

# A RELEVÂNCIA DO VALUATION À TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTOS NA B3

Vanderlei Vidor<sup>1</sup>  
José Eduardo Zdanowicz<sup>2</sup>

## RESUMO

O trabalho apresenta uma análise aplicada com base em pesquisa bibliográfica documental, sobre técnicas de *valuation*, com ênfase no fluxo de caixa descontado (DCF) e avaliação por múltiplos. A escolha do tema é motivada por razões pessoais do autor, que participou de dissoluções societárias, e possuindo interesse em investimentos na B3, busca utilizar os conhecimentos obtidos no MBA de Controladoria e Finanças, especialmente em análises das Demonstrações Financeiras. A pesquisa envolve análise qualitativa dos Relatórios de Resultados divulgados por duas companhias do setor de transporte rodoviário de cargas e logística, estabelecendo uma comparação entre os valores obtidos através desses métodos e os preços de mercado das ações destas empresas. Os resultados alcançados demonstram que o uso do método de avaliação por múltiplos, como suporte à tomada de decisões de investimentos, é adequado, uma vez que permite identificar se as ações estão sendo negociadas acima, ou abaixo, do seu valor intrínseco.

**Palavras-chave:** *Valuation*. Fluxo de caixa descontado. Avaliação por múltiplos.

## ABSTRACT

*The work presents an applied analysis based on documentary bibliographic research on valuation techniques, with emphasis on discounted cash flow (DCF) and valuation by multiples. The topic choice is motivated by the author's personal reasons, who has been involved in corporate dissolutions, with investment's interest in B3, and want to utilize the knowledge obtained in the MBA in Controllershship and Finance, especially in the analysis of Financial Statements. The research involves a qualitative analysis of the Results Reports disclosed by two companies in the road freight transportation and logistics sector, establishing a comparison between the values obtained through these methods and the market prices of the shares of these companies. The results achieved demonstrate that the use of the multiple valuation method, as a support for investment decision-making, is appropriate, as it allows identifying whether the shares are being traded above or below their intrinsic value.*

**Keywords:** *Valuation*. Discounted cash flow. Valuation using multiples.

---

<sup>1</sup> Acadêmico do Curso de MBA em Controladoria e Finanças das Faculdades Integradas de Taquara – FACCAT/RS. E-mail: vanderlei@ciavidor.com.br.

<sup>2</sup> Professor orientador das Faculdades Integradas de Taquara – FACCAT/RS. E-mail: profeduardoz@hotmail.com

## 1 INTRODUÇÃO

A avaliação de empresas é prática importante no mundo dos negócios, pois desempenha um papel fundamental para investidores, analistas financeiros e gestores das carteiras de ações. A capacidade de estimar o valor de uma companhia é um aspecto relevante para a tomada de decisão em investimento e estratégias empresariais. Destaca-se que a avaliação é essencial em contextos como M&A<sup>3</sup>, formação de *joint ventures* e dissoluções societárias, onde a conclusão acerca do valor da companhia precede as negociações.

Conforme Garcia (2023), a importância de avaliar o valor real de uma empresa se torna particularmente evidente quando se considera a perspectiva de atrair investidores ou avaliar propostas de compra e venda de negócios. O autor afirma que a construção de um laudo de *valuation* envolve uma análise financeira abrangente, tanto da empresa em questão, quanto do ambiente do setor em que ela opera. Esta análise não apenas proporciona uma compreensão profunda sobre as possíveis falhas e riscos associados à empresa, mas, também, lança luz sobre o contexto em que ela está inserida.

No cenário de investimentos em ações acessíveis a indivíduos por meio de corretoras ligadas à bolsa de valores, a aplicação de métodos de avaliação é conduzida por analistas qualificados. No entanto, quando os investidores optam por agir sem o auxílio direto de assessores, a seleção de ações pode se basear na intuição e critérios subjetivos.

Para Reis (2019), a análise fundamentalista é um dos métodos em destaque para auxiliar na tomada de decisões no mercado financeiro. A abordagem, concentra-se na análise das Demonstrações Financeiras e dos indicadores derivados, pois busca determinar o valor intrínseco de uma ação, o qual pode diferir do preço de mercado. A análise do fluxo de caixa descontado (DCF) é uma das ferramentas empregadas para chegar ao preço justo.

Portanto, o estudo explora questões pertinentes à avaliação de empresas de capital aberto, especificamente, no segmento de transporte rodoviário de cargas e logística, no qual o pesquisador tem vivência prática e busca responder à seguinte problemática: Como os métodos de valoração de empresas são úteis para constituir

---

<sup>3</sup>Conforme FIA (2022), M&A é a sigla para Mergers & Acquisitions, que significa “Fusões e Aquisições” (F&A) em português.

um portfólio de ações de empresas de capital aberto negociadas na bolsa de valores?

A razão para a escolha do tema é impulsionada pela experiência acumulada em duas dissoluções societárias, em que era coproprietário, bem como pela sua participação em processos de *valuations* como *Controller*. O envolvimento pessoal traz uma perspectiva prática, no que tange às dúvidas relacionadas. Acrescenta-se que o estudo é motivado pelo desejo do pesquisador de aprimorar seus entendimentos sobre a avaliação de empresas.

O artigo tem como objetivo geral: adotar ferramentas de avaliação de empresas, utilizando as Demonstrações Financeiras de duas companhias listadas na B3. E, como objetivos específicos: realizar uma revisão bibliográfica sobre as principais metodologias de avaliação de empresas; aplicar metodologias de *valuation*, em duas empresas do setor de transporte rodoviário de cargas e logística; comparar os resultados derivados das metodologias, em relação ao valor de mercado das ações dessas companhias.

Ao alcançar os objetivos, o estudo tem potencial para beneficiar investidores, gestores e profissionais financeiros, aprimorando suas decisões por meio da compreensão prática de *valuation*. Além disso, ao conectar teoria e prática, a pesquisa contribui para o avanço do conhecimento acadêmico, no âmbito das análises das Demonstrações Financeiras e seu papel na tomada de decisões de investimento. Além do resumo e introdução, o artigo contém a fundamentação teórica, a apresentação e análise dos dados, encerrando com as considerações finais.

## **2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

Neste capítulo, se estabelece as bases teóricas relevantes para a avaliação de empresas, visando à organização do conhecimento necessário para moldar a análise de dados. Explora-se de maneira abrangente e estruturada não apenas os conceitos, mas também os propósitos, as etapas e a motivação que orientam a realização do processo de *valuation*. A abordagem visa fornecer uma sólida fundamentação para análise posterior dos dados, subsidiando os propósitos geral e específicos do trabalho.

## 2.1 Conceito

O termo *valuation*, origina-se na língua inglesa e significa avaliação. Para Casado (2014), é um processo para estimar o valor de empresas de forma sistematizada, usando modelos quantitativos.

Para Teixeira (2018), o termo significa: “avaliação de empresas”, “valoração de empresas” ou “arbitragem de valor” sendo a mensuração do valor de determinado Ativo. Essa técnica pode ser aplicada para se concluir acerca do preço de uma ação, ou sobre o valor global da companhia.

De forma concisa, Lima (2022) explica sobre a constatação de que o preço de determinada ação é R\$4,50, e o de outra é R\$58,00, não significa que a primeira empresa está mais barata ou mais cara que a segunda. Para entendermos se elas estão precificadas pelo mercado de forma justa, pode-se comparar com o *valuation*, o qual Lima (2022, p. 02) conceitua como “[...] uma metodologia de cálculo que leva em consideração uma série de indicadores financeiros da companhia para determinar o que se entende por “preço justo””.

## 2.2 Propósitos Para Avaliar Empresas

Há certa dificuldade para alguns empresários, acionistas e investidores em definir quanto vale a empresa, independente do porte. Seja para comprar, para vender, realizar fusão ou cisão, analisar viabilidade ou para realizar uma dissolução societária.

