

Como des^Strinchar o valor de uma empresa

Peter Jancso



processo de internacionalização e integração dos mercados financeiros mundiais vem tornando cada vez mais explícito, para mercados emergentes, um dos princípios econômicos mais antigos: a função

da entidade conhecida como empresa é a maximização da riqueza de seus donos. O objetivo deste artigo é propor

uma estrutura para a análise do valor de mercado de uma empresa "de trás para frente": decompondo o valor de mercado em suas várias partes, podemos entender quais as expectativas dos agentes de mercado embutidas no preço da ação.

No entanto, antes de destrincharmos o valor de uma empresa em suas partes, é necessário estabelecer o que chamamos de valor de mercado. Para efeito de nossa análise, o valor total de mercado corresponde ao valor presente líquido dos fluxos de caixa livres gerados pela empresa, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto proporcional ao risco desses fluxos de caixa. Este valor da empresa é então dividido entre os possuidores de direitos sobre esses fluxos de caixa futuros: os provedores de capital, ou acionistas e emprestadores (1). Este é o momento ideal para introduzir uma ilustração prática: tomemos o caso da Cia.

Brasileira de Distribuição, ou Pão de Açúcar. Em 31/12/1998, mil ações do Pão de Açúcar PNA valiam R\$ 19,50, multiplicado pelo número total de ações da empresa (os mais rigorosos preferirão multiplicar de acordo com o valor de cada tipo de ação), chegamos a um valor de mercado de R\$ 1.523 bilhões. Adicionando o valor total da dívida da empresa nessa data (R\$ 581 milhões, assumindo que o valor contábil reflete o valor de mercado nesta data), chegamos a um valor de mercado para o Pão de Açúcar de R\$2.104 bilhões.

As características dessas duas formas de financiamento de uma empresa (dívida e ações) determinam quem se apropria de cada R\$ adicional criado pela empresa. Isto é, supondo que os agentes de mercado revisam suas expectativas quanto aos fluxos de caixa futuros, alterando a percepção de valor da empresa, quem fica com esta variação de

valor? Devido à sua característica contratual, os credores sabem de antemão quanto vão receber, ou seja, o valor da dívida pode ser determinado objetivamente descontando-se os fluxos de juros e principal futuros a uma taxa adequada (o "yield" da dívida nessa data). Logo a variação de valor reflete-se no preço das ações da empresa, que se valorizam.

Medida de desempenho

Bom, mas onde queremos chegar com este exercício básico de finanças? A idéia é fazer um paralelo com a medida de criação de valor. O mesmo Valor Presente Líquido (VPL) dos fluxos de caixa futuros (o valor de mercado da empresa) pode ser decomposto em duas partes: o valor do capital empregado no negócio mais o Valor de Mercado Agregado (Market Value Added) ao negócio. O MVA representa o valor criado pela direção da empresa para seus acionistas. Vamos explorar um pouco mais este conceito. Suponha um projeto que exige um investimento de R\$ 1.000: caso o VPL deste projeto seja superior a R\$ 1.000 (por exemplo, R\$ 1.200), ele adiciona valor, porque para cada R\$1 empregado, a empresa terá R\$ 1.20 em valor presente de volta. Voltemos então ao Pão de Açúcar. O capital empregado pelo Pão de Açúcar em 31/12/

98 era de R\$2.068 bilhões (aqui tomamos o valor dos ativos líquidos da empresa como uma aproximação para o valor de mercado do capital empregado). Portanto, o MVA do Pão de Açúcar naquela data era de R\$36,1 milhões. Isso significa que a empresa, desde sua criação, transformou cada R\$ nela empregado em R\$ 1,003, após pagar pelo custo de oportunidade deste capital. Bom, mas o que isso implica em termos de expectativa de desempenho futuro?

Antes de responder a essa pergunta, vamos discutir o que chamamos de medida de desempenho. A métrica que apresenta melhor correlação com a criação de valor, ou MVA, é o EVA (Economic Value Added), ou Valor Econômico Agregado. Bom, a essa altura você deve estar se perguntando: e Lucro Líquido, EBIT, EBITDA...? Todas essas medidas não capturam todos os custos incorridos para entregar um produto/serviço ao mercado. A grande falha desses instrumentos para medir desempenho consiste em não considerar um custo de oportunidade pela utilização do capital do acionista. Por exemplo, o Lucro Líquido é deduzido de uma parcela que representa o custo dos financiamentos, mas não de um custo pelo uso do capital próprio (lembre-se das duas fontes de capital)! De forma simplificada, o EVA pode ser definido da seguinte forma:

