

ÁREA TEMÁTICA: FINANÇAS

TÍTULO DO TRABALHO:

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS DE INTERNET: UM ESTUDO DE CASO SOBRE O UOL

AUTORES

CARLOS AUGUSTO SILVA BARROS

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
cbarros@abril.com.br

EDISON AUDI KALAF

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
kalaf@opus-software.com.br

HENRIQUE PETERSEN PAIVA

Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
henriqueppaiva@yahoo.com.br

Resumo

As empresas de Internet atuam em um mercado dinâmico, inovador e altamente volátil. No cenário atual de contínuo crescimento econômico e grande competitividade, é natural que o mercado de Internet cresça a taxas bastante atraentes, atraindo investimentos para novos projetos e para empreendimentos já estabelecidos. Este trabalho realiza uma avaliação do valor atual do UOL, uma empresa de mercado de Internet, pelo método dos fluxos de caixa descontados, comparando o resultado ao valor de mercado da empresa. O trabalho ainda discorre sobre o método dos múltiplos setoriais para o cálculo do valor do UOL. Para a elaboração deste trabalho foram coletados balanços e notas divulgadas sobre as organizações envolvidas desde a criação do UOL até a data de elaboração deste artigo. Os resultados dos cálculos de valor obtidos pelo método dos fluxos de caixa descontados, considerados três diferentes cenários, aproximam-se, em ordem de grandeza, do valor de mercado do UOL. Destaque-se que o cenário mais otimista é o que resulta em um valor mais próximo do valor de mercado da empresa. Já o método de valoração por múltiplos setoriais encontra dificuldades de comparação, visto que existem diferenças significativas entre os negócios praticados pelas empresas na Internet e, certamente, diferentes múltiplos devem ser identificados e utilizados para comparar negócios específicos.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas, Fluxo de Caixa Descontado, Valor

Abstract

The Internet companies work in a dynamic, innovative and highly volatile market. The continuous grow and high competitive economic scenario is a propitious environment that leads Internet market to high growing rates, attracting investments to new projects and to already established business. This work performs an evaluation of UOL, an Internet market company, using the discounted cash flow method and comparing the results with the actual market value. The work still presents the relative valuation with multiple for the sector method to evaluate UOL. The data used in this work were collected from financial statements

and public notes from the evolved organizations since UOL foundation till the date of the development of this paper. The evaluation results obtained by the discounted cash flow method, considering three different scenarios, are close, in order of magnitude, from the UOL's real market value. An important note is that the most optimistic scenario is the closer result comparing to the company real value. The relative valuation method with multiple for the sector brings some comparison barriers, since there are very significant differences between the services offered by Internet companies. Certainly, new multiple for the sector indicators must be identified used to the comparison of specific business in Internet market.

Key-words: Company Valuation, Discounted Cash Flow, Value

1 Introdução

A evolução do valor de empresas de Internet nos últimos dez anos é um assunto rico, bastante noticiado e alvo de muita discussão por sua volatilidade e quantidade de fatos novos. Ao final da década passada houve o *boom* das empresas de Internet com uma valorização sem precedentes das empresas do segmento. Desde então o mercado de Internet continua crescendo de forma acelerada e vem apresentando rápidas mudanças, tanto tecnológicas como de comportamento de seus consumidores, o que leva a uma grande volatilidade do valor das empresas que nele atuam.

O Universo On Line (UOL), hoje o maior portal da Internet brasileira e segundo colocado em número de páginas vistas (*page views*) no Brasil, logo atrás do Google de acordo com o instituto de pesquisas Ibope NetRatings (Dezembro de 2007), foi criado em setembro de 1996 por dois dos maiores grupos de comunicação nacionais: o Grupo Folha e o Grupo Abril. Em setembro de 2003 o Grupo Abril deixou a sociedade, e em dezembro de 2005 o UOL realizou a abertura de seu capital (*initial public offering* – IPO) na bolsa de valores de São Paulo. Este trabalho realiza uma avaliação do valor atual do UOL pelo método dos fluxos de caixa descontados e compara seu resultado com a avaliação por múltiplos setoriais e com o valor de mercado

Este artigo está estruturado em seis capítulos. Nesta introdução, é discutida a motivação para a elaboração deste artigo. No capítulo 2 é apresentada uma fundamentação teórica sobre valoração de empresas e as técnicas mais utilizadas como ferramental para sua avaliação, bem como determinantes de valor em empresas “ponto com”. No capítulo 3 são discutidas as virtudes e limitações do presente trabalho. No capítulo 4 é avaliado o panorama de negócios do setor e do UOL, além da realização de considerações sobre a evolução da Internet e da mídia tradicional no Brasil. No capítulo 5 são apresentadas as pesquisas e seus resultados e no capítulo 6 são apresentadas as considerações finais dos autores.

