

JOÃO VITOR BIAZOTTO ROSSI

**Análise do valor de mercado de uma empresa de *streaming*
com capital aberto via *Direct Listing***

Guaratinguetá - SP

2021

João Vitor Biazotto Rossi

**Análise do valor de mercado de uma empresa de *streaming*
com capital aberto via *Direct Listing***

Trabalho de Graduação apresentado ao Conselho de Curso de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica da Faculdade de Engenharia do Campus de Guaratinguetá, Universidade Estadual Paulista, como parte dos requisitos para obtenção do diploma de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica.

Orientador: Prof. Me. Fernando Cesar Mendes Barbosa
Coorientador: Prof. Me. Antonio Lombardi Netto

Guaratinguetá - SP

2021

R831a	Rossi, João Vitor Biazotto Análise do valor de mercado de uma empresa de <i>streaming</i> com capital aberto via <i>Direct Listing</i> / Vanessa Van Kaick Silva – Guaratinguetá, 2020. 67 f : il. Bibliografia: f. 62-65 Trabalho de Graduação em Engenharia de Produção Mecânica – Universidade Estadual Paulista, Faculdade de Engenharia de Guaratinguetá, 2020. Orientador: Prof. Dr. Fernando César Mendes Barbosa Coorientador: Prof. Me. Antonio Lombardi Netto 1. Negociação (Administração de empresas). 2. Fluxo de caixa. 3. Governança corporativa. I. Título.
-------	-------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

CDU 658

Luciana Máximo

Bibliotecária CRB-8/3595

JOÃO VITOR BIAZOTTO ROSSI

ESTE TRABALHO DE GRADUAÇÃO FOI JULGADO ADEQUADO COMO
PARTE DO REQUISITO PARA A OBTENÇÃO DO DIPLOMA DE
“GRADUADO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA”.

APROVADO EM SUA FORMA FINAL PELO CONSELHO DE CURSO DE
GRADUAÇÃO EM ENGENHARIA DE PRODUÇÃO MECÂNICA


Prof. Dra. Andréia Maria Salgado Pedro
Coordenadora

BANCA EXAMINADORA:



Prof. Me. Fernando Cesar Mendes Barbosa
Orientador/UNESP-FEG



Prof. Me. Antonio Lombardi Netto
Coorientador/UNESP-FEG



Prof. Me. Álvaro Augusto Silveira
Membro Externo

Janeiro de 2021

DADOS CURRICULARES

JOÃO VITOR BIAZOTTO ROSSI

NASCIMENTO 21.02.1997 – Mogi Mirim / SP

FILIAÇÃO João Nivaldo Rossi
Maria Alice Biazotto Rossi

2016/2020 Graduação em Engenharia de Produção Mecânica
Faculdade de Engenharia de Guaratinguetá – FEG
Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”

dedico este trabalho
de modo especial, à minha família

AGRADECIMENTOS

Em primeiro lugar agradeço aos meus pais, Maria Alice Biazotto Rossi e João Nivaldo Rossi, por todo o apoio de sempre,

ao meu orientador, *Prof. Me. Fernando Cesar Mendes Barbosa* e coorientador, *Prof. Me. Antonio Lombardi Netto*, pelo incentivo, parceria e colaboração, o que garantiu maior robustez ao trabalho final.

aos meus amigos de infância e aos que fiz durante a faculdade, amizades que levarei para a vida toda.

à Maria Flávia Brandão, pelo apoio e por estar sempre ao meu lado.

“A criatividade é pensar coisas novas. A
inovação é fazer coisas novas.”

Theodore Levitt

RESUMO

A abertura de capital é um meio de as empresas buscarem crescimento em um determinado momento de sua evolução. Tradicionalmente, empresas costumam ir ao público pelo processo de Oferta Pública Inicial, onde novas ações são criadas e vendidas no mercado primário para aumentar o caixa da companhia. Em 2018, o Spotify decidiu abrir seu capital por meio do *Direct Listing*, que, diferentemente do IPO tradicional, não cria novas ações, mas sim negocia as parcelas já existentes dos proprietários da companhia diretamente no mercado secundário. No estudo em questão, foi feita a análise para encontrar o valor de mercado de uma empresa que abriu capital através de um IPO tradicional e de outra do mesmo setor que o fez via *Direct Listing*, sendo elas, a Netflix e o Spotify, respectivamente, com o objetivo de analisar se o valor encontrado para suas ações se mantém condizentes com o preço negociado no período de análise, findos 31 de dezembro de 2019. O método de avaliação de empresas utilizado para a precificação das companhias foi o Fluxo de Caixa Descontado e os preços por ação encontrados pelo método se aproximaram do valor negociado no mercado, validado a hipótese de que qualquer um dos dois processos de abertura de capital pode ser escolhido por uma companhia, a depender da sua necessidade de capitalização.

PALAVRAS-CHAVE: Oferta Pública Inicial. *Direct Listing*. Avaliação de empresas. Fluxo de Caixa Descontado.

ABSTRACT

Going public is a path that companies follow to aim for growth at some point of their evolution process. Usually, firms go public by executing the Initial Public Offering (IPO) process, in which new stocks are issued and negotiated on the primary market to raise capital for the entity's future cash flows. In 2018, Spotify decided to go public through the Direct Listing process, which differently from the traditional IPO, it does not issue new stocks, but allows the previous owners of the company to sell their parts of the business directly in the secondary market, providing liquidity to their shares. This present study contains an analysis to find the market value of a company that went public by the IPO process and another to find the market value of a company that went public by the Direct Listing process, being Netflix and Spotify, respectively. The main goal of this paper was to compare if the values found of their shares through the Discounted Cash Flow method were relatively close from the price per share negotiated during the period of analysis, being December 31st of 2019. Finally, the prices per share were shown to be close from the actual price negotiated on the market at the same period, validating the hypothesis that any of the two process of going public presented can be chosen by a company, depending on its capitalization need.

KEYWORDS: Initial Public Offering. Direct Listing. Valuation. Discounted Cash Flow.

LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 – Número de publicações por ano sobre <i>Initial Public Offering (Scopus)</i>	21
Gráfico 2 – Número de publicações por ano sobre <i>Initial Public Offering (Web of Science)</i> ..	21
Gráfico 3 – Número de publicações por ano sobre <i>Valuation (Scopus)</i>	23
Gráfico 4 – Número de publicações por ano sobre <i>Valuation (Web of Science)</i>	23
Gráfico 5 – Custo para abertura de capital em função da faixa de captação (em US\$)	30
Gráfico 6 – Receita vs. número de assinantes – EUA	43
Gráfico 7 – Receita vs. número de assinantes – fora dos EUA	44
Gráfico 8 – Receita vs. número de assinantes – <i>DVD-by-mail</i>	44
Gráfico 9 – Valor negociado por ação em 31/12/2019 – Netflix (US\$).....	50
Gráfico 10 – Receita vs. número de assinantes – assinantes <i>premium</i>	52
Gráfico 11 – Receita vs. número de assinantes – assinantes <i>ad-supported</i>	53
Gráfico 12 – Valor negociado por ação em 31/12/2019 – Spotify (US\$).....	58

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Vantagens e desvantagens dos principais métodos de <i>valuation</i>	35
Quadro 2 – Classificações de pesquisa.....	39
Quadro 3 – <i>Spread</i> da taxa livre de risco em função do <i>rating</i> da empresa.....	66

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Custos mínimos, máximos e médios no Brasil e nos EUA pagos aos coordenadores da oferta (US\$ milhões) por faixa de valor captado (US\$).....	31
Tabela 2 – WACC – Netflix.....	42
Tabela 3 – Histórico e projeção da receita: <i>streaming</i> nos EUA (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$).....	45
Tabela 4 – Histórico e projeção da receita: <i>streaming</i> no resto do mundo (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$).....	45
Tabela 5 – Histórico e projeção da receita: <i>DVD-by-mail</i> (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$)....	46
Tabela 6 – Histórico e projeção da receita: consolidado (US\$ milhões).....	46
Tabela 7 – Histórico e projeção dos custos do serviço vendido (US\$ milhões)	47
Tabela 8 – Histórico e projeção das despesas operacionais (US\$ milhões).....	48
Tabela 9 – Histórico e projeção da depreciação e amortização (US\$ milhões)	48
Tabela 10 – Histórico e projeção do CAPEX (US\$ milhões)	48
Tabela 11 – Histórico e projeção do capital de giro líquido (US\$ milhões)	49
Tabela 12 – Fluxo de Caixa Livre para a empresa (US\$ milhões).....	49
Tabela 13 – Valor por ação – Netflix (US\$)	50
Tabela 14 – WACC - Spotify	51
Tabela 15 – Histórico e projeção da receita: assinantes <i>premium</i> (“Receita” em € milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em €).....	53
Tabela 16 – Histórico e projeção da receita: assinantes <i>ad-supported</i> (“Receita” em € milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em €).....	54
Tabela 17 – Histórico e projeção da receita: consolidado (€ milhões).....	54
Tabela 18 – Histórico e projeção dos custos do serviço vendido (€ milhões).....	55
Tabela 19 – Histórico e projeção das despesas operacionais (€ milhões).....	55
Tabela 20 – Histórico e projeção da depreciação e amortização (€ milhões)	56
Tabela 21– Histórico e projeção do CAPEX (€ milhões)	56
Tabela 22 – Histórico e projeção do capital de giro líquido (€ milhões)	57
Tabela 23 – Fluxo de Caixa Livre para a empresa (€ milhões).....	57
Tabela 24 – Valor por ação – Spotify (US\$).....	58

Tabela 25 – Dívida de longo prazo da Netflix.....	65
---------------------------------------------------	----

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAPM	<i>Capital Asset Pricing Model</i>
CGL	Capital de Giro Líquido
CSV	Custo do Serviço Vendido
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DL	<i>Direct Listing</i>
D&A	Depreciação e Amortização
EBIT	<i>Earnings Before Interests and Taxes</i>
EUA	Estados Unidos da América
EV	Entreprise Value
FC	Fluxo de Caixa
FCLF	<i>Free Cash Flow to the Firm</i>
IPO	<i>Initial Public Offering</i>
LTDA	Limitada
NOPAT	<i>Net Operation Profit After Taxes</i>
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PL	Patrimônio Líquido
PWC	PricewaterhouseCoopers
S.A.	Sociedade Anônima
SEC	<i>Securities and Exchange Commission</i>
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

LISTA DE SÍMBOLOS

D	valor de mercado da dívida
E	valor de mercado do patrimônio líquido
Rd	custo de capital de terceiros
Re	custo de capital próprio
t	taxa de imposto corporativo
rf	taxa livre de risco
β	risco do título (ação)
pm	prêmio de mercado
rm	retorno esperado do mercado
i	taxa de desconto
g	taxa de crescimento
FCL_n	Fluxo de Caixa Livre no período n
FCL_z	Fluxo de Caixa Livre no último período de projeção
US\$	dólar dos Estados Unidos
€	euro

SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO	17
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO	17
1.2	QUESTÕES E OBJETIVOS DE PESQUISA	19
1.2.1	Questões de Pesquisa	19
1.2.2	Objetivo Geral	19
1.2.3	Objetivo Específicos	19
1.3	RELEVÂNCIA DA PESQUISA	20
1.4	DELIMITAÇÃO DE PESQUISA	24
1.5	ESTRUTURA DO TRABALHO	24
2	REFERENCIAL TEÓRICO	25
2.1	ABERTURA DE CAPITAL	25
2.1.1	IPO Tradicional	27
2.1.1.1	Motivação	27
2.1.1.2	Participantes	32
2.1.1.3	Implementação	32
2.1.1.4	Custos associados	33
2.1.2	<i>Direct Listing</i>	31
2.1.2.1	Motivação	31
2.1.2.2	Participantes	32
2.1.2.3	Implementação	32
2.1.2.4	Custos associados	33
2.2	<i>VALUATION</i>	34
2.2.1	Etapas do <i>valuation</i> por Fluxo de Caixa Descontado para os Investidores	36
3	MÉTODO DE PESQUISA	39
3.1	CLASSIFICAÇÃO DO MÉTODO DE PESQUISA	39
4	RESULTADOS	42
4.1	<i>VALUATION</i> DA NETFLIX	42
4.1.1	Visão geral do negócio	42
4.1.2	Cálculo do WACC	42
4.1.3	Projeção da receita	43
4.1.4	Projeção dos custos do serviço vendido	46
4.1.5	Projeção das despesas operacionais	47

4.1.6	Projeção da depreciação e amortização.....	48
4.1.7	Projeção do CAPEX	48
4.1.8	Projeção do capital de giro líquido.....	49
4.1.9	Fluxo de Caixa Livre para a empresa.....	49
4.1.10	Valor por ação.....	50
4.2	<i>VALUATION DO SPOTIFY</i>	51
4.2.1	Visão geral do negócio	51
4.2.2	Cálculo do WACC	51
4.2.3	Projeção da receita	52
4.2.4	Projeção dos custos do serviço vendido	54
4.2.5	Projeção das despesas operacionais	55
4.2.6	Projeção da depreciação e amortização.....	56
4.2.7	Projeção do CAPEX	56
4.2.8	Projeção do capital de giro líquido.....	57
4.2.9	Fluxo de Caixa Livre para a empresa.....	57
4.2.10	Valor por ação	58
5	CONSIDERAÇÕES FINAIS	59
5.1	CONSIDERAÇÕES GERAIS.....	59
5.2	VERIFICAÇÃO DOS OBJETIVOS	59
5.3	SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS	60
	REFERÊNCIAS	61
	ANEXOS	65

1 INTRODUÇÃO

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO

Segundo Assaf Neto (2018), ação é um título que pode ser negociado e que representa a menor parcela de uma empresa, sendo seu detentor (subscritor) denominado acionista. De acordo com o BTG Pactual¹ (2018), o mercado de ações, por sua vez, é o ambiente no qual empresas de capital aberto negociam as frações de seu patrimônio, sendo que, no geral, as operações de compra e venda acontecem em uma bolsa de valores, abrindo para qualquer interessado a possibilidade de negociação dessas frações. Além disso, segundo Brito (2013), uma ação pode ser classificada em três tipos: ordinária (com os direitos de voto por parte do acionista), preferencial (com preferência à distribuição de capital e dividendos) e gozo ou fruição (com participação nos dividendos, no acervo e preferência na aquisição de novas ações).

A oferta de papéis no mercado de ações – do ponto de vista da gestão empresarial – é uma forma de capitalização ou oferecer liquidez para as participações de seus controladores. Assim, a companhia cria condições para crescer, produzir mais, gerar renda e ser mais atrativa para os investidores. Para um investidor, por sua vez, o mercado possibilita obter o melhor de um negócio (lucro e rentabilidade, por exemplo.), sem obrigatoriedade de participar na gestão. Além disso, do ponto de vista econômico, analisar os movimentos de compra e venda das ações mais relevantes num determinado mercado permite avaliar a evolução da economia de um país, ou seja, a repercussão de uma decisão econômica geralmente é medida pelo movimento do mercado de ações ou da bolsa de valores, por exemplo (BTG PACTUAL, 2018).

Tradicionalmente, quando a colocação de títulos é realizada pela primeira vez, o processo mais recorrente é o *Initial Public Offering* (IPO), em português, Oferta Pública Inicial. Historicamente, o primeiro IPO tradicional nos moldes atuais foi realizado pela empresa holandesa *Dutch East India Company* em março de 1602, sendo então a primeira empresa a ser oficialmente listada em uma bolsa de valores. Quase duzentos anos depois, o *Bank of North America* tornou-se a primeira empresa americana a abrir seu capital (GOETZMAN; ROUWENHORST, 2005) e em 1817, o Banco do Brasil realizou a primeira oferta pública de ações no mercado de capitais brasileiro (BANCO DO BRASIL, 2020).

¹ O BTG Pactual é o maior Banco de Investimentos da América Latina, sendo responsável pela administração de R\$ 551 bilhões em ativos sob gestão e custódia no período do presente estudo. Preferiu-se pela apresentação do conceito de mercado de ações por meio de um operador do mercado a fim de que o entendimento esteja alinhado com as análises apresentadas neste trabalho.

Desde então, o IPO tradicional vem sendo usado por empresas dos mais diversos setores, seja para usar suas ações como forma de incentivar a profissionalização da gestão, fortalecer sua imagem ou levantar capital proveniente de investidores pela emissão de novas ações, sendo este último o principal dentre os objetivos das companhias que optam por abrir seu capital (INVESTOPEDIA, 2020).

Ademais, no processo de IPO tradicional, as emissões ocorrem via operação de *underwriting* (ou subscrição, em português), sendo esse o processo pelo qual uma ou mais instituições financeiras (geralmente bancos de investimento) coordenam e garantem a colocação de títulos no mercado, além de serem responsáveis pela precificação inicial dos papéis e organizarem eventos preliminares com potenciais investidores para divulgar a abertura de capital e atrair novos acionistas (SECURATO, 2005).