Conforme De Lima (2022), a valoração do negócio é determinada pelo valor presente dos benefícios futuros, projetados para serem gerados pela empresa, já descontando o risco inserido no seu segmento de atuação. Pondera que a organização, de posse do seu *valuation*, pode aumentar o lucro, explorar as tendências de mercado e gerenciar melhor os riscos. Portanto, é de extrema importância que os gestores saibam tanto a valoração da empresa, quanto conheçam acerca dos aspectos principais que impactam no seu valor.

Uma companhia é um organismo sistêmico, em que há um conjunto de aspectos objetivos e subjetivos que impactam no negócio. De Lima (2022) elenca as Demonstrações Financeiras, ativos tangíveis, vendas, resultados e conjuntura econômica como elementos objetivos.

Quanto aos elementos subjetivos, conforme De Lima (2022), são: conhecimento de mercado; premissas de crescimento do mercado; resultados futuros; força da marca; equipe; vantagem competitiva; patentes. Ao se considerar esses pontos, observa-se certa complexidade para chegar a um indicador quantitativo final acerca do valor da firma, e ao mesmo tempo, se percebe a importância do assunto.

Identifica-se que um propósito comum de realizar *valuation* é para executar dissolução societária. Para tanto, é imperativo que os sócios cheguem a um consenso sobre o valor das cotas. Nessas situações, nota-se que os aspectos subjetivos superam os objetivos, visto que a emoção envolvida pode comprometer a lógica.

Segundo De Lima (2022), definir o desfecho de uma sociedade é uma tarefa desafiadora, porém necessária. Isso inclui definir o destino da empresa – seja encerrando suas atividades, repassando-a a sócio(s) remanescente(s) ou a terceiros. A complexidade da escolha é reconhecida, mas a ausência de uma decisão pode acarretar prejuízos à continuidade do empreendimento, devido à falta de estratégias de longo prazo e à desmotivação dos *stakeholders*.

### **2.3 Principais Tipos de *Valuation***

Há vários métodos de avaliação de empresas. Alguns são de abrangência superficial, e outros de análise complexa. De Lima (2022) relaciona cinco formas de avaliação de uma empresa: fluxo de caixa descontado (DCF); múltiplos de mercado; contábil; mercado e liquidação. Entende-se que a escolha do método vai depender do objetivo pretendido. A seguir, serão explanados os principais métodos de *valuation*.

DCF é também conhecido como Avaliação pela Renda. Conforme Dutra (2020), nesse método a avaliação da empresa é realizada, computando os resultados de fluxos de caixa futuros para valor presente, subtraindo o valor da dívida líquida. Dada a abrangência desse método e aderência ao propósito do presente estudo, retoma-se esse conteúdo com maiores detalhes no item 2.4.

Avaliação pelos múltiplos de mercado: esse método se baseia na premissa que tanto a empresa de capital aberto quanto a de capital fechado possuem

parâmetros objetivos, tais como: Lucro Líquido, EBITDA<sup>4</sup>, Fluxo de Caixa Livre, que podem ser usados como indicadores comparativos e múltiplos. Para Casado (2014), parte-se do princípio de que, se no passado uma determinada companhia foi vendida por um múltiplo de “X”, e seja do mesmo segmento, com taxas de crescimento comparáveis, em tese a empresa em avaliação pode ser vendida por um múltiplo similar.

Entretanto, deve-se avaliar outros aspectos, tais como condições de mercado e sinergias específicas, que podem causar incoerência no resultado, caso sejam diferentes do cenário base. Com isso, observa-se um modelo superficial e entende-se que pode ser usado como método comparativo, mas associado a outro, que engloba critérios amplos no processo de avaliação do negócio.

A valoração pelo método contábil é uma metodologia que leva em consideração apenas as Demonstrações Financeiras. De Lima (2022) detalha que a valoração da firma é o montante do Patrimônio Líquido. O método não considera o que não faz parte do Balanço Patrimonial, como por exemplo: *expertise* da equipe de vendas, carteira de clientes, reputação e marca. Outro aspecto, é que o valor patrimonial pode estar composto por bens totalmente depreciados e o seu preço de mercado pode ser superior ao que consta no Balanço Patrimonial.

Percebe-se como um método limitado de *valuation*, pois desconsidera todo o contexto interno e externo de uma organização, e o valor dela é estritamente o Patrimônio Líquido. Ao negligenciar aspectos amplos, a avaliação da companhia pode ser comprometida, principalmente quando essa detém um potencial significativo para gerar caixa robusto no futuro. Isso torna-se evidente em situações como o lançamento de um novo produto, onde os reflexos no aumento do Patrimônio Líquido somente se concretizarão em um período subsequente.

A avaliação pelo mercado apresenta-se como forma de valorar empresas de capital aberto de maneira simples e objetiva. De Lima (2022) afirma que o cálculo é realizado com base no valor da cotação da ação da empresa a ser avaliada, multiplicado pela quantidade de ações. Pode ser uma forma inicial de verificar o

---

<sup>4</sup> Ebitda (em inglês, *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) é uma sigla que significa LAJIDA - “Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização” (DARONCO, 2022).

valor em que a empresa é negociada em bolsa de valores e pode ser associado a outro método de avaliação, como o DCF.

*Valuation* pela liquidação: esse método utiliza o valor líquido resultante da venda de todos os bens a valor de mercado, abatendo todo o Passivo Exigível. Casado (2022) especifica que o valor que sobra para o acionista é o valor patrimonial de liquidação.

Com isso, a precificação dos ativos é a valor de mercado e, de certa forma, corrige uma limitação da avaliação pelo método contábil. Assim o Patrimônio Líquido é avaliado de forma justa, pois há a necessidade de atualização dos valores de Ativos que possam estar defasados.

Em síntese, a seleção do método de avaliação pode refletir uma decisão pessoal de cada empreendedor ou investidor. No entanto, o DCF se destaca pela sua amplitude, atribuída à inclusão de maior variedade de componentes no processo, o que o torna recomendável para conduzir avaliações sólidas, independente do porte das empresas.

## **2.4 Fluxo de Caixa Descontado**

Considera-se o modelo DCF como de maior abrangência, dada sua metodologia que determina o valor acionário da empresa como sendo o valor de suas operações, descontando o Passivo Exigível. Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 136): “Os valores operacional e de endividamento são iguais aos respectivos fluxos de caixa descontados a taxas que reflitam o risco desses fluxos”.

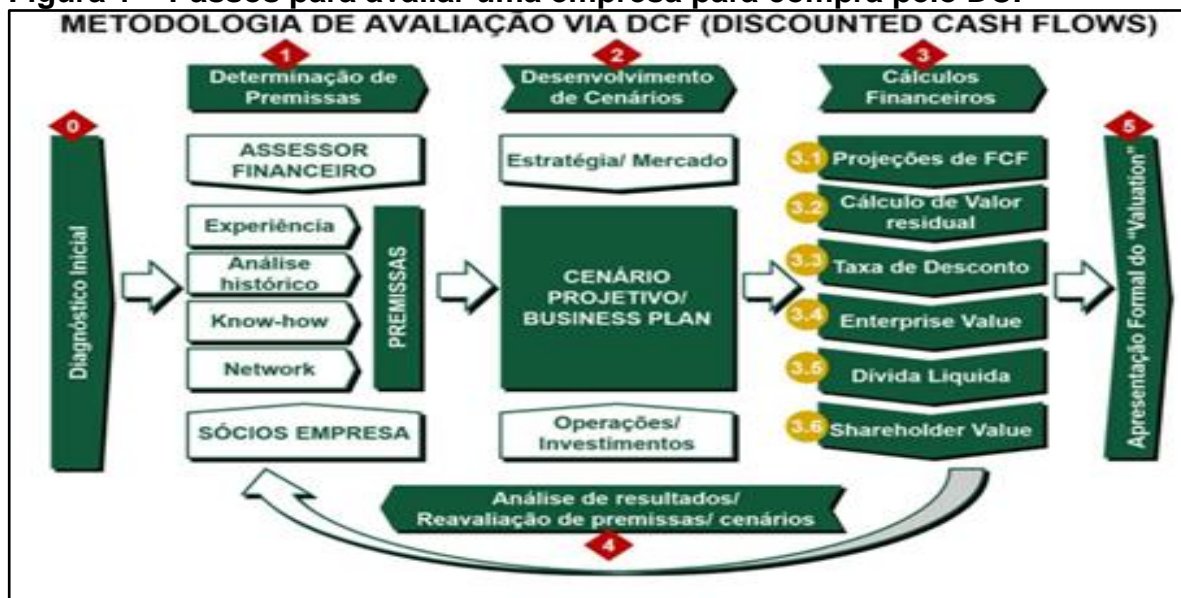
Ao pesquisar algumas empresas de consultoria que prestam serviços de *valuation*, percebe-se ajustes na metodologia do DCF. Visualizam-se pontos subjetivos que demonstram complementar os aspectos quantitativos. Como exemplo, na Figura 1 apresenta-se a metodologia utilizada por uma dessas organizações no mercado.