2 Fundamentação Teórica

O Brasil vive, há alguns anos, um contínuo crescimento econômico. Contribuem para este cenário fatores externos positivos e uma conjuntura local favorável como o controle da inflação, constantes quedas nas taxas de juros e uma política econômica responsável por parte de sucessivos governos, diminuindo a percepção de risco para os investidores externos e internos.

Neste contexto de crescente competitividade é natural a ocorrência de ondas de privatizações, aquisições e fusões, investimentos em novos projetos e em negócios já em execução. Estas atividades exigem da área financeira processos de avaliação de empresas e projetos. No foco das avaliações destacam-se a compra e venda de negócios, a criação e dissolução de sociedades e a liquidação de empreendimentos, além da avaliação para o monitoramento da eficácia das decisões administrativas para a geração de riqueza para

acionistas. Assim, a avaliação de empresas passa a ser uma grande demanda, pois muitas decisões empresariais são realizadas pela seleção de alternativas que maximizam o valor (CUPERTINO, 2003, p. 1).

No processo de valoração de uma empresa, o ideal seria chegar a um valor objetivo e perfeito. Porém, o processo de avaliação de empresas envolve, apesar do uso de instrumentos reconhecidamente válidos, decisões subjetivas que influem diretamente nos resultados da avaliação (MARTINEZ, 1999, p. 1). Por exemplo, quanto valem os ativos intangíveis de uma empresa, como, por exemplo, a sua capacidade de inovação, a cultura e as habilidades dos seus funcionários (KAPLAN e NORTON, 2004, p. 5; COUTO, 2005, p. 4)? Ainda assim, embora não totalmente conclusivos, os métodos de avaliação constituem-se em mecanismos importantes para a avaliação de negócios e projetos, oferecendo suporte objetivo a decisões de investimento e desinvestimento.

Os modelos mais utilizados para avaliação do valor de empresas podem ser agrupados em três categorias principais (MARTINEZ, 1999, p. 3):

- Técnicas comparativas de mercado;
- Valores baseados em ativos e passivos contábeis ajustados;
- Técnicas baseadas em fluxos de caixa descontados.

Na mesma linha, Santos (2005, p. 99) destaca as seguintes principais metodologias para avaliação de empresas: Valor contábil; Valor patrimonial de mercado; Valor de liquidação; Preço/lucro; Capitalização dos lucros; Múltiplos de faturamento; Múltiplos de lucro; Fluxos de caixa descontados; Valor presente líquido; Opções reais; e Taxa interna de retorno e *payback*.

A avaliação de uma empresa busca alcançar o valor justo de mercado para comprador e vendedor, ou seja, um valor que representa de forma equilibrada as virtudes e desafios reais apresentados por uma determinada organização. Para este estudo de caso, optou-se pela metodologia dos fluxos de caixa descontados. Esta metodologia é considerada uma das mais precisas e tem sido mais utilizada, dado o aspecto pouco científico de outros modelos disponíveis (MÜLLER e TELÓ, 2003, p. 10).

2.1 Metodologia dos Fluxos de Caixa Descontados

Considera-se que os modelos de fluxos de caixa são adequados para a valoração de empresas, pois as mesmas são geradoras de fluxos de caixa e seu valor pode ser obtido através do cálculo do valor presente destes fluxos, dada uma determinada taxa de desconto. Assim, o valor de uma empresa é o valor presente dos fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida (DAMODARAN, 2002, p. 214). Esta técnica é preferível principalmente porque considera os fluxos de caixa, que representam o futuro, ao invés de valores contábeis, que representam o passado.

De acordo com Santos (2005, p. 108):

“O valor operacional de uma empresa pode ser calculado a partir da capitalização dos fluxos de caixa da atividade principal, descontados a uma determinada taxa de retorno que corresponda ao risco do negócio e reflita da melhor forma possível as incertezas do mercado. Em seguida, soma-se o valor dos Ativos Não-Operacionais ao Valor Operacional, para se chegar ao valor total da empresa.”