Todavia, diferentemente da grande maioria das empresas que listam suas ações em bolsa em busca de aumento de capital em caixa por meio de IPO tradicional, em 2018 uma grande companhia de serviço de *streaming*² de música, o Spotify, optou por abrir seu capital, buscando pelo público investidor por um meio até então nunca utilizado por uma empresa do mesmo porte, o *Direct Listing* (DL). Em que pese não ser exatamente uma operação inovadora em si, a inovação vem, justamente, pelo porte da empresa envolvida e pelo volume financeiro movimentado.

Por meio desse processo, as participações já existentes da companhia são negociadas diretamente no mercado secundário, não havendo a criação de novas ações e, conseqüentemente, também não há levantamento de capital no processo. Além disso, o preço das ações é definido por meio de um balanceamento entre oferta e demanda pelo título, ou seja, no processo de DL não é necessária a execução de subscrição, reduzindo então a relevância da participação dos agentes financeiros durante o processo (FORBES, 2020).

Nesse contexto, uma empresa que possui seu capital aberto, dentre outros deveres, deve divulgar trimestralmente seus resultados e dados econômicos através de Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFP), as quais contém todo o resultado do exercício social. Dessa maneira, com esses dados, além de os acionistas serem capazes de acompanhar o desenvolvimento e projeções da companhia ao longo do ano, eles também podem ser utilizados por investidores, analistas, bancos de investimento ou até outras empresas como base para a

² Dá-se o nome de *streaming* ao serviço de veiculação de material audiovisual por meio de internet. Esses serviços caracterizam-se por um tipo de divulgação contínua, sendo vendidos por meio de assinaturas, oferecendo a seus clientes vantagens sobre os serviços tradicionais de rádio e mesmo televisão por assinatura. No caso específico deste trabalho foi analisada uma empresa do setor musical, não sendo o termo aplicável de modo genérico, faz-se necessário explicitar a que se destina uma empresa nestes casos.

obtenção do *valuation* da companhia em análise, o qual, por meio de diversos métodos fundamentalistas existentes, tem a principal finalidade de encontrar o valor justo atual que uma ação da empresa pode ser negociada (SUNO, 2020).

Posto isto, este trabalho contém a análise de *valuation* de duas empresas, uma listada via IPO tradicional e outra do mesmo setor que abriu seu capital via DL, com o principal objetivo de avaliar se as companhias possuem um valor condizente por ação quando comparado ao preço negociado, independentemente do processo de abertura de capital escolhido para tal.

1.2 QUESTÕES E OBJETIVOS DE PESQUISA

1.2.1 Questões de Pesquisa

A fim de direcionar os principais objetivos do presente trabalho, assim como auxiliar na estruturação de possíveis conclusões do mesmo, foram elaboradas as seguintes questões de pesquisa:

Q1) Independente do processo de abertura de capital, o IPO Tradicional ou o *Direct Listing* determinam um preço condizente por ação no médio-longo prazo?

Q2) Qual o melhor processo de abertura de capital, considerando a necessidade de capitalização da empresa?

1.2.2 Objetivo Geral

O objetivo geral do artigo em questão é executar o *valuation* através do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) para precificar a ação de uma empresa que foi listada na bolsa por meio de um IPO tradicional e outra do mesmo setor que utilizou o *Direct Listing*, avaliando se os valores de mercado encontrados são condizentes quando comparados aos preços por ação negociados no período de análise.

1.2.3 Objetivos Específicos

- a) Apresentar os conceitos de IPO tradicional, *Direct Listing* e as ferramentas para o *valuation*.

- b) Estudar os dados financeiros de empresas do setor de *streaming* do ponto de vista do investidor.
- c) Encontrar o valor de mercado das empresas para dezembro de 2019 e comprar o resultado obtido com o preço por ação negociado.
- d) Analisar os resultados encontrados, comparando os processos de abertura de capital frente as necessidades de capitalização da companhia.

1.3 RELEVÂNCIA DA PESQUISA

Devido ao anseio por crescimento atrelado a competitividade do mercado, empresas buscam financiamento externo como forma de atender tais necessidades, sendo o mercado de capitais uma fonte-chave para tal, possuindo um papel essencial no crescimento e desenvolvimento econômicos (STEFFEN; ZANINI, 2012). Uma das principais alternativas de financiamento possíveis é a realização do IPO que, segundo Assaf Neto (2018), além de levantar capital para o caixa da empresa, reduz seu risco financeiro devido à maior capitalização, melhora a imagem da empresa no mercado, melhora a liquidez do acionista e profissionaliza as decisões administrativas empresariais³.

Além do IPO, outro processo de abertura de capital, o *Direct Listing*, foi utilizado recentemente pela empresa do setor de entretenimento digital Spotify em 2018, tornando-se a primeira empresa de grande porte a realizá-lo, atingindo um valor de mercado de US\$ 30 bilhões à época. No ano seguinte, a plataforma de comunicação comercial Slack também utilizou o processo em sua listagem, sendo precificada em torno de US\$ 20 bilhões em sua abertura. Além disso, segundo John Tuttle, vice-presidente da Bolsa de Valores de Nova Iorque (*New York Stock Exchange*, NYSE), muitas empresas de diversos setores estão considerando seguir o mesmo caminho que essas duas companhias (CNN BUSINESS, 2019).

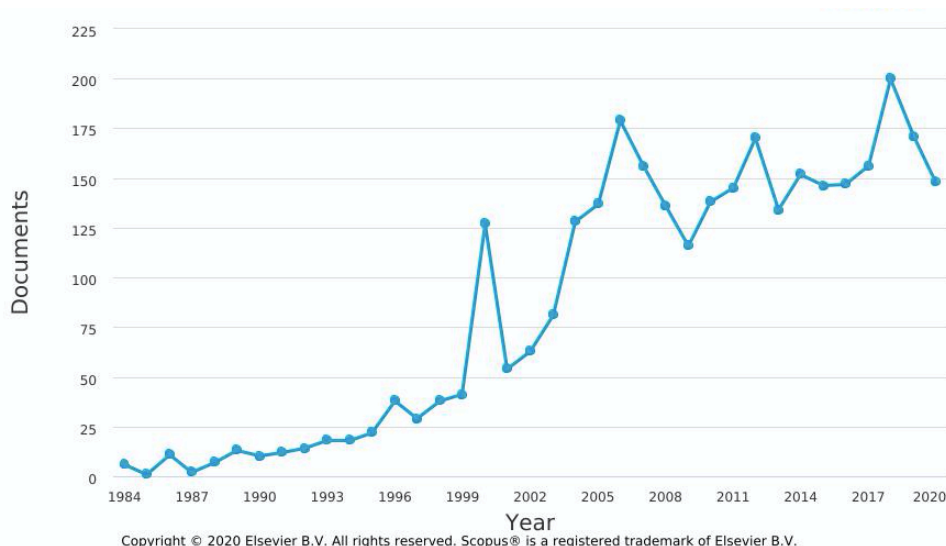
Segundo Serra e Wickert (2019), dado que empresas de capital aberto divulgam trimestralmente seus resultados e balanços financeiros, ultimamente notou-se a popularização do uso de ferramentas de *valuation* para suas análises. Segundo Martins (2000), a principal importância de se avaliar uma empresa é alcançar seu valor justo de mercado e para isso, o *valuation* é frequentemente utilizado por bancos de investimento, investidores em geral,

³ A noção de que a gestão é profissionalizada, como se não fosse anteriormente ao IPO, deve-se ao fato de que o controle das empresas passa a pertencer a um grupo maior de pessoas e, com isso, é necessária a formação de um conselho de administração que, além de exigir e oferecer publicidade aos atos administrativos, tem a prerrogativa de interferir na gestão, em nome dos acionistas. Com isso, empresas de gestão familiar, em geral passam a contar com gestores profissionais contratados a mercado.

consultorias e empresários com a finalidade análise de investimentos, fusões e aquisições ou análises financeiras internas.

Procedeu-se então a pesquisa bibliométrica relacionada aos principais tópicos abordados no presente trabalho, sendo utilizadas as bases de dados *Scopus* (2020) e *Web of Science* (2020). Primeiramente buscou-se historicamente todos os artigos publicados nas bases que contém o termo “*Initial Public Offering*” em seu título, resumo ou palavras-chave. No *Scopus*, a busca retornou 3.164 resultados, enquanto no *Web of Science*, a mesma resultou em 989 estudos, sendo que ambas as bases resultaram em média crescente de publicações ao longo dos anos, como apresentado nos Gráficos 1 e 2.

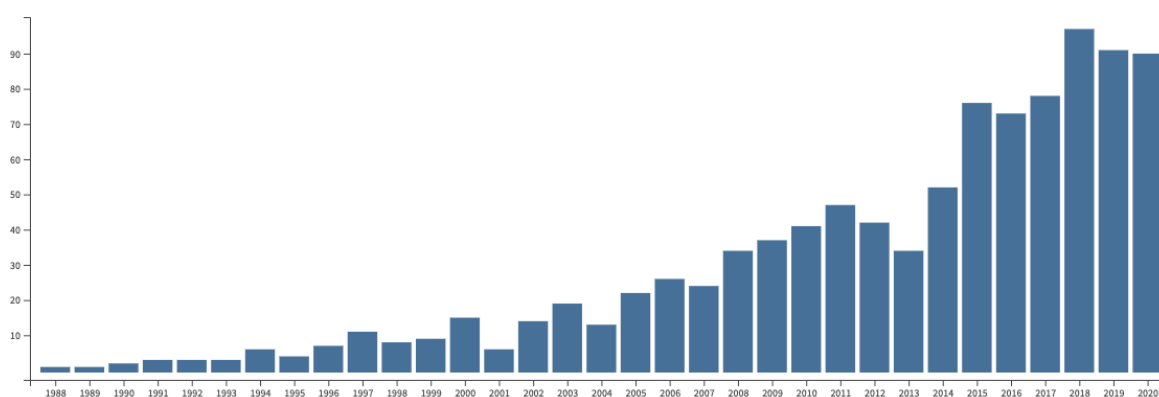
Gráfico 1 – Número de publicações por ano sobre *Initial Public Offering* (*Scopus*)



Fonte: *Scopus* (2020).

Gráfico 2 – Número de publicações por ano sobre *Initial Public Offering* (*Web of Science*)

Total de publicações
989 Analisar



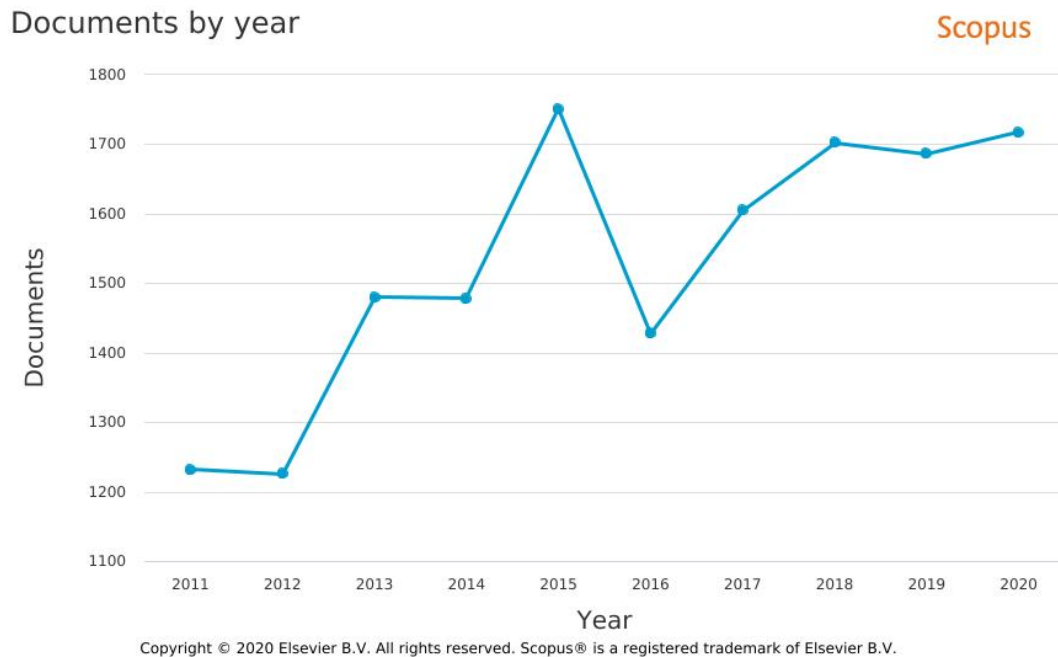
Fonte: *Web of Science* (2020).

Dentre os cinco artigos mais citados historicamente, quatro deles avaliam as possíveis consequências que a execução do IPO pode ter no *valuation* e no desempenho de empresas que abrem seu capital, sendo que Ritter (1991) e Rock (1985) (autores do primeiro e quinto artigos mais citados, respectivamente) estudam o fenômeno do *underpricing* (em português, “sub precificação”) no curto prazo, onde as empresas seriam subvalorizadas momentos após o IPO, além de avaliarem a variação do valor de mercado das empresas ao longo do tempo.

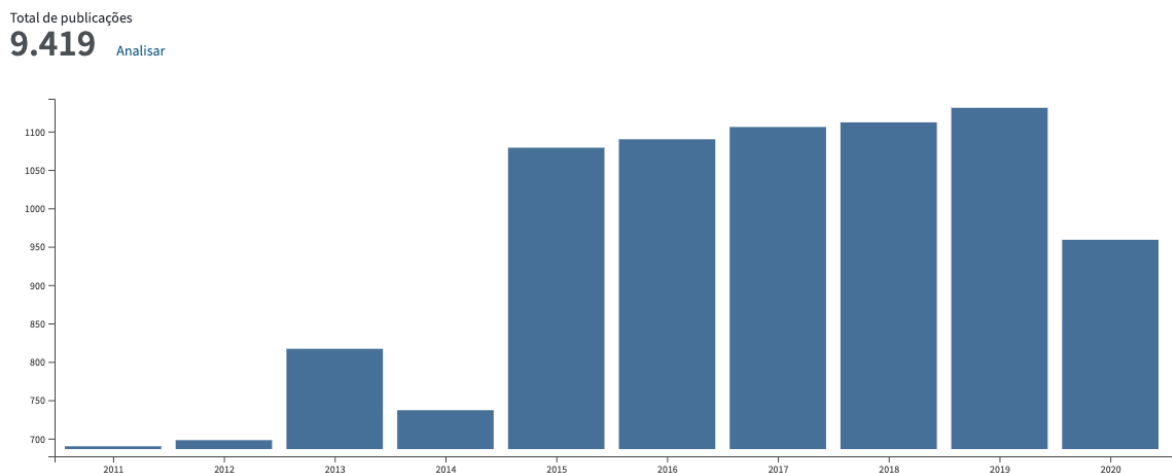
Em um segundo momento, ainda sobre “*Initial Public Offering*”, refinou-se a pesquisa para estudos publicados nos últimos 10 anos com a finalidade de analisar artigos de um período relativamente mais recente e notou-se que, dentro da nova busca, o quarto artigo mais citado, de Krishnan *et al.* (2011), também avalia o impacto do IPO no desempenho das empresas que abrem o capital, mais especificamente, nesse caso, o quanto o fato da empresa ser amplamente conhecida antes da abertura contribui para um melhor desempenho no longo prazo.

Já em relação ao outro processo de abertura de capital tratado no estudo em questão, o *Direct Listing*, o mesmo ainda não se mostra um tema amplamente tratado em publicações, dado que a pesquisa pelo tema no *Scopus* resultou em apenas 15 artigos, dos quais nenhum está diretamente relacionado ao âmbito da abordagem do presente estudo, fato justificado pela recente e até então baixa utilização de tal processo por grandes companhias. No *Web of Science*, a pesquisa com o tema resultou em 12 publicações, sendo apenas uma delas atrelada ao tópico de abertura da capital, onde Nickerson (2019) descreve justamente a utilização do processo de *Direct Listing* pelo Spotify. Com efeito, outras fontes também foram buscadas a fim de se executar o presente trabalho, como artigos de acesso público com fontes confiáveis e colunas de notícias de veículos de mídia especializada, por exemplo.

Por fim, foi feita a busca por artigos que possuíam o termo “*Valuation*” em seu título, resumo ou palavras-chave e que foram publicados nos últimos 10 anos, filtrados pelas áreas de pesquisa que mais se relacionam com o presente estudo, sendo: “Economia, Econometria e Finanças”, “Negócios, Administração e Contabilidade” e “Engenharia”. No *Scopus*, a busca resultou em uma quantidade expressiva total de 15.303 publicações sobre o processo e que, na média, ganharam relevância ao longo do período delimitado, conforme apresentado no Gráfico 3. O tema também demonstra relevância quando pesquisado sob os mesmos filtros na base do *Web of Science*, resultado em 9.419 estudos e média crescente de publicações conforme apresentado no Gráfico 4.

