



**MUST**  
UNIVERSITY  
FLORIDA - USA

# Indicadores de retorno: analisando o valor de mercado da empresa





## Indicadores de retorno: analisando o valor de mercado da empresa

Desenvolvido por **Valéria Feitosa de Moura** em 2022 baseado no livro **Finanças Corporativas: Teoria e Prática**, publicado em 2015 por Eduardo Luzio, pela editora Editora Senac Rio de Janeiro.

### Objetivos de Aprendizagem

- Compreender o conceito de valor contábil e valor de mercado
- Conhecer os principais indicadores de mercado.

## Introdução

Finalizamos a aula anterior falando sobre dois importantes indicadores de retorno: o ROA e o ROE. Especificamente, finalizamos nossa análise indicando que esses dois indicadores consideram o valor patrimonial e não o valor de mercado. Nessa aula vamos compreender o porquê esses valores são distintos. A análise de indicadores considerando o valor de mercado é extremamente importante, sobretudo para as empresas listadas nas bolsas de valores.

### Valor das ações versus valor patrimonial

Para entender esses conceitos, vamos considerar o exemplo de uma empresa de bicicletas. A Bicicleta LTDA. Em 01/10/2022 o valor patrimonial da Bicicleta LTDA (BL) é de R\$ 20.260 (ver Figura 1), mas será que esse é o valor que o acionista pode obter por suas ações da BL? (LUZIO, 2014).

Figura 1: Balanço Patrimonial da BL em 01/10/2022.

Ativo		Passivo	
Disponibilidades	60	Fornecedores (1/6)	20.000
Estoques	-		
Contas a Receber	40.000		
<b>Ativo Circulante</b>	<b>40.060</b>	<b>Passivo Circulante</b>	<b>20.000</b>
Ativo imobilizado bruto	900	Patrimônio Líquido	20.960
Depreciação	-	Capital Social	1.000
Ativo imobilizado Líquido	900	Reservas em 1/4	2.430
		Reservas em 30/4	17.530
<b>Total do Ativo</b>	<b>40.960</b>	<b>Total do Ativo</b>	<b>40.960</b>

Fonte: LUZIO (2014)

Imagina que o sr. Bicicleta queira encerrar sua empresa em 02/10/2022. Suponha que eles descontem num banco R\$ 25.000 do Contas a Receber em troca de R\$ 20.000 em dinheiro que serão usados para pagar os fornecedores. Nesse dia, a BL trará um prejuízo de R\$ 5.000 referentes às despesas financeiras dos descontos dos cheques. Ele ainda terá R\$ 15.000 em cheques pré-datados, mais R\$ 60 em dinheiro, mais R\$ 900 em móveis e benfeitorias. Quanto valem esses ativos? Quanto valem R\$ 900 em móveis e benfeitorias? Quanto valem R\$ 15.000 em cheques pré-datados com adimplência incerta? Menos que R\$ 15.960 do valor patrimonial (LUZIO, 2014).

Figura 2: Balanço Patrimonial da BL em 02/10/2022.

<b>Ativo</b>		<b>Passivo</b>	
Disponibilidades	60	Fornecedores	-
Estoques	-		
Contas a Receber	15.000		
<b>Ativo Circulante</b>	<b>15.060</b>	<b>Passivo Circulante</b>	<b>-</b>
Ativo imobilizado bruto	900	Patrimônio Líquido	15.960
Depreciação	-	Capital Social	1.000
Ativo imobilizado Líquido	900	Reservas	19.960
		Prejuízo (2/5)	-5.000
<b>Total do Ativo</b>	<b>15.960</b>	<b>Total do Ativo</b>	<b>15.960</b>

Fonte: LUZIO (2014)

Outro caso hipotético é o de uma planta industrial recém-montada, com R\$ 300 milhões de capital próprio dos sócios, para fabricar DVDs. Com o crescimento da tecnologia de **streaming**, quanto vale essa fábrica? Pelo valor contábil do PL, valeria R\$ 300 milhões. Entretanto. Qual é sua perspectiva de crescimento e rentabilidade perante a concorrência do streaming? Qual é sua capacidade de gerar caixa para seus sócios e remunerá-los pelo risco a que estão expostos? (LUZIO, 2014).