A metodologia dos fluxos de caixa descontados adota a seguinte fórmula básica (SANTOS, 2005, p. 109; MÜLLER e TELÓ, 2003, p. 11):

$$VE = \left[\frac{FC_{\text{Ano1}}}{(1+i)^1} + \frac{FC_{\text{Ano2}}}{(1+i)^2} + \frac{FC_{\text{Ano3}}}{(1+i)^3} + \dots + \frac{FC_{\text{Ano } n} + VR_{\text{Ano } n}}{(1+i)^n} \right] + A_{\text{NO Ano0}}$$

onde

VE = valor da empresa;

FC = fluxo de caixa projetado para um ano específico;

i = taxa de desconto;

VR = valor residual;

ANO Ano0 = valor dos ativos não operacionais registrado no último ano.

Para o cálculo do valor residual (VR), considera-se o fluxo de caixa para o último ano projetado, a taxa de desconto (ou o custo médio ponderado de capital) e uma taxa de crescimento que, por simplificação, normalmente é considerada constante para o período. Assim, o valor residual pode ser calculado pela expressão a seguir:

$$VR_{\text{Ano } n} = \frac{FC_{\text{Ano } n} \times (1 + g)}{(i - g)}$$

onde

VR Ano n = valor residual para o último ano projetado;

FC Ano n = fluxo de caixa para o último ano projetado;

g = taxa de crescimento (constante) para o período projetado;

i = taxa de desconto (ou custo médio ponderado de capital).

A partir da aceitação desta fórmula como modelo geral, podem ser utilizados fluxos de dividendos, fluxos de lucros ou fluxos de caixa livre. Cada um destes fluxos traz vantagens e desvantagens em comparação aos demais (FAMÁ e LEITE, 2003, p. 4).

É comum o uso dos fluxos de caixa livres, ou *free cash flow*, para a avaliação do valor de empresas. Os fluxos de caixa livres são aqueles gerados pelas operações da empresa, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que estará disponível para investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro (MÜLLER e TELÓ, 2003, p. 11).

2.2 Determinantes de Valor em Empresas “ponto com”

Os múltiplos setoriais específicos podem auxiliar a determinação tanto do valor da receita de assinaturas de um provedor de acesso à Internet quanto da receita de publicidade de um portal (DAMODARAN, 2002, p. 335).

A receita de assinaturas pode ser estimada considerando:

- O valor da carteira atual de clientes dada pelo número de assinantes, o tempo de permanência e os fluxos de caixas líquidos gerados por cada cliente, formados pelas receitas por cliente menos custos de atendimento;
- A receita dos novos clientes, considerando seu custo de aquisição.

Assim, considerando:

$$VX = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{CFX}{(1+i)^t}$$

- VX = valor de cada cliente do provedor;
 - CFX = fluxo de caixa gerado por cada cliente;
 - i = taxa de desconto, que está entre a taxa livre de risco (contrato de longo prazo com cada cliente) e o custo de capital (estimativa de permanência baseada em experiência passada);
 - n = número de anos que um assinante permaneça com o provedor;
- temos que o valor de cada cliente (VX) da empresa poder ser calculado pela fórmula:

Para o cálculo do valor da empresa, supondo naturalmente que a empresa continuará a conquistar novos assinantes e perder outros tantos e considerando:

- NX = número de assinantes do provedor em um dado período;
- C = custo de captação (publicidade e promoção) para cada novo cliente;

$$\text{Valor da Empresa} = NX \times VX + \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\Delta NX_t (VX_t - C_t)}{(1+i)^t}$$

Já a receita de publicidade pode ser associada ao número de page-views, ou seja, o número de vezes que uma página da Internet é visualizada em algum navegador. Esta associação é válida desde que a relação entre receita e o número de visitantes adicionais possa ser explicitada.

Ainda segundo Damodaran (2002, p. 567), para empresas baseadas em assinaturas, como televisão a cabo e provedores de Internet, as receitas são oriundas do número de assinantes do serviço fornecido. Neste caso o valor da empresa pode ser estabelecido pelo número de assinantes.

De acordo com Brighan (2002, p. 982), a análise de múltiplos de mercado é utilizada para determinar o valor de operações que tenham assinantes, como televisão a cabo ou operadoras de celular. Assim, enquanto o método dos fluxos de caixa descontados oferece uma análise mais objetiva, a análise por múltiplos é mais dependente do julgamento do avaliador.

3 Virtudes e Limitações deste Trabalho

O presente artigo é baseado exclusivamente em dados públicos: balanços do UOL, balanços do Grupo Folha e do Grupo Abril, cotações do papel UOLL4 na Bovespa, artigos publicados na imprensa e sites na Internet. O levantamento de dados para a elaboração deste trabalho foi dificultado pelos seguintes fatores:

- Pouca disponibilidade de dados sobre a fusão entre o UOL e o Grupo Folha, em janeiro de 2005;
- Lançamento de ações do UOL em dezembro de 2005, já sem a presença do Grupo Folha.