Conforme o fluxo do processo, fica evidenciado que são realizadas ponderações com os sócios da companhia, se consideram as estratégias de mercado, através do plano de negócios, e aborda os aspectos intangíveis. Nesse contexto, os estágios 1 e 2 demonstram componentes subjetivos.

Na etapa 3, são realizadas as projeções e cálculos financeiros, e se percebe que a metodologia do DCF é colocada em prática. Por fim, conforme o fluxo, na

etapa 4 há a sugestão de uma eventual reavaliação de premissas e chegando à fase final, que é a apresentação do relatório do *valuation*, quando caberá às partes interessadas iniciar a negociação.

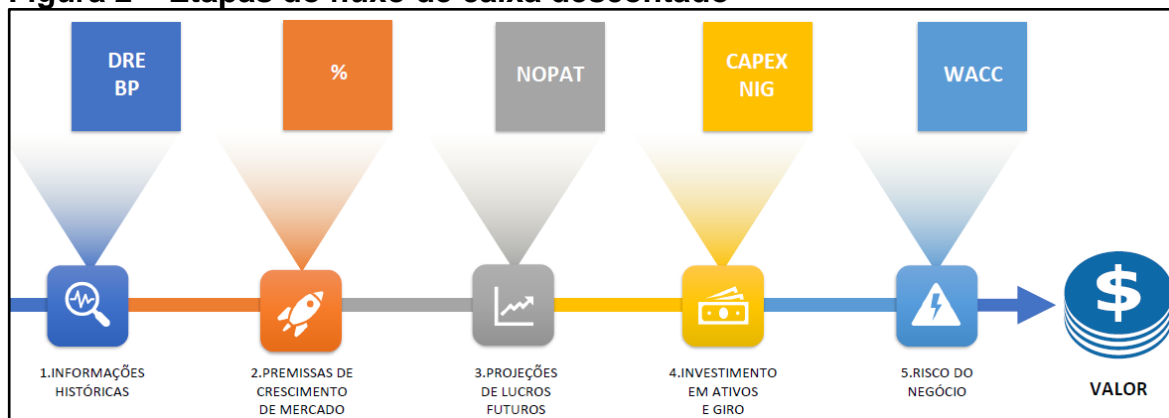
**Figura 1 – Passos para avaliar uma empresa para compra pelo DCF**



Fonte: Dutra (2020).

No trabalho de De Lima (2022), é apresentada uma abordagem metodológica, focando os aspectos quantitativos, conforme representado na Figura 2. Percebe-se que a metodologia abrange todos os elementos essenciais para a determinação do valor justo da empresa. Segundo o autor, o método do DCF é reconhecido por sua abrangência, uma vez que incorpora fatores históricos, ativos imobilizados, rentabilidade, projeções de mercado, base de clientes, valor da marca e riscos inerentes.

**Figura 2 – Etapas do fluxo de caixa descontado**



Fonte: De Lima (2022).



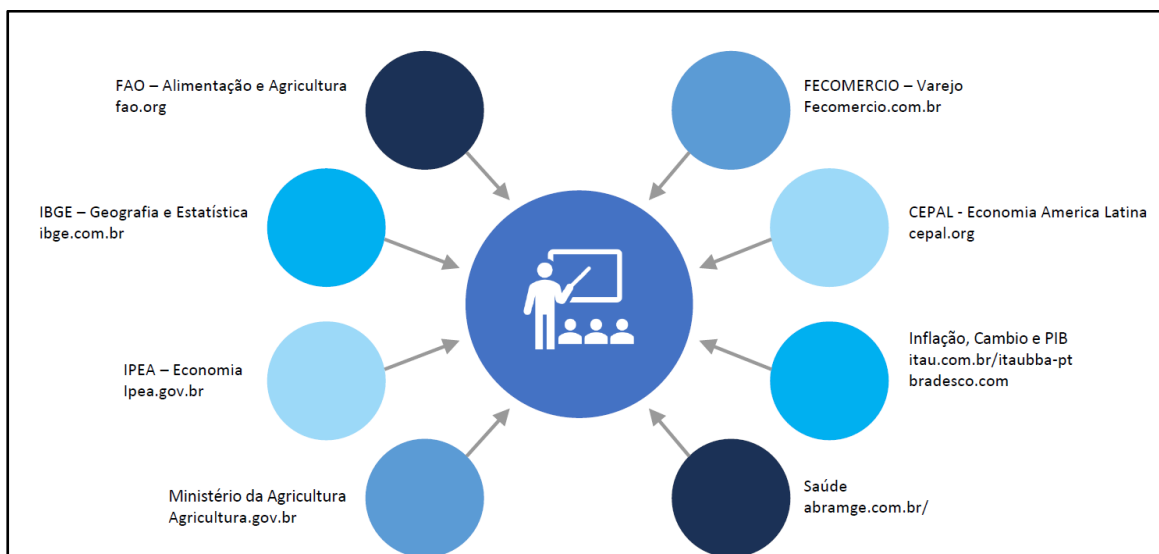
Conforme a Figura 2, são obtidas as Demonstrações Financeiras históricas, avaliam-se as premissas de crescimento, visando as projeções futuras, considerando os aspectos de investimentos em capital, ponderando acerca dos riscos do negócio e a conclusão sobre o valor da companhia.

Ao se consultar nas literaturas de especialistas, jornais, artigos e livros, incluindo os trabalhos realizados por empresas de consultoria, há diversas formas de proceder com a aplicação do DCF para realizar o *valuation*. A seguir, detalham-se os passos considerados básicos para se chegar ao valor de uma empresa.

Estimar os fluxos de caixa futuros: primeiro, projeta-se os resultados da geração de caixa da empresa, para que seja possível entender o potencial financeiro do negócio. Em geral, observa-se que o horizonte de cinco anos é o mais praticado. Para realizar a projeção, Teixeira (2018), cita alguns exemplos de premissas, tais como: produtos que serão vendidos; qual será a região geográfica a ser atendida pela empresa; despesas de comercialização; propaganda e os canais de vendas que serão utilizados.

Além dos fatores internos já citados, pode ser apropriado adicionar uma análise macroeconômica, buscando consistência na projeção. Nesse sentido, De Lima (2022) menciona que é fundamental entender os setores que influenciam diretamente na cadeia do negócio. Adiciona algumas fontes de dados que podem ser utilizadas, sendo eles expostos na Figura 3. Cabe ao profissional que realiza a projeção, selecionar os indicadores que melhor se aplicam ao tipo de empresa em avaliação.

**Figura 3 – Fontes de indicadores usados na projeção de caixa futuro.**



Fonte: De Lima (2022).

Conforme Figura 3, a partir de cada área de conhecimento e instituto de pesquisa ligado ao mercado, se utiliza os indicadores aderentes ao negócio em avaliação. No transporte rodoviário de cargas e logística, por exemplo, as possíveis fontes de indicadores seriam, entre outros, o IBGE<sup>5</sup>, IPEA<sup>6</sup>, FIERGS<sup>7</sup>, CNI<sup>8</sup>, FECOMÉRCIO e CNT<sup>9</sup>. Além dos pontos listados na referida figura, pode-se adicionar indicadores disponibilizados pelo Banco Central do Brasil (2023).