Gráfico 3 – Número de publicações por ano sobre *Valuation* (Scopus)

Fonte: *Scopus* (2020).

Gráfico 4 – Número de publicações por ano sobre *Valuation* (Web of Science)

Fonte: *Web of Science* (2020).

Portanto, dada a importância dos processos de abertura de capital como forma de crescimento das empresas, atrelado ao crescente número de estudos sobre IPO e *valuation*, somados à tendência observada na utilização do novo processo de abertura de capital (DL), a relevância da temática abordada no presente estudo é justificada. Ademais, apesar da ausência de grande quantidade de publicações a respeito do DL, a mesma ressalta oportunidade de tema a ser explorado.

1.4 DELIMITAÇÃO DE PESQUISA

Como base para o cálculo do *valuation* foram utilizadas as Demonstrações de Resultados do Exercício (DREs) e balanços financeiros anuais dos últimos três anos (2019, 2018 e 2017), com exercício em 31 de dezembro de cada ano, como praxe.

1.5 ESTRUTURA DO TRABALHO

O presente estudo é dividido em quatro partes, sendo elas: (1) introdução aos temas centrais tratados ao longo do trabalho; (2) fundamentação teórica a respeito dos principais norteadores da pesquisa, sendo IPO, DL e *valuation*; (3) resultados encontrados da avaliação das empresas estudadas e (4) conclusões a respeito dos resultados obtidos, somadas as recomendações de pesquisas futuras.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 ABERTURA DE CAPITAL

A partir do momento em que existem planos para expressivo crescimento de uma empresa, podem ser citadas alternativas de injeção de capital como o *venture capital* e o *private equity*, que consistem no aporte de capital em companhias privadas em estágio inicial de desenvolvimento (no caso do *venture capital*) ou em empresas mais amadurecidas (em *private equity*), ambas com expectativas de grande crescimento, onde os investidores buscam a venda de suas participações após a valorização das mesmas por meio da boa gestão do capital injetado previamente (CARVALHO; RIBEIRO; FURTADO, 2006).

Por outro lado, é possível que os atuais donos das companhias privadas decidam realizar um processo conhecido como abertura de capital, ou seja, novos acionistas são admitidos na empresa, tornando-as Sociedades Anônimas (S.A.) (MIRANDA, 2018).

Dessa maneira, segundo a NYSE (2013), quando uma empresa considera abrir seu capital, uma das primeiras etapas a serem cumpridas é analisar seus prós e contras, assim como as suas motivações para tal. Sendo assim, dentre as principais vantagens que as motivam a realizar as ofertas públicas, são citadas:

- a) **Acesso ao capital:** sendo a razão mais comum para que empresas busquem abrir capital, as mesmas buscam levantar capital primário a fim de disponibilizar caixa à empresa, para financiar seu crescimento orgânico, fusões e aquisições ou pagar dívidas, sendo uma das formas mais baratas de acesso a capital.
- b) **Evento de liquidez:** ao abrir seu capital, as empresas e seus acionistas iniciais têm à disposição um mercado amplo que traz liquidez para a negociação das ações da companhia.
- c) **Divulgação:** ao dar início ao processo de abertura de capital, as empresas passam a ter mais visibilidade no mercado como um todo, pois espera-se que, ao atingir esse estágio, a empresa em questão deva crescer mais. Além disso, analistas passarão a considerar suas ações, o que levantará a atenção do público investidor geral.
- d) **Aumento do benefício aos atuais funcionários:** empresas com capital aberto têm a possibilidade de bonificar seus funcionários por meio de ações próprias, ou seja, quanto maior o desempenho da mesma, maior o valor de sua ação, o que incentiva os funcionários a apresentarem melhores resultados.

Em contrapartida, ainda de acordo com a NYSE (2013), as desvantagens que podem ser levadas em conta no momento de decidir abrir o capital são:

- a) **Transparência obrigatória:** a fim de cumprir com as leis de segurança, empresas de capital aberto devem divulgar informações delicadas, as quais tanto agências reguladoras quanto competidores podem ter acesso.
- b) **Requisitos regulamentais:** empresas de capital aberto devem arquivar diversos documentos junto aos órgãos regulamentadores e para que isso seja feito da maneira mais correta possível, as empresas geralmente precisam expandir suas práticas relacionadas à manutenção de registros, tendo alto custo e demandando tempo.
- c) **Custo e dedicação de tempo e atenção:** para se tornar uma empresa de capital aberto, a companhia deve seguir um processo complexo e dependendo do caso, de alto valor, que requer muito tempo e dedicação, o que pode distrair a gestão da companhia e desviar atenção de seu foco principal da empresa.

Ao mesmo tempo em que as ofertas públicas podem oferecer ao mercado novas ações, também podem tornar públicas as parcelas já existentes e até então de propriedade dos controladores da empresa. Ao se tratar de uma abertura de capital no mercado primário, de fato as ações oferecidas são criadas para fins de distribuição pública pela primeira vez, sendo que dessa maneira a empresa levanta recursos para as suas atividades e aumenta seu capital social, uma vez que o dinheiro arrecadado é destinado ao caixa. Contudo, é possível que a oferta pública inicial seja feita diretamente no mercado secundário, ou seja, as ações que se tornam públicas para o investidor no geral são ações já existentes, colocadas à venda pelos acionistas atuais da companhia. Nesse caso, os recursos levantados não são destinados ao caixa da empresa, mas sim para os acionistas que estão diminuindo suas participações na companhia (MIRANDA, 2018).

De maneira geral, o processo para a abertura de capital consiste em três principais estágios, sendo eles: (1) pré-preenchimento, onde as empresas, junto aos agentes financeiros e advogados irão preparar a documentação obrigatória exigida pelo órgão regulamentador do país de abertura da empresa; (2) período de espera, no qual a divulgação da abertura de capital será melhor elaborada enquanto o órgão regulamentador avalia a documentação submetida; e (3) fase de pós aprovação, sendo ela a fase final da abertura após a aprovação dos documentos pelo órgão regulamentador, iniciando de fato a negociação das ações da companhia após sua divulgação e definição do preço por ação (NICHESON, 2019).

Os órgãos regulamentadores, por sua vez, podem ser a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) no Brasil ou a *Securities and Exchange Commission* (SEC) no caso dos Estados Unidos, por exemplo, sendo que os mesmos terão o papel de coordenar, supervisionar e fiscalizar o registro de ofertas públicas de distribuição de títulos de valores mobiliários (CVM, 2020).

Posto isso, a seguir são apresentados dois mecanismos por meio dos quais uma empresa pode abrir seu capital e passar a ser listada em bolsa de valores. Cada qual atende necessidades específicas, apresentando, portanto, características e mecanismos peculiares.

2.1.1 IPO Tradicional

2.1.1.1 Motivação

Segundo Deeds *et al.* (1997), a principal razão para que as empresas decidam ir ao público é para infundir uma quantidade significativa de capital, ou seja, a empresa pode decidir abrir o capital em bolsa de valores, negociando novas ações no mercado primário, o que significa realizar uma oferta pública inicial tradicional ou, em inglês, *Initial Public Offering* (IPO). Também vale ressaltar que existem outras maneiras para uma empresa aumentar seu caixa, seja por meio de aquisição de capital de terceiros através de empréstimos e financiamentos ou realização de aportes de capital dos atuais sócios (KALIL; BENEDICTO, 2018).

2.1.1.2 Participantes

Segundo a PricewaterhouseCoopers (PWC, 2011), durante a preparação para a abertura de capital por IPO tradicional, diversos agentes externos à empresa emissora são envolvidos no auxílio no processo, sendo eles e suas principais funções:

- **Auditores:** revisam e auditam os demonstrativos financeiros divulgados no documento de oferta, com o principal objetivo de reduzir o risco de exposição de informações divergentes dos registros contábeis.
- **Advogados:** elaboram o prospecto, reestruturam a sociedade (transformam de uma sociedade limitada (Ltda.) em uma sociedade por ações ou anônima (S.A.)) e organizam o seu estatuto social.
- **Consultorias:** auxiliam a empresa emissora durante todo o processo, desde a precificação até no entendimento das respectivas etapas e implicações.

- **Agentes financeiros:** sendo um dos principais agentes envolvidos no processo, para que um IPO tradicional aconteça, a regulamentação exige que a coordenação da distribuição pública seja feita por um intermediário financeiro devidamente credenciado, podendo ser um banco de investimentos, banco múltiplo, corretora ou distribuidora de valores mobiliários. Essa instituição coordenadora também é conhecida como *underwriter* ou subscritor (em português) e as suas principais atividades durante a abertura de capital são: coordenar o processo de registro no órgão regulamentador, estruturar o *timing* da oferta, (ou seja, auxiliar na decisão do momento mais adequado para a abertura de capital), formar o preço da ação, estruturar o plano de distribuição e organizar a apresentação do projeto de IPO ao mercado, este conhecido como *roadshow*.

A PWC é mencionada neste trabalho apenas como referência. Não é a única empresa do mercado a executar projetos de abertura de capital. Contudo, disponibiliza informações a respeito de seus serviços, sendo por este motivo mencionada. Entretanto, cabe ressaltar que são informações referenciais, embora válidas para efeitos práticos.

2.1.1.3 Implementação

Para que as empresas passem pelo processo de IPO tradicional, é recomendável que as mesmas comecem a se preparar com bastante antecedência, uma vez que ao decidir abrir seu capital, a preparação é provavelmente a etapa mais longa que, somado ao processo de realização da oferta, pode levar, em média, entre oito meses e três anos (PWC, 2011).

A respeito da linha do tempo do processo para um IPO tradicional, segundo a NYSE (2013), um cronograma aproximado com os principais acontecimentos durante o processo, desde a reunião organizacional até o encerramento, seria, em fases:

- **Pré-preenchimento:**

- a) **Semana 1**

- Reunião organizacional de início de projeto: todos os principais membros do IPO se encontram para discutir especificações da oferta, como: tempo, principais atividades e papéis e responsabilidades do processo de IPO.

- b) **Semanas 2 a 5**

- Elaboração de documentos legais: sendo o principal deles o esboço do documento de registro que serve tanto para o registro no órgão regulamentador,

quanto para o marketing ao oferecer o IPO para os investidores. Um outro documento importante que caracteriza um IPO tradicional é o acordo de *lock-up*, no qual os atuais acionistas da empresa ficam impossibilitados de negociar suas ações geralmente por 180 dias após a oferta.

- *Due Diligence*: garantir a veracidade e de todas as informações da empresa a serem divulgadas.

- Selecionar o local de listagem: definir a bolsa de valores onde será listada.

c) Semana 6

- *Valuation* da empresa emissora: valor de mercado da empresa a ser calculado pelo banco de investimento que coordena o IPO.

- Submissão do esboço do documento de registro ao órgão regulamentador.

• **Período de espera:**

d) Semanas 7 a 13

- Preparação do *roadshow*: montagem da apresentação a ser utilizada para divulgar o IPO da empresa emissora a potenciais investidores.

- Devolutiva comentada do esboço do documento de registro pelo órgão regulamentador: sugestões de ajustes a serem feitos no documento.

• **Fase pós-aprovação:**

e) Semana 14

- Submissão do documento de registro.

- Ensaios sobre as apresentações no *roadshow*.

- Finalização de toda a documentação legal.

f) Semanas 15 e 16:

- Execução do *roadshow*: apresentações e reuniões com potenciais investidores.

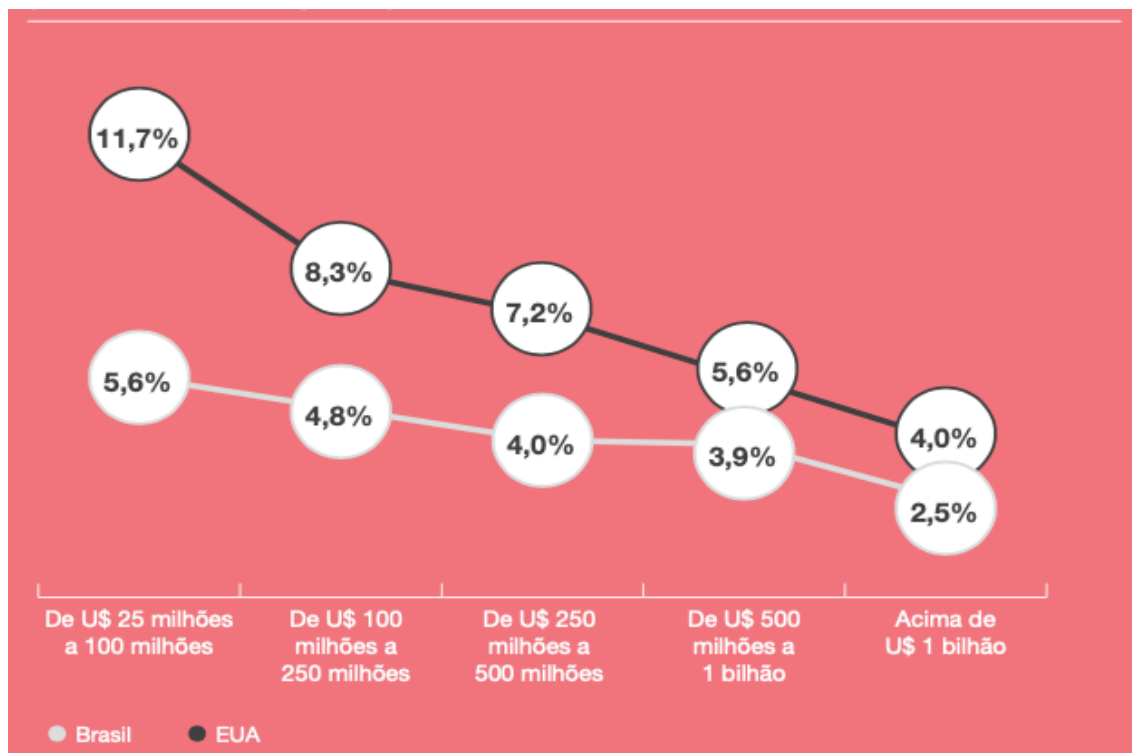
- Precificação da ação e encerramento: com um *bookbuilding* pronto, onde a demanda pela ação inicial está levantada, os subscritores definem o preço final por ação e no dia seguinte abrem para a venda de ações da empresa no mercado primário, sendo que em três dias úteis, o IPO se encerra e as ações são entregues aos compradores.

2.1.1.4 Custos associados

Segundo a PWC (2019), dentre os custos associados à um IPO, que podem ser relacionados aos assessores jurídicos, auditores, taxas do órgão regulamentador, viagens, entre outros, a comissão paga aos subscritores é a mais expressiva entre elas, que é representada pelas taxas associadas a um banco de investimentos que subscreve as ações e auxilia a companhia a abrir seu capital.

Os custos dos coordenadores e demais agentes envolvidos no processo de IPO são inversamente proporcionais ao sucesso da oferta, sendo que quanto maior a oferta, menor a taxa de comissão, conforme análise do Gráfico 5.

Gráfico 5 – Custo para abertura de capital em função da faixa de captação (em US\$)



Fonte: PWC (2019).

Apesar da taxa de comissão regredir com o aumento da oferta, observa-se que quanto maior a oferta, maior é o valor efetivamente pago ao coordenador, conforme Tabela 1 que também evidencia os gastos destinados aos subscritores que podem variar na média entre US\$ 2 milhões e US\$ 70,2 milhões no Brasil ou US\$ 4,3 milhões e US\$ 61,4 milhões nos EUA, dependendo do valor captado no encerramento do IPO.

Tabela 1 – Custos mínimos, máximos e médios no Brasil e nos EUA pagos aos coordenadores da oferta (US\$ milhões) por faixa de valor captado (US\$)

Média de custos por valor captado	Mín		Máx		Média	
	BRA	EUA	BRA	EUA	BRA	EUA
US\$ 25 mi a US\$ 100 mi	0,2	1,8	4,9	6,9	2,0	4,3
US\$ 100 mi a US\$ 250 mi	2,6	7,0	18,8	16,7	7,9	10,3
US\$ 250 mi a US\$ 500 mi	2,3	15,1	30,6	27,6	12,5	20,3
US\$ 500 mi a US\$ 1 bi	6,2	24,1	31,2	46,2	20,8	35,6
Acima de US\$ 1 bi*	27,0	45,7	143,6	85,0	70,2	61,4

Fonte: PWC (2019).