As empresas de Internet costumam apresentar três características financeiras em comum na fase de nascimento: baixa receita, prejuízo e alto crescimento. Todas estas características estavam presentes no início da operação do UOL, o que dificulta a aplicação de modelos tradicionais de avaliação de empresas para a valoração da empresa.

A avaliação do valor de mercado do UOL a partir do balanço de 2007 foi baseada em premissas dos autores, baseada no crescimento das receitas e na avaliação da probabilidade deste crescimento persistir.

4 O UOL e o Panorama do Setor

O Universo On-line (UOL) foi criado em 1996 a partir de uma associação entre dois dos maiores grupos brasileiros de comunicação, Grupo Abril e Grupo Folha, que à época já possuíam operações separadas na área de Internet. O interesse destes grupos pela nova tecnologia era natural pois, como viria a se confirmar, havia uma forte expectativa pela migração de leitores de revistas e principalmente jornais para a mídia on-line.

O crescimento do UOL e de outros provedores de Internet no final dos anos 90 foi marcado pela grande disputa para crescer rapidamente e ser o líder, vislumbrando grandes ganhos nos esperados IPOs, o que para a grande maioria dos projetos de empresas brasileiras não chegou a se concretizar. O mercado vivia sob a euforia de notícias como a aquisição do incipiente portal Zip.net por US\$ 365 milhões pela Portugal Telecom, valor impensável para a realidade atual. Este crescimento desenfreado consumiu vultosos investimentos pelos sócios, em um mercado que acabou dominado por empresas de mídia, necessariamente nacionais de acordo com a legislação vigente na época, e de telecomunicações, neste caso com forte presença de multinacionais e com acesso a capital mais barato.

Nesta corrida, portais estabelecidos e em crescimento acelerado, mas invariavelmente sem geração de caixa, como o UOL, sofreram com as rápidas mudanças de mercado. Uma destas grandes mudanças foi o lançamento do provedor gratuito iG, em 1999. Alterações imprevistas de cenário como estas alteram significativamente a expectativa de crescimento de receita com assinaturas, e consequentemente o valor da empresa. Hoje paira uma ameaça similar ao crescimento da carteira de assinantes do UOL com a permissão de venda de acesso a banda larga sem a necessidade de um provedor e com a tendência mundial de liberação de conteúdo grátis pelas empresas de mídia. O proprietário do terceiro maior conglomerado mundial de comunicações, Rupert Murdoch, declarou em Abril de 2008 que “só vai fazer dinheiro na Internet quem entender que as pessoas não esperam colocar a mão no bolso quando buscam informação on-line”.

A receita com publicidade, grande esperança dos portais desde o início da Internet, apresenta crescimento acelerado. De acordo com pesquisa Inter-Meios, do jornal especializado em mídia Meio e Mensagem, a parcela voltada à Internet dos gastos publicitários no Brasil aumentou de 1,6% em 2004 para 3,2% em 2008. Mesmo assim, porém os valores ainda estão distantes da receita da mídia tradicional na grande maioria dos países.

Market share do mercado publicitário por mídia					
Mídia	2004	2005	2006	2007	2008
TV aberta	59,1%	59,9%	59,1%	59,5%	58,0%
Jornal	19,3%	18,0%	17,6%	17,6%	18,8%
Revista	6,8%	7,1%	7,0%	6,7%	6,9%
Radio	4,8%	4,1%	4,6%	4,3%	4,7%
Internet	1,6%	1,6%	1,9%	2,8%	3,2%
TV paga	1,5%	1,9%	2,5%	2,8%	2,8%
Outros	6,9%	7,4%	7,4%	6,4%	5,6%

Tabela 1: Divisão do mercado publicitário por mídia no Brasil

Fonte: Projeto Inter-Meios – Jornal Meio e Mensagem

Além disso, nada garante que a crescente receita de publicidade vai ficar com os modelos de negócio existentes ou migrará para novos modelos como os “links patrocinados”.

Neste formato de anúncio publicitário veiculado na Internet, quando um usuário realiza uma busca em um site como por exemplo Google, Yahoo ou MSN, os resultados apresentam “links patrocinados” em destaque. Estes “links patrocinados” contêm um título, a descrição do produto ou serviço oferecido e o endereço do site. Ao ser acionado, o link leva o usuário para o site do anunciante, que paga ao site de busca apenas neste caso, ou seja, quando um usuário “clica” no anúncio.

