

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE GOIÁS
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E
ECONOMIA
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

JULIANA ANDRÉA SILVA PINHEIRO

**AVALIAÇÃO RELATIVA POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS EM
OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL**

**GOIÂNIA
2017**

Prof. Dr. Orlando Afonso Valle do Amaral
Reitor da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Luiz Mello de Almeida Neto
Pró-reitor de Graduação da Universidade Federal de Goiás

Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha
Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Prof. Ms. Ednei Morais Pereira
Coordenador do curso de Ciências Contábeis

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor, através do Programa de Geração Automática do Sistema de Bibliotecas da UFG.

PINHEIRO, Juliana Andréa Silva Pinheiro
AVALIAÇÃO RELATIVA POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS EM
OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL
[manuscrito] / Juliana Andréa Silva Pinheiro PINHEIRO. - 2017.
f.

Orientador: Prof. Dr. MOISÉS FERREIRA DA CUNHA .
Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação) - Universidade
Federal de Goiás, Faculdade de Administração, Ciências Contábeis
e Ciências Econômicas (FACE), Ciências Contábeis, Goiânia, 2017.
Anexos.
Inclui tabelas.

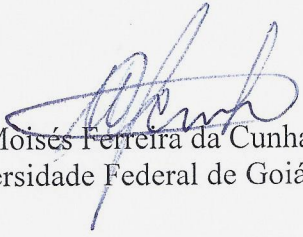
1. Avaliação de Empresas. 2. Avaliação Relativa por Múltiplos. 3.
Ofertas Públicas de Ações. I. , MOISÉS FERREIRA DA CUNHA, orient.
II. Título.

CDU 657


Juliana Andréa Silva Pinheiro

AVALIAÇÃO RELATIVA POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS EM OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL


Trabalho de Conclusão de Curso submetido e defendido publicamente na Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Ciências Econômicas (Face) da Universidade Federal de Goiás (UFG) como parte dos requisitos necessários à obtenção do título de Bacharel em Ciências Contábeis, aprovado pela seguinte Comissão Examinadora:



Prof. Dr. Moisés Ferreira da Cunha - Orientador
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Camila Araújo Machado - Avaliadora
Universidade Federal de Goiás (UFG)



Prof. Dr. Ilírio José Rech - Avaliador
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Goiânia/GO, 08 de dezembro de 2017.

AVALIAÇÃO RELATIVA POR MÚLTIPLOS DE EMPRESAS EM OFERTAS PÚBLICAS DE AQUISIÇÃO DE AÇÕES NO BRASIL

Juliana Andréa Silva Pinheiro
Moisés Ferreira da Cunha
Universidade Federal de Goiás (UFG)

Resumo

O objetivo deste trabalho é apresentar os múltiplos utilizados nas ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs) por setor de atuação e verificar se este tipo de avaliação é utilizado para determinar o valor da empresa ou se é aplicado apenas como um método complementar, embora as empresas sejam de um mesmo setor. O trabalho visa ainda apresentar se este é o método preferencial entre as companhias conforme a literatura atual, dadas algumas limitações. Para a identificação deste modelo de avaliação de empresas, realizou-se uma análise nos laudos de avaliação econômico-financeira para os fins de oferta pública de aquisição de ações disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM) de 2002 a 2016. Através dos laudos analisados, concluiu-se que 26,23% das Companhias utilizam o modelo de múltiplos para determinar seu valor ao mercado e 59,02% das Companhias aplicam a metodologia de avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD), sendo este, portanto, o método de avaliação preferencial entre as empresas. Foram identificados 29 tipos de múltiplos nos laudos das companhias e ficou evidenciado que este tipo de avaliação, por múltiplos, é aplicado como um teste de consistência, em função de suas limitações. Os resultados estão de acordo com a literatura atual em que este não é considerado um método preferencial e nem totalmente confiável quanto a mensuração do valor de uma companhia ao mercado, o que fica evidente pela sua baixa utilização.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas; Avaliação Relativa por Múltiplos; Laudos de Avaliação; Ofertas Públicas de Ações.

1. Introdução

A finança corporativa possui várias vertentes de atuação. Um campo amplo a ser explorado é a avaliação de empresas, que consiste no processo que resulta na determinação do valor da empresa ao mercado para futuras transações de compra e venda. Fernandez (2000) considera que, embora o exercício de avaliação de empresas possua um sentido comum, exige conhecimentos técnicos para ser validado.

Existem vários métodos de avaliação de empresas aplicados por analistas. A Avaliação Relativa por Múltiplos consiste em um destes métodos, que busca determinar o valor de uma companhia com base em outras similares (comparáveis), aplicando múltiplos. O crescente avanço em relação ao número de fusões e aquisições de companhias abertas no mercado brasileiro tornou-se com o passar dos anos um campo atrativo para analistas o processo de avaliação de empresas, proporcionando com isto maior destaque aos métodos aplicados nas avaliações.

O problema na avaliação relativa por múltiplos é o desafio de encontrar quantidades significativas de empresas comparáveis no mercado. Uma empresa é considerada como comparável quando possui fluxos de caixa, potencial crescimento e riscos similares à empresa em avaliação, considerada também como empresa alvo. Para Damodaran (2007), quanto maior a quantidade de empresas comparáveis melhor será o resultado da avaliação. É praticamente impossível encontrar uma empresa totalmente comparável. Em algum ponto não será totalmente idêntica à outra. Essa é uma das limitações que torna este tipo de avaliação restrito. Embora seja um método simples e rápido não é totalmente confiável, podendo ainda estar sujeito a manipulação.

Para desenvolver este trabalho, dada a limitação dos múltiplos em relação ao problema de comparabilidade das empresas, surge a questão para de pesquisa: **as empresas agrupadas por setor de atuação estão sendo precificadas conforme os múltiplos ou os múltiplos estão sendo aplicados como técnica complementar de avaliação embora as empresas sejam de um mesmo setor?**

Para responder à questão, parte-se do objetivo deste trabalho, que é identificar os múltiplos aplicados nos laudos de empresas por setor de atuação. Pretende-se verificar as seguintes hipóteses: H1: as empresas pertencentes ao mesmo setor de atuação estão sendo avaliadas por múltiplo; e H2: as empresas pertencentes ao mesmo setor de atuação não estão sendo avaliadas por múltiplo para precificar seus ativos, sendo o método utilizado apenas como técnica complementar ou teste de consistência na avaliação.