2.1.2 *Direct Listing*

Recentemente, um caso de sucesso na utilização do DL como processo de abertura de capital foi o da empresa do setor de entretenimento digital Spotify, em 2018. Por se tratar de uma temática recente e com poucas publicações sobre o assunto, como mencionado na seção 1.3, utilizou-se o caso do Spotify como base para o entendimento geral do processo.

2.1.2.1 Motivação

Segundo a Forbes (2020), esse meio de listagem consiste em uma emissão de ações diretamente no mercado secundário, permitindo que os atuais acionistas da empresa se tornem livres para vender suas participações no mercado acionário, apesar de não levantar capital para o caixa da empresa. Uma vez que o DL não possui o processo de subscrição, o mesmo não necessita obrigatoriamente de um agente financeiro que coordene toda a abertura de capital, como é feito no IPO tradicional.

Dentre os principais motivos para abrir seu capital via DL, no caso do Spotify, estão: a busca para oferecer liquidez aos atuais acionistas sem necessariamente levantar capital e sem

passar pelo acordo de período de *lock-up*⁴; conceder acesso às suas ações sem restrições aos compradores e vendedores imediatamente após a listagem; conduzir a abertura do capital com a maior transparência possível, permitindo que o preço justo da ação fosse definido diretamente pelo balanço entre oferta e demanda do papel no mercado secundário (HARVARD LAW SCHOOL, 2018).

2.1.2.2 Participantes

Segundo a Harvard Law School (2018), semelhante a um IPO tradicional, entre os participantes envolvidos ao longo do processo de abertura de capital, a empresa atuou conjuntamente a SEC, contou com o auxílio da bolsa de valores escolhida para a listagem, a NYSE, contratou conselheiros legais como auditorias e escritórios de advocacia e também trabalhou conjuntamente com agentes financeiros.

Os agentes financeiros, nesse caso, serviram apenas para auxiliar na definição dos objetivos da listagem e elaboração do documento de registro, por exemplo. Além disso, por exigência da NYSE, um dos bancos auxiliares elaborou a estrutura societária da empresa de antes da abertura de capital a fim de melhor definir as anteriores porcentagens de participação dos controladores. Ao contrário do IPO, no DL os bancos de investimento não desenvolveram atividades como *bookbuilding*⁵, participação em reuniões com investidores, e também não conduziram a definição do preço da ação e nem forneceram atividades de suporte para a estabilização de preços (HARVARD LAW SCHOOL, 2018).

2.1.2.3 Implementação

Para que o capital fosse aberto via DL, de acordo com a Harvard Law School (2018), a empresa percorreu um caminho semelhante ao de abertura por IPO, sendo os principais acontecimentos destacados:

- 1) Maio de 2017: reunião organizacional.
- 2) Julho a novembro de 2017: preparação para o DL, incluindo discussões junto à SEC.
- 3) Dezembro de 2017: primeira submissão confidencial.
- 4) Janeiro de 2018: segunda submissão confidencial.

⁴ Período no qual os investidores não podem vender as ações de uma empresa adquiridas em um IPO.

⁵ Processo que visa encontrar um preço justo para uma oferta pública de títulos e valores mobiliários.

- 5) Fevereiro de 2018: primeira submissão pública.
- 6) Março de 2018: segunda submissão pública, *Investor Day*⁶ e aceitação do documento de registro por parte da SEC.
- 7) Abril de 2018: preenchimento do prospecto final e início das negociações das ações na NYSE.

Seguindo a linha de um dos principais motivos da empresa ter escolhido o DL, que foi a transparência a respeito do processo de abertura, ao invés de um *roadshow*⁷, o Spotify organizou o *Investor Day*. Feito em março de 2018, o evento foi apresentado por toda a sua equipe de liderança e transmitido ao vivo no mundo todo por redes sociais, servindo para a divulgação de sua abertura de capital, mostrando dados da empresa e de certa forma convidando o público geral a se tornar acionista da companhia (NICKERSON, 2019).

O preço por ação da empresa, por sua vez, foi definido em sua essência por um balanço entre oferta e demanda, já que o mesmo não passou pelo processo de subscrição, o qual define um preço por ação ao público em um IPO tradicional. Ou seja, as ordens de compra e venda que eram dadas momentos antes do início das vendas das suas ações levaram um tempo até que fosse estabelecido um equilíbrio em torno de um preço de abertura, quando de fato começaram a ser negociadas (HARVARD LAW SCHOOL, 2018).

2.1.2.4 Custos associados

Dentre os custos assumidos por uma companhia para a execução do processo de DL, podem ser citadas as taxas pagas ao órgão regulamentador legal, comissões à bolsa de valores escolhida, contratos com conselheiros legais, auditorias e escritórios de advocacia e também porcentagens aos agentes financeiros envolvidos (GLOBAL BANKING & FINANCE REVIEW, 2020). Os agentes financeiros, nesse caso, recebem pouca comissão quando comparadas ao IPO tradicional, onde a taxa média de captação do total de capital levantado na abertura pode variar de 3% a 7% nos Estados Unidos (SETH, 2019).

⁶ Evento organizado pelo Spotify para divulgar sua abertura de capital.

⁷ No mercado financeiro, durante a preparação para um IPO, o *roadshow* é uma série de reuniões em diferentes localidades entre os principais executivos da uma empresa e potenciais investidores.

2.2 VALUATION

A fim de encontrar o valor de mercado atual de uma companhia ou projetar as expectativas de variação do seu valor, é possível que sejam utilizadas análises técnicas ou fundamentalistas. No caso da análise técnica, estudam-se os comportamentos passados das ações de uma determinada companhia a partir de determinados padrões, cálculos e projeções estatísticas. Objetiva-se determinar a tendência de evolução das cotações no curto prazo. Em contrapartida, a análise fundamentalista, busca o valor real de uma empresa através de dados do resultado de desempenho da mesma, como é o caso do *valuation*, por exemplo (BARROS, 2015).

O termo em inglês *valuation* pode ser traduzido de modo livre como “avaliação de empresas”, e consiste no processo de conversão de uma projeção em uma estimativa do valor de uma empresa ou parte dela com base em resultados financeiros, ou seja, o objetivo principal da sua aplicação é obter um valor estimado ou justo de uma companhia (PALEPU; HEALY; BERNARD, 2012).

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011), existem diferentes métodos de *valuation* que podem ser utilizados para calcular o valor de mercado de uma empresa, porém nenhum resulta em um valor exato, uma vez que todos eles são executados com base em premissas e hipóteses comportamentais e desempenho das mesmas, resultando então em valores aproximados. Contudo, de acordo com Perez e Famá (2002), dentre os métodos existentes, há aqueles que se mostram mais consistentes em respeito às circunstâncias de avaliação e à qualidade das informações disponíveis.

Dessa maneira, segundo Siqueira *et al.* (2018), dos métodos disponíveis há quatro que são os mais utilizados para o *valuation*, sendo estes: Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação Relativa, Valor de Mercado e Valor Contábil, as quais foram organizadas por Kamiwada (2018) no Quadro 1 abaixo, com o intuito de levantar e comparar as principais vantagens e desvantagens de cada metodologia.

Quadro 1 – Vantagens e desvantagens dos principais métodos de *valuation*

MÉTODOS	VANTAGENS	DESVANTAGENS
Fluxos de Caixa Descontados	<ul style="list-style-type: none"> - Resultado de análise fundamentalista das projeções de fluxo de caixa - Envolve perfil detalhado dos fluxos de caixa * reflete investimentos * o risco dos fluxos de caixa é capturado na taxa de desconto - Pouca influência das condições do mercado acionário que podem ser voláteis - Permite a Captura de perspectiva de crescimento 	<ul style="list-style-type: none"> - Sujeito a opiniões divergentes sobre as projeções futuras da companhia - Pequenos ajustes nas premissas podem resultar em mudanças significativas nas avaliações
Avaliação Relativa - Transações de Empresas Comparáveis	<ul style="list-style-type: none"> - Indicação de quanto e como compradores pagaram em transações similares - Benchmark "real", uma vez que reflete transações que já ocorreram no passado - Múltiplos facilmente encontrados e objetivos - Pode refletir tendências, como consolidação da indústria, possíveis compradores etc. 	<ul style="list-style-type: none"> - Ausência ou número limitado de empresas realmente comparáveis - Afetados por fatores que não são valores intrínsecos, como por exemplo: liquidez, tamanho, cobertura de analistas e administração - Disponibilidade limitada de informações públicas confiáveis - Incorpora distorções baseadas em diferentes perspectivas de lucros, riscos, tensão competitiva, e motivação dos compradores - Normalmente baseia-se em números históricos, não se considerando perspectivas futuras, portanto não captura a perspectiva de crescimento
Valor de Mercado	<ul style="list-style-type: none"> - Elaboração simples - Reflete visão de mercado 	<ul style="list-style-type: none"> - Restrito a empresas com títulos transacionados em mercados de razoável liquidez
Valor Contábil	<ul style="list-style-type: none"> - Exige menos premissas definidas pelo avaliador - Relativamente simples 	<ul style="list-style-type: none"> - O foco temporal deste modelo é o passado, com alguns ajustes para o presente - Não Considera as expectativas sobre o desempenho futuro da empresa - Todos os ativos intangíveis que não são reconhecidos nas demonstrações financeiras são excluídos

Fonte: Kamiwada (2018).

Existem também outros métodos de *valuation* além dos acima mencionados, como por exemplo o Modelo de Dividendos Descontados, o qual, segundo Serra e Wickert (2019), determina o valor presente de uma ação por meio do desconto a valor presente da projeção futura de seus dividendos ou então o *Valuation* de Liquidação, que, segundo a SUNO (2020), consiste basicamente em somar todos os ativos e subtrair os passivos de uma companhia, contudo, o presente trabalho utiliza a metodologia de *valuation* pelo modelo de Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma vez que serão analisados os potenciais crescimentos de ambas as

companhias em análise, sendo então mais adequado para a tipologia das empresas estudadas no trabalho em questão.

Segundo Serra e Wickert (2019), esse modelo possui dois pontos de vista que podem ser empregados para a análise: o Fluxo de Caixa Para os Acionistas e o Fluxo de Caixa para os Investidores ou Operacional (credores e acionistas), o segundo elaborado segundo o que seriam os interesses dos investidores como um todo. Sendo assim, mais especificamente, o modelo a ser utilizado no presente estudo será o *valuation* por Fluxo de Caixa Descontado para os Investidores.

2.2.1 Etapas do *Valuation* por Fluxo de Caixa Descontado para os Investidores

Segundo Serra e Wickert (2019), a fim de utilizar a técnica de avaliação de empresas por meio do Fluxo de Caixa Descontado para os Investidores, deve-se estimar o fluxo de caixa e a taxa de desconto ou custo de capital da empresa. Sendo assim, os autores propuseram uma sequência de cinco passos para a elaboração desse processo de *valuation*, sendo eles:

1) Cálculo do WACC:

O *Weighted Average Cost of Capital* (WACC), custo médio ponderado do capital, é a média ponderada do custo do capital dos credores (líquido de benefício fiscal) e do custo de capital dos acionistas, ponderados pelos seus pesos na estrutura de capital da empresa, sendo representado através da Equação 1:

$$WACC = \frac{D}{D + E} \cdot [Rd \cdot (1 - t)] + \frac{E}{D + E} \cdot Re \quad (1)$$

Onde:

D = Valor de mercado da dívida da empresa.

E = Valor de mercado do patrimônio líquido (PL) da empresa.

Rd = Custo de capital dos credores (terceiros).

Re = Custo de capital dos acionistas (próprio).

t = Taxa de imposto corporativo.

Segundo Serra e Wickert (2019), o custo de capital dos credores (Rd) pode ser estimado por meio da média ponderada dos custos das dívidas existentes da empresa que sejam

representativas em termo de tamanho, custo, prazo e garantias. Já o custo de capital dos acionistas (R_e) é obtido utilizando-se o *Capital Asset Pricing Model (CAPM)*, ou Modelo de Precificação de Ativos de Capital, o qual demonstra a relação entre o risco e o retorno esperado em um investimento, sendo formalizado na Equação 2:

$$\text{Retorno exigido} = r_f + \beta \cdot pm \quad (2)$$

Onde:

r_f = Taxa livre de risco.

β = Risco do título (ação).

pm = Prêmio de mercado.

Segundo Damodaran (2012), para a taxa livre de risco, geralmente usam-se as taxas de títulos públicos federais de 10 ou 30 anos, considerando implicitamente que os governos cumprem integralmente suas obrigações.

O prêmio de mercado (pm), por sua vez, é diretamente proporcional ao risco corrido pelo investidor. Sendo assim, para o risco do mercado ($\beta = 1$, por construção), o prêmio de mercado é a diferença entre o retorno do mercado e a taxa livre de risco, ilustrado na Equação 3 a seguir:

$$pm = rm - r_f \quad (3)$$

Onde:

rm = Retorno esperado do mercado.

2) Calcular o Fluxo de Caixa dos Investidores para n anos:

A sequência para o cálculo do Fluxo de Caixa dos Investidores é feita a partir dos dados da Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) divulgada pela empresa, mais especificamente do resultado operacional da empresa, sobre o qual:

1. Subtrai-se o imposto operacional, calculado pela da Equação 4.

$$\text{imposto operacional} = t \cdot \text{resultado operacional} \quad (4)$$

2. Soma-se a depreciação e amortização, uma vez que os mesmos não fazem parte do caixa da empresa.

3. Subtrai-se o *Capital Expenditure* (CAPEX), ou despesas de capital, que são os investimentos em ativo operacional físico.
4. Subtrai-se o investimento em capital de giro líquido, o qual, por sua vez, é calculado como sendo o capital de giro líquido final menos o capital de giro líquido inicial.

3) Cálculo da perpetuidade

A perpetuidade na data “n” representa o valor do fluxo de caixa de “n+1” em diante em um único valor presente, sendo formalizada pela Equação 5, para perpetuidades com crescimento constante:

$$Perp_n = \frac{FC_{n+1}}{i-g} = \frac{FC_n \cdot (1+g)}{i-g} \quad (5)$$

Onde:

FC = Fluxo de caixa do último período de projeção.

i = Taxa de desconto.

g = Taxa de crescimento.

4) Cálculo do valor presente, obtendo o *Firm Value*

Quando se trás o fluxo de caixa para os investidores a valor presente descontado pelo custo de capital dos investidores (WACC), obtém-se o valor presente dos investidores, o *Firm Value*, representado pela Equação 6.

$$EV = \sum_{t=1}^n \frac{FCL_n}{(1+WACC)^n} + \frac{FCL_z(1+g)}{WACC-g} \quad (6)$$

Onde:

EV = *Enterprise Value*, ou valor de mercado da empresa.

FCL_n = Fluxo de Caixa Livre no período n.

FCL_z = Fluxo de Caixa Livre no último período de projeção.

5) Cálculo do *Equity Value*

Tirando-se a parcela dos credores (dívida líquida) do *Firm Value*, encontra-se a parcela dos acionistas (*Equity Value*) da empresa.

3 MÉTODO DE PESQUISA

3.1 CLASSIFICAÇÃO DO MÉTODO DE PESQUISA

De acordo com Silva (2004), uma pesquisa científica pode ser classificada de diferentes maneiras, conforme mostrado no Quadro 2 a seguir e detalhado na sequência:

Quadro 2– Classificações de pesquisa

a) Natureza	b) Objetivos	c) Abordagem	d) Procedimentos técnicos
Básica	Exploratória	Qualitativa	Bibliográfica
Aplicada	Descritiva	Quantitativa	Documental
	Explicativa	Combinada	Estudo de caso
			Experimental
			Modelagem e/ou simulação
			Levantamento (<i>Survey</i>)
			Participante
			Pesquisa-ação

Fonte: Adaptado de Silva (2004).

a) Natureza:

- **Pesquisa Básica:** envolvendo verdades e interesses universais, tem como objetivo principal gerar novos conhecimentos que sejam úteis para o avanço da ciência, sem que exista aplicação prática prevista, investigando novos fenômenos físicos.
- **Pesquisa Aplicada:** envolvendo verdades e interesses locais, tem como objetivo principal gerar conhecimentos para a aplicação prática, utilizando o conhecimento da pesquisa básica para resolver problemas relacionados a aplicações concretas.

b) Objetivos:

- **Pesquisa Exploratória:** através de levantamentos bibliográficos, entrevistas com pessoas que tiveram experiências práticas com o problema pesquisado ou análise de exemplos que estimulem a compreensão, por exemplo, busca proporcionar maior familiaridade com o problema, tornando-o explícito ou construindo hipóteses.
- **Pesquisa Descritiva:** através de técnicas de coleta de dados como questionários ou observação sistemática, busca descrever as características de fenômenos, populações ou relações entre variáveis.

