



Administração Financeira II

Prof. Ivando Silva de Faria, M.Sc.

Prof. Ueliton T. Carvalho, M.Sc.

Unidade 8

- ◆ Fatores econômicos e o valor de uma empresa.
- ◆ Políticas do governo federal e o valor de uma empresa.
- ◆ Condições setoriais e o valor de uma empresa.
- ◆ Condições globais e o valor de uma empresa.
- ◆ Básico de avaliação de empresas e ações.

Fatores Econômicos e o Valor de uma Empresa

◆ Crescimento Econômico

- O crescimento econômico no Brasil costuma ser medido como a mudança percentual no produto interno bruto (PIB).
- As empresas em algumas indústrias são mais expostas a mudanças no crescimento econômico (automóveis, habitação).
- Os gerentes financeiros devem tentar prever mudanças no crescimento econômico e estimar a extensão em que essas mudanças irão afetar os fluxos de caixa da empresa.



Fatores Econômicos e o Valor de uma Empresa

◆ Crescimento Econômico

- Quando se espera uma queda no crescimento, os administradores financeiros reduzem a produção, o estoque, novos projetos e novo capital.
- A redução nos fluxos de caixa de negócios existentes e de novos negócios planejados pode provocar a queda do valor de uma empresa.
- Os investidores tendem a mudar seus investimentos para aquelas empresas que estão mais protegidas de mudanças nas condições econômicas.



Fatores Econômicos e o Valor de uma Empresa

- ◆ Taxas de Juros
 - As mudanças nas taxas de juros podem afetar o valor de uma empresa de diversas formas.
 - Primeiro, os aumentos nas taxas de juros elevarão o custo de tomar emprestado para os consumidores, reduzindo assim a demanda pelos produtos de uma empresa.
 - Segundo, os aumentos nas taxas de juros elevarão o custo de financiamento para a empresa que afeta adversamente o valor da empresa.
 - Os aumentos nas taxas de juros também elevarão as taxas de retorno exigidas pelo investidor, o que reduz o valor da empresa.



Fatores Econômicos e o Valor de uma Empresa

- ◆ Taxas de Juros
 - As empresas cujos fluxos de caixa são mais sensíveis aos movimentos das taxas de juros são aquelas que costumam vender produtos a crédito.
 - Entre os exemplos estão fabricantes de automóveis, construtoras de residências, fabricantes de barcos e fabricantes de eletrodomésticos.



Fatores Econômicos e o Valor de uma Empresa

◆ Inflação

- A inflação pode forçar a empresa a ter mais saídas de caixa à medida que os custos de compra de suprimentos e de contratação de mão-de-obra sobem durante períodos de alta inflação.
- Alguns desses custos mais altos podem ser compensados total ou parcialmente, elevando-se os preços dos produtos da empresa.
- A inflação também pode afetar a empresa através de seu impacto nas taxas de juros.
- Taxas mais altas de inflação normalmente são acompanhadas por taxas de juros maiores.



Como as Políticas do Governo Federal Afetam o Valor de uma Empresa

◆ Política Monetária

- A política monetária descreve os programas do Banco Central para controlar a oferta de moeda no Brasil, o que influi nas taxas de juros.
- O BCB controla a oferta de moeda através (a) de operações no mercado aberto, (b) mudanças nas taxas de desconto, ou (c) mudanças na reserva exigida.
- Em geral, reduzir ou desacelerar o crescimento da oferta de moeda aumenta as taxas de juros, o que tem um impacto negativo sobre o valor da empresa.

Como as Políticas do Governo Federal Afetam o Valor de uma Empresa

◆ Política Fiscal

- A política fiscal descreve os programas de tributação e de gastos públicos do governo federal.
- A política fiscal expansionária resultaria em uma redução no nível geral de tributação e/ou no aumento dos gastos federais.
- Por outro lado, uma política fiscal de contenção resultaria em um aumento nos impostos ou na redução de gastos.



Como as Políticas do Governo Federal Afetam o Valor de uma Empresa

◆ Política Fiscal

- Um aumento nas taxas de impostos sobre pessoa física irá reduzir a renda disponível, diminuindo assim a demanda pelos produtos de uma empresa; isto tem um efeito negativo sobre o valor da empresa.
- Um aumento nas taxas de impostos sobre pessoa jurídica reduz diretamente os fluxos de caixa da empresa; isto tem um efeito negativo no valor da empresa.
- Não só o nível de gastos do governo afeta o valor da empresa, mas também a alocação desses gastos.

