

Porque usar o múltiplo Price/Sales está errado!

por MANUEL MAURÍCIO (ABRIL 2021)

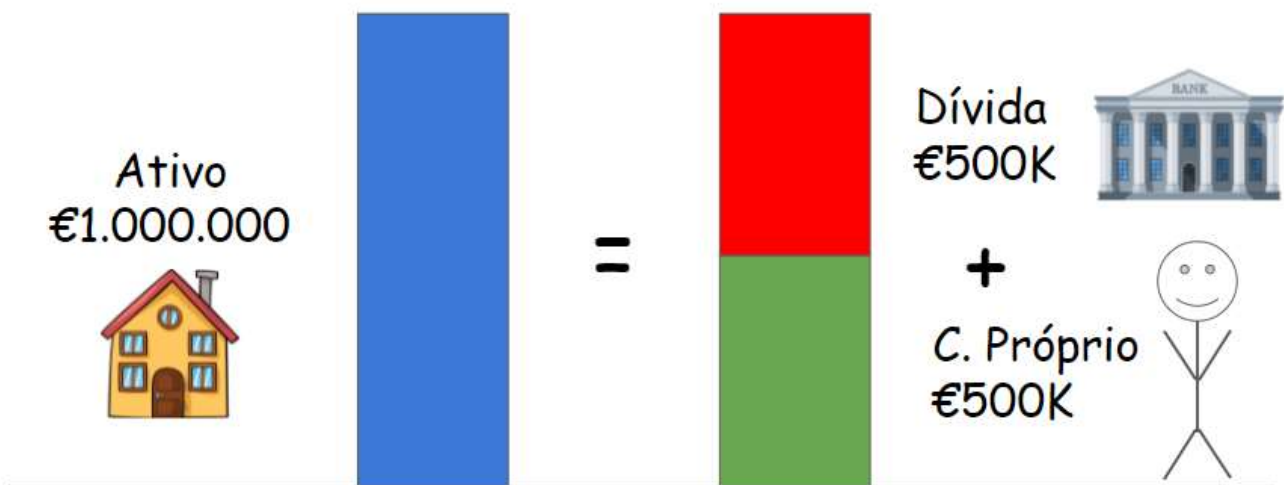
You can find an ENGLISH VERSION of this article [HERE](#).

Quando os investidores estão a avaliar uma empresa através do uso de múltiplos, normalmente começam com o Price/Earnings. Se a empresa ainda não gera lucros, sobem na Demonstração de Resultados e usam o EV/EBIT ou EV/EBITDA.

Para aquelas empresas que ainda não geram lucros nem sequer ao nível do EBIT, os investidores continuam a subir na Demonstração de Resultados até chegar às Vendas. Mas quando aí chegam, o que normalmente acontece é que voltam a comparar as Vendas ao "Price", em vez de continuarem a usar o Enterprise Value. Porquê?

Neste artigo vamos ver porque é que o **múltiplo Price/Sales está tecnicamente incorreto** e porque é que os investidores devem usar o múltiplo EV/Sales.

Vejamos o exemplo de uma casa que queremos comprar para pôr a arrendar. A casa vale €1 milhão de euros. Metade desse valor vai sair do nosso bolso e a outra metade vamos pedir ao banco.



Não vou aqui explicar ao detalhe como é que se calcula o Enterprise Value porque, para ser completamente rigoroso, seria necessário outro artigo e o que importa é entender o conceito. Para simplificar, o Enterprise Value é o valor total da empresa, independentemente de ter sido financiada com capitais próprios ou com dívida.

A fórmula simplificada é:

Enterprise Value = Capitalização Bolsista (+) Dívida (-) Caixa

No exemplo da casa, o Enterprise Value é de €1 milhão de euros enquanto que a Capitalização Bolsista é apenas metade desse valor, €500 mil euros.

A Capitalização Bolsista não é o valor total da casa ou da empresa. É apenas o valor (de mercado) do capital próprio pertencente aos acionistas.

Vamos dizer que estamos a planear arrendar a casa por €50 mil euros por ano. Vamos também dizer que temos custos de €5 mil euros (para coisas como manutenção, custos legais, etc) e que vamos pagar €10 mil euros de juros sobre o empréstimo que pedimos ao banco.

Após deduzir todos os custos e impostos o nosso lucro vai ser de €26.2 mil euros, o que representa um retorno sobre o nosso capital de 5.3%. Dito de outra forma, nós compramos a casa a um múltiplo Price/Earnings de 19x.



Renda =	€50.000
Custos =	€5.000
Juros (2%) =	€10.000
Impostos (25%) =	€8,750
Lucro =	€26,250

$$\text{Price to Earnings} = \frac{€500\text{K}}{€26,250\text{K}} = 19$$

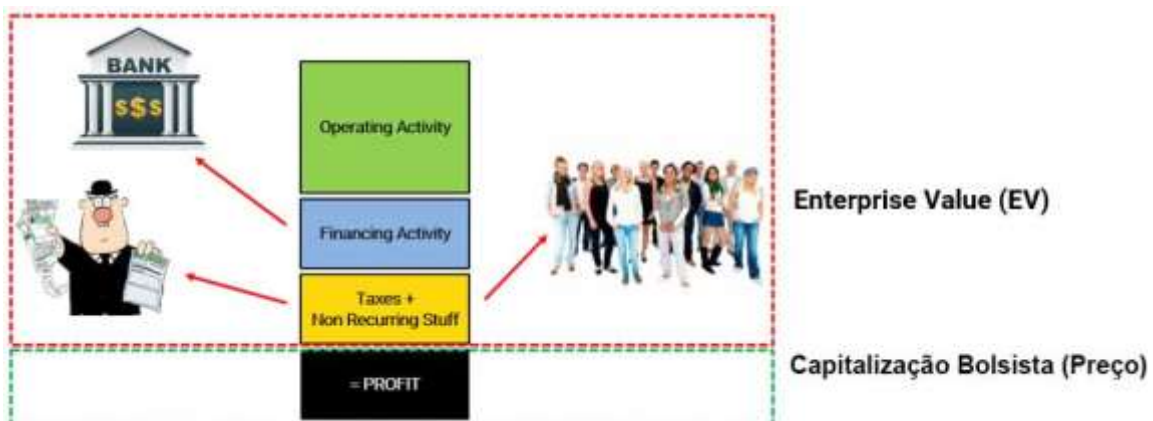
Como **donos do capital próprio**, esses €26,25 mil euros vão diretamente para o nosso bolso.