Este trabalho está dividido em mais três seções além desta introdução. A próxima seção compõe a fundamentação teórica. Na terceira seção está evidenciada a metodologia juntamente com discussões dos resultados. A quarta seção apresenta a conclusão.

2. Referencial Teórico

2.1. Oferta Pública de Aquisição de Ações (OPA)

Quando companhias possuem a intenção de vender, comprar ou aumentar suas ações estas companhias ficam disponíveis em uma oferta pública de aquisição de ações. Após serem avaliadas por profissionais capacitados são lançadas ao Mercado e apresentados seus valores, cabendo aos investidores optarem pelas melhores ofertas.

Em termos técnicos, “uma oferta pública de aquisição de ações (OPA) representa a intenção de acionistas ou sociedades em adquirir controles ou participações em ações de companhias abertas cotadas em bolsa de valores. ”

Este tipo de transação no mercado é regulamentado pela comissão de valores mobiliários, que coordena, supervisiona e fiscaliza o registro das ofertas públicas (Opas), tendo como princípio o cumprimento da norma 361.

A base legal para OPAs no Brasil consta no artigo 257 da Lei nº 6.404 de 15 de dezembro de 1976-Sociedades por Ações, em que se verifica, que “a oferta pública para aquisição de controle de companhia aberta somente poderá ser feita com a participação de instituição financeira que garanta o cumprimento das obrigações assumidas pelo ofertante. A oferta deverá ter por objeto ações com direito a voto em número suficiente para assegurar o controle da companhia e será irrevogável. Se o ofertante já for titular de ações votantes do capital da companhia, a oferta poderá ter por objeto o número de ações necessário para completar o controle, mas o ofertante deverá fazer prova, perante a Comissão de Valores Mobiliários, das ações de sua propriedade”.

Em laudos de avaliação, as companhias interessadas neste tipo de transação no mercado acionário informam ao mercado o valor de suas empresas ou de suas ações. Para isso, apresentam o trabalho realizado no processo de avaliação da empresa, os métodos aplicados para se chegar a determinado valor daquela companhia, disponibilizando nestes laudos as informações sobre os avaliadores. Entre essas informações, apresentam um breve histórico dos trabalhos realizados anteriormente pelos avaliadores, as qualificações, competências e com base em todo o processo e justificativas apresentam o valor da companhia ou valor das ações da companhia ao mercado.

2.2. Avaliação Relativa por Múltiplos

A Avaliação Relativa por Múltiplos é uma metodologia utilizada para se avaliar empresas, mas não muito adequada por possuir restrições. Faz parte de um grupo de metodologias indicadas ou impostas pela Comissão de Valores Mobiliários (CVM) para Companhias com ações negociadas em Bolsa de Valores avaliarem suas ações. O método consiste na evidenciação do preço de um ativo com base em ativos similares pelo uso dos múltiplos de mercado ou múltiplos de transações comparáveis. O ideal é que exista considerável número de empresas semelhantes, que proporcione a comparabilidade de ativos. Para Damodaran (2007) existem dois passos para sua aplicação. No primeiro, avaliam-se os ativos em bases relativas padronizando os preços pela conversão dos mesmos em múltiplos de alguma variável comum, geralmente em forma de lucro, valor contábil ou receitas para ações publicamente negociadas. O segundo passo envolve a busca por ativos semelhantes.

Dada a dificuldade em selecionar os ativos comparáveis e aplicar os múltiplos quando não há empresas totalmente idênticas, o uso dos múltiplos torna-se um problema. As empresas são divergentes em alguma destas variáveis: risco, crescimento e potencial geração de fluxo de caixa. Embora seja considerado um método simples e rápido, aliado à necessidade de poucas informações, pontuam-se os aspectos negativos: as empresas utilizadas na avaliação podem ser semelhantes até certo limite, mas nunca serão idênticas; existe a dificuldade de obtenção de informações confiáveis das empresas em avaliação, prejudicando o levantamento dos dados; um determinado setor pode estar totalmente super ou subavaliado; ainda, este método está sujeito à manipulação de dados. A partir destes fatores, o processo de avaliação pode ser altamente prejudicado.

Analistas usam empresas de um mesmo segmento, ramo ou categoria como comparáveis. Uma empresa é comparável quando apresenta fluxos de caixa, potencial de crescimento e risco

similares à empresa em avaliação (DAMODARAM, 2007). Alford (1992) destacou que a escolha de empresas comparáveis por setor econômico eleva a precisão das previsões quando combinada com o retorno sobre o patrimônio líquido em níveis similares à empresa-alvo para empresas de maior porte.

Para Fernández (2000) os múltiplos podem ser divididos em três grandes grupos: os múltiplos baseados na capitalização da empresa relativos ao valor das ações e de fácil cálculo e entendimento; os múltiplos relacionados ao valor da empresa que se referem ao valor das ações e dívida e, por fim, os múltiplos relativos ao crescimento das empresas. Após estudos de aplicações de múltiplos nas empresas por setores de atuação, Fernández (2000) identificou que ocorre grande dispersão dos valores encontrados, principalmente quando utilizou em seus estudos anos distintos para o cálculo do múltiplo.

Conforme Richter e Herrmann (2002) os múltiplos de empresas do mesmo setor produzem erros maiores do que os múltiplos de empresas de outros setores com crescimento similar esperado de benefícios por ação. Determinar se uma empresa é comparável a outra é um fator importante na avaliação relativa, pois se tem a empresa-alvo “medida” por meio de parâmetros em relação à uma outra.

As empresas comparáveis possuem características específicas que as identificam entre si, e são elas: são empresas transacionadas em bolsa; realizam a mesma atividade que a empresa objeto; possui tipo de negócios e/ou produtos semelhantes; são de um mesmo país ou região e/ou operam em uma mesma zona geográfica; tem as mesmas perspectivas de crescimento dos lucros e rentabilidade similar; tem uma posição competitiva equivalente; possui os mesmos tipos de ativos (BADENES; SANTOS, 1999).