- **Pesquisa Explicativa:** através de métodos experimentais nas ciências naturais e métodos observacionais nas ciências sociais, busca identificar os fatores que determinam ou contribuem para a ocorrência dos fenômenos, explicando a razão dos “porquês” das coisas.

c) Abordagem:

- **Pesquisa Quantitativa:** nesse tipo de pesquisa, os fenômenos podem ser medidos e os resultados devem ser passíveis de reprodução, ou seja, as informações são traduzidas em números para que sejam analisadas através de ferramentas estatísticas.
- **Pesquisa Qualitativa:** aqui é buscada uma compreensão profunda do fenômeno analisado e é feita uma observação dos fatos reais, sendo que a interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados são básicos no processo desse tipo de pesquisa.
- **Pesquisa Combinada:** são utilizados conceitos tanto de abordagens quantitativas quanto qualitativas.

d) Procedimentos técnicos:

- **Pesquisa Bibliográfica:** produzida a partir de materiais já publicados em livros, materiais disponibilizados na Internet ou artigos periódicos.
- **Pesquisa Documental:** elaborada com base em materiais que não receberam tratamento analítico anterior, cabendo ao pesquisador desenvolver a investigação e análise de impressos, documentos oficiais, cartas, entre outros.
- **Estudo de caso:** produzido através de um estudo profundo de um ou poucos objetos, permitindo um amplo e detalhado conhecimento sobre o mesmo, podendo ser uma instituição, um programa, empresa ou pessoas, por exemplo.
- **Pesquisa Experimental:** feita ao analisar as variáveis que são capazes de influenciar o objeto de estudo, definindo suas formas de controle e observação dos efeitos que as variáveis produzem no objeto.
- **Modelagem e/ou simulação:** sendo a primeira o uso de técnicas matemáticas para descrever o funcionamento de um sistema ou parte dele; o segundo, o uso de técnicas computacionais para simular o funcionamento de sistemas a partir de modelos.

- **Levantamento (*Survey*):** pesquisa envolvendo interrogação direta das pessoas (mantendo o sigilo) cujo comportamento deseja-se conhecer, buscando informações diretamente com um grupo de interesse, como características ou opiniões, por exemplo.
- **Participante:** desenvolvida através da interação entre pesquisadores e membros das situações investigadas.
- **Pesquisa-ação:** através da junção do conhecimento acadêmico e o prático, a pesquisa-ação é concebida e realizada em estreita associação com uma ação ou com a resolução de um problema coletivo.

Sendo assim, de acordo com as classificações citadas acima, define-se que o presente estudo possui (a) natureza aplicada, uma vez que os métodos de *valuation* são aplicados para obter os valores de mercado da Netflix e do Spotify por meio de dados reais divulgados pelas empresas, (b) objetivo exploratório, tendo sua base de dados e fundamentação teórica obtidos pelo levantamento bibliográfico nas plataformas Scopus e Web of Science, artigos públicos na internet e pelos resultados trimestrais divulgados pelas empresas estudadas, com o intuito de explorar um tema até então pouco estudado, o *Direct Listing*, (c) abordagem quantitativa, sendo toda a análise de resultados feita sobre números e cálculos e por fim, classifica-se como (d) estudo de caso, por investigar e estudar os dados e fenômenos presentes das empresas a serem analisadas.

4 RESULTADOS

Foi feito o *valuation* da empresa Netflix por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado, representando a empresa que abriu capital via IPO tradicional e em seguida, repetiu-se o método para o Spotify, companhia que utilizou o *Direct Listing* como processo de abertura, ambos para a data de 31 de dezembro de 2019.

4.1 VALUATION DA NETFLIX

4.1.1 Visão geral do negócio

A Netflix é uma provedora de conteúdo digital que obtém receita de duas principais fontes, através da assinatura do serviço de *streaming* de conteúdo de vídeo e do serviço de aluguel de DVD e Blue-Ray por correio (chamado de *DVD-by-mail*). O primeiro é feito em escala mundial e o segundo restrito aos Estados Unidos, sendo ambos negócios baseados em assinaturas pagas mensalmente de acordo com o plano escolhido pelo usuário.

4.1.2 Cálculo do WACC

Em um primeiro momento, calculou-se o custo médio ponderado do capital próprio e o de terceiros, sendo o cálculo de cada um de seus parâmetros detalhados a seguir.

Tabela 2 – WACC – Netflix

Cálculo do WACC	
(a) Valor de mercado da dívida (D)	US\$ 15.949.000.000,00
(b) Valor de mercado do PL (E)	US\$ 130.793.097.000,00
(c) Custo do capital de terceiros (Rd)	4,79%
(d) Taxa livre de risco (rf)	2,39%
(e) Beta da ação	1,32
(f) Prêmio de mercado (pm)	5,23%
(g) Taxa de imposto corporativo	16,75%
(h) WACC	8,71691%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

(a) Cálculos apresentados no Anexo 1;

(b) Valor calculado por meio da multiplicação do número de ações no mercado pelo valor negociado por ação em 31 de dezembro de 2019, subtraído da dívida líquida da companhia em milhares de dólares.

(c) Cálculos apresentados no Anexo 2.

(d) Como parâmetro para a taxa livre de risco adotou-se o valor da taxa divulgada pelo governo norte-americano do “T-Bond” de 30 anos para o último dia de 2019 (*US Treasury*, 2020).

(e) Risco da companhia ou do setor em que ela se encontra (SIERRA; WICKERT, 2019).

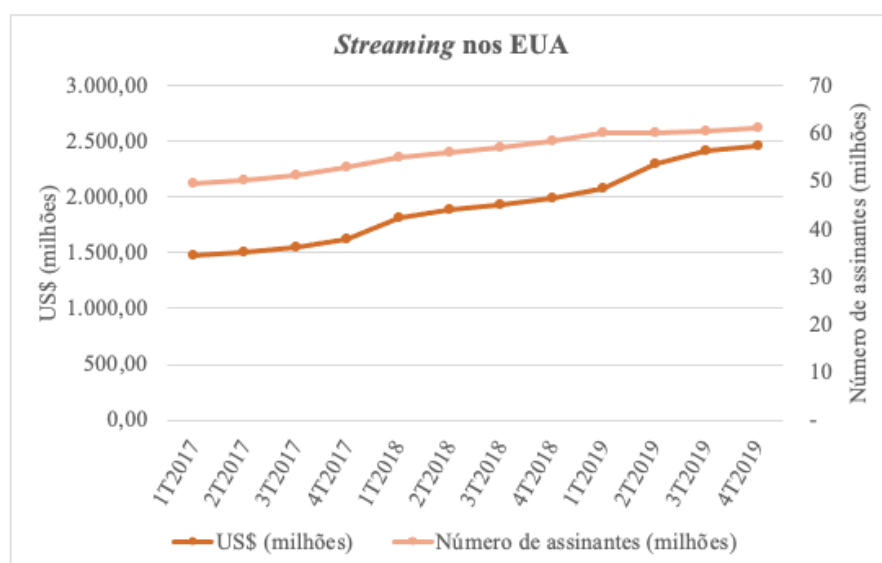
(f) Foi adotado o prêmio de mercado dos Estados Unidos, dado que sozinho foi responsável por 47% das receitas com assinaturas em dezembro de 2019 (Damodaran, 2020).

(g) Adotou-se que a taxa de imposto corporativo utilizada será a média da taxa dos Estados Unidos para os ganhos provenientes do país e da Irlanda para os ganhos internacionais, dado que o segundo apresenta a menor taxa de imposto corporativo dentre os países em que a Netflix opera (KPMG, 2020).

4.1.3 Projeção da receita

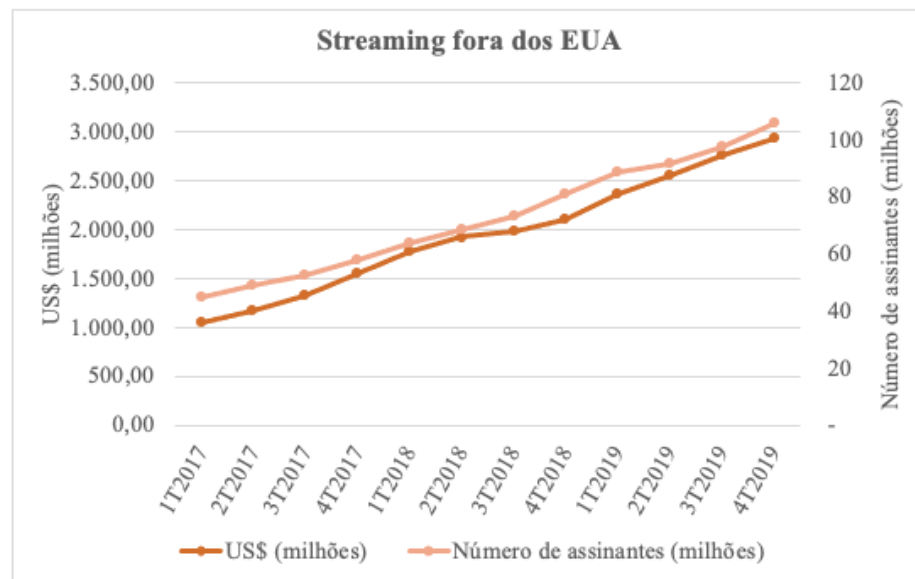
A receita da Netflix consiste basicamente na média paga mensalmente por assinantes do serviço contratado, multiplicado pelo número de assinantes do mesmo. Sendo assim, conforme Gráficos 4, 5 e 6, elaborados a partir dos resultados trimestrais de 2017 a 2019, é possível notar que a variação da receita é acompanhada pela variação no número de assinantes para cada segmento ao longo do tempo.

Gráfico 6 – Receita vs. número de assinantes – EUA



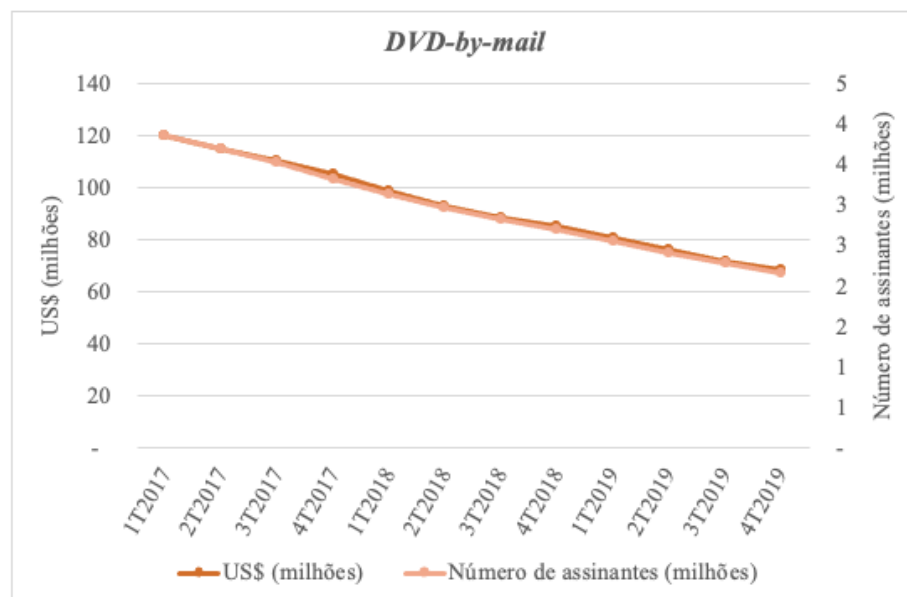
Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Gráfico 7 – Receita vs. número de assinantes – fora dos EUA



Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Gráfico 8 – Receita vs. número de assinantes – DVD-by-mail



Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Portanto, para que a projeção da receita da companhia fosse estimada, levou-se em consideração a variação no número de assinantes ao longo do tempo para cada um dos segmentos separadamente a fim de elaborar um consolidado final.

Para a projeção da receita proveniente das assinaturas de *streaming* nos EUA, projetou-se o número de assinantes e a média paga mensalmente por cada um deles considerando a média

histórica de 2017 até 2019 para o ano de 2020, seguido por uma diminuição no aumento de clientes ao passar do tempo, conforme a companhia alcança maior maturidade e estabilidade quando passar da fase de crescimento.

Tabela 3 – Histórico e projeção da receita: *streaming* nos EUA (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$)

<i>Streaming</i> nos EUA	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita	6.153,0	7.646,6	9.243,0	11.329,7	13.595,6	16.314,7	18.761,9	19.700,0	20.291,0
Varição	-	24,3%	20,9%	22,6%	20,0%	20,0%	15,0%	5,0%	3,0%
Número de assinantes	52,8	58,5	61,0	65,7	70,9	76,6	82,4	86,5	88,3
Varição	-	10,7%	4,4%	7,6%	8,0%	8,0%	7,6%	5,0%	2,0%
Média paga por assinante mensalmente	9,7	10,9	12,6	14,4	16,0	17,8	19,0	19,0	19,2
Varição	-	12,2%	15,8%	14,0%	11,1%	11,1%	6,9%	0,0%	1,0%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Quanto a receita pelo serviço de *streaming* no resto do mundo, também projetou-se o número de assinantes e a média mensal paga por cada um deles por meio da média histórica para o ano de 2020, porém considera-se que nesse cenário a empresa poderá ter maiores crescimentos por um período mais extenso quando comparado a receita do serviço de *streaming* dos EUA, dado que a Netflix ainda não adentrou mercados relevantes como a China, por exemplo.

Tabela 4 – Histórico e projeção da receita: *streaming* no resto do mundo (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$)

<i>Streaming</i> no resto do mundo	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita	5.089,2	7.782,1	10.616,2	15.358,1	20.733,4	24.880,1	29.856,2	34.334,6	37.768,1
Varição	-	52,9%	36,4%	44,7%	35,0%	20,0%	20,0%	15,0%	10,0%
Número de assinantes	57,8	80,8	106,0	143,7	186,8	214,8	236,3	248,1	253,0
Varição	-	39,7%	31,3%	35,5%	30,0%	15,0%	10,0%	5,0%	2,0%
Média paga por assinante mensalmente	7,3	8,0	8,3	8,9	9,3	9,7	10,5	11,5	12,4
Varição	-	9,5%	3,9%	6,8%	3,8%	4,3%	9,1%	9,5%	7,8%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Já em relação ao serviço de *DVD-by-mail*, foi levado em consideração o declínio constate no número de assinantes do serviço em contrapartida a crescente adesão de clientes aos serviços de *streaming*, sendo assim, para esse cenário admitiu-se que o mesmo decairá até que o serviço deixe de ser prestado, assumindo em 2024.

Tabela 5 – Histórico e projeção da receita: *DVD-by-mail* (“Receita” em US\$ milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em US\$)

<i>DVD-by-mail</i>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita	450,5	365,6	297,2	148,6	74,3	37,2	18,6	0,0	0,0
<i>Variação</i>	-	-18,8%	-18,7%	-50,0%	-50,0%	-50,0%	-50,0%	-100,0%	-
Número de assinantes	3,3	2,7	2,2	1,1	0,5	0,3	0,1	0,0	0,0
<i>Variação</i>	-	-18,7%	-20,4%	-50,0%	-50,0%	-50,0%	-50,0%	-100,0%	-
Média paga por assinante mensalmente	11,3	11,3	11,5	11,5	11,5	11,5	11,5	0,0	0,0
<i>Variação</i>	-	-0,1%	2,2%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	-100,0%	-

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Logo, somando-se a receita proveniente de cada segmento, foi possível calcular a projeção da receita total da companhia.

Tabela 6 – Histórico e projeção da receita: consolidado (US\$ milhões)

Consolidado	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Streaming nos EUA	6.153,0	7.646,6	9.243,0	11.329,7	13.595,6	16.314,7	18.761,9	19.700,0	20.291,0
Streaming no resto do mundo	5.089,2	7.782,1	10.616,2	15.358,1	20.733,4	24.880,1	29.856,2	34.334,6	37.768,1
DVD-by-mail	450,5	365,6	297,2	148,6	74,3	37,2	18,6	0,0	0,0
Receita Total	11.692,7	15.794,3	20.156,4	26.836,4	34.403,4	41.232,0	48.636,7	54.034,6	58.059,1
<i>Variação</i>	-	35,1%	27,6%	33,1%	28,2%	19,8%	18,0%	11,1%	7,4%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

A desaceleração do crescimento ao longo do tempo em todos os segmentos é justificada pela ascensão dos competidores no mercado, principalmente frente ao serviço de *streaming* da Disney, o Disney+ (o qual acarretará na remoção de todo o conteúdo da produtora da plataforma do Netflix) e também do serviço da Amazon, o Amazon Prime Video, que vem se destacando com preços competitivos e conteúdos exclusivos (ALVES, 2018).