Como as Políticas do Governo Federal Afetam o Valor de uma Empresa

◆ Política Fiscal

- Por exemplo, a política fiscal que aumenta os gastos com equipamentos militares irá beneficiar aquelas empresas que produzem esses equipamentos.
- Finalmente, o nível agregado da dívida pública também pode afetar o valor da empresa.
- Se o nível de endividamento aumenta, a demanda de recursos pelo governo pressionará a alta das taxas de juros, aumentando o custo de financiamento para empresas.



Como as Condições do Setor Afetam o Valor da Empresa

◆ Demanda do Setor

- A demanda por produtos ou serviços pode mudar em resposta a mudanças nas preferências do consumidor.
- Por exemplo, à medida que os consumidores se tornaram mais conscientes de sua saúde, a demanda por produtos relacionados à indústria (como aparelhos para exercícios) cresceu, enquanto a demanda por aqueles produtos que prejudicam a saúde (como cigarros) caiu.



Como as Condições do Setor Afetam o Valor da Empresa

◆ Concorrência do setor

- À medida que a concorrência dentro de um setor aumenta, as empresas podem ser afetadas adversamente por duas razões.

Primeiro, as empresas podem ter de reduzir os preços ou enfrentar a perda de clientes aos concorrentes.

- Segundo, a maior concorrência irá reduzir as receitas à medida que houver queda da participação de mercado.
- Além disso, nos anos recentes, a tecnologia intensificou a concorrência em muitos setores.



Como as Condições do Setor Afetam o Valor da Empresa

- ◆ Mão-de-obra da indústria e Condições Reguladoras
 - As condições da mão-de-obra dentro de setores mudam com o tempo.
 - Quando um setor passa a ser sindicalizado, as empresas dentro dessa indústria provavelmente tenham saídas de caixa significativamente mais altas na medida em que os benefícios aumentam.
 - Alguns setores, como de utilidades públicas, estão sujeitas a regulamentações mais rigorosas que outras; isto tem como efeito impedir que o valor da empresa atinja seu pleno potencial.

Como as Condições Globais Afetam o Valor da Empresa

- ◆ Impacto do Crescimento Econômico no Estrangeiro
 - As empresas que operam em mais de um país estão sujeitas às condições econômicas dentro dos países onde operam.
 - Isto pode beneficiar a empresa se as condições no país estrangeiro são fortes enquanto a economia no Brasil é fraca.
 - Evidentemente, também é possível que a economia estrangeira seja relativamente mais fraca que a economia Brasileira.
 - Diversificar para vários países geralmente deve ter um efeito líquido de reduzir a variabilidade do fluxo de caixa.

Como as Condições Globais Afetam o Valor da Empresa

- ◆ Impacto das Taxas de Juros no Estrangeiro
 - Uma mudança nas taxas de juros em outros países pode afetar os fluxos de caixa e o custo de financiamento de uma empresa no Brasil.
 - Se as taxas de juros em países estrangeiros aumentam, as empresas no Brasil que vendem naqueles países serão afetadas adversamente, à medida que a demanda do consumidor diminui.
 - Finalmente, se as taxas de juros estrangeiras aumentam, as empresas do Brasil que obtêm financiamento naqueles países sofrerão um aumento nos custos de financiamento.



Como as Condições Globais Afetam o Valor da Empresa

- ◆ Impacto das Flutuações da Taxa Cambial
- Uma das principais preocupações de uma empresa quando esta considera se engajar em negócios internacionais é o efeito que as flutuações nas taxas cambiais podem ter nos fluxos de caixa.
- O risco da taxa cambial pode afetar tanto as empresas exportadoras quanto as importadoras, empresas que se engajam em investimento estrangeiro direto, e mesmo de empresas puramente domésticas.



Como as Condições Globais Afetam o Valor da Empresa

◆ Impacto do Risco Político

- As empresas que estão engajadas em negócios internacionais são tipicamente expostas ao risco político, ou o risco de que as ações políticas do país anfitrião irão afetar adversamente o desempenho da empresa.
- Exemplos comuns de risco político incluem impostos cobrados pelo governo anfitrião, restrições do governo quanto a transferências de fundos, atitudes do consumidor e, em caso extremo, a expropriação.