Basicamente o uso dos múltiplos necessita de apenas dois dados, um indicando o valor de uma empresa semelhante e, outro, um valor de referência tais como Vendas, EBITDA, Lucro. Através da aplicação de avaliação relativa é possível identificar uma tendência corrente do mercado, medindo o valor relativo e não o intrínseco, apontando valores mais próximos do mercado. As vantagens da aplicação dos múltiplos é que demandam menos tempo e recursos, é uma alternativa mais rápida, são mais fáceis para se discorrer. Para que seja eficiente, no entanto, o método exige a sua correta utilização e obediência a todos os passos, pois o mal-uso pode resultar em valores completamente distorcidos, não refletindo a realidade do mercado. Os passos a serem seguidos são: identificar os ativos comparáveis precificados no mercado; evidenciar os preços de mercado em relação a uma variável comum, gerando preços padronizados (DAMODARAN, 2007).

Quando se utiliza o mecanismo de múltiplos, desconhece-se sobre o que determina o preço das ações. Isto significa que não há teoria em que se guiar sobre qual a melhor escala para determinação do valor da empresa, implicando a utilização de diversos múltiplos para avaliação da empresa. Muitas vezes, um múltiplo que é o melhor para uma indústria não é tão útil para outra, não existindo, portanto, a possibilidade de comparação de empresas de duas diferentes indústrias através de múltiplos (FAMA e SANTIAGO FILHO, 2001).

Há pontos negativos sobre o uso da Avaliação Relativa por Múltiplos. Martelanc *et al* (2004) apontam as principais desvantagens e problemas da utilização da Avaliação Relativa, as quais estão relacionadas ao problema do preço único e ao problema das diferenças contábeis entre as empresas. Como as empresas utilizadas na Avaliação Relativa podem ser semelhantes até certo ponto à empresa avaliada, porém nunca idêntica, isto faz com que o valor calculado com base em múltiplos possa ser um valor de referência, servindo como um parecer sobre o preço atual da empresa e uma faixa de valores em que esta pode ser negociada. Isto ocorre com a utilização de mais de um tipo de múltiplo ou de múltiplos de diversas empresas.

Os múltiplos de mercado são os resultados daquilo que o mercado está pagando por empresas similares. Estes, proporcionam uma estimativa do valor de uma empresa de forma similar um tipo de transação anterior, na qual, no lugar de transações comparáveis, são utilizados os valores de empresas relacionadas em bolsas de valores como base para o estabelecimento dos múltiplos comparáveis. Em alguns casos, a busca no mercado por uma empresa semelhante em outros países é umas das saídas encontradas para a correta utilização de tal metodologia, contribuindo na determinação do valor estimado de uma empresa em um processo de avaliação.

Há dois grandes grupos de múltiplos utilizados nas avaliações de empresas, que são os múltiplos de transações comparáveis ou múltiplos de mercado de empresas similares. Tanto um quanto o outro, dada a grande dificuldade em detectar as empresas verdadeiramente comparáveis, tornam o método aplicável apenas como teste de consistência. Damodaran (2010) afirma que o uso de múltiplos comparáveis é útil quando é necessário comparar os indicadores da empresa avaliada ao preço estabelecido pelo mercado de empresas similares ou comparados ainda a uma avaliação anterior da própria empresa. Na aplicação de múltiplos de transações comparáveis o valor de uma empresa é estimado pela análise de valores de transações recentes de fusões e aquisições de empresas semelhantes à empresa a ser avaliada.

A fim de reduzir a subjetividade deste método e a possibilidade de manipulação, Damodaran (2002) propôs a utilização da regressão dos fundamentos da empresa para a obtenção de “múltiplos ideais”, que resultariam no “valor ideal” das empresas. Estes fundamentos são as variáveis independentes, e os múltiplos de Preço/Lucro a variável dependente. Esta regressão teria o beta como *proxy* para risco, o crescimento dos lucros para crescimento e o fluxo de caixa operacional para fluxo de caixa.

A correta utilização no uso dos múltiplos impõe que o avaliador evidencie quais critérios foram considerados na definição das empresas similares utilizadas, se, por exemplo, usou critérios como risco e crescimento (DAMODARAN, 2005). Ainda, os múltiplos pressupõem que o preço de uma empresa, ou a ação de uma empresa sendo avaliada, será similar ao preço das outras empresas tidas como comparáveis e que “o mercado, em média, precificará essas empresas comparáveis de modo correto” (DAMODARAN, 1997). De acordo com a literatura atual, em sua essência, cada tipo de múltiplo possui definição própria assim como sua funcionalidade para ser aplicado na avaliação relativa das empresas.

Quadro I - Definições de alguns Múltiplos conforme diferentes Autores

Múltiplo de EBITDA	Tem-se o valor da empresa a partir de seu fluxo de caixa, não necessitando de estimativas médias ou projetadas de contas que podem oscilar muito em razão de planos de crescimento da empresa. (MARTELANC, PASIN E CAVALCANTE, 2005)
Múltiplos de Lucro	Ao se comprar uma ação analisa-se o preço pago por uma ação como um múltiplo do lucro por ação gerado pela empresa. Este índice preço/lucro (P/L) pode ser estimado usando-se os lucros correntes por ação produzindo um PL corrente ou os lucros esperados por ação para o próximo período (P/L a termo). (DAMODARAN, 2010)
Múltiplo de Patrimônio	Um dos múltiplos mais utilizados no mercado acionário. Mede o quanto os investimentos feitos pelos acionistas ao longo do tempo a preço de custo de aquisição estão valorizados, auxiliando nas comparações de sub ou superavaliações de ações de empresas de setores iguais ou diferentes. (MARTELANC, PASIN E CAVALCANTE, 2005)

Múltiplos de Faturamento	Tem-se a substituição do lucro pelo faturamento no cálculo do múltiplo. A simplicidade deste múltiplo faz com que seja o mais utilizado em pequenos negócios, nos quais os eventos possuem baixo nível de complexidade e há grande homogeneidade no setor como, por exemplo, farmácias, padarias. (MARTINS, 2001).
Múltiplos do Valor Contábil ou Valor de Reposição	Os múltiplos de valor contábil são calculados com base no valor das demonstrações contábeis e podem variar muito de empresa para empresa de acordo com as regras contábeis utilizados em cada uma, sendo influenciado pelo preço original pago pelo ativo. Este múltiplo também pode ser calculado utilizando o valor de reposição dos ativos. (DAMODARAN, 2010).
Múltiplo de Receitas	O índice Preço/Venda mede o valor do patrimônio líquido ou um negócio relacionado à receita que ele gera. Empresas que negociam a baixo índice Preço/Venda são menos valorizadas em relação a empresas que negociam altos índices. Esse índice é amplamente utilizado para avaliar empresas de tecnologia. (DAMODARAN, 2010).
Múltiplo de setor específico	São relativos a uma indústria em particular e se referem normalmente a unidades produzidas/vendidas, como KWh, Tonelada, metros cúbicos, linhas telefônicas instaladas, número de visitas a uma <i>homepage</i> , número de vidas seguradas. (MARTELANC, PASIN E PEREIRA, 2009).