## Saiba Mais

Netflix, Amazon Prime Vídeo e outras palavras de vídeo são bons exemplos da utilização da tecnologia de streaming, que possibilita a transmissão de dados de vídeo e áudio pela internet.

Ou seja, o valor do patrimônio líquido de uma empresa não mensura a capacidade de seus ativos gerar caixa para seus sócios e remunerá-los pelos riscos incorridos. É apenas o saldo dos recursos financeiros que os sócios das empresas historicamente acumularam na empresa, sem prazo para resgate nem remuneração mínima garantida. (LUZIO, 2014).

Em essência, um empreendedor, quando pensa em investir, por exemplo, R\$ 50 milhões em uma nova fábrica, precisa se fazer três perguntas: 1) se eu investir R\$ 10 milhões na nova fábrica, quando recuperarei meu dinheiro? b) após recuperar meu investimento, quanto posso “lucrar” com a nova fábrica? E 3) qual é o risco que estou correndo ao investir na nova fábrica?

Estas três perguntas são os pilares da metodologia do Fluxo Descontado de Caixa (FDC), que é o principal método de avaliação de empresas e projetos de investimento, mas também é uma linguagem negocial (LUZIO, 2014).

Na essência, o que o empreendedor quer saber é se a nova fábrica “tem futuro”. Percepção do futuro é, portanto, chave na determinação do valor da nova fábrica. Em uma frase, o conceito de valor no FDC pode ser assim resumido: o valor de uma empresa (ou de um projeto de investimento) depende de sua capacidade de gerar “caixa” no futuro a seus acionistas, remunerando-os pelo risco incorrido e rendimento em alternativas de investimentos (LUZIO, 2014).

## Quantificando estratégias: o futuro da geração de caixa

Em aulas anteriores, nós discutimos que, ao considerar perspectivas futuras, a geração (ou destruição) de valor de uma empresa é resultado de ações de três naturezas distintas: (1) operacionais; (2) de financiamento; e (3) não operacionais. Essas decisões formam as bases da capacidade (ou incapacidade) da empresa de se sustentar financeiramente e agregar valor a seus acionistas no longo prazo (LUZIO, 2014).

Antes de prosseguirmos, convém lembrar que tais “ações”, em particular as do tipo (1) e (2), podem acontecer de maneira reativa, sem uma reflexão estratégica por parte dos acionistas e gestores da empresa. Como também podem ser concebidas ativamente, após a devida concepção, planejamento e implementação estratégica. É difícil conceber que ações do tipo (3) possam ser estratégicas, pois por não serem operacionais, simplesmente não deveriam acontecer dentro da empresa, pois não estão relacionadas à estratégia organizacional (LUZIO, 2014).

Sejam essas ações estratégicas ou reações, não há garantias de que haverá geração de valor para a empresa e seus acionistas. No entanto, como acreditamos no mérito da concepção, planejamento e implementação estratégicas, daqui em diante, nos referimos às “ações” dos tipos (1) e (2) como “estratégicas” (LUZIO, 2014).

Primeiro, o resultado da estratégia operacional é qualificado pelo Fluxo Operacional de Caixa (FOC). Em seguida, a combinação das estratégias operacional e de financiamento com as ações não operacionais é quantificada pelo Fluxo Livre de Caixa. Ao combinar, portanto, o resultado desses três vetores, o FLC se torna a principal métrica de geração de valor de uma empresa ou de um projeto de investimento (LUZIO, 2014).

Se o FLC projetado for negativo, a empresa será deficitária e precisará recorrer aos fundos acumulados em sua tesouraria, e na ausência destes, necessitará de um aporte de capital de seus acionistas para continuar operando. Por outro lado, se for positivo, a empresa será superavitária e poderá efetuar pagamentos a seus acionistas, caso não precise desses recursos no futuro próximo.

Três importantes métricas de performance de uma empresa são: Lucro Líquido (em regime de competência), FOC e FLC (ambos em regime caixa) (LUZIO, 2014).