O mercado brasileiro de Internet teve uma evolução vigorosa em 2007, chegando aos 40 milhões de internautas, um crescimento de 19% em relação ao ano anterior. Ainda há, porém, bastante espaço para crescimento, pois a penetração da Internet no Brasil é de apenas 22% contra 40% na Argentina e 43% no Chile. Destaca-se também o aumento de 23% nas conexões de banda larga que já atingem 5,6 milhões (dados do Ibope NetRatings – Dezembro de 2007).

Em 2007 o UOL teve 1,6 bilhão *page views*, e 11,8 milhões de visitantes únicos, mantendo assim a liderança entre os portais de conteúdo no Brasil. O portal finalizou 2007 com 1,69 milhão de assinantes pagantes (dados do Ibope NetRatings – Dezembro de 2007).

5 Pesquisa, Análise e Resultados

5.1 Método dos Fluxos de Caixa Descontados

As planilhas a seguir demonstram o cálculo do valor do UOL de acordo com o método dos fluxos de caixa descontados. Para a elaboração dos cálculos, foram adotadas premissas para as receitas e custos de acordo com as características da empresa e do setor. Além disso, foram supostos três possíveis cenários entre o período de 2008 e 2012, cujas características específicas são definidas antes de cada cálculo.

Todos os três cenários supostos utilizam as seguintes premissas básicas:

- As projeções de resultado foram realizadas a partir das demonstrações de resultado de 2007
- O valor de mercado foi comparado ao valor no final do 1º trimestre de 2008.
- Foi utilizada uma taxa de desconto de 20%, uma taxa livre de risco de 7% (projeção da poupança para o período) e um prêmio de 12% pelo risco de uma operação num mercado notavelmente volátil.
- Para simplificação do presente trabalho, não foi considerada a necessidade adicional de capital de giro, dado que o crescimento esperado das receitas é basicamente proveniente da venda de publicidade e esta operação tem um ciclo de recebimentos similar ao de pagamentos.
- Como a empresa está bastante capitalizada após o IPO (R\$470 MM em caixa no final de 2007 – dados do balanço), foi considerada a utilização de 100% de capital próprio.

A planilha a seguir demonstra o cálculo pelo método dos fluxos de caixa descontados com um cenário mais otimista, supondo o crescimento da empresa (Cenário 1):

- Manutenção, para o período de 2008 a 2012, do crescimento médio das receitas verificado entre 2005 e 2007:
 - o Assinaturas: 7,1%;
 - o Publicidade: 33,9%;
- Deduções: manutenção da taxa de 2007 (26,7%) em relação à soma das receitas;
- Custo dos serviços prestados: manutenção da média relativa (44,6%) ao total de receitas verificada entre 2005 e 2007;
- Despesas com vendas: 19,5% do total das receitas, mantendo a média relativa verificada entre 2005 e 2007;

- Despesas administrativas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Depreciação / Amortização: relativo ao investimento;
- Outras receitas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Resultado financeiro: diminuição de 10% ao ano;
- IR: alíquota de 34%;
- Investimentos em imobilizado: manutenção do valor verificado em 2007;
- Taxa de desconto: 20% (capital próprio);
- Crescimento após 2012: 8%, correspondente à metade da média entre 2007 e 2012.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	VR
Assinaturas	457	485	525	562	602	645	691	741	
Publicidade e Outras	107	150	192	257	344	460	616	826	
Deduções	(120)	(154)	(191)	(218)	(252)	(295)	(349)	(418)	
Total Receitas	444	481	525	600	693	810	959	1148	
Custo Serviços Prestados	(215)	(215)	(217)	(268)	(309)	(362)	(428)	(512)	
Resultado Bruto	229	265	309	333	384	449	531	636	
Despesas Vendas	(89)	(88)	(106)	(117)	(135)	(158)	(187)	(224)	
Despesas Administrativas	(66)	(62)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	
Depreciação / Amortização	(22)	(33)	(44)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	
Despesas com Abertura de Capital	(23)								
Outras Receitas Operacionais / Result. Invest.	27	21	17	17	17	17	17	17	
Lucro Operacional antes do resultado financeiro	58	104	109	121	154	196	249	317	
Resultado Financeiro	27	27	30	27	25	22	20	18	
Lucro Operacional	85	131	140	149	179	218	269	335	
Resultado Não Operacional	5	1	(8)						
Lucro antes IR	90	131	132	149	179	218	269	335	
Provisão para IR		(2)	(10)	(35)	(43)	(52)	(64)	(80)	
IR Diferido	175	(36)	(13)	(15)	(18)	(22)	(27)	(34)	
Lucro antes da Participação de Minoritários	265	93	109	98	118	144	178	221	
Participação de minoritários	1	(1)	1						
Lucro Líquido do Exercício	266	92	109	98	118	144	178	221	
Investimento em imobilizado		32	45	45	45	45	45	45	
Outros Investimentos									
Fluxo de Caixa Livre	113	130	122	113	136	166	205	256	2304
Taxa de Desconto				1	2	3	4	5	5
Crescimento após 2012									
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre				94	95	96	99	103	926
Ativos Não Operacionais (Aplic. Financeiras)			470						
VE = Valor da Empresa			1882						