4.1.4 Projeção dos custos do serviço vendido

O principal custo do serviço vendido pela Netflix é composto pela amortização do conteúdo de *streaming*, relacionado aos atuais e novos conteúdos na plataforma. Este, por sua vez, está amplamente relacionado aos investimentos em conteúdo de *streaming*. Sendo assim, para projetá-los, estimou-se os investimentos em conteúdo com base em seu histórico, considerando que o mesmo irá manter a curva crescente divulgada no último período e decair conforme a companhia ganha maturidade e seus concorrentes ganham mais espaço.

Dessa maneira, a amortização de conteúdo de *streaming* em si foi projetada frente a sua porcentagem em relação ao investimento em conteúdo previamente estipulado, considerando a

média histórica para o ano de 2020 e consequente crescimento com o passar do tempo, conforme a empresa atinge maior estabilidade no crescimento.

Por fim, além da amortização do conteúdo de *streaming*, o custo do serviço prestado também é composto pelas despesas alheias ao conteúdo, o qual consiste majoritariamente em taxas de processamento, despesas associadas aos serviços de atendimento ao cliente e entrega de mídia, sendo esse custo projetado seguindo a variação da receita.

Tabela 7 – Histórico e projeção dos custos do serviço vendido (US\$ milhões)

CSV	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Investimento em conteúdo de <i>streaming</i>	9.805,76	13.043,44	13.916,68	14.848,39	15.842,48	16.634,60	17.216,81	17.647,23	18.000,18
<i>Crescimento</i>	-	33,0%	6,7%	6,7%	6,7%	5,0%	3,5%	2,5%	2,0%
Amortização de conteúdo de <i>streaming</i>	6.197,82	7.532,09	9.216,25	9.264,23	10.297,61	11.228,36	12.051,77	12.794,24	13.500,13
<i>Porcentagem em relação ao investimento</i>	63,2%	57,7%	66,2%	62,4%	65,0%	67,5%	70,0%	72,5%	75,0%
Despesas alheias de conteúdo	1.835,18	2.435,45	3.223,97	4.292,40	5.502,72	6.594,94	7.779,30	8.642,68	9.286,38
<i>Variação da receita</i>	-	35,1%	27,6%	33,1%	28,2%	19,8%	18,0%	11,1%	7,4%
Custo do serviço vendido	8.033,00	9.967,54	12.440,21	13.556,64	15.800,33	17.823,30	19.831,07	21.436,93	22.786,52

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.5 Projeção das despesas operacionais

Os principais custos operacionais da companhia se dividem entre custo de marketing, custos gerais e administrativos e custos em tecnologia e desenvolvimento, sendo todos estes projetados proporcionalmente à variação da receita total. Primeiramente, quanto aos custos de marketing, projetou-se que os mesmos manterão a média histórica de porcentagem em relação a receita nos próximos quatro anos, levando em conta o atual conflito com concorrentes emergentes no mercado, sendo necessária a manutenção desses custos. Como passar do tempo, espera-se que o mesmo se reduza, conforme a companhia atinja maior estabilidade no mercado.

Em relação aos custos gerais e administrativos, sua projeção foi feita baseando-se no fato de que a empresa irá manter a média histórica da proporção em relação a receita total, uma vez que os mesmos provêm das atividades básicas para seu funcionamento, como pagamento de funcionários e gastos corporativos gerais.

Por fim, quanto aos custos em tecnologia e desenvolvimento, sua projeção também foi feita com base na média histórica de sua proporção em relação a receita total nos três primeiros anos, decaindo ao longo do tempo conforme a empresa estabiliza seu crescimento, não havendo mais a necessidade de investimentos pesados quando comparados a fase atual de crescimento e de concorrência.

Tabela 8 – Histórico e projeção das despesas operacionais (US\$ milhões)

Despesas operacionais	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Custos de Marketing	1.436,28	2.369,47	2.652,46	3.617,99	4.638,14	5.558,75	6.557,02	6.484,15	6.386,50
Porcentagem da receita	12,3%	15,0%	13,2%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%	12,0%	11,0%
Custos Gerais e Administrativos	431,04	630,29	914,37	1.092,55	1.410,54	1.690,51	1.994,10	2.215,42	2.380,42
Porcentagem da receita	3,7%	4,0%	4,5%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Custos em Tecnologia e Desenvolvimento	953,71	1.221,81	1.545,15	2.107,37	2.701,58	3.237,81	2.918,20	3.242,08	3.483,54
Porcentagem da receita	8,2%	7,7%	7,7%	7,9%	7,9%	7,9%	6,0%	6,0%	6,0%
Despesas operacionais	2.821,03	4.221,58	5.111,98	6.817,91	8.750,26	10.487,08	11.469,33	11.941,65	12.250,47

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.6 Projeção da depreciação e amortização

A Netflix possui poucos ativos fixos, resultando em uma pequena parcela de depreciação, a qual foi projetada por meio da média histórica de sua variação, decaindo ao longo do tempo conforme a empresa ganha maior maturidade. Já em relação a amortização, a mesma segue os dados já projetados anteriormente referente aos conteúdos de *streaming*.

Tabela 9 – Histórico e projeção da depreciação e amortização (US\$ milhões)

D&A	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Depreciação	71,91	83,16	103,58	124,40	143,06	163,08	182,65	204,57	229,12
Varição	-	15,6%	24,6%	20,1%	15,0%	14,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Amortização	6.197,82	7.532,09	9.216,25	9.264,23	10.297,61	11.228,36	12.051,77	12.794,24	13.500,13
Total	6.269,73	7.615,25	9.319,83	9.388,63	10.440,67	11.391,44	12.234,42	12.998,82	13.729,26

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.7 Projeção do CAPEX

É esperado que o CAPEX evolua proporcionalmente a receita da companhia. Para sua projeção, considerando que o projeto de expansão da Netflix se estabilize, estima-se que o CAPEX deva servir para a manutenção da infraestrutura da empresa ao invés de sua expansão, sendo assim, estima-se sua proporção em relação a receita decaia ao longo do tempo. Para o CAPEX da companhia, são considerados os investimentos em infraestrutura para a produção de conteúdo próprio.

Tabela 10 – Histórico e projeção do CAPEX (US\$ milhões)

CAPEX	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CAPEX	173,30	173,95	253,04	316,22	370,98	403,39	486,37	540,35	522,53
Porcentagem da Receita	1,5%	1,1%	1,3%	1,2%	1,1%	1,0%	1,0%	1,0%	0,9%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.8 Projeção do capital de giro líquido

Para a projeção do capital de giro líquido, espera-se que o mesmo evolua de acordo com a média histórica durante toda a projeção para as alterações que o compõe, mantendo a média nas porcentagens em relação a receita total, dado que nenhum padrão foi encontrado em seu histórico de variação.

Tabela 11 – Histórico e projeção do capital de giro líquido (US\$ milhões)

CGL	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Alterações em Outros Ativos Circulantes	350,78	473,83	604,69	805,09	1.032,10	1.236,96	1.459,10	1.621,04	1.741,77
<i>Porcentagem da receita</i>	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Alterações nos Impostos Deferidos	208,69	85,52	94,44	134,18	172,02	206,16	243,18	270,17	290,30
<i>Porcentagem da receita</i>	1,8%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%	0,5%
Alteração nos Ativos	559,47	559,35	699,14	939,27	1.204,12	1.443,12	1.702,28	1.891,21	2.032,07
Alteração em Contas a Pagar	74,56	199,20	96,06	212,49	275,23	329,86	389,09	432,28	464,47
<i>Porcentagem da receita</i>	0,6%	1,3%	0,5%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%	0,8%
Alteração em Passivos Acumulados	114,34	150,42	157,78	242,69	302,69	352,80	427,97	471,07	504,61
<i>Porcentagem da receita</i>	1,0%	1,0%	0,8%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%	0,9%
Alterações nos Passivos	188,90	349,62	253,84	455,18	577,92	682,65	817,06	903,35	969,08
Capital de Giro Líquido	370,57	209,73	445,30	484,09	626,20	760,47	885,22	987,86	1.062,99

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.9 Fluxo de Caixa Livre para a empresa

Por meio das projeções elaboradas, é possível compilar o Fluxo de Caixa Livre para a empresa, conforme a Figura 19 a seguir:

Tabela 12 – Fluxo de Caixa Livre para a empresa (US\$ milhões)

FCLF	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita Líquida	11.692,71	15.794,34	20.156,45	26.836,39	34.403,35	41.232,01	48.636,67	54.034,62	58.059,08
(-) Custo do Serviço Oferecido e Despesas Operacionais	10.854,03	14.189,12	17.552,19	20.374,54	24.550,59	28.310,38	31.300,39	33.378,58	35.036,98
(=) EBIT	838,68	1.605,23	2.604,25	6.461,84	9.852,77	12.921,63	17.336,28	20.656,04	23.022,10
* Taxas	-14,5%	1,2%	9,5%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%
(=) NOPAT	960,29	1.585,96	2.356,85	5.379,49	8.202,43	10.757,26	14.432,45	17.196,15	19.165,89
(+) Depreciação e Amortização	6.269,73	7.615,25	9.319,83	9.388,63	10.440,67	11.391,44	12.234,42	12.998,82	13.729,26
(-) Custos em Conteúdo de Streaming	9.805,76	13.043,44	13.916,68	14.848,39	15.842,48	16.634,60	17.216,81	17.647,23	18.000,18
(-) CAPEX	173,30	173,95	253,04	316,22	370,98	403,39	486,37	540,35	522,53
(-) Variação de Capital de Giro	370,57	209,73	445,30	484,09	626,20	760,47	885,22	987,86	1.062,99
FCLF	-3.119,62	-4.225,90	-2.938,34	-880,59	1.803,43	4.350,25	8.078,48	11.019,53	13.309,45

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.1.10 Valor por ação

Com o resultado do FCLF e considerando uma taxa de crescimento ligeiramente acima da inflação norte americana de 2019, em 2,3% (Inflation, 2020), foi possível calcular a perpetuidade (Equação 5), obtendo um valor de US\$ 212.182,52 milhões.

Dessa maneira, calculou-se a somatória do valor presente dos fluxos e caixa futuros descontados pelo WACC, obtendo o *Firm Value* (Equação 6). Em seguida, subtraiu-se a dívida líquida, chegando no *Equity Value*, o qual, dividido pelo número total de ações no mercado em 31 de dezembro de 2019, possibilitou encontrar o valor por ação na mesma data.

Tabela 13 – Valor por ação – Netflix

Cálculo do Valor por Ação	
(=) <i>Firm Value</i>	US\$ 153.707.680.000,00
(-) Dívida Líquida	US\$ 10.930.560.000,00
(=) <i>Equity Value</i>	US\$ 142.777.120.000,00
(÷) Número de Ações	438.000.000
(=) Valor por Ação	US\$ 325,98

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Portanto, para a Netflix, o método de *valuation* aplicado resultou em um valor por ação de US\$325,28 em 31 de dezembro de 2019, frente a US\$323,57, negociado no mercado no mesmo período, conforme o Gráfico 9 a seguir.

Gráfico 9 – Valor negociado por ação em 31/12/2019 – Netflix (US\$)



Fonte: Bloomberg – NFLX: US (2020).

4.2 VALUATION DO SPOTIFY

4.2.1 Visão geral do negócio

Assim como a Netflix, o Spotify também é uma empresa que fornece conteúdo de *streaming* digital, porém apenas de áudio, como músicas e *podcasts*⁸, por exemplo. Os usuários do Spotify podem ser divididos em dois principais tipos geradores de receitas para a companhia: os assinantes *premium* e os chamados de *ad-supported*. Enquanto o primeiro tipo de usuário paga uma tarifa mensal para acessar todo o conteúdo da plataforma, podendo criar listas de reprodução personalizadas e ouvir qualquer faixa sem interrupção, o segundo tipo tem acesso apenas a uma versão gratuita, a qual possui interrupções por propagandas entre as faixas e limita tanto a criação de listas de reprodução quanto a reprodução de conteúdo fora do modo aleatório dentro das listas.

4.2.2 Cálculo do WACC

Em um primeiro momento, calculou-se o custo médio ponderado do capital próprio e o de terceiros, sendo o cálculo de cada um de seus parâmetros detalhados na sequência.

Segundo Damodaran (2018), o Spotify converteu praticamente toda a sua dívida em patrimônio líquido para a sua abertura da capital em 2018, sendo assim, para o *valuation* da empresa considerou-se que no limite o mesmo não possui dívidas no período estudado, ou seja, ponderou-se 100% em seu custo de capital próprio.

Tabela 14 – WACC - Spotify

Cálculo do WACC	
(a) Taxa livre de risco (rf)	2,39%
(b) Beta da ação	1,62
(c) Prêmio de mercado (pm)	6,30%
(d) WACC	12,59600%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

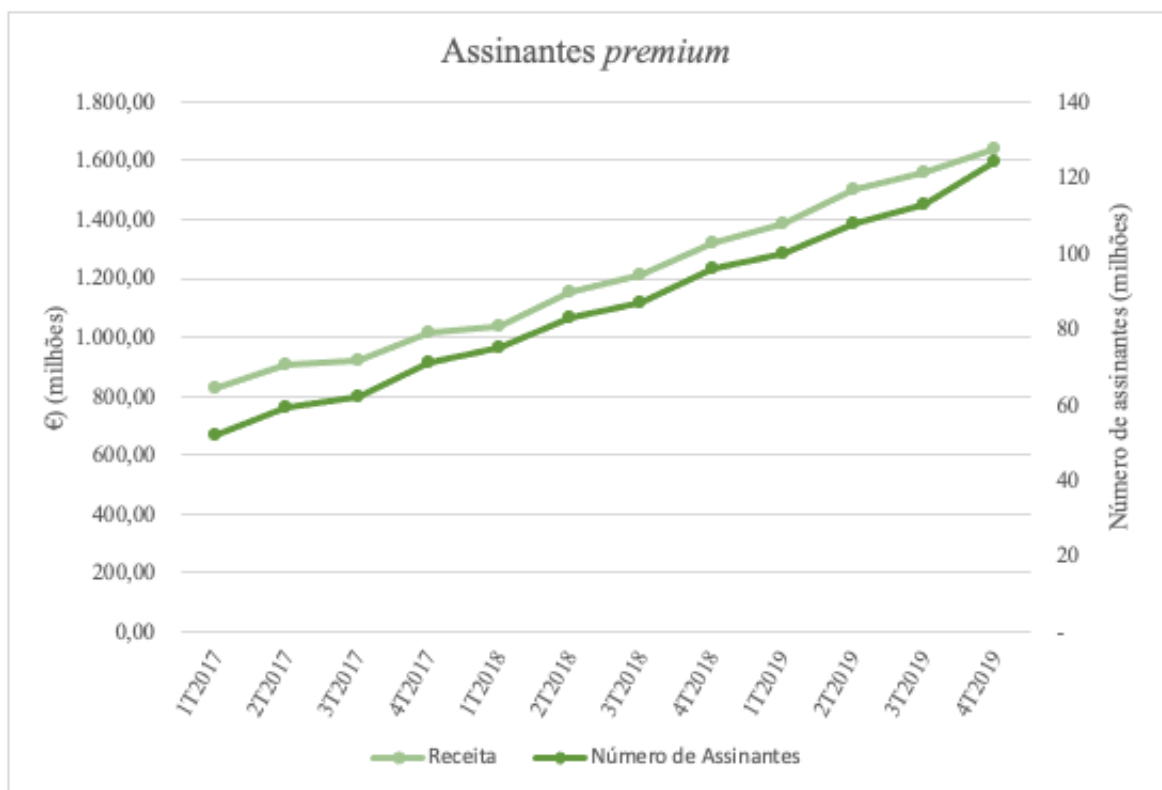
⁸ Podcast é um material disponibilizado na forma de áudio, muito semelhante ao conteúdo de uma emissora de rádio, com a diferença de permanecer disponível para o usuário. São oferecidas séries de palestras, aulas e até mesmo livros nesse formato. No entanto, não devem ser confundidos com audiolivros.

- (a) Como parâmetro para a taxa livre de risco, foi adotado o valor da taxa divulgada pelo governo norte-americano do “T-Bond” de 30 anos para o último dia de 2019 (US *Treasury*, 2020).
- (b) Risco da companhia ou do setor em que ela se encontra (SIERRA; WICKERT, 2019).
- (c) Foi adotado como prêmio de mercado, a média ponderada por porcentagem de assinantes dos prêmios de mercado dos países em que o Spotify atua (Damodaran, 2018).