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - C * \text{Capital}$$

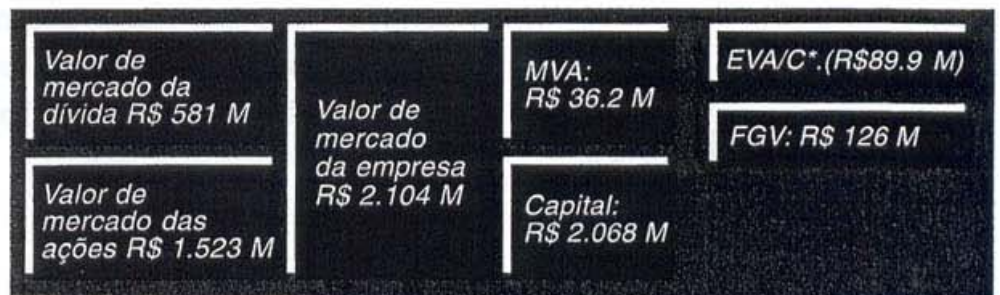
Onde:

NOPAT: Lucro Operacional Líquido Após Impostos (Net Operating Profit After Taxes). Corresponde ao lucro operacional da empresa antes de despesas financeiras e outros ajustes (2).

C*: Custo médio ponderado de capital da empresa (Weighted Average Cost of Capital – WACC).

Capital: Capital empregado na operação da empresa (em termos simples, corresponde aos ativos líquidos da empresa).


Agora podemos voltar à nossa pergunta. A riqueza criada pela empresa, o MVA, pode ser decomposto em duas partes: 1) o valor representado por seu desempenho atual (EVA/C*), e 2) o valor representado pela expectativa de crescimento do EVA no futuro (FGV, ou "Future Growth Value"). A primeira parcela responde à seguinte pergunta: caso a empresa continue com o mesmo desempenho no futuro (o mesmo EVA), qual seria seu MVA? A resposta é uma perpetuidade matemática, ou a razão EVA/C*. No caso de nossa ilustração, o EVA/C* do Pão de Açúcar vale $-\text{R}\$15 \text{ milhões} / 16.7\% = -89.9 \text{ milhões}$. Como se pode ver, esse desempenho não explica o valor total da empresa. Ainda falta um pedaço, que corresponde à expectativa de desempenho futuro, ou FGV. Agora sim podemos determinar este FGV por diferença: $36.1 - (-89.9) = 126 \text{ milhões}$ (Vide figura abaixo).



Finalmente, o que representa este FGV? Ele representa a expectativa dos investidores em relação ao valor presente de todas as melhorias futuras no EVA do Pão de Açúcar. Com um pouco de matemática pode-se traduzir esse valor de FGV em metas de melhora de EVA anuais que justificam o valor atual do Pão de Açúcar. A interpretação dessa expectativa de melhora, isto é, se a meta pode ser atingida ou ultrapassada, representa uma poderosa ferramenta na análise da formação de preços dos ativos e das expectativas dos investidores. Suponhamos que, de acordo com nosso modelo, o mercado espera uma melhora no EVA do Pão de Açúcar de R\$10 milhões

para 1999 (o EVA sairia de -15 para -5 milhões), e nossa projeção de EVA (isso mesmo, de EVA, e não de lucro!) para 1999 é de -2 milhões. Pronto! Agora podemos montar nossa recomendação de compra.

Para finalizar, gostaríamos de revisitar alguns dos alicerces, ou hipóteses críticas, desta metodologia. O primeiro ponto fundamental consiste no ponto de partida da análise: quanto o preço de mercado da ação reflete seu valor econômico, devido a problemas de liquidez (e outros) que podem afetar o valor intrínseco do título. O segundo ponto refere-se ao valor da dívida: assume-se em geral que seu valor contábil é uma boa aproximação de seu valor de mercado. Em situações quando uma empresa está à beira de entrar em "default", o desvio entre os dois valores é substancial. O terceiro ponto diz respeito ao cálculo do custo de capital. Adotou-se o método do custo ponderado médio de capital ajustado para o custo Brasil,

mas existe grande debate nessa área. Apesar desses pontos de discussão, esperamos ter contribuído com uma metodologia já adotada no mercado americano por instituições como Goldman Sachs e CS First Boston em suas análises. Uma vez mais, cabe à capacidade criativa do analista brasileiro "tropicalizar" o modelo para explorar seu potencial. Mãos à obra! 

Peter Jancso é associado da Stern Stewart & Co. Colaboraram Augusto Korps e Sérgio Pinheiro.

EVA® é marca registrada da Stern Stewart & Co. (1) Modigliani and Miller "The Cost of Capital, Corporation Finance and the Theory of Investment", 1958.

(2) Recomendamos consulta a "The Quest for Value" (G. Bennett Stewart III) para uma discussão mais detalhada.