O FOC, entre as várias medidas de performance (Lucro Operacional, Ebitda, Lucro Líquido e outras), tem grande importância porque mensura o excesso ou déficit de caixa gerado nas operações da empresa; é uma medida de performance do “negócio” da empresa antes de considerar a estratégia de financiamento escolhido por seus acionistas para sustentá-la. Por outro lado, o FLC é a medida final da geração de caixa, é o dinheiro que sobra, ou não, em determinado período (LUZIO, 2014).

Se o FLC é a medida final da geração de caixa, porque é importante analisar o FOC e o FLC separadamente? O FOC é o montante de dinheiro que a empresa gerará e que estará à disposição para pagar os financiadores (bancos, debenturistas e outros agentes que possam emprestar dinheiro à empresa em troca de juros) e seus sócios. Dada uma projeção do FOC, os sócios podem decidir se vão ou não contrair empréstimos. Se a opção for contraí-los, a projeção do FOC indicará o montante e o custo dos empréstimos que a empresa poderá suportar (LUZIO, 2014).

Entretanto, a captação de financiamento aumenta a percepção de risco sobre a empresa, que, além de estar exposta aos riscos operacionais, estará vulnerável ao risco de inadimplência, que advém do fato de o serviço da dívida representar gastos não variáveis em relação às receitas da empresa. Ou seja, se a empresa faturar menos porque o país entrou em recessão, o montante de juros e a amortização do principal continuam igual (LUZIO, 2014).

Posto isso, para um acionista que tem acesso a empréstimos baratos e de longo prazo, a projeção do FOC é essencial na atratividade e viabilidade do investimento na empresa ou em um projeto de investimento. É com base na projeção e análise do FLC que o acionista poderá dimensionar a necessidade de financiamentos da empresa (ou projetos) e sua capacidade para remunerá-los. O fato do FLC projetado ser negativo indica que a empresa precisará de recursos externos adicionais, sejam estes oriundos do acionista e /ou de financiadores. Se o FLC projetado for positivo, esse dinheiro pertencerá ao acionista, que poderá resgatá-lo pela distribuição de dividendos, ou acumulá-lo na empresa como uma reserva para investimentos futuros ou possíveis perdas (LUZIO, 2014).



## Medidas de valor de mercado

Como vimos nos tópicos anteriores, o valor patrimonial é diferente do valor de mercado, pois o valor de mercado precisa considerar a incerteza, precisa quantificar o futuro. desse modo, quando olhamos o valor de uma ação da organização e verificamos a quantidade de ações que ela tem, provavelmente o valor total será diferente do balanço patrimonial. Mas antes de avaliarmos alguns indicadores utilizados para verificar o valor de mercado, vamos compreender que tipo de organização e em que situações esses indicadores fazem sentido. Por isso, recomendamos que assista ao vídeo do saiba mais antes de continuar a leitura (ROSS et al., 2015).

### Saiba Mais

Para compreender como e porque as empresas abrem seu capital na bolsa de valores, assista a esse interessante vídeo.

Link: <https://www.youtube.com/watch?v=4oa1NTINOiU>. Acesso em: 27 Out. 2022.

## Lucro por ação (LPA)

O lucro por ação (LPA) de uma empresa é um indicador normalmente observado pela administração da empresa e por seus acionistas atuais ou potenciais. O LPA representa o número de unidades monetárias ganhas durante o período para cada ação ordinária em circulação, conforme cálculo a seguir (ROSS et al., 2015):

$$LPA = \frac{\text{lucro disponível para os acionistas ordinários}}{\text{número de ações ordinárias em circulação}}$$

Esse valor representa o valor em dólares ganho por cada ação ordinária em circulação. O montante em dinheiro efetivamente distribuído a cada acionista é o dividendo por ação (DPA), em inglês é chamado de *payout*. O LPA é observado com atenção pelo público investidor e considerado um importante indicador de sucesso empresarial (ROSS et al., 2015).