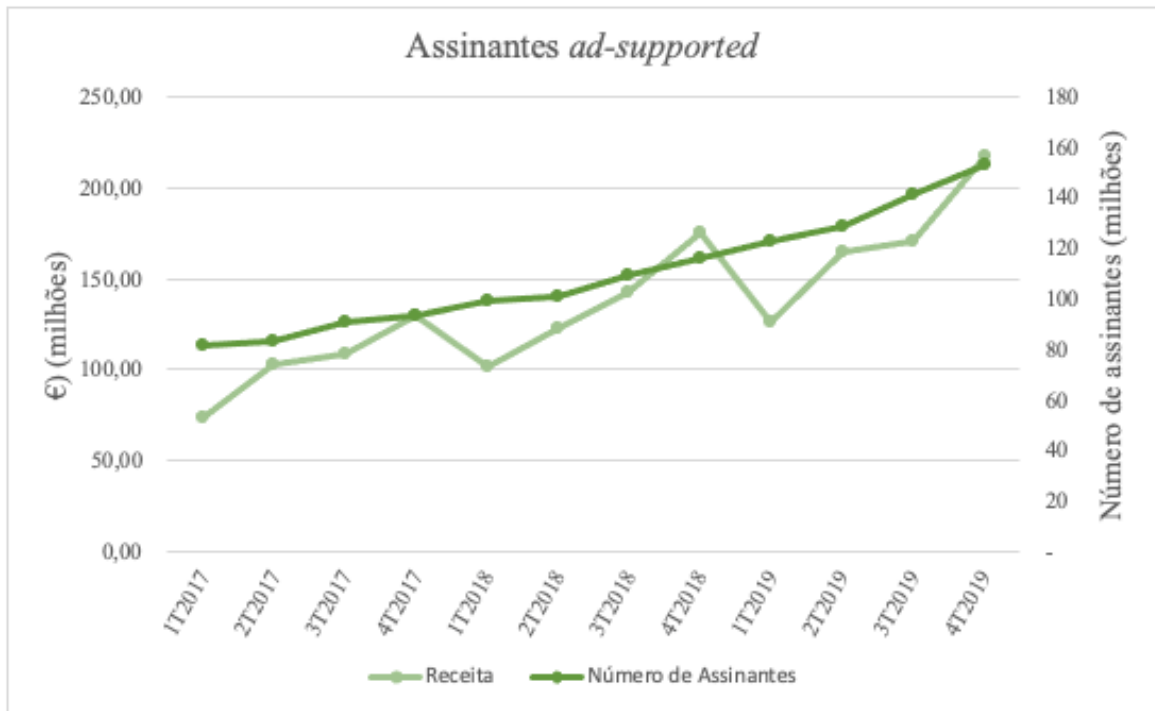
4.2.3 Projeção da receita

A receita do Spotify varia de acordo com o seu tipo de usuário. No caso da receita proveniente dos usuários *premium*, a mesma consiste basicamente na multiplicação da média paga por usuário pelo serviço vezes número total de usuários que o contratou no período. Já no caso da receita proveniente dos usuários *ad-supported*, a mesma possui como fonte a captação o investimento de empresas que desejam anunciar na plataforma, a qual também varia de acordo com as visualizações de suas propagandas pelos usuários.

Gráfico 10 – Receita vs. número de assinantes – assinantes *premium*



Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Gráfico 11 – Receita vs. número de assinantes – assinantes *ad-supported*

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Portanto, para que a projeção da receita da companhia fosse estimada, levou-se em consideração a variação no número de assinantes ao longo do tempo para cada um dos segmentos separadamente a fim de elaborar a consolidação final.

Para a projeção da receita proveniente das assinaturas *premium*, considerou-se que o valor médio pago por assinante se manterá para os dois primeiros anos projetados, tendo uma leve queda a partir de então, conforme a empresa ganha maturidade. Dessa maneira, ajustou-se a projeção do número de usuários para que a receita seguisse um aumento de acordo com a média histórica, sendo que ambos também decaem conforme a empresa estabiliza seu crescimento.

Tabela 15 – Histórico e projeção da receita: assinantes *premium* (“Receita” em € milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em €)

Assinantes <i>premium</i>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita	3.674	4.717	6.086	7.833	9.948	11.938	13.728	15.101	16.611
Varição	-	28,4%	29,0%	28,7%	27,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Número de assinantes	71	96	124	159	202	249	286	315	346
Varição	-	35,2%	29,2%	28,4%	27,0%	23,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Média mensal paga por assinante	4,3	4,1	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0
Varição	-	-5,0%	-0,1%	0,2%	0,0%	-2,4%	0,0%	0,0%	0,0%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Quanto a receita pelo serviço de *ad-supported*, projetou-se o número de assinantes por meio da média histórica para o ano de 2020 e também espera-se que a variação seja seguida por uma diminuição no aumento de clientes ao passar do tempo, conforme a companhia alcança maior maturidade.

Tabela 16 – Histórico e projeção da receita: assinantes *ad-supported* (“Receita” em € milhões, “Número de assinantes” em milhões e “Média paga por assinante mensalmente” em €)

Assinantes <i>ad-supported</i>	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita	416	542	678	866	1.099	1.319	1.517	1.669	1.836
Variação	-	30,3%	25,1%	27,7%	27,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%
Número de assinantes	93	116	153	196	249	307	353	388	427
Variação	-	24,7%	31,9%	28,3%	27,0%	23,0%	15,0%	10,0%	10,0%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Logo, somando-se a receita proveniente de cada segmento, foi possível calcular a projeção da receita total da companhia.

Tabela 17 – Histórico e projeção da receita: consolidado (€ milhões)

Consolidado	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Assinantes <i>premium</i>	3.674	4.717	6.086	7.833	9.948	11.938	13.728	15.101	16.611
Assinantes <i>ad-supported</i>	416	542	678	866	1.099	1.319	1.517	1.669	1.836
Receita Total	4.090	5.259	6.764	8.699	11.047	13.257	15.245	16.770	18.447
Variação	-	28,6%	28,6%	28,6%	27,0%	20,0%	15,0%	10,0%	10,0%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

No geral, a desaceleração no crescimento da receita se dá ao fato da ascensão de serviços concorrentes no mercado atualmente que também oferecem bons benefícios tanto para artistas quanto para os usuários, como o Apple Music e Deezer, por exemplo.

4.2.4 Projeção dos custos do serviço vendido

O principal custo do serviço vendido pelo Spotify concentra-se nos direitos autorais pela transmissão de material fonográfico, os quais estão diretamente relacionados a receita total da companhia, dada a relação entre o número de assinantes e o volume de reprodução das faixas. Sendo assim, projetou-se os custos tanto da assinatura *premium* quanto da *ad-supported* baseados em suas porcentagens em relação à receita.

Para ambos os casos, utilizou-se a média histórica da porcentagem do custo das assinaturas em relação a receita para o ano de 2020 e espera-se que a proporção entre custo e

receita não diminua significativamente conforme a empresa ganhe maturidade, dado que os custos de direitos autorais acompanham o volume de reproduções.

Tabela 18 – Histórico e projeção dos custos do serviço vendido (€ milhões)

CSV	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Custo da assinatura <i>premium</i>	2.868	3.461	4.465	5.870	6.964	8.356	8.923	9.061	9.967
<i>Porcentagem da receita premium</i>	78,1%	73,4%	73,4%	74,9%	70,0%	70,0%	65,0%	60,0%	60,0%
Custo da assinatura <i>ad-supported</i>	373	445	577	741	880	1.056	1.214	1.335	1.469
<i>Porcentagem da receita ad-supported</i>	89,7%	82,1%	85,1%	85,6%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%	80,0%
Custo do serviço vendido	3.241	3.906	5.042	6.611	7.843	9.412	10.137	10.396	11.435

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.5 Projeção das despesas operacionais

Os principais custos operacionais da companhia se dividem entre custo de vendas e marketing, custos gerais e administrativos e custos em desenvolvimento, sendo todos eles projetados proporcionalmente à variação da receita total. Primeiramente, quanto aos custos de marketing, projetou-se que o mesmo manterá a média histórica de porcentagem em relação à receita para 2020 e decairá levemente ao longo da projeção, mantendo-se elevado em até 10% da receita, levando em conta conflito com concorrentes emergentes no mercado.

Em relação aos custos gerais e administrativos, sua projeção foi feita baseando-se no fato de que a empresa irá manter a média histórica da proporção em relação à receita total para 2020 e também decair levemente ao longo da projeção, uma vez que os mesmos provêm das atividades essenciais à operação, como pagamento de funcionários e gastos corporativos gerais.

Por fim, quanto aos custos em desenvolvimento, sua projeção também foi feita com base na média histórica de sua proporção em relação a receita total para 2020, decaindo ao longo do tempo conforme a empresa estabiliza seu crescimento.

Tabela 19 – Histórico e projeção das despesas operacionais (€ milhões)

Despesas operacionais	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Custos de Vendas e Marketing	567	620	826	1.098	1.326	1.591	1.829	1.845	1.845
<i>Porcentagem da receita</i>	13,9%	11,8%	12,2%	12,6%	12,0%	12,0%	12,0%	11,0%	10,0%
Custos Gerais e Administrativos	264	283	354	495	453	544	625	688	756
<i>Porcentagem da receita</i>	6,5%	5,4%	5,2%	5,7%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%	4,1%
Custos em Pesquisa e Desenvolvimento	396	493	615	816	868	1.041	915	1.006	1.107
<i>Porcentagem da receita</i>	9,7%	9,4%	9,1%	9,4%	7,9%	7,9%	6,0%	6,0%	6,0%
Despesas Operacionais	831,00	903,00	1.180,00	1.592,85	1.778,64	2.134,36	2.454,52	2.532,27	2.601,03

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.6 Projeção da depreciação e amortização

Assim como a Netflix, o Spotify também possui poucos ativos fixos, resultando em uma pequena parcela de depreciação, a qual foi projetada por meio da média histórica de sua variação, decaindo ao longo do tempo conforme a empresa ganha maior maturidade. Em relação a amortização, como não foram encontrados padrões de crescimento, também utilizou-se a média histórica para sua projeção.

Tabela 20 – Histórico e projeção da depreciação e amortização (€ milhões)

D&A	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Depreciação	46	21	71	109	168	192	215	241	270
<i>Variação</i>	-	-54,3%	238,1%	54,0%	54,0%	14,0%	12,0%	12,0%	12,0%
Amortização	8	11	16	23	32	45	63	88	123
<i>Variação</i>	-	37,5%	45,5%	41,5%	41,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%
Total	54	32	87	132	200	237	278	328	392

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.7 Projeção do CAPEX

Como CAPEX para o Spotify, entende-se apenas a respeito da estrutura física de escritórios espalhados ao redor do mundo, dado que ainda o mesmo não conta com gravadoras e conseqüentemente não necessita de tangíveis para produções musicais, sendo então uma pequena porcentagem quando comparado a sua receita, por exemplo.

Dessa maneira, é esperado que o CAPEX evolua proporcionalmente à receita da companhia. Para sua projeção, considerando que o projeto de expansão da Spotify se estabilize, estima-se que o CAPEX deva servir para a manutenção da infraestrutura da empresa ao invés de sua expansão. Sendo assim, estima-se sua proporção em relação a receita decaia ao longo do tempo.

Tabela 21 – Histórico e projeção do CAPEX (€ milhões)

CAPEX	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
CAPEX	36	125	135	190	230	263	152	168	166
<i>Porcentagem da Receita</i>	0,9%	2,4%	2,0%	2,2%	2,1%	2,0%	1,0%	1,0%	0,9%

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.8 Projeção do capital de giro líquido

Para a projeção do capital de giro líquido, espera-se que em relação às alterações em seus ativos, o mesmo tenha uma inversão ao longo da projeção, dado que a empresa deve conseguir honrar com suas dívidas de curto prazo em algum momento de sua evolução. Além disso, a alteração em seus passivos deve decair em proporção a receita, para que sua relação quando comparado aos recebíveis aumente.

Tabela 22 – Histórico e projeção do capital de giro líquido (€ milhões)

CGL	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
<i>Porcentagem da Receita</i>	-2,7%	-1,2%	-0,4%	-1,4%	-1,0%	-0,5%	0,5%	0,5%	0,7%
Alteração nos Ativos	-112	-61	-27	-125	-110	-66	76	84	129
<i>Porcentagem da Receita</i>	10,9%	5,5%	6,7%	7,7%	6,0%	6,0%	6,0%	5,0%	5,0%
Alterações nos Passivos	447	291	454	672	663	795	915	839	922
Capital de Giro Líquido	-559	-352	-481	-797	-773	-862	-839	-755	-793

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.9 Fluxo de Caixa Livre para a empresa

Por meio das projeções elaboradas, é possível compilar o Fluxo de Caixa Livre para a empresa, conforme a Figura 19.

Tabela 23 – Fluxo de Caixa Livre para a empresa (€ milhões)

FCLF	2017	2018	2019	2020P	2021P	2022P	2023P	2024P	2025P
Receita Líquida	4.090	5.259	6.764	8.699	11.047	13.257	15.245	16.770	18.447
(-) Custo do Serviço Oferecido e Despesas Operacionais	4.468	5.302	6.837	9.020	10.489	12.587	13.506	13.934	15.143
(=) EBIT	-378	-43	-73	-321	558	670	1.739	2.836	3.304
* Taxas	-14,50%	45,00%	-2,70%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%	16,75%
(=) NOPAT	-433	-24	-75	-267	465	558	1.448	2.361	2.750
(+) Depreciação e Amortização	54	32	87	132	200	237	278	328	392
(-) CAPEX	36	125	135	190	230	263	152	168	166
(-) Variação de Capital de Giro	-559	-352	-481	-797	-773	-862	-839	-755	-793
FCLF	144	235	358	471	1.208	1.393	2.411	3.276	3.770

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

4.2.10 Valor por ação

Com o resultado do FCLF e considerando uma taxa de crescimento ligeiramente acima da inflação norte americana de 2019, em 2,3% (Inflation, 2020), foi possível calcular a perpetuidade (Equação 5), obtendo um valor de € 37.457,19 milhões.

Dessa maneira, calculou-se a somatória do valor presente dos fluxos e caixa futuros descontados pelo WACC, obtendo o *Firm Value* (Equação 6). Assumindo que a empresa não possui dívida líquida, o *Firm Value* igualou-se ao *Equity Value*, o qual, dividido pelo número total de ações no mercado em 31 de dezembro de 2019, permitiu encontrar o valor por ação na mesma data.

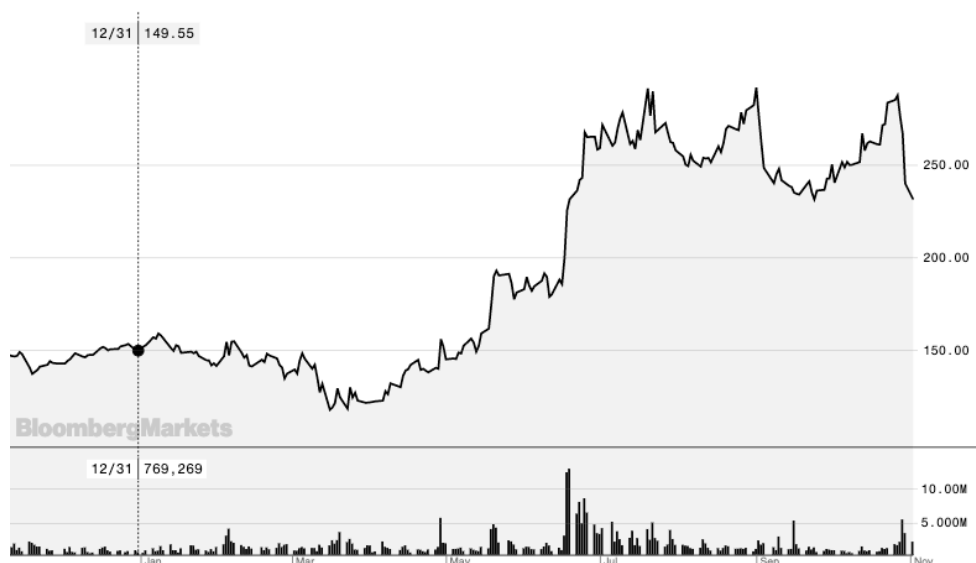
Tabela 24 – Valor por ação – Spotify

Cálculo do Valor por Ação	
(=) <i>Firm Value</i>	€ 25.889.360.000,00
(=) <i>Equity Value</i>	€ 25.889.360.000,00
(÷) Número de Ações	181.000.000
(=) Valor por Ação	€ 143,04
(=) Valor por Ação	US\$ 160,47

Fonte: Produção do próprio autor (2020).

Portanto, para o Spotify, o método de *valuation* aplicado resultou em um valor por ação de US\$160,47 em 31 de dezembro de 2019, frente a \$149,55, negociado no mercado no mesmo período, conforme o Gráfico 12 a seguir.

Gráfico 12 – Valor negociado por ação em 31/12/2019 – Spotify (US\$)



Fonte: Bloomberg – SPOT: US (2020).