O Quadro I apresenta um resumo de definições dos principais tipos de múltiplos utilizados nas avaliações de empresas. Conforme as pesquisas anteriores os múltiplos de EBITDA, Lucro e Patrimônio encontram-se entre os mais utilizados pelas empresas nas avaliações.

2. 3. Preço e Valor

É relevante diferenciar preço e valor na avaliação de empresas uma vez que preço e valor são dois indicadores com características específicas e na maioria das vezes os resultados divergem. O preço refere-se ao montante acordado entre vendedor e comprador ao realizarem uma operação, é um resultado exato. O valor é determinado por todo um trabalho de especialistas que se utilizam de métodos e modelos específicos, sendo, portanto, subjetivo e dependente de fatores.

Para Fernandez (2000), de acordo com o ponto de vista do comprador, trata-se de determinar em certa medida o valor máximo que deveria estar disposto a pagar por uma empresa e, do ponto de vista do vendedor, se trata de determinar um valor mínimo aceitável para negociá-la. Estas duas cifras são as que se confrontam em uma negociação da qual se acerta o preço que está geralmente em algum ponto intermediário entre ambas as cifras. Já para Paiva (2001) o valor consiste na apreciação feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva). Todavia, o preço apenas será definido como conclusão do processo de negociação, entre o desejo dos compradores e as expectativas dos vendedores, que utilizarão suas mensurações de valor como referencial para a tomada de decisão, em um processo em que, sem uma ideia mais coerente desse valor da empresa, passam a preponderar fatores de ordem emocional e interesses especulativos.

Martins (2001) afirma que “o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro” e ressalta sobre as duas maneiras de avaliar uma empresa. Conforme Martins (2001),

Há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais: pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e pelo seu valor de funcionamento que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir. O valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento. Logo o valor econômico de uma empresa é dado pelo maior dos montantes alcançados, nessas duas alternativas: em liquidação ou em marcha.

Para Martinez (1999), não existe um valor correto para um negócio. O valor deve ser determinado para um propósito específico e considerar as perspectivas das partes na transação. Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa. Cada autor possui diferentes opiniões sobre o tema “valor” ao se tratar das avaliações de empresas.

Não existe um método melhor de avaliação nem tão pouco um modelo totalmente correto de avaliação de empresas e os resultados não serão exatos, poderá apenas produzir estimativas com valores aproximados (DAMODARAN 1997). Tal afirmativa é corroborada pelos argumentos expostos por Falcini (1995), para quem o ato de avaliar os aspectos econômicos, “não é a fixação concreta de um preço ou valor específico para um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer dentro de uma faixa um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado”.

Para Perez e Fama,

Um analista ao avaliar uma empresa deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas da empresa; tal avaliação, porém, apesar de utilizar-se de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente mediante os fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais (PEREZ; FAMA 2003).

É possível concluir, com base nas ideias destes autores, que as avaliações das empresas resultam em valores aproximados e não exatos, apontando estimativas de valores, proporcionando valores como referências para transações.

3. Método de Pesquisa

A pesquisa é do tipo qualitativa e descritiva. A fonte de dados (laudos) é a CVM, Comissão de Valores Imobiliários. Foram selecionados os laudos de 61 Companhias em OPAS no Brasil no período de 2002 a 2016.

Para Triola (1999),

A estatística descritiva compõe o método utilizado para resumir ou descrever características importantes de uma amostra ou população e utiliza dados amostrais para fazer inferências estatísticas.

A composição da amostra corresponde as 61 companhias abertas com ações negociadas em bolsa de valores. O método estatístico para a análise dos dados é a estatística, em que serão agrupadas as empresas com o setor de atuação e o múltiplo que estas empresas utilizaram.

Em um total de 198 empresas, o que corresponde à população desta pesquisa, 137 não utilizam avaliação relativa por múltiplos e 61 empresas aplicam os múltiplos, sendo, portanto, considerada a amostra.

O objetivo deste trabalho foi o de identificar os múltiplos utilizados nas ofertas públicas de aquisição de ações (OPAs) por setor de atuação e verificar se este tipo de avaliação é utilizado de fato para determinar o valor da empresa ou é se aplicado apenas na maioria das utilizações como um método complementar, embora as empresas fossem de um mesmo setor.

O objeto de estudo foram os laudos disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários – CVM, referentes às OPAS no período entre 2002 a 2016. A Norma 361 da CVM além de requerer das companhias os métodos de avaliação aplicados, exige a apresentação de qual foi o método escolhido para avaliar a companhia e ainda uma justificativa sobre a escolha. A pesquisa teve como foco o método de avaliação relativa por múltiplos, embora utilizados nos laudos de avaliação, se de fato foram aplicados para determinar o valor da companhia ao mercado ou se na maioria dos casos foram aplicados apenas como teste de consistência dada suas limitações.

4. Análise dos Resultados

Apurou-se no período analisado, 2002 a 2016, que apenas 61 laudos de empresas aplicaram a metodologia de avaliação relativa por múltiplos. Em relação à quantidade de empresas por setor, o ano de 2003, seguido por 2004, foram os anos que apresentaram a maior quantidade de empresas em OPAs em relação a todos os anos analisados, correspondendo a um total de 16,39% e 13,11% respectivamente.