Observa-se certo nível de subjetividade nessa fase, visto que a estimativa dos fluxos de caixa futuros é baseada em projeções e análises que podem envolver incertezas e riscos. Portanto, entende-se que demanda elevado cuidado na obtenção de dados precisos para definir a taxa de crescimento e realizar a projeção dos resultados futuros de caixa gerados pela companhia.

Taxa de desconto: no DCF é essencial que seja definida a taxa de desconto apropriada ao negócio. Conforme Teixeira (2018), é comum recorrer ao custo de capital utilizado, seja ele próprio ou de terceiros e quando há mais de uma fonte de recursos, esse custo é conhecido pela sigla WACC (*Weighted Average Capital Cost*), ou Custo Médio Ponderado de Capital.

No que tange a investimentos, a taxa de desconto pode ser expressa como taxa mínima de atratividade. Conforme Reis (2021), esse instrumento é útil ao

<sup>5</sup> Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

<sup>6</sup> Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

<sup>7</sup> Federação das Indústrias do Estado do Rio Grande do Sul.

<sup>8</sup> Confederação Nacional da Indústria.

<sup>9</sup> Confederação Nacional do Transporte.

investidor para avaliar se um investimento vale a pena ou não, ou seja, ela apresenta uma rentabilidade percentual, sob a qual um investimento passa a ser interessante.

Após a projeção dos resultados futuros e definida a taxa de desconto/atratividade, corrige-se os valores em termos atuais e somam-se todos, conforme Equação 1, demonstrada na Figura 4.

**Figura 4 – Equação 1: cálculo do valor presente dos resultados projetados**

$$\text{Valor Presente} = \frac{FC_1}{(1+i)^1} + \frac{FC_2}{(1+i)^2} + \frac{FC_3}{(1+i)^3} + \frac{FC_4}{(1+i)^4} + \frac{FC_5}{(1+i)^5} + \frac{FC_6}{(1+i)^6} + \dots$$

FC = Fluxo de Caixa de cada ano  
i = taxa

Fonte: Serra e Wickert (2014, p. 30).

O último passo, que precede a conclusão acerca do valor do negócio, é o cálculo da perpetuidade, a qual, conforme Martins (2001), é um elemento relevante para a avaliação da empresa e trata-se do valor que o negócio possuirá após o período de projeção dos fluxos de caixa. Gondim (2021, p. 02) afirma que “[...] o modelo também é conhecido por “modelo de crescimento perpétuo”. Em avaliação econômica (*valuation*) estamos projetando a capacidade futura de geração de caixa de uma empresa”. Realiza-se o cálculo através da Equação 2 (FIGURA 5).

**Figura 5 – Equação 2: cálculo da perpetuidade**

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCL(t) \times (1+i)}{CMePC - i}$$

FCL (t): fluxo de caixa do último período da projeção;  
CMePC = custo médio ponderado de capital;  
i = taxa de crescimento

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p. 283).

Para aplicar a Equação 2, adota-se o resultado do fluxo de caixa projetado do último período. Como exemplo, ao considerar uma projeção de cinco anos, o FCL(t) da fórmula receberá o valor projetado do fluxo referente ao quinto ano. O CMePC, ou custo médio ponderado de capital, é a taxa de desconto/atratividade utilizada no cálculo do valor presente dos resultados projetados. A taxa de crescimento “i” também deve ser a mesma utilizada nas projeções dos resultados. Para corrigir a perpetuidade a valor presente, aplica-se a Equação 1, tomando-se

como referência o último período, que no referido exemplo é o FC5. Portanto, a fórmula, nesse caso, é  $FC5 / (1+i)^5$ .

O *valuation* que resulta do DFC é a soma de todos os valores presentes dos fluxos de caixa futuros e da perpetuidade, abatendo-se a dívida líquida da empresa. Para a conclusão acerca do valor unitário por ação, divide-se o resultado pela quantidade em que o patrimônio é fracionado.

A utilização dos métodos abordados é fundamental para se realizar o *valuation* de empresas. Alguns deles caracterizam-se por aspectos quantitativos e objetivos, ao passo que outros adicionam critérios subjetivos para auxiliar no processo para chegar ao valor justo de uma companhia.

### 3 METODOLOGIA

Neste tópico, se apresenta a metodologia empregada no estudo, delineando a abordagem conceitual adotada no processo de pesquisa. Subsequentemente, são abordados os direcionadores que irão guiar as análises, aos objetivos estabelecidos no artigo. Antes disso, se caracterizam as empresas envolvidas na análise dos dados.

#### 3.1 Caracterização das Empresas

O presente estudo utiliza duas empresas do segmento de transporte rodoviário de cargas e logística listadas na B3<sup>10</sup>, sendo elas a JSL S.A.<sup>11</sup> e a Sequoia Logística e Transportes S.A.<sup>12</sup> Essas empresas possuem diferentes períodos de atuação no mercado. A JSL S.A., cujas ações são negociadas sob o

---

<sup>10</sup> Pesquisa-se pelo nome da companhia e na seção Composição do Capital Social, consta o número total da composição acionária. Já as cotações das ações na B3 se consulta em [https://b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/](https://b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/), utilizando o código - JSLG3 e SEQL3 nos casos em estudo.

<sup>11</sup> No caso da JSL S.A. o endereço eletrônico é o <https://ri.jsl.com.br/central-de-resultados/>. O item Releases de Resultados contém as demonstrações de cada trimestre, entre outras análises. Seleciona-se o 4T (quarto trimestre) dos anos de 2020 e 2022, os quais contém os fechamentos anuais e é disponibilizado em arquivos PDF. Os Relatórios de Resultados possuem os indicadores do ano corrente e do anterior como referência, portanto ao utilizar os arquivos de 2020 e 2022, contemplam-se as demonstrações necessárias para os quatro anos definidos para realizar as análises.

<sup>12</sup> Os dados da Sequoia Logística e Transportes S.A., estão disponíveis no endereço eletrônico <https://ri.sequoialog.com.br/informacoes-financieras/central-de-resultados/> e, de forma similar à JSL, seleciona-se as demonstrações dos últimos trimestres de 2020 e 2022. Outra informação necessária é o total de ações das empresas, disponível em [https://b3.com.br/pt\\_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm](https://b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm).

código JSLG3, conforme site, tem uma história que remonta à década de 1950, quando foi fundada e iniciou suas operações em Moji das Cruzes, SP. Na década de 1970, realizou sua primeira aquisição de outra companhia, que era três vezes maior que ela.

A transportadora, que começou como uma organização familiar, continuou a crescer e diversificar suas operações, adquirindo várias outras ao longo do tempo. Hoje, é uma das principais integrantes do setor de transporte rodoviário de cargas e logística no Brasil, com presença também no mercado internacional. Sua abertura de capital na B3 ocorreu em 2010.

A Sequoia Logística e Transportes S.A., tem suas ações negociadas sob o código SEQL3. De acordo com informações disponíveis no site, suas atividades iniciaram em 2010, quando foi fundada por dois sócios. Nos anos seguintes, em 2012 e 2014, a empresa recebeu investimentos de um banco e um fundo de investimentos.

Assim como a JSL, a Sequoia também expandiu suas operações por meio de aquisições de outras empresas do mesmo setor e, em 2020, realizou a abertura de capital na B3. O objetivo declarado da Sequoia, conforme o Relatório de Resultados de 2022, é se tornar líder em operações logísticas de *e-commerce* e tecnologia.

A escolha pelas companhias ocorre por conta das características semelhantes das operações. Elas trabalham tanto com cargas fracionadas quanto fechadas e atuam apenas no modal rodoviário. Prestam serviços de armazenamento e realizaram aquisições de concorrentes para complementar o portfólio de serviços.

