



PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DO RIO DE JANEIRO

***Valuation Uber – Abordagem baseada no
valor dos usuários***

Rodrigo Martins Waddington

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS - CCS

DEPARTAMENTO DE ADMINISTRAÇÃO

Graduação em Administração de Empresas

Rio de Janeiro, novembro de 2019.



Rodrigo Martins Waddington

***Valuation* Uber – Abordagem baseada no valor dos usuários**

Trabalho de Conclusão de Curso

Trabalho de Conclusão de Curso, apresentado ao programa de graduação em Administração da PUC-Rio como requisito parcial para a obtenção do título de graduação em Administração.

Orientador(a): Graziela Fortunato

Rio de Janeiro, novembro de 2019.

Resumo

Waddington, Rodrigo M. Valuation Uber – Abordagem baseada no valor dos usuários. Rio de Janeiro, 2019. 60 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

Este trabalho tem como objetivo determinar o valor justo da empresa Uber Technologies Inc., de forma a verificar se a companhia está precificada acima ou abaixo do seu valor de mercado. O método de *valuation* utilizada foi baseado no valor dos usuários (*subscription – based approach*) e, de forma comparativa, foi utilizada a análise relativa por múltiplos. Além disso, buscou-se analisar e entender os fatores internos e externos que afetam a companhia, a sustentabilidade de seu modelo de negócios, o mercado da Uber e suas estratégias para o futuro, organizados em uma matriz *SWOT*. Com base nos dados coletados e na análise realizada, foi possível concluir que a empresa está precificada abaixo do seu valor de mercado, e que, portanto, recomenda-se a compra do papel.

Palavras Chave: Uber; *valuation*; *subscription – based approach*; *ridesharing*.

Abstract

Waddington, Rodrigo M. Valuation Uber - *subscription – based approach*. Rio de Janeiro, 2019. 60 p. Trabalho de Conclusão de Curso – Departamento de Administração. Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

This study seeks to determine the value of Uber Technologies Inc., in order to verify if the company is priced above or below its market value. The valuation model used was the subscription – based approach and, comparatively, a relative valuation based on multiples. In addition, this study intends to analyze and understand the internal and external factors that affects the company, the sustainability of its business model, the Uber market and its future strategies, organized in a *SWOT* matrix. Based on the data collected and the analysis performed, it was possible to verify that the company is being priced below its market value and therefore it is recommended to buy the share.

Keywords: Uber; *valuation*; *subscription – based approach*; *ridesharing*.

Sumário

1.	Introdução	1
1.1	Introdução ao tema e ao problema de estudo	1
1.2	Objetivo do estudo	3
1.2.1	Objetivos intermediários do estudo	3
1.3	Delimitação e foco do estudo	4
1.4	Relevância e Contribuição do estudo	4
1.5	Estrutura do estudo	5
2	Referencial Teórico	6
2.1	<i>Valuation</i> baseada no valor do usuário: <i>subscription – based approach</i>	6
2.2	Custo de Capital	7
2.2.1	Custo de Capital de Terceiros	8
2.2.2	Custo de Capital de Terceiros	9
2.2.3	Custo de Capital Médio Ponderado (<i>WACC</i>)	9
2.3	Avaliação Relativa	10
2.3.1	Múltiplos de Lucro	11
2.3.1.1	Preço por ação / Lucro por ação	11
2.3.2	Múltiplos de Receita	11
2.3.2.1	Preço / Receita	11
2.3.2.2	Valor da empresa/ Receitas	12
2.3.3	Múltiplos de Patrimônio	12
2.3.3.1	Preço / Patrimônio Líquido	12
2.3.4	Múltiplos de <i>EBITDA</i>	13
2.3.4.1	Valor da Empresa / <i>EBITDA</i>	13
2.4	O Mercado da Uber	13
2.4.1	<i>Ridesharing</i> e <i>New Mobility</i>	14
2.4.2	Uber <i>Eats</i>	15
2.4.3	Uber <i>Freight</i>	16
2.4.4	<i>Other Bets</i>	17
2.4.5	Uber <i>ATG</i>	18
2.5	Trabalhos Recentes sobre o Tema	19
3	Metodologia de Pesquisa	20
3.1	Tipo de pesquisa	20
3.2	Amostra e Coleta dos dados	20
3.3	Variáveis e Tratamento dos Dados	21