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

5.1 CONSIDERAÇÕES GERAIS

No presente estudo, foram obtidos os valores de mercado de uma empresa que abriu capital via IPO tradicional e de outra que o fez via *Direct Listing* utilizando método de *valuation* pelo Fluxo de Caixa Descontado para o Investidor, para posteriormente compará-los com o preço negociado por ação no mesmo período, em 31 de dezembro de 2019.

Em relação ao valor por ação calculado para a Netflix (empresa aberta via IPO tradicional), encontrou-se um valor de US\$ 325.28 pelo método aplicado, frente ao valor negociado no mesmo período de US\$ 323.57, ou seja, o método resultou em um valor 0,53% maior que o negociado. Quanto ao valor calculado para o Spotify (empresa aberta via *Direct Listing*), o mesmo resultou em US\$ 160.47, frente ao valor de US\$149.55 negociado no mesmo período, apresentando uma diferença de 7,3% entre seus preços.

5.2 VERIFICAÇÃO DOS OBJETIVOS

Dessa maneira, pode-se afirmar que o valor por ação foi condizente para as duas empresas estudadas, independentemente do método de abertura de capital escolhido por cada uma delas. Contudo, alguns fatores podem ser considerados para que a diferença maior entre os valores encontrados para o Spotify se justifique, como o fato de a mesma ter seus dados financeiros divulgados em Euros, o que pode acarretar divergências de correção cambial ao serem convertidos para o dólar americano. Além disso, pode haver diferentes interpretações para suas projeções, assim como o fato de adotar ou não a ausência de débito em seu fluxo de caixa, como foi feito no presente estudo.

Uma vez que os preços de suas ações se mostraram adequados, dependendo da necessidade de capitalização de uma empresa ao abrir capital, conclui-se que a mesma pode optar por um dos dois processos apresentados no presente estudo. Em um primeiro cenário, caso a empresa necessite levantar capital para o seu caixa, poderia efetuar um IPO tradicional, emitindo novas ações ao mercado, arcando com os custos oriundos do processo. Por outro lado, caso a empresa já possua um perfil consolidado no mercado e deseje atribuir maior liquidez às participações da companhia, como foi o caso do Spotify, a mesma pode optar por abrir seu

capital via *Direct Listing*, driblando as altas comissões cobradas pelos bancos de investimento no processo de IPO tradicional, por exemplo.

5.3 SUGESTÕES PARA FUTURAS PESQUISAS

Seguindo a linha de inovações no processo de abertura de capital no âmbito do *Direct Listing*, como sugestões para trabalhos futuros, cultivava-se a ideia da aplicação da tecnologia *blockchain* em um processo de abertura de capital, sendo que o mesmo pode ser agilizado, maior quantidade de capital pode ser levantada de modo mais seguro e movimentado sem restrições ou necessidade de controle por autoridades, por meio de criptomoedas. Essa possibilidade estimula o desenvolvimento do mercado investidor e oferece riscos ainda a serem explorados.

Além disso, sugere-se que diferentes métodos de *valuation* também sejam empregados, assim como em diferentes períodos de análise, para validar por outras maneiras o valor obtido por ação e se mesmo mantém-se condizente com o mercado, independentemente do método de abertura de capital. Somado a isso, também é recomendada a elaboração de análises SWOT para se chegar aos valores das companhias, principalmente no que se diz ao ponderamento das forças, fraquezas, oportunidades e ameaças às companhias estudadas.

Por fim, em relação a decisão da escolha pelo processo de abertura de capital por parte das companhias, como última recomendação para trabalhos futuros, é salientada a importância de se indicar o porte adequado de uma empresa para optar pelo *Direct Listing* ou pelo IPO tradicional, além da sua necessidade ou não de capitalização já citada, para que a mesma tenha suas exigências devidamente atendidas após a operação de decisão do processo a ser utilizado.

REFERÊNCIAS

ALVES, J. P. **Netflix Inc. equity valuation**. 86f. Dissertação (Mestrado em Finanças) – Universidade Católica Portuguesa, Lisboa, 2018.

BARROS, S. T. Análise técnica e fundamentalista: ensaios sobre os métodos de análise. **Revista de Administração e Negócios da Amazônia**, Porto Velho, v. 7, n. 2, p. 39-63, 2015.

BANCO DO BRASIL. **Histórico da instituição**. Disponível em: <https://www45.bb.com.br/docs/ri/ra2010/port/ra/02.htm>. Acesso em: 19 jul. 2020.

BLOOMBERG. **NFLX: US**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/quote/NFLX:US>. Acesso em: 22 out. 2020.

BLOOMBERG. **SPOT: US**. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/quote/SPOT:US>. Acesso em: 22 out. 2020.

BRITO, O. **Mercado financeiro: estruturas, produtos, serviços, riscos, controle gerencial**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2013. 408 p.

BTG PACTUAL. **O que é o mercado de ações, como funciona, como investir e vantagens**. Disponível em: <https://www.btgpactualdigital.com/blog/investimentos/o-que-e-mercado-de-acoes-como-funciona-como-investir-e-vantagens>. Acesso em: 10 jun. 2020.

CARVALHO, A. G.; RIBEIRO, L. L.; FURTADO, C. V. **A indústria de Private Equity e Venture Capital: primeiro censo brasileiro**. São Paulo: Saraiva, 2006. 133 p.

CNN BUSINESS. **America's stock market is shrinking - NYSE has a plan for that**. New York: CNN, 2019. Disponível em: <https://edition.cnn.com/2019/11/29/investing/nyse-direct-listings-spotify-slack/index.html>. Acesso em: 10 jun. 2020.

COSTA, L. G. T. A.; COSTA, L. R. T. A.; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011. 392 p.

COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS. **Ofertas públicas**. Disponível em: http://www.cvm.gov.br/menu/regulados/ofertas_publicas/sobre.html. Acesso em: 13 maio 2020.

DAMODARAN, A. **Country default spreads and risk premiums**. Disponível em: http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html. Acesso em: 10 out. 2020.

DAMODARAN, A. **Stream on: an IPO valuation of Spotify!** New York: stern school of sbusiness, 2018. Disponível em: <http://aswathdamodaran.blogspot.com/2018/03/stream-on-ipo-valuation-of-spotify.html>. Acesso em: 10 out. 2020.

DAMODARAN, A. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2012. 220 p.

DEEDS, D. L. *et al.* The impact of firm specific capabilities on the amount of capital raised in an initial public offering: evidence from the biotechnology industry. **Journal of Business Venturing**, New York, v. 12, i. 1, p. 31-46, 1997.

FORBES. **Direct Listing**: an alternative to the IPO. Disponível em: <https://www.forbes.com/sites/betsyatkins/2019/10/14/direct-listings-an-alternative-to-the-ipo/#10c79b055cad>. Acesso em: 20 jun. 2020.

GLOBAL BANKING AND FINANCE REVIEW. **Slack's direct listing**: the non-IPO threat to wall street and its future in security tokens. Disponível em: <https://www.globalbankingandfinance.com/slacks-direct-listing-the-non-ipo-threat-to-wall-street-and-its-future-in-security-tokens/>. Acesso em: 22 jul. 2020.

GOETZMANN, W. N.; ROUWENHORST, K. G. **The origins of value**: the financial innovations that created modern capital markets. Oxford: Oxford University Press, 2005. 418 p.

HARVARD LAW SCHOOL. **Spotify case study**: structuring and executing a Direct Listing. Cambridge: Forum on Corporate Governance, 2018. Disponível em: <https://corpgov.law.harvard.edu/2018/07/05/spotify-case-study-structuring-and-executing-a-direct-listing/#2>. Acesso em: 23 maio 2020.

INFLATION. **Worldwide inflation data**: inflação histórica Estados Unidos – IPC. Disponível em: <https://www.inflation.eu/pt/taxas-de-inflacao/estados-unidos/inflacao-historica/ipc-inflacao-estados-unidos.aspx>. Acesso em: 22 out. 2020.

INVESTOPEDIA. **Initial Public Offering (IPO)**. Disponível em: [https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp#:~:text=An%20initial%20public%20offering%20\(IPO,raise%20capital%20from%20public%20investors](https://www.investopedia.com/terms/i/ipo.asp#:~:text=An%20initial%20public%20offering%20(IPO,raise%20capital%20from%20public%20investors). Acesso em: 10 jun. 2020.

INVESTOPEDIA. **IPO vs. Direct Listing**: what's the difference? Disponível em: <https://www.investopedia.com/investing/difference-between-ipo-and-direct-listing/>. Acesso em: 15 maio 2020.

KALIL, J. P. A.; BENEDICTO, G. C. Impactos da oferta pública inicial de ações no desempenho econômico-financeiro de empresas brasileiras na B3. **RACE: Revista de Administração, Contabilidade e Economia**. Joaçaba: Ed. Unoesc, v. 17, n. 1, p. 197-224, 2018.

KAMIWADA, R. **Valuation aplicado ao setor de medicina diagnóstica**. 2018. 83 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Engenharia Mecânica) – Faculdade de Engenharia de Guaratinguetá, Universidade Estadual Paulista “Júlio de Mesquita Filho”, Guaratinguetá, 2018.

KPMG. **Corporate tax rates table**. Disponível em: <https://home.kpmg/xx/en/home/services/tax/tax-tools-and-resources/tax-rates-online/corporate-tax-rates-table.html>. Acesso em: 7 out. 2020.

KRISHNAN, C. N. V. *et al.* Venture capital reputation, post-IPO performance, and corporate governance. **Journal of Finance and Quantitative Analysis**, Cambridge, v. 46, n. 5, p. 1295-1333, 2011.

MARTINS, E. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de Estudos**, São Paulo, v. 13, n. 24, p. 28-37, 2000.

MIRANDA, M. Instrumentos de renda variável e renda fixa. *In*: CALADO, L. R. *et al.* **Material de estudos da certificação CPA-10**, São Paulo: ANBIMA, 2018. v. 1, cap. 6, p. 3-14.

MOODY'S. **Ratings & Assessments**. Disponível em: <https://www.moody.com/credit-ratings/Netflix-Inc-credit-rating-821694682>. Acesso em: 15 out. 2020.

NETFLIX. **Annual Reports & Proxies**. Disponível em: <https://www.netflixinvestor.com/financials/annual-reports-and-proxies/default.aspx>. Acesso em: 29 out. 2020.

ASSAF NETO, A. **Mercado financeiro**. 14. ed. São Paulo: Atlas, 2018. 400 p.

NICKERSON, B. J. The underlying underwriter: an analysis of the Spotify Direct Listing. **The University of Chicago Law Review**, Chicago, v. 86, n. 4, p. 985–1025, 2019.

NEW YORK STOCK EXCHANGE. **IPO guide**. 2nd ed. New York: Caxton Business & Legal, 2013.

PALEPU, K. G.; HEALY, P. G.; BERNARD, V.L. **Business analysis and valuation: using financial statements, text and cases**. 5. ed. OHIO: Cengage Learning, 2012.

PEREZ, M. M.; FAMÁ, R. **Métodos de avaliação de empresas e a avaliação judicial de sociedades: uma análise crítica**. São Paulo: EAC/FEA/USP, 2002.

PWC; BM&FBOVESPA. **Como abrir o capital da sua empresa no Brasil (IPO): início de uma nova década de crescimento**. Disponível em: <https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/assets/brasil-ipo-guide-2014.pdf>. Acesso em: 1 maio 2020.

PWC; BM&FBOVESPA. **O IPO como alternativa para impulsionar o futuro da sua empresa: informações sobre custos de abrir capital e operar como companhia aberta no Brasil**. Disponível em: http://www.b3.com.br/data/files/DB/75/47/58/B07CA610F33E5CA6AC094EA8/Estudo_-_Custo_do_IPO.pdf. Acesso em: 25 maio 2020.

RITTER, J. R. The long-run performance of initial public offering. **The Journal of Finance**, v. 46, n. 1, 1991.

ROCK, K. Why new issues are underpriced. **Journal of Financial Economics**, North-Holand, v. 15, p. 187 – 212, 1986.

SECURATO, J. R. **Mercado financeiro e análise de investimento**. São Paulo: Saint Paul, 2005. 254 p.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation**: guia fundamental e modelagem em Excel®. São Paulo: Atlas, 2019. 336p.

SIQUEIRA, M. *et al.* **Brasil M&A**: guia para fusões e aquisições de empresas brasileiras. Rio de Janeiro: Donnelley Financial Solutions, 2018.

SILVA, C. R. O. **Metodologia e organização do projeto de pesquisa**: guia prático. Fortaleza: CEFET, 2004. 34 p.

SOUTES, D. O. *et al.* Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. **Revista UnB Contábil**, Brasília, v.11, n. 2, p. 1 - 17, 2008.

SPOTIFY. **Financials**. Disponível em: <https://investors.spotify.com/financials/default.aspx>> Acesso em: 22 out. 2020.

STEFFEN, H. C.; ZANINI, F. A. M. Abertura de capital no Brasil: percepções de executivos financeiros. **Revista de Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 23, n. 59, p. 102 – 115, 2012.

SUNO. **Informações trimestrais**: saiba mais sobre esse tipo de divulgação. Disponível em: <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/informacoes-trimestrais/>. Acesso em: 10 jul. 2020.

US TREASURY. **Daily treasury yield curve rates**. Disponível em: <https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/pages/TextView.aspx?data=yieldYear&year=2019>. Acesso em: 21 out. 2020.

ANEXO 1

O custo da dívida da Netflix foi obtido através do valor extraído da dívida de longo prazo da companhia por meio da emissão de *senior notes* (debêntures).

Considerando o valor de mercado da dívida igual ao valor contábil em milhares de dólares, somou-se o valor na curva do total das dívidas emitidas pela companhia no período, conforme abaixo, retirado do resultado anual de 2019.

Tabela 25 – Dívida de longo prazo da Netflix (US\$ milhares)

	Valor Unitário de Emissão	Emissão	Vencimento	Valor Contábil em 31/12/2019
<i>5.375% Senior Notes</i>	500.000,00	Fevereiro de 2013	Fevereiro de 2021	518.000,00
<i>5.500% Senior Notes</i>	700.000,00	Fevereiro de 2015	Fevereiro de 2022	744.000,00
<i>5.750% Senior Notes</i>	400.000,00	Fevereiro de 2014	Março de 2024	444.000,00
<i>5.875% Senior Notes</i>	800.000,00	Fevereiro de 2015	Fevereiro de 2025	896.000,00
<i>4.375% Senior Notes</i>	1.000.000,00	Outubro de 2016	Novembro de 2026	1.026.000,00
<i>3.625% Senior Notes</i>	1.459.000,00	Maior de 2017	Maior de 2027	1.565.000,00
<i>4.875% Senior Notes</i>	1.600.000,00	Outubro de 2017	Abril de 2018	1.670.000,00
<i>5.875% Senior Notes</i>	1.900.000,00	Abril de 2018	Novembro de 2028	2.111.000,00
<i>4.625% Senior Notes</i>	1.234.000,00	Outubro de 2018	Maior de 2029	1.378.000,00
<i>6.375% Senior Notes</i>	800.000,00	Outubro de 2018	Maior de 2029	916.000,00
<i>3.875% Senior Notes</i>	1.346.000,00	Abril de 2019	Novembro de 2029	1.429.000,00
<i>5.375% Senior Notes</i>	900.000,00	Abril de 2019	Novembro de 2029	960.000,00
<i>3.625% Senior Notes</i>	1.234.000,00	Outubro de 2019	Junho de 2030	1.273.000,00
<i>4.875% Senior Notes</i>	1.000.000,00	Outubro de 2019	Junho de 2030	1.019.000,00
			Soma	15.949.000,00

Fonte: Adaptado do resultado anual de 2019 – Netflix

ANEXO 2

Quadro 3 – *Spread* da taxa livre de risco em função do *rating* da empresa

Para empresas com valor de mercado > US\$ 5 bilhões	
<i>Rating</i>	<i>Spread</i>
Aaa/AAA	0.63%
Aa2/AA	0.78%
A1/A+	0.98%
A2/A	1.08%
A3/A-	1.22%
Baa2/BBB	1.56%
Ba1/BB+	2.00%
Ba2/BB	2.40%
B1/B+	3.51%
B2/B	4.21%
B3/B-	5.15%
Caa/CCC	8.20%
Ca2/CC	8.64%
C2/C	11.34%
D2/D	15.12%

Fonte: Adaptado de Damodaran (2020)

De acordo com Moodys (2020), o *rating* da Netflix encaixou-se em Ba2/BB em 2019. Sendo assim, de acordo com a tabela acima, o *spread* sobre a taxa livre de risco da empresa é de 2,4%, ou seja, seu custo de capital de terceiros é de 2,39% (rf) + 2,4%, sendo 4,79%.