Etapas Básicas de Avaliação de Empresas

- ◆ Avaliar a posição estratégica da empresa, considerando tanto as características do setor como suas vantagens ou desvantagens competitivas. Isto ajudará a estimar o potencial de crescimento dos lucros da empresa e também sua capacidade de obter retornos acima do seu custo de capital.
- ◆ Desenvolver cenários de desempenho para a empresa e para o setor que descrevam, em termos qualitativos, como irão evoluir e os eventos que poderão influenciá-las.
- ◆ Projetar os principais value drivers da empresa com base nos cenários desenvolvidos.
- ◆ Verificar o bom senso da projeção como um todo, particularmente dos principais value drivers.

Avaliando a Posição Estratégica da Empresa

- ◆ **Análise de segmentação de clientes**

A finalidade desta análise é contribuir para a estimativa de participação de mercado de uma empresa, identificando explicitamente por que os clientes escolherão os seus produtos em detrimento de outros produtos. Ela também indica o grau de dificuldade que um concorrente terá para diferenciarse, e ajuda a determinar a rentabilidade potencial de cada tipo de cliente com base em suas necessidades e seu custo de atendimento.



Avaliando a Posição Estratégica da Empresa

- ◆ Análise da competitividade da cadeia de negócios

A finalidade desta análise é indicar como a empresa pode obter vantagem competitiva através de custos mais baixos, como garantir melhor utilização do capital ou como garantir valor superior ao cliente.

Avaliando a Posição Estratégica da Empresa

- ◆ Análise da estrutura do setor

Essa análise examina as forças externas ao setor que vão determinar sua rentabilidade. Para Michael Porter, são quatro as forças externas que determinam a rentabilidade potencial de um setor: produtos substitutos, poder de barganha dos fornecedores, poder de barganha dos clientes e barreiras à entrada/saída.

Desenvolvendo Cenários de Desempenho

- ◆ Considerar a introdução de novos produtos e avanços tecnológicos que afetariam a demanda pelos produtos da empresa;
- ◆ Considerar mudanças nas políticas ou nas normas do governo, como leis ambientais ou barreiras comerciais internacionais;
- ◆ Considerar mudanças nas preferências dos clientes ou outros fatores que possam afetar a demanda por produtos da indústria;
- ◆ Considerar mudanças na disponibilidade de matéria-prima essencial; e,
- ◆ Considerar mudanças no desempenho da economia nacional e mundial.

Projetando as Rubricas Individuais

- ◆ Considerar que características da indústria tiveram maior impacto sobre os *value drivers* no passado;
- ◆ Considerar que habilidades específicas da empresa tiveram maior impacto sobre os *value drivers* históricos;
- ◆ Considerar se existe uma expectativa de as características da indústria e as habilidades da empresa manterem padrões históricos no futuro ou, em caso negativo, identificar quais são as mudanças esperadas; e,
- ◆ Considerar o que precisa ser modificado na indústria ou na empresa para provocar uma transformação significativa do nível histórico dos *value drivers* da empresa.



Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando a média histórica:

Esta abordagem usa a taxa média de crescimento dos lucros no passado, como a taxa estimada de crescimento dos lucros no futuro.

Exemplo: Utilizando a média aritmética e a média geométrica dos lucros da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), no período entre 1996 e 2001, para estimar a taxa de crescimento dos lucros futuros da referida empresa, os resultados serão:

Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando a média histórica (cont.):

| Ano | EPS | Taxa de Cresc. |
|------|---------|----------------|
| 1996 | 120.681 | |
| 1997 | 143.728 | 19,1% |
| 1998 | 159.004 | 10,6% |
| 1999 | 62.032 | -61,0% |
| 2000 | 332.252 | 435,6% |
| 2001 | 250.733 | -24,5% |

Média aritmética = $(19,1\% + 10,6\% - 61,0\% + 435,6\% - 24,5)/5 = 76,0\% \%$

Média geométrica = $(\$ 250.733 \text{ mil}/\$ 120.681 \text{ mil})^{1/5} = 15,7\%$

Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando as decisões fundamentais de uma empresa:

A relação mais simples para determinar a taxa de crescimento é aquela baseada no índice de retenção (percentagem dos lucros retidos pela empresa) e o retorno sobre o patrimônio líquido de seus projetos. Assim, presumindo que “g” seja a taxa de crescimento possível para os lucros da empresa sem novos aportes de capital próprio:

$$g = \text{RSPL} \times (1 - \text{TMD})$$

em que,

RSPL = retorno sobre o patrimônio líquido

TMD = taxa média de distribuição de lucros

Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando as decisões fundamentais de uma empresa (cont.):