## Índice Preço/Lucro

O índice (ou múltiplo) Preço/Lucro (P/L), é definido assim:

$$P/L = \frac{\text{preço por ação}}{\text{lucro por ação}}$$

Como o índice P/L mede o quanto os investidores estão dispostos a pagar por real de lucro corrente, os P/Ls mais altos quase sempre significam que a empresa tem perspectivas significativas de crescimento. Se uma empresa não tiver nenhum ou quase nenhum lucro, seu P/L provavelmente será muito grande, de forma que é preciso ter cuidado ao interpretar esse indicador (ROSS et al., 2015).

### **Índice Valor de Mercado/Valor Contábil (Market to Book)**

Outra medida de valor de mercado bastante citada é o índice Valor de Mercado/Valor Contábil, em inglês é chamado de Market to Book:

$$\text{Market to Book} = \frac{\text{valor de mercado por ação}}{\text{valor contábil por ação}}$$

Esse indicador é calculado considerando o patrimônio líquido total, não apenas o capital social e reflete os custos históricos. Sua finalidade é comparar o valor de mercado dos investimentos da empresa com seus custos. Desse modo, espera-se um resultado menor do que 1, ou seja, o valor das ações (investimento) precisa ser menor que seus custos (ROSS et al., 2015).

### **Valor de mercado (Enterprise Value - EV)**

Para encontrarmos o valor de mercado de uma empresa, basta multiplicarmos o valor da ação pelo número de ações em circulação (ROSS et al., 2015).

$$EV = \text{valor da ação} * \text{número de ações em circulação}$$

## Valor da empresa (VE)

Essa medida está estritamente relacionada com o valor de mercado da empresa, mas, em vez de focar apenas o valor de mercado das ações em circulação, soma o valor de mercado das dívidas e subtrai o caixa disponível. A prática comum é usar o valor de mercado das dívidas como o valor aproximado do endividamento contábil e descontar o caixa disponível (ROSS et al., 2015).

$$\text{Valor da empresa} = \text{valor de mercado} + \text{valor de mercado das dívidas} - \text{caixa}$$

Essa medida visa uma maior estimativa de quanto dinheiro é necessário para comprar todas as ações em circulação de uma empresa e, além disso, pagar todas as dívidas. A dedução do caixa deve-se ao fato de que, se fizéssemos a compra, o caixa seria utilizado imediatamente para recomprar as dívidas ou distribuir dividendos (se houver lucros para suportar a distribuição) (ROSS et al., 2015).

## Em Resumo

Nessa aula, você aprendeu que o valor do patrimônio líquido de uma empresa não mensura a capacidade de seus ativos gerar caixa para seus sócios e remunerá-los pelos riscos incorridos, por isso o valor de mercado é diferente do valor patrimonial. Você também aprendeu que o valor de uma empresa (ou de um projeto de investimento) depende de sua capacidade de gerar “caixa” no futuro a seus acionistas, remunerando-os pelo risco incorrido e rendimento em alternativas de investimentos. Ao considerar perspectivas futuras, a geração (ou destruição) de valor de uma empresa é resultado de ações de três naturezas distintas: (1) operacionais; (2) de financiamento; e (3) não operacionais. Essas decisões formam as bases da capacidade (ou incapacidade) da empresa de se sustentar financeiramente e agregar valor a seus acionistas no longo prazo. Por fim, você aprendeu os cálculos dos indicadores de lucro por ação, índice preço/lucro, índice valor de mercado/ valor contábil, valor de mercado e valor da empresa.

## Na ponta da língua



## Referências Bibliográficas

Luzio, Eduardo. (2014). Finanças Corporativas: Teoria e Prática. 2ª Ed. Rio de Janeiro: Editora Senac Rio de Janeiro.

Ross, Stephen A. et al. (2015). Administração financeira: versão brasileira de Corporate Finance [recurso eletrônico]. 10. ed. – Porto Alegre: AMGH.





## LIVRO DE REFERÊNCIA:

### Finanças Corporativas: Teoria e Prática

Eduardo Luzio

Editora Senac Rio, 2015



**MUST**  
**UNIVERSITY**  
FLORIDA - USA