3.4	Descrição do modelo	22
4	Análise dos resultados	24
4.1	Análise	24
4.2	Rodadas de Investimentos	31
4.3	Principais Concorrentes	33
4.3.1	A Uber no mundo	36
4.4	Os impasses jurídicos	38
4.5	Análise <i>SWOT</i>	39
4.5.1.	Ambiente Interno	39
4.5.1.1	Forças	39
4.5.1.2	Fraquezas	41
4.5.2.	Ambiente Externo	42
4.5.2.1	Oportunidades	42
4.5.2.2	Ameaças	43
4.5.3	Matriz <i>SWOT</i>	44
4.6	Valuation	45
4.6.1	Custo Médio de Capital Ponderado (<i>WACC</i>)	46
4.6.2	Valor de usuários existentes	47
4.6.3	Valor de usuários novos	47
4.6.4	Custos Corporativos	48
4.6.5	Valor Justo da Ação	49
4.7	Avaliação Relativa	49
5	Conclusão	53
6	Referências Bibliográficas	55

Lista de Figuras

Figura 1: Os 10 maiores <i>IPOs</i> da história dos EUA (em bilhões de dólares).	2
Figura 2: Ação da Uber desde IPO.....	3
Figura 3: O Mercado de <i>ridesharing</i> da Uber.....	15
Figura 4: Nº usuário ativos (em milhões).....	25
Figura 5: Nº de viagens (em milhões).....	25
Figura 6: Gross bookings por Categoria.	26
Figura 7: Comparação <i>Gross bookings</i> x Receita Líquida x Lucro Líquido.	27
Figura 8: Quantidade de Viagens x Ticket Médio	28
Figura 9: O aplicativo Uber.....	31
Figura 10: <i>Market Share</i> no segmento de <i>ridesharing</i> nos EUA	34
Figura 11: Didi vs Uber.....	35
Figura 12: A Uber no mundo	37
Figura 13: Análise <i>SWOT</i> da Uber	45

Lista de Tabelas

Tabela 1: 9 Métodos de Avaliação de Startups	7
Tabela 2: WACC (Premissas)	22
Tabela 3: Destaques financeiros da Uber (em milhões de dólares).	24
Tabela 4: Obrigações Contratuais (em milhões de dólares).	28
Tabela 5: Usabilidade de caixa ao longo dos anos.....	31
Tabela 6: Rodada de Investimentos	32
Tabela 7: Estrutura Acionária Uber	33
Tabela 8: Premissas adotadas para <i>valuation</i> da Uber	46
Tabela 9: WACC (Cálculo)	46
Tabela 10: Valor de usuários existentes.....	47
Tabela 11: Valor de usuários existentes (Cálculo).....	47
Tabela 12: Valor de usuários novos	47
Tabela 13: Valor de usuários novos (Cálculo)	48
Tabela 14: Custos Corporativos	48
Tabela 15: Valor justo da ação da Uber (em milhões de dólares).....	49
Tabela 16: <i>Peer group</i> da Uber	50
Tabela 17: Índices comparativos – Peer Group – Uber (Dez/2018).....	50

1. Introdução

Este capítulo tem como objetivo apresentar o tema a ser desenvolvido e o problema de estudo. Desse modo, é realizada uma contextualização do assunto, introduzindo o tema, o problema que suscitou a investigação e os objetivos do estudo. Em seguida são apresentados o foco e delimitação e por fim a relevância do estudo.

1.1 Introdução ao tema e ao problema de estudo

A Uber Technologies Inc. é uma empresa de tecnologia fundada em 2009 por Garrett Camp e Travis Kalanick. Inicialmente em São Francisco (EUA), o objetivo era facilitar e inovar a forma pela qual as pessoas se locomoviam pela cidade. Através de uma rede de motoristas conectados, a empresa é capaz de oferecer um serviço exclusivo e privado aos seus clientes. Em 2010, a empresa lançou seu aplicativo e se tornou uma das pioneiras em *E-hailing* (ato de se requisitar um carro privado através de um celular ou *smartphone*). Com a agregação de uma tecnologia disruptiva, porém pouco difundida na época, a Uber estaria mudando drasticamente a forma como as pessoas se relacionam com mobilidade pessoal, logística e até trabalho.