Planilha 1: Cálculo do valor do UOL com as premissas do Cenário 1 (valores em R\$ MM).

A planilha a seguir demonstra o cálculo pelo método dos fluxos de caixa descontados com um cenário mais neutro, com pouco crescimento (Cenário 2):

- Manutenção das receitas com Assinaturas verificadas em 2007;
- Crescimento, no período entre 2008 e 2012, de 17% das receitas com Publicidade verificadas em 2007;
- Deduções: manutenção da taxa de 2007 (26,7%) em relação à soma das receitas;
- Custo dos serviços prestados: manutenção da média relativa (44,6%) ao total de receitas verificada entre 2005 e 2007;
- Despesas com vendas: 19,5% do total das receitas, mantendo a média relativa verificada entre 2005 e 2007;
- Despesas administrativas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Depreciação / Amortização: relativo ao investimento;
- Outras receitas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Resultado financeiro: diminuição de 10% ao ano;
- IR: alíquota de 34%;
- Investimentos em imobilizado: manutenção do valor verificado em 2007;
- Taxa de desconto: 20% (capital próprio);

- Crescimento após 2012: 0,7%, correspondente à metade da média entre 2007 e 2012.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	VR
Assinaturas	457	485	525	525	525	525	525	525	
Publicidade e Outras	107	150	192	224	262	307	359	420	
Deduções	(120)	(154)	(191)	(200)	(210)	(222)	(236)	(252)	
Total Receitas	444	481	525	549	577	609	648	692	
Custo Serviços Prestados	(215)	(215)	(217)	(245)	(257)	(272)	(289)	(309)	
Resultado Bruto	229	265	309	304	320	338	359	383	
Despesas Vendas	(89)	(88)	(106)	(107)	(112)	(119)	(126)	(135)	
Despesas Administrativas	(66)	(62)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	
Depreciação / Amortização	(22)	(33)	(44)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	
Despesas com Abertura de Capital	(23)								
Outras Receitas Operacionais / Result. Invest.	27	21	17	17	17	17	17	17	
Lucro Operacional antes do resultado financeiro	58	104	109	103	112	124	138	154	
Resultado Financeiro	27	27	30	27	25	22	20	18	
Lucro Operacional	85	131	140	130	137	146	158	172	
Resultado Não Operacional	5	1	(8)						
Lucro antes IR	90	131	132	130	137	146	158	172	
Provisão para IR		(2)	(10)	(31)	(33)	(35)	(37)	(41)	
IR Diferido	175	(36)	(13)	(13)	(14)	(15)	(16)	(17)	
Lucro antes da Participação de Minoritários	265	93	109	86	90	96	104	113	
Participação de minoritários	1	(1)	1						
Lucro Líquido do Exercício	266	92	109	86	90	96	104	113	
Investimento em imobilizado		32	45	45	45	45	45	45	
Outros Investimentos									
Fluxo de Caixa Livre	113	130	122	99	104	111	120	131	684
Taxa de Desconto				1	2	3	4	5	5
Crescimento após 2012									
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre				82	72	64	58	53	275
Ativos Não Operacionais (Aplic. Financeiras)			470						
VE = Valor da Empresa			1074						

Planilha 2: Cálculo do valor do UOL com as premissas do Cenário 2 (valores em R\$ MM).