Em relação ao método de avaliação utilizado para determinar o valor da empresa ao mercado, foi possível identificar qual o critério adotado pelas companhias na avaliação e concluiu-se que dos 61 laudos publicados, apenas 16 companhias utilizaram os múltiplos como principal critério para determinar seu valor ao mercado. Em outros 36 laudos, foram adotados método de fluxo de caixa descontado (usando os múltiplos apenas como teste complementar) sendo este o critério mais utilizados pelas companhias da amostra (61), em seguida o método de valor de mercado foi indicado como o critério adotado em apenas 4 laudos, histórico de cotações e patrimônio líquido ajustado em apenas 1 laudo respectivamente, DDM ou modelo de Fluxo de Dividendos Descontados (*Dividend Discount Model*) em apenas 2 laudos e, por fim, o método de FCA – Fluxo de Caixa para o Acionista, encontrado em 1 laudo.

As empresas em OPAs da amostra foram reclassificadas por setores de atuação conforme a BM&FBOVESPA. Os dados foram analisados por meio de estatística descritiva (levantamento de relações de frequência). Embora tenham todas as empresas da amostra utilizado os múltiplos em suas avaliações, este tipo de avaliação não é considerado um método preferencial, mas, sim, complementar ou método como teste consistência. É possível apontar que o uso do FCD (Fluxo de Caixa Descontado) é o método mais utilizado nas avaliações das empresas, correspondendo a um total de 36 empresas, ou 59,01%.

Este resultado está em conformidade com os estudos de Fernández (2000), em que o autor afirma que “o valor de uma empresa é dado pela aplicação de métodos ou modelos de avaliação, sendo, dentre eles, os mais utilizados o método de Fluxo de Caixa Descontado e a Avaliação Relativa”. Para Lie; Lie (2002) a avaliação de empresas por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) pode ser uma forma um pouco pesada de se avaliar empresas por ser um modelo sensível a uma

grande quantidade de premissas e sugere o uso de múltiplos como modelo complementar de avaliação em vez de somente o uso de Fluxo de Caixa Descontado.

Tabela 1. Critérios de Avaliação Adotados

Métodos de Avaliação utilizados	Método de Avaliação Preferencial	Percentual
Múltiplo	16	26,23%
FCD – Fluxo de Caixa Descontado	36	59,02%
Valor de Mercado	4	6,56%
Histórico de Cotações ou Mercado de Balcões	1	1,64%
Patrimônio Líquido ajustado	1	1,64%
DDM	2	3,28%
FCA	1	1,64%
Total de Laudos	61	

Outros tipos de critérios de avaliação de empresas, além de FCD – Fluxo de Caixa Descontado e Múltiplos, foram encontrados, proporcionando identificar um total de 7 tipos de métodos de avaliação e são eles: Valor de Mercado, Histórico de Cotações ou Mercado de Balcões, método de Patrimônio Líquido ajustado, DDM, (Fluxo de Dividendos Descontados – *Dividend Discount Model*) e FCA (Fluxo de Caixa para o Acionista). Os dados podem ser visualizados conforme a Tabela 1.

Tabela 2 - Empresas por Setor de Atuação

Setores	Empresas por Setor
Financeiro	17
Materiais Básicos	11
Bens Industriais	1
Telecomunicações	5
Consumo não cíclico	7
Consumo Cíclico	5
Utilidade Pública	8
Petróleo. Gás e Biocombustíveis	3
Saúde	1
Tecnologia da Informação	3

Quanto à divisão das empresas por setor de atuação, as empresas foram reclassificadas conforme a BM&FBovespa e foi possível visualizar um total de 10 setores de atuação. Constatou-se que o setor financeiro foi o que apresentou o maior número de empresas em OPAs no período de 2002 a 2016, correspondendo a um total de 27,87%. Em seguida, o setor de materiais básicos em segundo lugar com 18,03%, conforme a Tabela 2.

4.1. Múltiplos

Ao analisar o critério de avaliação de empresas por múltiplos nos laudos das OPAs, foram encontrados 29 tipos de múltiplos utilizados por todas as empresas da amostra. Dentre estes o mais utilizado é o múltiplo de VF/EBITDA. Este dado pode ser visualizado no anexo II. Por

meio deste múltiplo o valor da empresa é dado a partir de seu fluxo de caixa sem estimativas ou projeções. Em segundo lugar, aparece o múltiplo de P/L (preço/lucro), sobre o qual afirma Damodaran (2007): “os múltiplos de receita são amplamente utilizados para analisar empresas de varejo, não sendo versáteis para se aplicar a qualquer setor onde haja diferenças de margens significativas entre as empresas”. Em terceiro lugar, aplicam-se os múltiplos de P/PL (preço/patrimônio líquido). Para Damodaran (2007), estes múltiplos de operações da empresa/capital são favorecidos por muitos consultores de valor e possuem foco em adquirir empresas para melhorar as escolhas de projeto (retorno em excesso).

Tabela 3 - Relação de Múltiplos utilizados

Quantidade de Múltiplos	Tipos de Múltiplos
1	P/PL
2	P/D
3	P/L
4	VC/D
5	VC/Ativo Total
6	VC/PL
7	APM/D
8	APM/Ativo Total
9	APM/PL
10	VF/EBITDA
11	PL/A
12	EBITDA/V
13	VF/V
14	VF/EBIT
15	P/V
16	P/EBITDA
17	PL/P
18	VF/EBITA
19	P/Ativo Total
20	A/L
21	VM/PL
22	VM/PG
23	VM/L
24	P/VPA
25	L/V
26	L/P
27	P/PLT
28	VF/Ativo Total
29	PRICE/BOOK

Segundo as pesquisas anteriores, os principais múltiplos utilizados por analistas são os múltiplos de lucro, de EBITDA e de patrimônio. Os resultados desta pesquisa estão de acordo com as pesquisas já realizadas, apontando, com base na análise dos laudos, que os três múltiplos mais utilizados foram: o VF/EBITDA, P/L e P/PL. Na Tabela 3 é possível visualizar os múltiplos utilizados.