### **3.2 Método da Pesquisa**

O presente artigo utiliza as Demonstrações Financeiras das empresas para aplicar os métodos de valoração, traçando um paralelo entre os resultados, associando comparativos com as cotações na B3. Assim, a metodologia se qualifica como pesquisa exploratória.

Na abordagem do problema, foram utilizados os dados disponíveis nos sites das empresas. Trata-se de uma pesquisa qualitativa e quanto ao procedimento técnico, ela é bibliográfica e documental.

Ao alinhar-se com os propósitos fixados, adota-se uma abordagem metodológica experimental, amparada por dados secundários. Portanto, vale ressaltar que a seção de Relação com Investidores, acessível nos websites das empresas de capital aberto, desempenha um papel central. A seção não apenas concede acesso irrestrito às Demonstrações Financeiras das empresas, mas também serve como uma fonte fidedigna de informações.

A partir dos Relatórios de Resultados das respectivas companhias, alimentam-se planilhas do *Microsoft Excel*, que é o instrumento para realizar as análises dos dados e aplicação dos métodos de *valuation*.

Dado que a escolha das empresas é efetuada por critérios de conveniência, conforme justificado, considerando que a amostragem carece de uma estrutura estatística rigorosa e o pesquisador seleciona elementos acessíveis - no caso em questão, as Demonstrações Financeiras - para a condução de um estudo exploratório de natureza qualitativa, a amostra é categorizada como não probabilística por conveniência.

## **4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS DADOS**

Conforme Gil (2008), a apresentação e análise dos dados é a parte central do trabalho, elencando os dados coletados, e descrevendo os testes realizados. Portanto, são evidenciados alguns indicadores selecionados nas Demonstrações Financeiras das empresas, os desempenhos delas na B3 e adicionando-se uma explanação prévia. Posteriormente, e em linha com o objetivo geral do presente estudo, se procede as análises das Demonstrações Financeiras e realizam-se os *valuations*.

### **4.1 Desempenho das Empresas**

Neste bloco, apresenta-se uma visão geral e analisa-se o histórico do desempenho das companhias, elencando quatro indicadores selecionados nas Demonstrações Financeiras, além da apresentação dos preços das suas ações na B3, no período de dois anos.

Lista-se, na Tabela 1, os indicadores da JSL S.A. Para a avaliação anual, adota-se o período de 2019 a 2022, dado que o ano inicial das publicações dos

resultados da Sequoia Logística e Transportes S.A. é 2019, em função da sua data de abertura de capital.

**Tabela 1 – Demonstrações financeiras da JSL (R\$ milhões)**<sup>13</sup>

Demonstrações Financeiras	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	R\$ 3.699,60	R\$ 3.387,00	R\$ 5.148,40	R\$ 7.133,70
EBITDA <sup>14</sup>	R\$ 514,00	R\$ 431,50	R\$ 670,20	R\$ 1.088,30
Resultado (Lucro Líquido)	R\$ 28,30	R\$ 53,50	R\$ 272,50	R\$ 194,20
Fluxo de Caixa Livre	R\$ 526,00	R\$ 398,10	R\$ 484,60	R\$ 1.288,00
Dívida Líquida	R\$ 3.101,70	R\$ 1.632,30	R\$ 2.672,20	R\$ 3.418,50

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

A companhia apresenta, em relação aos demais indicadores, desempenho melhor na evolução do Fluxo de Caixa Livre no último ano, aumentando 166,1%, apesar da Receita Bruta crescer 38,5%, demonstrando melhora na eficiência. A performance operacional aumentou, também ao comparar 2022 em relação a 2021, indicado pelo EBITDA, pois passou a representar 15,25% em 2022, ante aos 13,02% do ano anterior.

**Gráfico 1 – Cotação das ações da JSL S.A (JSLG3) na B3, no período de out/2021 a set/2023**



Fonte: B3 (2023).

Com o intuito de verificar o comportamento dos preços negociados no mercado, apresenta-se no Gráfico 1 o histórico de negociações dos últimos dois anos da JSL. Constata-se que a cotação máxima ficou acima de R\$ 12,00 em julho

<sup>13</sup> Dados extraídos das Demonstrações Financeiras Consolidadas disponíveis nos relatórios anuais de resultados.

<sup>14</sup> Quando disponível nas Demonstrações Financeiras, utiliza-se o EBITDA Ajustado.

de 2021 e a mínima foi de R\$ 4,20 em julho de 2022. Sendo negociada no dia 13 de setembro de 2023 – data da geração do Gráfico 1 – ao preço de R\$ 8,87 no fechamento do pregão – patamar semelhante ao que estava em agosto de 2021.

A segunda empresa analisada, a Sequoia, conforme demonstrações listadas na Tabela 2, possui comportamento diverso. Apesar da Receita Bruta e EBITDA apresentarem crescimentos em 2022, comparado com 2021, o Lucro Líquido caiu 82% - inclusive representava 2,85% da Receita Bruta em 2021, passando para 0,4% em 2022. Já o Fluxo de Caixa Livre, que não está disponível de forma explícita nos Relatórios de Resultados de 2019 e 2020, evoluiu do débito de 95 milhões em 2021 para o crédito de 5,2 milhões em 2022.

Cabe ressaltar que o EBITDA em 2019 representava 7,8% da Receita Bruta, e em 2022 passou para 10,8%, indicando melhora no resultado operacional no período de quatro anos. Entretanto, o Lucro Líquido no último ano foi o pior no período, o que pode indicar aumento de despesas financeiras.

**Tabela 2 – Demonstrações financeiras da Sequoia (R\$ milhões)**<sup>15</sup>

Demonstrações Financeiras	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	R\$ 607,90	R\$ 1.180,00	R\$ 1.808,90	R\$ 2.145,90
EBITDA <sup>16</sup>	R\$ 47,60	R\$ 89,80	R\$ 202,30	R\$ 232,10
Resultado (Lucro Líquido)	R\$ 15,10	R\$ 42,70	R\$ 51,70	R\$ 9,30
Fluxo de Caixa Livre	nd	nd	- R\$ 95,00	R\$ 5,20
Dívida Líquida	R\$ 176,00	-R\$ 20,10	R\$ 297,30	R\$ 439,60

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

O desempenho da Sequoia na B3 é evidenciado no Gráfico 2. Percebe-se a forte queda do preço das ações. Conforme o gráfico, na primeira semana de setembro de 2021, a cotação máxima foi R\$ 20,76, e, dois anos depois, o papel era negociado ao preço de R\$ 0,54. Ou seja, a queda foi de aproximadamente 97% no período, o que pode indicar que o preço da ação já estava refletindo a queda no Lucro Líquido da companhia e, possivelmente, outros aspectos que não fazem parte das Demonstrações Financeiras, mas que foram percebidos pelos investidores.

<sup>15</sup> Dados extraídos das Demonstrações Financeiras Consolidadas disponíveis nos relatórios anuais de resultados.

<sup>16</sup> Quando disponível nas Demonstrações Financeiras, utiliza-se o EBITDA Ajustado.



**Gráfico 2 – Cotação das ações da Sequoia (SEQL3) na B3, no período de out 2021 a set 2023**



Fonte: B3 (2023).

## 4.2 Valuation pelos Múltiplos

Conforme afirma Dutra (2023), é possível realizar comparativo entre duas ou três empresas similares e calcular seus múltiplos. Para a presente análise, utiliza-se como referência os múltiplos do EBITDA em relação ao preço em que empresas do segmento em estudo foram vendidas, já que, segundo o autor, o método é muito utilizado no mercado de fusões e aquisições.

Ao pesquisar notícias sobre aquisições na área de transporte de cargas e logística, verifica-se que as companhias em estudo realizaram compras de outras do mesmo segmento, e no mesmo período de quatro anos em análise no presente trabalho. As compras realizadas pela Sequoia não possuem números das transações divulgadas, entretanto as da JSL estão explícitas e serão utilizadas como referência.