A planilha a seguir demonstra o cálculo pelo método dos fluxos de caixa descontados com um cenário pessimista, supondo queda no faturamento (Cenário 3):

- Redução de 10% ao ano das receitas com Assinaturas verificadas em 2007;
- Manutenção das receitas com Publicidade verificadas em 2007;
- Deduções: manutenção da taxa de 2007 (26,7%) em relação à soma das receitas;
- Custo dos serviços prestados: manutenção da média relativa (44,6%) ao total de receitas verificada entre 2005 e 2007;
- Despesas com vendas: 19,5% do total das receitas, mantendo a média relativa verificada entre 2005 e 2007;
- Despesas administrativas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Depreciação / Amortização: relativo ao investimento;
- Outras receitas: manutenção do valor verificado em 2007;
- Resultado financeiro: diminuição de 10% ao ano;
- IR: alíquota de 34%;
- Investimentos em imobilizado: manutenção do valor verificado em 2007;
- Taxa de desconto: 20% (capital próprio);
- Crescimento após 2012: -9,6%, correspondente à metade da média entre 2007 e 2012.

	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	VR
Assinaturas	457	485	525	472	425	382	344	310	
Publicidade e Outras	107	150	192	192	192	192	192	192	
Deduções	(120)	(154)	(191)	(177)	(165)	(153)	(143)	(134)	
Total Receitas	444	481	525	487	452	421	393	368	
Custo Serviços Prestados	(215)	(215)	(217)	(217)	(202)	(188)	(175)	(164)	
Resultado Bruto	229	265	309	270	250	233	218	204	
Despesas Vendas	(89)	(88)	(106)	(95)	(88)	(82)	(77)	(72)	
Despesas Administrativas	(66)	(62)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	(67)	
Depreciação / Amortização	(22)	(33)	(44)	(45)	(45)	(45)	(45)	(45)	
Despesas com Abertura de Capital	(23)								
Outras Receitas Operacionais / Result. Invest.	27	21	17	17	17	17	17	17	
Lucro Operacional antes do resultado financeiro	58	104	109	80	67	56	46	37	
Resultado Financeiro	27	27	30	27	25	22	20	18	
Lucro Operacional	85	131	140	108	92	78	66	55	
Resultado Não Operacional	5	1	(8)						
Lucro antes IR	90	131	132	108	92	78	66	55	
Provisão para IR		(2)	(10)	(26)	(22)	(19)	(16)	(13)	
IR Diferido	175	(36)	(13)	(11)	(9)	(8)	(7)	(6)	
Lucro antes da Participação de Minoritários	265	93	109	71	61	52	44	36	
Participação de minoritários	1	(1)	1						
Lucro Líquido do Exercício	266	92	109	71	61	52	44	36	
Investimento em imobilizado		32	45	45	45	45	45	45	
Outros Investimentos									
Fluxo de Caixa Livre	113	130	122	82	70	60	50	42	128
Taxa de Desconto				1	2	3	4	5	5
Crescimento após 2012									
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre				68	49	35	24	17	51
Ativos Não Operacionais (Aplic. Financeiras)			470						
VE = Valor da Empresa			714						

Planilha 3: Cálculo do valor do UOL com as premissas do Cenário 3 (valores em R\$ MM).

Assim, considerando a probabilidade de ocorrência do Cenário 1 de 30%, do Cenário 2 de 40% e do Cenário 3 de 30%, podemos estimar o valor do UOL de acordo com a tabela a seguir.

	Probabilidade	Valor da Empresa	Ponderação
Cenário 1	30%	1882	565
Cenário 2	40%	1074	430
Cenário 3	30%	714	214
Total			1208

Tabela 2: Resumo da estima do valor do UOL (valores em R\$ MM).

Pelo método dos fluxos de caixa descontados, assumindo as premissas adotadas neste texto, o valor do UOL foi calculado em aproximadamente R\$ 1,2 bilhão em dezembro de 2007. O valor real de mercado da empresa nesta data era de R\$ 1,6 bilhão. Assim, esta empresa do setor de Internet segue o padrão de avaliação de mercado, usualmente otimista quanto a sua capacidade de geração de fluxo de caixa.

5.2 Método dos Múltiplos Setoriais

A comparação do UOL com as maiores empresas internacionais que atuam na Internet, Google e Yahoo, mostra menores múltiplos nas relações valor de mercado / EBITDA e valor de mercado / receita, indicando uma possível sub-valorização de seus papéis. Porém, deve-se levar em consideração que as maiores companhias do setor operam em outra escala e têm produtos mais inovadores, avaliados pelo mercado como de maior potencial de crescimento.

	UOL (R\$ MM)	Google (US\$ MM)	Yahoo (US\$ MM)
Valor de Mercado	1.600	184.380	36.970
Receita	525	18.120	7.120
EBITDA	108	6.510	1.380
Valor de Mercado / EBITDA	15	28	27
Valor de Mercado / Receita	3	10	5

Tabela 3: Indicadores de empresas na Internet.

