53,43%
GVT	GVTT3	16/2/2007	936.000	15,00%	14.427	75,95%
Anhanguera Educacional	AEDU11	12/3/2007	445.500			
MEDIA					17.212	69,44%
MEDIANA					16.710	68,27%

*Fonte: Rodrigo Pasin / Value Consultoria (www.valueconsultoria.com.br)

Em todos os casos, os recursos provenientes de investidores estrangeiros foram superiores a 50% de toda a oferta, demonstrando o interesse estrangeiro pelo mercado de capitais nacional. Entretanto, parte dos recursos classificados nos Sistemas do Banco Central como investimento estrangeiro é proveniente de brasileiros que trazem recursos do exterior.

A Valorização da Ação no 1º Dia

Nos Estados Unidos no período de 1980 e 2001, as empresas que entraram na bolsa conseguiram uma valorização média de 18,8% no dia de estréia. Os IPOs brasileiros não ficam muito atrás desse número com uma valorização média de 7,9%, como pode ser observado na tabela abaixo. Apesar da valorização ser significativa, apresenta um desvio padrão alto de 8,32%, tendo ações como a GVT e Anhanguera que tiveram 27,22% e 21,39% de valorização no primeiro dia, respectivamente, assim como a Datasul que teve uma desvalorização de 6,67%. Vale lembrar também que retornos passados não garantem retornos futuros. Entretanto, tudo indica que setores estreados na bolsa são os candidatos a terem fortes valorizações no primeiro dia, assegurando bons retornos em curtíssimo prazo.

Empresa	Data	Preço da Ação no IPO	Varição 1º dia
Natura	26/5/2004	36,50	15,61%
Gol	24/6/2004	26,57	5,38%
ALL	25/6/2004	46,50	13,00%
CPFL	29/9/2004	17,22	0,06%
Grendene	29/10/2004	31,00	12,00%
DASA	18/11/2004	20,00	20,00%
Porto Seguro	22/11/2004	18,75	6,40%
Renar Maçãs	28/2/2005	1,60	5,00%
Submarino	30/3/2005	21,62	0,00%
Localiza	23/5/2005	11,50	0,00%
Renner	30/6/2005	37,00	3,62%
Energias do Brasil	13/7/2005	18,00	11,16%
OHL	15/7/2005	18,00	1,11%
Nossa Caixa	27/10/2005	31,00	17,58%
Cosan	18/11/2005	48,00	15,83%
UOL	18/12/2005	18,00	9,39%
COPASA	8/2/2006	23,50	6,38%
Vivax	8/2/2006	24,50	10,61%
Gafisa	17/2/2006	18,50	24,32%
Company	2/3/2006	16,00	20,63%
Totvs	8/3/2006	32,00	4,48%
Equatorial Energia	4/4/2006	14,50	16,97%
Abnote	26/4/2006	17,00	6,76%
CSU Cardsystem	28/4/2006	18,00	-2,78%
Brasilagro	2/5/2006	1.000,00	10,00%
Lupatech	15/5/2006	22,00	4,55%
Datasul	2/6/2006	18,00	-6,67%
GP Investimentos	2/6/2006	34,27	0,09%
MMX Mineração	25/7/2006	815,00	-0,12%
Abyara	27/7/2006	25,00	0,00%
Medial	21/9/2006	21,50	2,79%
Klabim Segall	9/10/2006	15,00	-4,07%
Santos Brasil	13/10/2006	23,00	9,00%
Brascan Residencial	20/10/2006	17,00	-4,06%
M. Dias Branco	17/10/2006	21,00	0,71%
Terna Participações	26/10/2006	21,00	7,62%
Profarma	25/10/2006	22,50	14,44%
Brasil Ecodiesel	22/11/2006	12,00	-0,83%
Odontoprev	1/12/2006	28,00	15,00%
Positivo Informática	11/12/2006	23,50	-1,49%
Lopes Brasil	18/12/2006	20,00	16,75%
Dufry South America Ltd.	20/12/2006	26,84	9,05%
PDG Realty	26/1/2007	14,00	0,00%
Rodobens Negócios Imobiliários	31/1/2007	19,50	16,67%
Camargo Corrêa D. Imobiliário	31/1/2007	14,50	-2,14%
Tecnisa	1/2/2007	13,00	3,85%
Iguatemi Empresa de S. C.	7/2/2007	30,00	11,67%
São Martinho	12/2/2007	20,00	18,30%
GVT	16/2/2007	18,00	27,22%
Anhanguera Educacional	12/3/2007	18,00	21,39%
MÉDIA			7,9%
MEDIANA			6,6%