**Tabela 3 – Empresas de transporte adquiridas pela JSL S.A. (R\$ milhões)**

Empresas adquiridas pela JSL S.A.	Preço Aquisição	EBITDA	Múltiplo
IC Transportes <sup>17</sup>	587	133	4,41x
Transportadora Marvel <sup>18</sup>	359	62	5,79x

<sup>17</sup> <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/jsl-jslg3-anuncio-da-aquisicao-da-ic-transportes/> Acesso: 17 set. 2023.

<sup>18</sup> Notícia disponível em: <https://conteudos.xpi.com.br/acoes/relatorios/jsl-jslg3-quinta-fusao-e-aquisicao-em-menos-de-um-ano-positivo/>. Acesso: 17 set. 2023.

Transportadora Rodomeu Ltda e Unileste Transportes Ltda <sup>19</sup>	97	20	4,85x
Total:	1.043	215	4,85x

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

A coluna Múltiplo, da Tabela 3, é resultado da divisão da coluna Preço Aquisição pela coluna EBITDA. Ao tomar como exemplo a IC Transportes, que possuía um EBITDA de 133 milhões, a JSL pagou 587 milhões, ou seja, registrou um múltiplo de 4,41 vezes.

Conforme última linha da Tabela 3, para se concluir acerca de um múltiplo médio, procede-se com a soma de todos os negócios realizados e divide-se pelo EBITDA total, chegando a 4,85 vezes. Esse fator será utilizado como múltiplo na avaliação das empresas em estudo. Ressalta-se que o Preço Aquisição da tabela, é o total negociado de cada companhia, incluindo suas dívidas.

**Tabela 4 – Valuation das empresas, através dos múltiplos de mercado (EBITDA e *Valuation* em R\$ milhões)**

Empresa avaliada	EBITDA	Múltiplo	<i>Valuation</i>	Quantidade de Ações	<i>Valuation</i> por Ação
JSL S.A.	1.088,3	4,85 x	5.278	286.431.078	R\$ 18,42
Sequoia Logística e Transportes S.A.	232,1	4,85 x	1.125	206.985.433	R\$ 5,44

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

A Tabela 4 contém as valorações das empresas através dos múltiplos. Em síntese, para a conclusão sobre o *valuation*, multiplica-se o EBITDA de cada avaliada, pelo fator definido de 4,85 vezes. A JSL, nesse método, possui o valor de mercado de 5,233 bilhões de reais, visto que o EBITDA do ano de 2022 foi de 1,088 bilhões. Ao dividir a valoração da companhia pela sua quantidade de ações, resulta no preço unitário de R\$ 18,42. Já a Sequoia, que gerou um EBITDA de 232,1 milhões em 2022, apresenta o valor de mercado de 1,125 bilhões e registra o *valuation* de R\$ 5,44 por ação.

<sup>19</sup> Notícia disponível em: [https://conteudos.xpi.com.br/renda-fixa/relatorios/jsl-fecha-contrato-de-aquisicao-da-transportadora-rodomeu/#:~:text=A%20adquirida%20possui%20frota%20pr%C3%B3pria,EBITDA%20de%20R%24%20%20mil%C3%B5es](https://conteudos.xpi.com.br/renda-fixa/relatorios/jsl-fecha-contrato-de-aquisicao-da-transportadora-rodomeu/#:~:text=A%20adquirida%20possui%20frota%20pr%C3%B3pria,EBITDA%20de%20R%24%20%20mil%C3%B5es.). Acesso: 17 set. 2023.

### 4.3 Valuation pelo Fluxo de Caixa Descontado

O fluxo de caixa descontado se caracteriza por ser mais abrangente e criterioso que o anterior. Conforme Teixeira (2018), nesse método o preço da companhia é representado pelo valor presente dos fluxos de caixa futuros, subtraindo a dívida líquida. O Fluxo de Caixa Livre das empresas em análise, é o resultado de caixa obtido nas Demonstrações Financeiras, e será utilizado na projeção de 2023 até 2027, utilizando-se como ano-base 2022.

Para estimar os resultados futuros, primeiramente se define a taxa de crescimento. De Lima (2022) afirma que é fundamental entender os setores que influenciam diretamente na cadeia do negócio. Ao considerar que o segmento em estudo pode ser influenciado pelo crescimento do país, adota-se o PIB do transporte rodoviário de cargas, medido no primeiro trimestre de 2023, que, conforme a Confederação Nacional do Transporte, foi 1,2%<sup>20</sup>.

O próximo passo é a definição da taxa de desconto, ou seja, a taxa de atratividade, para mensurar os valores projetados em termos atuais. Conforme Dutra (2023), existe metodologia específica para calcular, mas o autor afirma que cada investidor trabalha com um custo de capital diferente.

Conforme Reis (2021, 01), a taxa mínima de atratividade “[...] é um indicador que expressa a remuneração mínima que um investimento precisa oferecer para que ele valha a pena economicamente”. Para os cálculos do DCF nas avaliações a seguir, se utiliza o CDI<sup>21</sup>, que atualmente está em 13,15%<sup>22</sup>.

A primeira empresa a ser avaliada pelo DCF é a JSL S.A., a qual apresenta melhor desempenho tanto na B3 quanto nas Demonstrações de Resultados, conforme analisado anteriormente.

**Tabela 5 – Valuation da JSL S.A. pelo fluxo de caixa descontado (R\$milhões, exceto preço da ação)**

CÁLCULO DO VALOR DA COMPANHIA PELO MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO						
1 – Anos	2022	2023	2024	2025	2026	2027
2 - Fluxo de Caixa Livre projetado	R\$ 1.288,00	R\$ 1.303,50	R\$ 1.319,10	1.334,90	R\$ 1.350,90	R\$ 1.367,20

<sup>20</sup> Fonte: Boletim de conjuntura econômica da CNT (Confederação Nacional do Transporte). Disponível em: <https://cnt.org.br/documento/b7db5f9a-ad49-41f4-8d27-7958ade7b8f1>. Acesso: 17 set. 2023.

<sup>21</sup>. CDI – Certificado de Depósito Interbancário. Indexador utilizado para definir o rendimento de investimentos, tais como os CDB's. Fone: <https://www.sun.com.br/guias/cdi/> Acesso: 17 set. 2023.

<sup>22</sup> Fonte: <https://www.bcb.gov.br/htms/SELIC/SELICdiarios.asp?frame=1>. Acesso: 17 set. 2023.

3 - Valor presente do resultado projetado	R\$ 1.152,00	R\$ 1.030,30	R\$ 921,50	R\$ 824,20	R\$ 737,20
4 - Soma dos valores presente do fluxo de caixa projetado					R\$ 4.665,20
5 – Perpetuidade					R\$ 11.578,30
6 - Valor Presente da Perpetuidade (VPL de 5)					R\$ 6.242,70
7 - Valor presente total da companhia (4 + 6)					R\$ 10.907,90
8 - Dívida líquida					R\$ 3.418,50
9 - <i>Valuation</i> da JSL S.A. (7 – 8)					R\$ 7.489,40
10 - Número de ações					286.431.078
11 - Preço da ação (JSLG3) (divisão do item 9 pelo 10)					R\$ 26,15

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Conforme Tabela 5, na linha 2, realiza-se a projeção do resultado do ano de 2022, refletindo as expectativas anuais de fluxos de caixa futuros gerados pela empresa. O valor de 1,288 bilhões de reais, que, aplicado a taxa de crescimento anual de 1,2%, atinge 1,367 bilhões de reais em 2027. Após, aplica-se a fórmula de cálculo para a correção dos resultados futuros a valores presentes, utilizando a taxa de desconto/atratividade de 13,15%, conforme detalha-se a seguir.

$$VPL = \frac{1.303,5}{(1+0,1315)^1} + \frac{1.319,10}{(1+0,1315)^2} + \frac{1.334,9}{(1+0,1315)^3} + \frac{1.350,9}{(1+0,1315)^4} + \frac{1.367,2}{(1+0,1315)^5}$$

$$VPL = 1.152 + 1.030,3 + 921,5 + 824,2 + 737,2 = 4.695,2$$

O item 4 da tabela, apresenta a simples soma de todos os valores presentes nas projeções anuais. A linha 5 exibe o resultado da fórmula de cálculo da perpetuidade, que totaliza 11,578 bilhões de reais, ou 6,242 bilhões, quando trazidos a valores atuais (item 6), conforme as memórias dos cálculos detalhados a seguir.

$$\text{Perpetuidade} = \frac{1.367,2 \times (1+0,012)}{0,1315 - 0,012} = 11.578,3$$

$$\text{VPL Perpetuidade} = \frac{11.578,30}{(1+0,1315)^5} = 6.242,7$$

Destaca-se que, conforme Martins (2001), a perpetuidade é o fluxo de caixa que ocorrerá indefinidamente, após o período de projeção. Portanto, o valor inicial a ser utilizado como base na fórmula, é 1,367 bilhões, referente ao ano de 2027, incluindo a taxa de crescimento (1,12%) e a de desconto/atratividade (13,15%).