A - O retorno sobre o patrimônio líquido:

Segundo os fundamentos da empresa, o retorno sobre o patrimônio líquido pode ser expresso da seguinte maneira:

$$RSPL = RSAE + \frac{E}{PL} \times (RSAE - TMEF)$$

em que,

RSPL = retorno sobre o patrimônio líquido

$$RSAE = \frac{LBO}{NCG + ANC} = \text{retorno sobre o ativo econômico}$$

$$\frac{E}{PL} = \frac{\text{estoque da dívida}}{\text{patrimônio líquido}} = \text{grau de alavancagem financeira}$$

$$TMEF = \left(\frac{DF - RF}{E} \right) \times (1 - AIR) = \text{taxa média de encargos financeiros ou custo líquido médio da dívida}$$

Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando as decisões fundamentais de uma empresa (cont.):

A - O retorno sobre o patrimônio líquido (cont.):

Exemplo: Utilizando os dados fundamentais da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), chegamos à estimativa do retorno sobre o patrimônio líquido. Esses dados são:

$$R_{SAE} = \frac{LBO}{AE} = 14,0\%$$

$$ESTRUTURA DE CAPITAL = \frac{E}{PL} = 58,0\%$$

$$TMEF = \frac{DF - RF}{E} \times (1 - AIR) = 3,0\%$$

logo,

$$R_{SPL} = R_{SAE} + \frac{E}{PL} \times (R_{SAE} - TMEF)$$

$$R_{SPL} = 14,0\% + 0,58 \times (14,0\% - 3,0\%) = 20,4\%$$

Estimativa da Taxa de Crescimento da Empresa

- ◆ Utilizando as decisões fundamentais de uma empresa (cont.):
A - O retorno sobre o patrimônio líquido (cont.):
Admitindo-se, então, que a Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar) costuma praticar uma taxa média de distribuição de 13,8%, a taxa de crescimento será de:

$$g = \text{RSPL} \times (1 - \text{TMD})$$
$$g = 20,4\% \times (1 - 11,5\%) = 18,1\%$$

Estimativa da Taxa de Desconto

B - A taxa de desconto:

É o retorno que os aplicadores de recursos esperam obter sobre seu investimento em ações, dado o risco a eles inerentes, se torna o custo do patrimônio líquido para os gestores das empresas emissoras desses títulos. Para a medição dessa taxa são necessários os seguintes dados de entrada: a taxa livre de risco em vigor na economia; o retorno esperado de uma carteira de renda variável; o coeficiente “beta” da ação objeto da análise; a taxa de risco do país de origem da empresa emissora.

Estimativa da Taxa de Desconto

B - A taxa de desconto (cont.):

$$k_S = R_f + \beta \times (R_M - R_f) + \text{risco do país}$$

em que,

k_S = taxa de desconto ou custo do patrimônio líquido
 R_f = taxa livre de risco
 β = coeficiente "beta" da ação
 R_M = retorno esperado do índice de mercado

Exemplo: Utilizando os dados de entrada apresentados a seguir, chegamos à uma taxa de desconto de 19,4% para as ações PN da Companhia Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar):

$$k_S = R_f + \beta \times (R_M - R_f) + \text{risco do país}$$
$$k_S = 4,8\% + 0,76(13,5\% - 4,8\%) + 8,0\%$$
$$k_S = 19,4\%$$

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo de desconto de dividendos:
 - O modelo de crescimento de desconto de dividendos relaciona o valor de uma ação com seus dividendos esperados nos próximos períodos de tempo, com a taxa exigida de retorno da ação e com a taxa de crescimento esperada dos dividendos.

$$\text{Valor} = \frac{\text{LPA}_0 \times (1+g) \times d}{k_s - g}$$

em que,

LPA₀ : lucro por ação no ano 0

g : taxa esperada de crescimento dos lucros

d : taxa de payout

k_s : taxa de retorno exigida por investidor es em patrimônio líquido

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo de desconto de dividendos (cont.):