Com base nos laudos analisados é possível concluir que existe uma dificuldade em relação à padronização nos modelos dos “múltiplos”, tornando a identificação do tipo de múltiplo prejudicada. Os dados no anexo III demonstram como foram padronizados os múltiplos. É necessário conhecimento sobre a metodologia, pois há um dinamismo quanto à nomenclatura dos múltiplos. Foi necessário padronizar os múltiplos para que pudessem ser mensurados. No anexo III é possível visualizar a adequação feita para mensurá-los. Na prática, um laudo aplicou

o múltiplo EV/EBITDA, outro laudo apresentou FV/EBITDA e outro apresentou o múltiplo Valor da Empresa/EBITDA. Todos se referem ao mesmo múltiplo VF/EBITDA, modelo no qual o valor da empresa é dado a partir de seu fluxo de caixa, não necessitando de estimativas médias ou projetadas), ou seja, embora possuam nomenclaturas diferentes, referem-se à mesma técnica de avaliação. Outro exemplo que pode ser destacado é quanto ao múltiplo EV/*Net Sales*, Valor operacional/*Enterprise Value*, ambos se referem ao múltiplo VF/V (valor da firma sobre as vendas da empresa). Seria interessante uma padronização dos múltiplos aplicados nas avaliações que facilitassem a sua identificação. Caso uma pessoa não detenha conhecimento do método dificilmente poderá identificar de qual múltiplo se trata a aplicação dentro de uma avaliação.

Após a análise dos laudos das OPAs, constatou-se que a avaliação relativa por múltiplos não é o método de avaliação preferencial e é considerado na maioria dos laudos de avaliação um método complementar. Esse fator pode se justificar pelo fato de as empresas não encontrarem outras idênticas no mercado que proporcionem comparabilidade em uma quantidade significativa.

Os autores Liu, Nissim e Thomas (2002) examinaram a performance de uma lista de múltiplos, com a seleção de empresas comparáveis que pertenciam ao mesmo setor da empresa avaliada, e aplicaram uma análise alternativa que estendeu para toda a amostra a consideração de empresas comparáveis. Encontraram evidências de que múltiplos baseados em lucros previstos explicam os preços das ações razoavelmente bem.

Foi feita a divisão de empresas da amostra por tipos de setores, dada sua classificação de setor de atuação conforme a BM&FBOVESPA, e verificou-se que nem todos os múltiplos aplicados em um setor são os mesmos utilizados por todas as empresas do mesmo setor. Para Damodaran (2007), em relação ao mercado, a comparação de empresas por setor de atuação pode ser útil para afirmar se uma empresa está sendo sub ou superavaliada em relação a outras do seu setor, mas não responde se a empresa em avaliação está super ou sub avaliada em relação a outras do mercado. Existe ainda a possibilidade de setores inteiros estarem mal avaliados.

Ao serem separadas as empresas por setores de atuação, apontou que, embora o múltiplo VF/EBITDA seja o mais utilizado por quase todas as empresas (seja na determinação do valor da companhia ou como método complementar ao preferencial), este múltiplo não foi utilizado nas empresas, por exemplo, do Setor Financeiro. De um total de 10 setores de atuação, sete aplicam VF/EBITDA.

Vale destacar que para a construção da relação de empresas em anexo II e mensuração dos múltiplos foi necessária uma “padronização”, ou seja, o mesmo múltiplo usado em um laudo foi usado em outro, porém com nomenclaturas diferentes. Pode se concluir que, o múltiplo VF/EBITDA é aplicado em quase todos os setores.

Através dos laudos analisados, notou-se que os múltiplos até proporcionaram comparabilidade de valores entre as empresas, mas não foi necessariamente considerado o melhor método para avaliá-las devido às restrições impostas pelo modelo.

5. Conclusão

O objetivo do trabalho referia-se à limitação dos múltiplos em relação ao problema de comparabilidade das empresas, ou seja, verificar se as empresas agrupadas por setor de atuação, se foram precificadas conforme os múltiplos ou se apenas os múltiplos foram aplicados como técnica complementar de avaliação ainda que as empresas fossem do mesmo setor de atuação. Para isso foi realizado um estudo nos laudos de avaliação econômico financeiro para os fins de

oferta pública de aquisição de ações (OPAs) disponíveis na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), de 2002 a 2016.

Ficou evidenciado, com base nos laudos analisados, que, embora as empresas da amostra pertençam ao mesmo setor de atuação e usam a metodologia de avaliação relativa por múltiplos, elas não foram necessariamente precificadas por múltiplos, em sua maioria foi adotado apenas como teste de consistência e proporcionou apenas comparabilidade de valores no mercado. Ficou ainda constatado que a Avaliação Relativa por Múltiplos não é o critério de avaliação adotado preferencialmente pelas empresas avaliadas. Embora uma empresa seja similar a outra, não é possível afirmar que são totalmente idênticas. Serem do mesmo setor de atuação não significa necessariamente que seus ativos serão precificados adotando o mesmo critério de avaliação entre elas principalmente quando se trata da aplicação de avaliação relativa por múltiplos com base em ativos comparáveis.

É possível inferir ainda, que o método preferencial de avaliação das empresas avaliadas com base nos laudos em OPAs no período de 2002 a 2016 foi o Fluxo de Caixa Descontado ou FCD. O uso dos múltiplos poderá então ser eficiente ou não, podendo ainda ser suscetível à manipulação, além de outras restrições já citadas no trabalho para este modelo.

6. Referências Bibliográficas:

DAMODARAN, Aswath (2007) – **Avaliação de Empresas** - 2.edição. 2007. São Paulo

JÚNIOR, Clovis Grimaldo Couto - GALDI, Fernando Caio – **A Avaliação de Empresas por Múltiplos aplicados em empresas agrupadas com Análise de Cluster**. RAM, REV. ADM. MACKENZIE, V. 13, N. 5 • SÃO PAULO, SP • SET./OUT. 2012

PASIN Rodrigo Maimone - **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor** - São Paulo, 2004. 195 f.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários: Norma nº361/002. Disponível em : <http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/ofertas/ofpubl.html> <http://sistemas.cvm.gov.br/?opa>. Acesso em: Setembro de 2017.

CASOTTI Felipe Pretti;; MOTTA, Luiz Felipe Jacques - **Oferta Pública Inicial no Brasil (2004-2006): Uma Abordagem da Avaliação através de Múltiplos e do Custo de Capital Próprio**

Revista Brasileira de Finanças, vol. 6, núm. 2, 2008, pp. 157-204 - Sociedade Brasileira de Finanças - Rio de Janeiro, Brasil.