Para a correção da perpetuidade a valores presentes, também se utiliza o período de cinco anos.

A conclusão sobre a valoração da JSL S.A., após a aplicação do método DCF, é que resulta no montante de 7,489 bilhões de reais. Ao diluir o *valuation* pelo número de ações que compõem o patrimônio da companhia, obtém-se o preço por ação de R\$ 26,15.

Visando contemplar os objetivos do presente estudo, realiza-se a segunda avaliação, através do método do fluxo de caixa descontado. O detalhamento da aplicação do método às Demonstrações Financeiras da Sequoia Logística e Transportes S.A. é explicitado na Tabela 6.

**Tabela 6 – Valuation da Sequoia Logística e Transportes S.A. pelo fluxo de caixa descontado (R\$ milhões, exceto preço da ação)**

CÁLCULO DO VALOR DA COMPANHIA PELO MÉTODO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO						
1 - Anos	2022	2023	2024	2025	2026	2027
2 - Fluxo de Caixa Livre projetado	R\$ 5,20	R\$ 5,30	R\$ 5,30	R\$ 5,40	R\$ 5,50	R\$ 5,50
3 - Valor presente resultado projetado		R\$ 4,80	R\$ 4,50	R\$ 4,20	R\$ 3,90	R\$ 3,60
4 - Soma dos valores presentes do fluxo de caixa projetado						R\$ 21,00
5 – Perpetuidade						R\$ 46,70
6 - Valor presente da Perpetuidade (VPL de 5)						R\$ 25,20
7 - Valor presente total da companhia (4 + 6)						R\$ 46,20
8 - Dívida líquida						R\$ 439,60
9 - Valuation da Sequoia Logística e Transportes S.A. (7 – 8)						-R\$ 393,40
10 - Número de ações						206.985.433
11 - Preço da ação (SEQL3) (divisão do item 9 pelo 10)						-

Fonte: Elaborado pelo autor (2023).

Após as projeções e ajustes a valores presentes dos fluxos de caixa futuros, incluindo a perpetuidade, se conclui que a companhia vale 46,7 milhões. Contudo, conforme Demonstrações Financeiras, ela acumula endividamento líquido de 439,6 milhões. Ao concluir que o valor final da Sequoia é 393,4 milhões negativos, descarta-se o DCF para definir o preço por ação, já que, por consequência, seria negativo.

Ao concluir as avaliações das duas empresas de transporte rodoviário de carga e logística, utilizando os métodos de múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado, com base nas suas Demonstrações Financeiras, se alcança o segundo objetivo específico do artigo.

#### 4.4 Análise Comparativa dos Resultados

Procede-se no presente bloco com a análise comparativa dos resultados dos *valuations* realizados, contemplando o terceiro objetivo estabelecido para o estudo, além de responder ao problema de pesquisa.

Em suma, as companhias possuem resultados distintos. A JSL S.A. (JSLG3) registrou valoração resultado dos métodos que permitiu concluir sobre seu valor por ação. Já em relação à Sequoia Logística e Transportes S.A., foi possível precificar a ação somente através do *valuation* por múltiplos, já que usando o DCF seu endividamento comprometeu o resultado

**Tabela 7 – Resultados das avaliações, comparado com as negociações na B3**

Empresa avaliada	Data Balanço	Valuation por ação ( DCF)	Valuation por ação (Múltiplos)	Cotação na data da divulgação do balanço	Cotação em 15/09/2023
JSL S.A. (JSLG3)	14/02/2023	R\$ 26,15	R\$ 18,42	R\$ 6,84	R\$ 8,85
Sequoia Logística e Transportes S.A. (SEQL3)	30/03/2023	-	R\$ 5,44	R\$ 12,40	R\$ 0,54

Fonte: elaborado pelo acadêmico (2023)

Ao analisar os dados organizados na Tabela 7, quanto ao resultado atribuído através do fluxo de caixa descontado referente à JSL, conclui-se que o preço por ação fica 282% superior ao registrado na B3. No fechamento do mercado, na data da divulgação do balanço, era negociada a R\$ 6,84. Ao considerar o resultado do método de *valuation* pelos múltiplos, o preço por ação é R\$ 18,42. Pode-se dizer que o potencial de alta era de 169% naquela data. Em suma, o investidor poderia selecionar a JSLG3 para compra.

Por outro lado, no *valuation* da Sequoia, o método DCF foi descartado, uma vez que o resultado é negativo. Todavia, através dos múltiplos, a valoração resultou no preço por ação no patamar de R\$ 5,44. Entretanto, a companhia era negociada em bolsa, na divulgação dos resultados, por R\$ 12,40, ou seja, aproximadamente 127% acima do valor apurado através do método. Por consequência, a decisão do investidor deveria ser por declinar da escolha da SEQL3, visto que o DCF não foi aplicável em função da dívida líquida e, pelos múltiplos, indicou que a empresa já valia menos do que estava sendo negociada no mercado.

Por fim, ao avaliar as cotações das ações no dia 15/09/2023, é possível perceber que as recomendações baseadas nos *valuations* seriam acertadas. A JSLG3 registrou alta de 29,4%, se comparado com o preço de 14/02/2023. Embora esse resultado seja inferior ao potencial de valorização, vale ressaltar que o CDI registrava 1,03% ao mês e os ganhos com a alta das ações representaria 3,75% ao mês. Já a SEQL3 estava sendo negociada com uma queda de 95,6% no fechamento de 15 de setembro, em relação ao preço de 30/03/2023, confirmando que as ações deveriam ter sido descartadas.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente estudo, motivado por razões pessoais do autor relacionadas a avaliação de empresas e investimento em bolsa, teve como objetivo geral: adotar as ferramentas de avaliação de empresas, utilizando as Demonstrações Financeiras de duas companhias listadas na B3. Com isso buscava-se responder ao problema de pesquisa: Como os métodos de valoração de empresas são úteis para constituir um *portfólio* de ações de empresas de capital aberto negociadas na bolsa de valores?

Para tanto, além da revisão bibliográfica para subsidiar a análise de dados, realizou-se a avaliação de duas empresas no setor de transporte rodoviário de cargas e logística, listadas na Bolsa de Valores brasileira (B3): a JSL S.A. e a Sequoia Logística e Transportes S.A. Para atingir os objetivos, foram empregados dois métodos distintos: o fluxo de caixa descontado (DCF) e a avaliação por múltiplos. A análise comparativa dos resultados obtidos, em relação ao preço de mercado das ações, permite concluir que a utilização dos métodos se revela de grande relevância para subsidiar a tomada de decisão de investimento na B3.

O método do fluxo de caixa descontado apresenta dois aspectos fundamentais que merecem destaque: a taxa de crescimento e a de desconto/atratividade. A taxa de crescimento foi calculada com base na evolução do PIB do setor de transporte. É importante observar que fatores internos da companhia, não conhecidos, podem impactar essa taxa, como por exemplo a aquisição de empresas concorrentes.