*Fonte: Rodrigo Pasin / Value Consultoria (www.valueconsultoria.com.br)

**Valor das 50 Empresas no dia do IPO:
Múltiplos de Receita, EBITDA e Lucro Líquido**

Empresa	Data	% Empresa Vendida	Market Value no IPO	Firm Value no IPO	FV / EBITDA IPO	FV / Vendas IPO	P/L IPO
Natura	26/5/2004	24,9%	3.091.026	3.310.126	11,19	1,73	48,37
Gol	24/6/2004	24,8%	5.200.000	5.200.000	21,13	3,60	
ALL	25/6/2004	31,0%	1.900.000	2.632.268	9,72	2,66	
CPFL	29/9/2004	10,5%	7.800.000	13.461.000	8,76	1,45	30,00
Grendene	29/10/2004	19,9%	3.100.000	3.248.600	9,68	2,13	15,36
DASA	18/11/2004	43,5%	1.006.000	1.138.000	12,38	2,32	
Porto Seguro	22/11/2004	23,6%	1.400.000	1.400.000		0,53	17,78
Renar Maçãs	28/2/2005	25,0%	64.000	85.014	10,80	1,70	59,37
Submarino	30/3/2005	54,8%	993.000	1.044.076	39,40	2,89	155,40
Localiza	23/5/2005	34,4%	717.994	1.061.522	5,51	1,67	11,72
Renner	30/6/2005	100,0%	774.140	1.045.751	9,73	0,81	14,76
Energias do Brasil	13/7/2005	30,0%	3.733.333	6.058.333	7,82	1,64	34,89
OHL	15/7/2005	40,0%	1.240.000	1.547.400	6,79	4,46	50,82
Nossa Caixa	27/10/2005	28,8%	3.320.000	3.320.000	3,25	0,52	7,09
Cosan	18/11/2005	29,5%	3.004.067	3.903.367	11,45	2,05	175,68
UOL	18/12/2005	28,9%	2.161.522	2.161.522	21,21	3,83	8,12
COPASA	8/2/2006	24,4%	2.969.487	3.874.087	6,48	2,40	12,31
Vivax	8/2/2006	46,5%	1.011.613	1.071.320	10,65	4,07	19,91
Gafisa	17/2/2006	41,9%	2.171.680	2.488.613	38,12	4,81	79,14
Company	2/3/2006	51,3%	549.035	605.109	25,85	3,87	52,63
Totvs	8/3/2006	53,9%	788.497	788.497	25,94	3,15	219,96
Equatorial Energia	4/4/2006	57,0%	958.776	1.308.776	6,94	1,48	4,19
Abnote	26/4/2006	80,0%	739.130	739.130	8,21	1,71	13,51
CSU Cardsystem	28/4/2006	54,0%	874.292	916.417	15,20	2,73	54,46
Brasílagro	2/5/2006	83,7%	583.200	583.200			10,80
Lupatech	15/5/2006	42,8%	1.003.378	1.041.778	21,00	5,19	31,32
Datasul	2/6/2006	60,8%	521.574	531.170	14,72	2,91	25,93
GP Investimentos	2/6/2006	80,4%	644.628	659.360	7,16	7,03	7,29
MMX Mineração	25/7/2006	37,0%	2.781.110	2.874.197			
Abyara	27/7/2006	37,1%	441.018	441.018	27,43	11,23	42,00
Medial	21/9/2006	46,9%	1.397.637	1.413.237	14,72	2,66	39,04
Klabin Segall	9/10/2006	56,1%	864.098	890.101	32,89	8,83	54,66
Santos Brasil	13/10/2006	91,6%	920.247	1.463.047	11,22	3,54	41,73
Brascan Residencial	20/10/2006	37,3%	2.828.824	3.553.724	22,95	8,71	25,08
M. Dias Branco	17/10/2006	17,3%	2.096.348	2.652.948	9,21	1,59	14,83
Terna Participações	26/10/2006	30,3%	1.841.456	3.179.881	17,77	5,98	10,29
Profarma	25/10/2006	49,1%	710.285	769.254	13,00	0,36	75,11
Brasil Ecodiesel	22/11/2006	27,4%	1.383.975	1.441.792		30,37	
Odontoprev	1/12/2006	65,8%	689.719	689.719	15,59	3,84	30,00
Positivo Informática	11/12/2006	25,0%	2.269.630	2.289.724	15,41	2,02	111,11
Lopes Brasil	18/12/2006	58,1%	711.111	714.052	19,51	8,76	24,90
Dufry South America Ltd.	20/12/2006	42,6%	1.734.548	1.749.048	15,49	2,22	27,02
PDG Realty	26/1/2007	41,0%	1.536.585	1.565.236	46,49	11,81	56,33
Rodobens Negócios Imobiliários	31/1/2007	43,9%	888.383	945.950	133,58	19,83	195,79
Camargo Corrêa D. Imobiliário	31/1/2007	31,9%	1.636.364	1.676.964	187,72	13,58	23,60
Tecnisa	1/2/2007	41,8%	1.893.070	1.970.481	32,59	8,60	40,48
Iguatemi Empresa de S. C.	7/2/2007	27,2%	1.757.314	1.850.282	24,32	14,74	46,40
São Martinho	12/2/2007	16,7%	2.204.772	2.500.972	8,49	2,47	18,81
GVT	16/2/2007	39,7%	2.357.683	3.134.984	12,27	2,61	
Anhanguera Educacional	12/3/2007	24,6%	1.812.449	1.819.329	84,30	12,23	162,96
MEDIA		42,3%	1.741.540	2.704.736	24,22	5,20	50,02
MEDIANA		39,9%	1.398.819	1.565.118	14,70	2,90	27,02