Depois de mais de 20 rodadas de investimentos e o *IPO*, com aporte total de mais de U\$ 38 bilhões (*Yahoo! Finance*, 2019), hoje a empresa é avaliada em U\$ 55,1 bilhões (Bloomberg, 2019), com 99 milhões de usuários ativos (que utilizam os serviços pelo menos uma vez ao mês), 3,9 milhões de motoristas atuando em mais de 700 cidades ao redor do mundo. Em setembro de 2018, a empresa registrou a marca de mais de 10 bilhões de corridas realizadas. (Uber, 2019).

Em maio de 2019, a companhia realizou sua abertura de capital (*IPO*) na bolsa de valores norte-americana *NYSE* (*New York Stock Exchange*), a maior bolsa de valores do mundo, com o valor de capitalização de mercado (somatório do valor de todas as empresas que nela são negociadas) que supera os U\$ 28 trilhões e volume movimentado mensalmente de aproximadamente U\$ 1,5 trilhão (*NYSE*, 2017). Como base de comparação, a B3 (antiga BMF Bovespa), bolsa

brasileira, fechou o ano de 2018 com valor de capitalização de mercado de U\$ 938 bilhões e volume mensal movimentado de U\$ 62 bilhões.

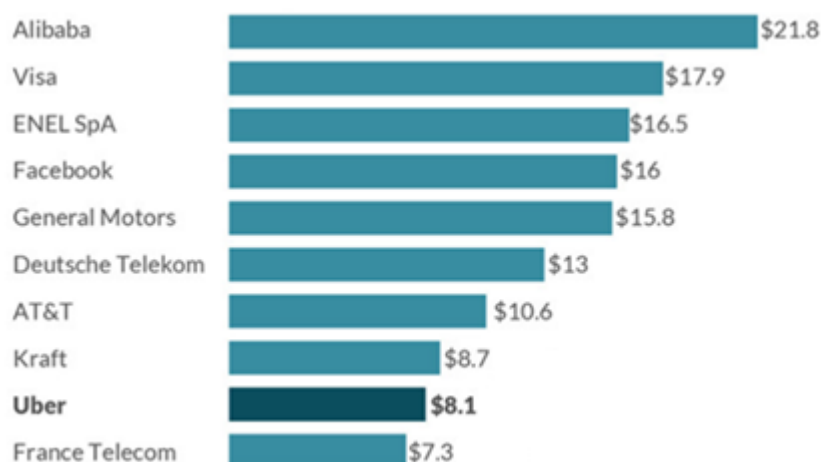


Figura 1: Os 10 maiores *IPOs* da história dos EUA (em bilhões de dólares).

Fonte: Renaissance Capital (2019).

Era esperado que o *IPO* da Uber fosse um dos maiores da história. A empresa pretendia levantar U\$ 10,3 bilhões, com a emissão de 180 milhões de ações avaliadas entre 44 e 50 dólares cada. A operação, por sua vez, foi realizada praticamente no preço piso, 45 dólares por ação, levantando U\$ 8,1 bilhões no total (Bloomberg, 2019). Mesmo com a abordagem conservadora da companhia, de efetuar o lançamento próximo ao preço mais baixo da avaliação, as ações da Uber estão sendo negociado abaixo do patamar definido no *IPO*. Dois dias depois da abertura de capital, a ação já acumulava prejuízo de mais de 27% (*The New York Times*, 2018). Até o momento de realização deste estudo, a ação ainda era negociada abaixo do preço de seu *IPO*, ou seja, sem nenhum ganho de capital para seus acionistas.