MARTELANC, Roy; TRIZI, Juliana Sewruk; PACHECO, André Augusto Spicci – PASIN, Rodrigo Maimone. **UTILIZAÇÃO DE METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: RESULTADOS DE UMA PESQUISA NO BRASIL** - Universidade de São Paulo. 2005.

PEREZ, Marcelo Monteiro 2 – Famá, Rubens 3 - **Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação 1** - Administração em Diálogo, São Paulo, no 6, 2004, pp. 101-112

PASIN , Rodrigo Maimone - **AVALIAÇÃO RELATIVA DE EMPRESAS POR MEIO DA REGRESSÃO DE DIRECIONADORES DE VALOR** - São Paulo 2004.

MARTINEZ, Antônio Lopo - **BUSCANDO O VALOR INTRÍNSECO DE UMA EMPRESA : REVISÃO DAS METODOLOGIAS PARA AVALIAÇÃO DE NEGÓCIOS.**

SOUTE, Dione Olesczuk; SCHVIRCK Eliandro; Martins Eliseu; Machado Márcia Regina C. - **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento** - Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.1-17, jan./dez. 2008

SOUSA, Almir Ferreira de; BASTOS, Douglas Dias; MARTELANC, Roy – **Avaliação de Empresas brasileiras de Capital Fechado** - Departamento de Finanças da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, Brasil.

DIEHL, Tania Maria - **PRINCIPAIS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VANTAGENS E DESVANTAGENS** - Curso de Ciências Contábeis da UFRGS.

MEDEIROS, Moacyr de Franco - **“Quanto Vale Sua Empresa”** - Análise crítica do artigo **“Quanto vale sua empresa”** de autoria de Miguel A. Eiranova, diretor da área de corporate finance da Price Waterhouse, publicado na revista HSM Management 13, mar/abr,1999.

ROGERS, Dany; NETO, Odilon JOSÉ DE OLIVEIRA - **Avaliação de empresas via Hipercubo Latino** - Universidade Federal de Uberlândia – Setembro/2010.

NETO, Edvaldo Dias Carvalho - **MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: Aplicações e Metodologias.** Brasília – DF – 2010

ROLIM, Rafael Campos - **AVALIAÇÃO RELATIVA EM EMPRESAS DE CAPITAL ABERTO NA AMÉRICA LATINA: A IDENTIFICAÇÃO DE GRUPOS DE EMPRESAS COMPARÁVEIS E A EFICÁCIA DOS MÚLTIPLOS**
BELO HORIZONTE – 2011

GUILHERME, RONIE VINÍCIUS - **PRECIFICAÇÃO DE ATIVOS SEM COTAÇÃO CORRENTE DE MERCADO NA INDÚSTRIA DE PRIVATE EQUITY E VENTURE CAPITAL NO BRASIL** - Rio de Janeiro - 2015

LEAL, MAURÍCIO EMERICK - **MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: VALUATION DA VALE S.A.** - AGOSTO - 2012

JUNIOR, MIGUEL ANTONIO BAHURY - **LAUDOS DE AVALIAÇÃO - INSTRUÇÃO CVM Nº 361/2002**

FILHO, RUBENS PAES DE ARRUDA - **MÚLTIPLOS E SEUS DETERMINANTES: UM ESTUDO PARA O MERCADO DE AÇÕES BRASILEIRO** - FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS - ESCOLA DE ECONOMIA DE SÃO PAULO - SÃO PAULO – 2015.

Triola, Mario F.- **INTRODUÇÃO À ESTATÍSTICA** – Sétima Edição - 1999

JESUS, M. de; SEBASTIÃO, G. C.; GIMENES, R. M. T. **Metodologias de avaliação de empresas**. Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR, Umuarama, v. 13, n. 2, p. 279-294, jul./dez. 2012.

ANEXO I

Laudos

Empresas	Ano
BANCO ESTADO GOIAS SA	2002
BAHIA SUL CELULOSE SA	2002
BANCO MERCANTIL DE SÃO PAULO S/A	2002
BANCO BEA SA	2002
BANCO DE PERNAMBUCO S.A. - BANDEPE	2003
RHODIA-STER SA	2003
AMELCO SA IND ELETRONICA	2003
LIGAS DE ALUMINIO SA LIASA	2003
TCO CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A	2003
BANCO BEG S.A.	2003
BANCO BANESTADO SA	2003
BANCO BEMGE SA	2003
SOLAE DO BRASIL HOLDINGS SA	2003
UNIBANCO HOLDINGS S.A.	2003
SOUTO VIDIGAL SA	2004
BANCO SUDAMERIS BRASIL SA	2004
LATASA S.A.	2004
CREMER SA	2004
DE MAIO GALLO S.A IND. COM. PÇS P/ AUTOM	2004
BANCO DO ESTADO MARANHAO SA	2004
AES SUL DISTRIB. GAÚCHA DE ENERGIA S.A.	2004
BUNGE BRASIL SA	2004
COMPANHIA SIDERÚRGICA PAULISTA - COSIPA	2005
AES SUL DISTRIB. GAÚCHA DE ENERGIA S.A.	2005
COMPANHIA FLUMINENSE DE REFRIGERANTES	2005
BANCO DO ESTADO DO CEARA S/A - BEC	2006
ACESITA SA	2006
AÇOS VILLARES SA	2006
CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA	2006
FERTIBRAS SA	2006
PLASCAR PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS S.A	2007
DISTRIB PRODUTOS PETROLEO IPIRANGA S.A.	2007

CIA. BRAS PETRÓLEO IPIRANGA	2007
REFINARIA PET IPIRANGA AS	2007
GRANOLEO SA CI SEMS OLEAGS DER	2008
ELEVA ALIMENTOS S/A	2008
SUL AMERICA CIA NA CL SEGUROS	2008
TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES SA	2008
AMAZONIA CELULAR S/A	2008
RENNER PARTICIPAÇÕES SA	2009
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	2009
BRASIL TELECOM S/A	2009
ARACRUZ CELULOSE S/A	2009
TERNA PARTICIPAÇÕES S/A	2010
BANRISUL S.A. ADMINISTRADORA DE CONSÓRCIOS	2010
TIVIT TERCEIRIZAÇÃO DE PROCESSOS, SERVIÇOS E TEC.	2010
PRONOR PETROQUIMICA SA	2011
FAE - FERRAGENS APARELHOS ELÉTRICOS S/A	2011
AMPLA INVESTIMENTOS E SERVIÇOS S/A	2012
AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A.	2012
REDECARD S/A	2012
VICUNHA TEXTIL SA	2013
BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A.	2014
GTD PARTICIPACOES SA	2015
BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	2015
BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S/A	2015
SOUZA CRUZ SA	2015
COMPANHIA CELG DE PARTICIPAÇÕES	2016
BANCO DAYCOVAL S.A.	2016
VIGOR ALIMENTOS S.A.	2016
BANCO SOFISA SA	2016