*Fonte: Rodrigo Pasin / Value Consultoria (www.valueconsultoria.com.br)

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 aberturas de capital tem contado com uma venda de participação média de 42,3%, quase metade da empresa é colocada no mercado, devido, entre outros motivos, ao mínimo de 25% das ações em negociação (free float) que as empresas devem ter para serem listadas no Novo Mercado.

Um porcentual elevado das ações no mercado proporciona maior liquidez a empresa, entretanto abre a possibilidade de uma oferta hostil de compra (takeover). Este movimento de pulverização das ações na bolsa se assemelha ao modelo adotado nos EUA, no qual, os acionistas majoritários possuem uma pequena parcela da empresa, normalmente abaixo de 10%. Estaria o mercado de capitais brasileiros criando *public companies*?

Os múltiplos apresentados na tabela acima são usados para avaliar o valor da empresa em relação à receita, EBITDA e lucro líquido. Não existem valores ideais para cada múltiplo, pois empresas varejistas que possuem margens de rentabilidade menores tendem a apresentar um múltiplo de receita menor do que uma empresa de serviços, que possuem margens maiores. Os múltiplos devem ser analisados individualmente dentro de um setor, comparados com as empresas já listadas (nos diferentes níveis de listagem da Bovespa) e com empresas listadas em outros países. Os múltiplos das novas entrantes podem estar enviesado por um potencial de crescimento atribuído a empresa pelo mercado.