Exemplo: Aplicando o modelo de desconto de dividendos sobre os dados da Cia. Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), o valor estimado da ação será de:

$$\text{Valor} = \frac{\text{LPA}_0 \times (1 + g) \times d}{k_S - g} = \frac{\text{R\$}2,20 \times (1 + 0,181) \times 0,115}{0,194 - 0,181} = \text{R\$}22,98$$

em 30/04/2003 , a PCAR4 estava sendo cotada a R\$45,40 na BOVESPA

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do índice preço/lucro (P/L):

Neste modelo, o que se quer projetar é o índice preço/lucro justo da ação objeto da análise. O modelo do índice preço/lucro utiliza os mesmos fundamentos do modelo de desconto de dividendos.

$$P/L = \frac{TMD \times (1 + g)}{k_S - g}$$

em que,

TMD : taxa média de distribuição

k_S : taxa de retorno exigida pelos investidores em ações

g : taxa esperada de crescimento dos lucros

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do índice preço/lucro (P/L) (cont.):

Exemplo: Aplicando o modelo do índice preço/lucro sobre os dados da Cia. Brasileira de Distribuição (Pão de Açúcar), o valor estimado do P/L da ação será de:

$$P/L = \frac{11,5\% \times (1 + 18,1\%)}{19,4\% - 18,1\%} = 10,45$$

em 30/04/2003 , a PCAR4 estava sendo negociada a um P/L de 25,17.

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do fluxo de caixa descontado:

Esse modelo assume que o valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa, é igual ao valor presente dos fluxos de caixa livres dos acionistas (FCFE), gerados por suas atividades ao longo dos anos.

$$\text{Valor} = \frac{\text{FCFE}_1}{K_S - g}$$

em que,

FCFE_1 = fluxos de caixa livres dos acionistas esperados em "1"

k_S = custo do capital próprio

g = taxa esperada de crescimento das vendas

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do fluxo de caixa descontado (cont.):

Obs.: Os fluxos de caixa livres dos acionistas (FCFE) podem ser estimados em função das previsões futuras de crescimento das vendas, conforme expressão abaixo (cujos parâmetros já são conhecidos):

$$FCFE_1 = RBV_0 \times (1 + g) \times \frac{LBO}{RBV} \times (1 - AIR) + (AIR \times DEPR) - \Delta AE \times \left(1 - \frac{E}{PL}\right)$$

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do fluxo de caixa descontado (cont.):

Exemplo: Segundo os analistas, a empresa poderá alcançar uma taxa de crescimento (g) das vendas de 12,4% ao ano e obter uma margem bruta operacional de 6,3%: além de uma previsão de novos investimentos no AE (ativo econômico ou ativo de exploração), equivalentes a R\$15.584 mil. Admitindo-se, então, uma estrutura de financiamento com 36,8% de dívida, podemos estimar os fluxos de caixa livres do acionista como abaixo:

FCFE 2003 = R\$557 milhões

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Modelo do fluxo de caixa descontado (cont.):

Exemplo (cont.):

Considerando, então, o fluxo de caixa calculado acima e uma taxa de desconto de 19,4%, teremos:

$$\text{Valor} = \frac{\text{R\$557 milhões}}{0,194 - 0,124} = \text{R\$7.957 milhões}$$

___ Considerando uma quantidade de ações de 113 milhões, chegamos a um valor estimado de R\$70,42 para as ações PN da empresa.

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Verificando o bom senso das projeções:
 - o desempenho esperado da empresa com relação aos principais *value drivers* é consistente com os fundamentos econômicos da empresa e com a dinâmica competitiva da indústria;
 - o crescimento previsto da receita é consistente com o crescimento da indústria; se a receita da empresa está crescendo mais do que a indústria, que concorrentes estão perdendo mercado; se haverá reação a isso; e, se a empresa possui recursos para gerenciar esta taxa de crescimento;

Modelos de Avaliação de Empresas e Ações

- ◆ Verificando o bom senso das projeções (cont.):
 - o retorno sobre o capital é consistente com a estrutura competitiva da indústria; o retorno esperado tenderá a cair, caso as barreiras à entrada estiverem caindo; as margens da empresa tenderão a cair, caso os clientes ganhem força; se podemos esperar retornos maiores, caso a posição da empresa na indústria venha se fortalecer; e, como ficarão os retornos e o crescimento em relação à concorrência;
 - as mudanças tecnológicas tendem a afetar os lucros; e/ou, se tendem a afetar o risco da empresa;
 - a empresa tem condições de gerenciar todos os investimentos que deverão ser feitos.