E é por isso que comparamos os Lucros (Earnings) com o Preço (ou Capitalização Bolsista); porque **quem tem direito a esses lucros são os donos do capital próprio**.

Agora digamos que esta casa não tem lucros, mas que ainda assim queremos encontrar um múltiplo de valorização para ela. O que é que fazemos? Exatamente! Vamos subir na Demonstração de Resultados, tipicamente até à próxima métrica equivalente ao lucro, o Resultado Operacional, também chamado de EBIT (podemos usar EBITDA ou EBITA, mas é irrelevante para o caso).

Mas agora estamos a olhar para uma quantia que não pertence apenas aos detentores do capital próprio (os acionistas), mas também a outros *stakeholders* tais como os credores (o banco), as autoridades fiscais, os interesses minoritários em subsidiárias, etc. Todas essas entidades, em conjunto com os acionistas, têm direito a uma parte desse dinheiro.

É por isso que comparamos o EBIT com o **Enterprise Value** e não só com o valor do Capital Próprio. Temos que fazer corresponder o numerador com o denominador. É por isso que o múltiplo a usar é o EV/EBIT, e não o Price/EBIT.



Vamos agora supor que aquela mesma casa tem vindo a ser mal gerida e que não gera lucros, nem mesmo ao nível operacional. O que podemos fazer? Uma coisa que podemos fazer é esquecer a casa e procurar outra, mas se estivermos convencidos que, algures no futuro, vamos conseguir influenciar as operações e torná-la lucrativa, podemos ir ainda mais a montante na Demonstração de Resultados até ao nível das Vendas.

Agora surge a questão, essas Vendas não pertencem de igual forma a todos os stakeholders? Claro que sim. E é por isso que devemos compará-las com o **Enterprise Value**.

Vamos ver outro exemplo:

A história de um Iceberg

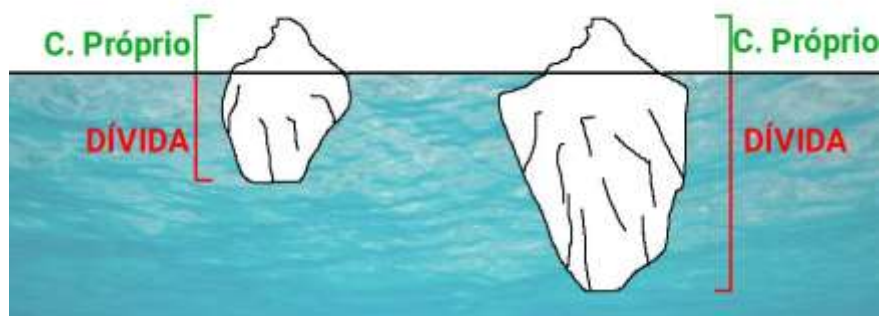
Na nossa frente temos duas empresas A e B, cada uma com uma Capitalização Bolsista de €500 Milhões e Vendas de €50 mil euros.

Com base apenas nesta informação, ao usar o múltiplo Price/Sales, poderíamos pensar que estas duas empresas estão avaliadas de igual forma. Mas isso não é verdade. Por causa da dívida.

A empresa A está financiada conservadoramente com um rácio Dívida/Capital Próprio de 1x, enquanto que a empresa B está financiada um bocadinho mais agressivamente a 2x.

		Empresa A	Empresa B
BALANÇO	Cap. Bolsista	500	500
	Dívida	500	1000
	EV	1000	1500
DEMONSTRAÇÃO O DE RESULTADOS	Vendas	50	50
	Custos	5	5
	Juros 2%	10	20
	Impostos 25%	9	6
	Lucro	26	19
VALORIZAÇÃO	Price/Sales	10	10
	EV/Sales	20	30

Se levarmos em conta o valor da dívida, vamos ver que a empresa B vale mais (e está mais cara) do que a empresa A. Mas se fossemos calcular o múltiplo Price/Sales para cada uma delas teríamos obtido um múltiplo de 10x e poderíamos ter pensado que estavam avaliadas de igual forma.



CONCLUSÃO

Apesar de ser frequente vermos investidores competentes usarem o múltiplo Price/Sales, e mesmo que não cause grande estrago usá-lo quando não há dívida, excesso de caixa, ou minoritários, é importante entendermos o princípio que está por detrás do uso do Enterprise Value e não seguirmos os outros cegamente nos seus erros.

Quando estamos a comparar empresas dentro do mesmo setor de atividade, e se estivermos a olhar para as Vendas, devemos sempre usar o valor **da empresa toda**, não só o valor do capital próprio dos acionistas.

Se quiser saber como usamos estes conceitos para escolher as melhores ações para o Portfolio do All in Stocks, pode subscrever [AQUI](#).

Se gostou deste artigo e quer tornar-se melhor a analisar empresas, pode fazer o pré-registo para o nosso próximo curso de análise fundamental [AQUI](#).