No caso dos 50 IPOs, o múltiplo de receita teve uma média de 5,2, ou seja, as empresas foram vendidas por aproximadamente cinco vezes seu faturamento anual. A Rodobens apresentou um múltiplo de faturamento próximo a 20 anos. Por outro lado, a Profarma, empresa de distribuição de medicamentos que em

2006, apresentou uma margem líquida de 1,3%, teve o menor múltiplo de venda: 0,36 vezes o faturamento anual.

O EBITDA é o lucro bruto menos as despesas operacionais, excluindo a depreciação e amortização do período. Tem por objetivo avaliar o lucro referente apenas ao negócio da empresa, excluindo qualquer ganho ou perda financeira. O EBITDA é um parâmetro bastante utilizado em fusões e aquisições e IPO's. O múltiplo médio e mediano de EBITDA das 50 aberturas de capital foram respectivamente 24,22 e 14,70. A variação foi significativa dentro desta amostra, de 5,51 da Localiza a 187,72 da Camargo Corrêa Desenvolvimento Imobiliário. Vale ressaltar que empresas classificadas com Investment Grade pela Standard & Poors valem aproximadamente 8 vezes o EBITDA, ou seja, menos da metade dos atuais lançamentos.

O múltiplo de Lucro Líquido tem como base o Market Value, diferente dos múltiplos de EBITDA e Faturamento que tem o Firm Value como base. É um múltiplo muito usado no mercado de capitais como ferramenta de análise de ações, pois relaciona o valor total das ações com o lucro da empresa. É um múltiplo específico dos acionistas (Equity). O valor de mercado médio e mediano das estreantes ficou entre 50,02 e 27,02, variando entre 4,19 da Equatorial Energia e 219,96 da Totvs.

Riscos e Novo Mercado

As empresas que fizeram abertura significativa de capital, em sua maioria estão em mercados com potencial de crescimento e usam a abertura para captar recursos e alavancar seu crescimento, por isso, é atribuído um potencial de crescimento maior, assim como um maior risco. Isso é um dos motivos do sucesso dos IPOs. O Novo Mercado exige uma maior transparência em relação às informações e uma estrutura mais segura para o acionista minoritário, contribuindo assim para o sucesso dos 50 IPOs desde a Natura.

Futuros IPOs

Aproveitando o atual aquecimento do mercado, outras empresas se preparam para a abertura de capital. Um setor que entrará em peso na bolsa em 2007 será o setor financeiro com 5 novas empresas: Banco Pine, Banco Panamericano, Banco Cruzeiro do Sul, Barisul e BicBanco. Outras empresas que devem estrear na bolsa são: JBS-Friboi, maior frigorífico do país, as construtoras EVEN e JHSF, a concessionária Ecorodovias e BR Malls, administradora de Shopping Center. Mas isto é apenas o começo, outros IPOs viram. Grande parte dos escritórios de consultoria especializados em F&A abriram departamentos de assessoria a empresas que precisam se preparar para projetos de abertura de capital. E isto deve intensificar este movimento. Em 2007, o número de aberturas poderá ficar entre 40 e 50 e no médio prazo (2009/2010) conviveremos todas as semanas com novos entrantes e este número poderá chegar a 100 por ano. Para quem acompanha o mercado de capitais parece um milagre, para os mais novos, são os sinais da prosperidade econômica que o país terá no longo prazo.

Informações Adicionais

Caso queira informações sobre preparação de empresas, aberturas de capital, fusões e aquisições e captação de recursos não hesite em entrar em contato com a Value Consultoria.

VALUE Consultoria
Tel. (11) 3283-1146
Cel. (11) 8147-0355
Tel. (11) 3751-8362
www.valueconsultoria.com.br
www.avaliacaodeempresas.com.br