Fonte: Yahoo Finance e balanços do UOL.

A comparação com os principais concorrentes nacionais, iG, Terra e Globo.com, não foi possível por se tratarem de empresas de capital fechado, ou ainda divisões de empresas, que não publicam suas informações financeiras específicas.

A avaliação por múltiplos de mercado, sugerida por Brigham (2002) esbarra em dificuldades no caso destas empresas de Internet. Diferentes modelos de negócios como sites de busca (Yahoo e Google), sites de relacionamento (Orkut do Google), portais com conteúdo nacional pagos (UOL, Globo.com e Terra) ou gratuitos (iG) e programas de mensagens instantâneas (MSN da Microsoft) não podem ser avaliados pelas mesmas métricas como páginas visitadas ou visitantes únicos, pois têm diferentes modelos de geração de receita.

6 Considerações Finais

A partir do método mais utilizado de valoração de empresas, os fluxos de caixa descontados, o valor do UOL calculado neste trabalho aproxima-se, em ordem de grandeza, ao valor real de mercado da empresa em Dezembro de 2007. Seguindo a tendência de avaliação de empresas de Internet, o valor de mercado real da empresa aproxima-se ainda mais dos cálculos que consideram um cenário mais otimista de crescimento da empresa.

A análise do valor da empresa por múltiplos setoriais é bastante relevante, dado que muitas das fusões entre empresas do mercado de Internet utilizam estes indicadores como um dos elementos de valoração. Neste trabalho não foi possível a comparação dos valores do UOL com seus principais concorrentes do mercado nacional pela escassez de dados disponíveis destas outras empresas.

Um resultado importante deste trabalho é a verificação de que a própria emergência e a natural dinâmica do mercado de Internet criam diferentes modelos de negócio, com nuances e características próprias. Assim, indicadores mais comuns para este mercado como número de páginas vistas, número de visitas ou mesmo número de assinantes de um serviço, certamente não serão os mais indicados para o cálculo do valor de empresas envolvidas em diferentes modelos de negócio. Esta discussão pode ser aprofundada com análises e pesquisas para a identificação de múltiplos mais adequados para o cálculo do valor de empresas do mercado de Internet considerando os diferentes negócios específicos.

Bibliografia

- BRIGHAN, E. e Ehrhardt, M. Financial management: theory and practice, 10th ed. Mason, Ohio, 2002.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. Avaliação de empresas – Valuation. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- COUTO, M. Avaliação das Metodologias Tradicionais de Avaliação de Ativos na Determinação de Valor dos Ativos Intangíveis: Uma Revisão Bibliográfica. 2005. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) – Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ.

- CUPERTINO, César M. O Modelo Ohlson de Avaliação de Empresas: Uma Análise Crítica de sua Aplicabilidade e Testabilidade Empírica. Dissertação (Mestrado em Ciências Contábeis). Universidade de Brasília. Brasília, 2003.
- DAMODARAN, Aswath. A face oculta da avaliação. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. Investment valuation tools and techniques for determinisng the value of any asset. New York: John Wiley & Sons, 2002.
- FAMÁ, R.; LEITE, E. O modelo de avaliação de empresas de Edwards-Bell-Ohlson (EBO) – aspectos práticos e teóricos. In: SEMINÁRIOS EM ADMINISTRAÇÃO, 6., 2003, São Paulo. Anais. São Paulo, 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/semead>> Acesso em 24 de abril de 2008.
- KAPLAN, R.; Norton, D. Medindo a prontidão estratégica de ativos intangíveis. Harvard Business Review. Brasil, p. 38-49, fev. 2004.
- MARTINEZ, Antônio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. Anais do 23º Encontro da ANPAD. Foz do Iguaçu, 1999.
- MÜLLER, A.; TELÓ, A. Modelos de avaliação de empresas. Rev. FAE, Curitiba, PR, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003.
- PICARD, R. The economics and financing of midia companies, Fordham Univ. Press, 2002.
- ROCHA, K. Três Ensaio sobre a Metodologia de Apreçamento de Ativos utilizando Opções Reais. 2006. Tese de Doutorado (Doutorado em Engenharia Industrial) – Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ.
- ROSENWALD, Peter J.; Accountable Marketing. São Paulo: Thomson, 2005.
- SANTOS, J. Avaliação de Empresas: Um Guia Prático. São Paulo: Editora Saraiva, 2005.
- FMI World Economic Outlook – April 2008. Disponível em <<http://www.imf.org/external/datamapper/index.php>> Acesso em 20 de abril de 2008.