ANEXO II

Relação de Empresas por setor de atuação e Múltiplo aplicado

EMPRESAS EM OPAS (2002 a 2016)	SETOR (10)	Múltiplos Aplicados
BANCO ESTADO GOIAS SA BANCO MERCANTIL DE SÃO PAULO S/A BANCO BEA AS BANCO DE PERNAMBUCO S.A. - BANDEPE BANCO BEG S.A. BANCO BANESTADO SA BANCO BEMGE SA UNIBANCO HOLDINGS S.A. BANCO SUDAMERIS BRASIL SA BANCO DO ESTADO MARANHÃO SA BANCO DO ESTADO DO CEARÁ S/A - BEC RENNER PARTICIPAÇÕES SA BANRISUL S.A. ADMINISTRADORA DE CONSÓRCIOS BANCO SANTANDER (BRASIL) S.A. BANCO INDUSTRIAL E COMERCIAL S/A BANCO DAYCOVAL S.A. BANCO SOFISA S.A	Financeiro e outros	P/PL P/D P/L VC/D VC/Ativo total VC/PL APM/D APM/ Ativo Total APM/PL PL/P P/Ativo Total L/V L/P P/PLT P/Ativo Total
BAHIA SUL CELULOSE SA RHODIA-STER AS LIGAS DE ALUMINIO SA LIASA SOUTO VIDIGAL S.A LATASA S.A. BUNGE BRASIL SA COMPANHIA SIDERÚRGICA PAULISTA - COSIPA ACESITA SA AÇOS VILLARES SA FERTIBRAS SA ARACRUZ CELULOSE S/A PRONOR PETROQUIMICA SA	Materiais Básicos	VF/EBITDA PRICE/BOOK P/L EBITDA/V VF/V VF/EBIT VF/EBITA P/EBITDA P/PL
AMELCO SA IND ELETRONICA	Bens Industriais	PL/A P/L
TCO CELULAR PARTICIPAÇÕES S/A TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES SA AMAZONIA CELULAR S/A BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES AS BRASIL TELECOM S/A	Telecomunicações	VF/EBITDA
SOLAE DO BRASIL HOLDINGS S.A BUNGE BRASIL S.A COMPANHIA FLUMINENSE DE REFRIGERANTES GRANOLEO SA CI SEMS OLEAGS DER ELEVA ALIMENTOS S/A SOUZA CRUZ SA VIGOR ALIMENTOS S.A	Consumo não cíclico	VF/V VF/EBITDA VF/EBIT P/V P/EBITDA VF/EBITDA A/L P/L
CREMER AS DE MAIO GALLO S.A IND. COM. PÇS P/ AUTOM PLASCAR PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS S.A VICUNHA TEXTIL SA BHG S.A. - BRAZIL HOSPITALITY GROUP	Consumo Cíclico	VF/EBITDA PL/A VF/V
AES SUL DISTRIB. GAÚCHA DE ENERGIA S.A. CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA TERNA PARTICIPAÇÕES S/A	Utilidade Pública	VF/EBITDA P/L VF/Ativo Total

AMPLA INVESTIMENTOS E SERVIÇOS S/A AMPLA ENERGIA E SERVIÇOS S.A. GTD PARTICIPACOES SA COMPANHIA CELG DE PARTICIPAÇÕES		
DISTRIB PRODUTOS PETROLEO IPIRANGA S.A. CIA. BRAS PETRÓLEO IPIRANGA REFINARIA PET IPIRANGA S.	Petróleo. Gás e Biocombustíveis	VF/EBITDA VF/V P/L
SUL AMERICA CIA NAACL SEGUROS	Saúde	VM/PL VM/PG VM/L
TIVIT TERCEIRIZAÇÃO DE PROCESSOS, SERVIÇOS E TEC. FAE - FERRAGENS APARELHOS ELÉTRICOS S/A REDECARD S/A	Tecnologia da Informação	VF/EBITDA P/VPA P/L

ANEXO III

Padronização Múltiplos

$EV/EBITDA = FV/EBITDA = VF/EBITDA$

$Preço/ Lucro Líquido = P/L$

$PREÇO/VENDAS = P/V$

$Preço/Depósitos = P/D$

$PL/Quantidade de ações = PL/A$

$EBITDA/vendas = EBITDA/V$

$Valor das operações/vendas = VO/V$

$Valor das operações/EBITDA = VO/EBITDA$

$Valor da Firma/vendas líquidas = VF/V$

$Preço de compra ajustado/vendas = P/V$

$Preço de compra ajustado/EBITDA = P/EBITDA$

$Patrimônio Líquido em relação ao preço pago na transação = PL/P$

$Valor da firma/EBITA = VF/EBITA$

$Preço de compra ajustado nos últimos 12 meses/EBITDA = P/EBITDA$

$Preço mínimo da avaliação de 100\% do capital /valor do total de ativos do banco = P/Ativo total$

$Valor da Empresa/EBITDA = VF/EBITDA$

$Valor de Mercado / PL = VM/PL$

$Valor de Mercado / Prêmios Ganhos = VM/PG$

$Valor de mercado / Lucro Líquido = VM/L$

$Preço/ VPA = P/VPA$

$Preço/ Lucro atual = P/L$

$Preço / lucro líquido por ação = P/LA$

$VE/EBITDAR = VF/EBITDA$

$P/Ativos = P/Ativo Total$

$VE/Ativo = VF/Ativo total$

$Preço da Ação / Lucro Líquido por Ação = P/L$

$Preço da Ação / Patrimônio Líquido da Ação = P/PL$

$EV/Net Sales (Valor Operacional/Enterprise Value) = VF/V$

$TEV = EV = VF$

Market Cap/PL = P/PL
EV/Receita Líquida = VF/V
P/BV = P/PL