Já a taxa de desconto/atratividade usada no estudo, está relacionada à renda fixa (CDI). Destaca-se que toda variação nesse fator, pode resultar em diferenças significativas nos valores presentes nas estimativas de resultados futuros. Portanto, é essencial reconhecer que o DCF pode apresentar variações relevantes no *valuation* da empresa devido a essas influências.

Um ponto crítico a ser considerado é que o uso desse método poderá resultar em um valor negativo da empresa, quando o endividamento supera as expectativas de geração futura de caixa. Contudo, esse aspecto pode servir de critério de exclusão de ações de companhias que possuem essa característica.

Quanto à avaliação por múltiplos, por sua vez, se baseia em critérios de mercado, o que a torna menos suscetível às expectativas individuais dos investidores. No estudo, adotou-se múltiplos do EBITDA, com base em avaliações das aquisições realizadas por uma das empresas envolvidas.

Os resultados observados nas comparações entre o preço por ação resultante do valor da empresa e os negociados no mercado foram conclusivos. Ao considerar que o *valuation* é realizado a partir das Demonstrações Financeiras publicadas entre fevereiro e março de 2023, interpreta-se que a JSL tinha potencial de alta. Já a Sequoia apresentava comportamento diverso.

De forma hipotética, se o investidor tivesse utilizado os métodos aplicados no estudo, para adquirir as ações da JSL S.A. (JSLG3), e nas datas anteriormente mencionadas, ao realizar a venda em setembro de 2023, geraria um lucro de quase 30%. Ou seja: teria resultado superior ao da renda fixa.

E, por outro lado, as ações da Sequoia Logística e Transportes S.A. (SEQL3) teriam sido descartadas, dado que não foi possível mensurar o *valuation* por ação através do fluxo de caixa descontado, em função da Dívida Líquida. Corroborando com a decisão de eliminar a empresa do *portfólio*, ao aplicar a avaliação por múltiplos, conclui-se que ela estava sendo negociada na bolsa com preço superior à sua valoração.

O trabalho agregou valor ao acadêmico, no que se refere às análises das Demonstrações Financeiras, principalmente na aplicação do método do fluxo de caixa descontado e da avaliação por múltiplos. No entanto, quanto as decisões de investimento, conclui-se que a utilização da avaliação por múltiplos, além de ter



aplicabilidade simples, demonstrou maior aderência para atingir o objetivo de selecionar empresas para investimento em bolsa.

Uma das limitações percebidas é a baixa amostragem de empresas selecionadas para o trabalho. Nesse sentido, recomenda-se para pesquisas futuras, a utilização da avaliação por múltiplos, aplicada a um grupo de pelo menos o dobro de companhias de capital aberto, para verificar a eficácia do método como ferramenta para criar um portfólio de ações.

## REFERÊNCIAS

- B3. **Ações**. S.d. Disponível em: [https://b3.com.br/pt\\_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/](https://b3.com.br/pt_br/market-data-e-indices/servicos-de-dados/market-data/cotacoes/). Acesso em: 15 Set. 2023.
- BRASIL, Banco Central do. **Panorama Econômico**. S.d. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/>. Acesso em: 19 jul. 2023.
- CASADO, Nestor. **Valuation: como calcular o valor da sua empresa**. 2014. Disponível em: <https://endeavor.org.br/dinheiro/valuation-como-calcular-o-valor-da-sua-empresa/>. Acesso em: 23 abr. 2023.
- CASADO, Nestor. **Valuation: como avaliar a sua empresa para venda: métodos de avaliação**. 2022. Disponível em: <https://capitalinvest-group.com/pt/valuation-avaliar-empresa/>. Acesso em: 27 abr. 2023.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas - Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DARONCO, João. **Ebitda: o que é e como calcular? [Guia completo]**. 2022. Disponível em: <https://www.sunoo.com.br/guias/ebitda/>. Acesso em: 05 ago. 2023.
- DE LIMA, Jaziel Pavine. **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS (VALUATION) Conheça os 7 principais métodos**. 2022. Disponível em: [https://ebookvaluation.com.br/wp-content/uploads/2022/10/ebook-Valuation-7-Principais-Metodos-de-Avaliacao-de-Empresas-V12\\_Out22-Prof-Jaziel-Pavine.pdf](https://ebookvaluation.com.br/wp-content/uploads/2022/10/ebook-Valuation-7-Principais-Metodos-de-Avaliacao-de-Empresas-V12_Out22-Prof-Jaziel-Pavine.pdf). Acesso em: 25 mai. 2023.
- DUTRA, Diego. **Em 10 passos: avaliação de empresas para compra pelo Fluxo de Caixa Descontado FCD ou DCF**. 2020. Disponível em: <https://capitalinvest-group.com/pt/avaliacao-de-empresas-compra-fluxo-de-caixa-descontado-dcf/>. Acesso em: 27 mai 2023.
- DUTRA, Diego. **Valuation. Como avaliar sua empresa para a venda: 3 métodos de avaliação**. 2023. Disponível em: <https://capitalinvest-group.com/pt/valuation-avaliar-empresa/>. Acesso em: 22 out. 2023.
- GARCIA, Rodrigo. **Métodos de valuation: 3 maneiras de calcular o valor da sua empresa**. 2023. Disponível em: <https://investorcp.com/financas-corporativas/valuation-3-maneyras-de-calculer-o-valor-da-sua-empresa/>. Acesso em: 6 jun. 2023.
- GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de Pesquisa Social**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2008. Disponível em: <https://ayanrafael.files.wordpress.com/2011/08/gil-a-c-mc3a9todos-e-tc3a9cnicas-de-pesquisa-social.pdf>. Acesso em: 9 jun. 2023.
- Gondim, Rafael. **Modelo de Gordon, perpetuidade e seu impacto no Valuation**. S.d. Disponível em:

<https://blbauditoreseconsultores.com.br/blog/modelo-de-gordon/>. Acesso em: 22 out. 2023.

JSL. **Nossa História**. (s.d.). Disponível em: <https://ri.jsl.com.br/a-companhia/nossa-historia/> Acesso em: 23 jul. 2023.

JSL. **Relatório de Resultados 4T22**. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/5cb9c9f1-1ef6-4d5f-a2fd-fcdddc308a56/8bcef372-99c7-4b09-fc3a-1e7946a6dc22?origin=1>. Acesso em: 23 jul. 2023.

LIMA, Monique. **O que é valuation e qual sua importância para investir em ações**. 2022. Disponível em: <https://forbes.com.br/forbes-money/2022/09/o-que-e-valuation-e-qual-sua-importancia-para-investir-em-acoes/>. Acesso em: 30 jul. 2023

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas – Da Mensuração Contábil à Econômica**. 1. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

REIS, Tiago. **Valor intrínseco**: saiba mais sobre o preço justo de uma ação. 2019. Disponível em: <https://www.sunos.com.br/artigos/valor-intrinseco/>. Acesso em: 6 jun. 2023.

REIS, Tiago. **TMA**: entenda o que é a Taxa Mínima de Atratividade e como calculá-la. 2021. Disponível em: <https://www.sunos.com.br/artigos/taxa-minima-de-atratividade/> . Acesso em: 12 out. 2023.

SEQUOIA. **Histórico**. s.d. Disponível em: <https://ri.sequoialog.com.br/quem-somos/historico/> Acesso em: 23 jul. 2023.

SEQUOIA. **Divulgação de Resultados 4T22 e 2022**. 2023. Disponível em: <https://api.mziq.com/mzfilemanager/v2/d/fd2370f5-c12d-4b94-ad5c-9fde3c8c1944/e1e53d7e-1190-35f8-2021-4b3fcf1f5f11?origin=1>. Acesso em: 23 jul. 2023.

SERRA, Ricardo Goulart; WICKERT, Michael. **Valuation**: Guia fundamental. São Paulo: Atlas, 2014.

TEIXEIRA, Julio Cesar. **Valuation**: o que é, exemplos e como fazer? 2018. Disponível em: <https://fia.com.br/blog/valuation/>. Acesso em: 23 abr. 2023.