O mercado ainda acredita no potencial da empresa, apesar de grandes nomes do mercado revelarem preocupações na sustentabilidade do modelo de negócios da companhia. Para Damodaran (2019), a Uber, assim como seu rival número um, Lyft, tenta se projetar como uma empresa de serviços de transporte, promovendo uma imagem de um negócio de mobilidade pessoal, com um mercado potencial de U\$ 2 trilhões, porém continua sendo, em grande parte, uma empresa de serviços automotivos. A *holding* de investimentos *Berkshire Hathaway* revelou que cogitou investir em uma das rodadas de investimento realizadas em 2018, porém optou por retirar a oferta. A decisão de não investir demonstra que a maior *holding* de investimentos do mundo não acredita no potencial da empresa,

ou melhor, que o retorno esperado não compensa o risco do investimento.

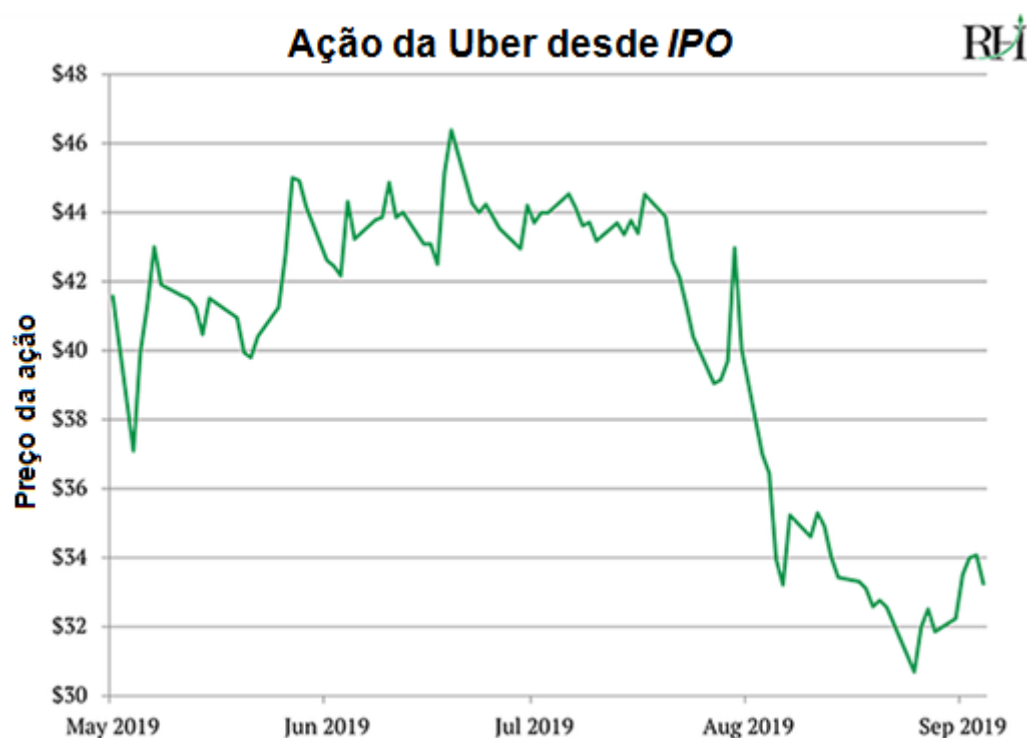


Figura 2: Ação da Uber desde IPO.

Fonte: Yahoo! Finance (2019).

1.2 Objetivo do estudo

O objetivo deste estudo é determinar o valor justo (*valuation*) da empresa Uber Technologies Inc., uma empresa de capital aberto e listada na bolsa de valores norte-americana (NYSE).

1.2.1 Objetivos intermediários do estudo

De forma a atingir o objetivo final, este estudo prevê, como objetivos intermediários:

- Análise do modelo de negócios da Uber, com foco em suas unidades de negócio e sustentabilidade deste modelo;
- Análise do macroambiente, com enfoque nos competidores, perspectivas de mercado, questões legais e estratégias para expansão e crescimento da empresa, com intuito de entender as forças externas que atuam no segmento;

- Análise econômico-financeira;
- Análise *SWOT* da companhia de forma a entender sua atuação no mercado em que está inserida;
- *Valuation* comparativa levando em conta os principais indicadores financeiros: múltiplos de Lucro, de receita, de Patrimônio Líquido e de *EBITDA*.

1.3 Delimitação e foco do estudo

Este estudo se limita a analisar especificamente a empresa Uber Technologies Inc. e terá como foco a avaliação de seu preço justo (*valuation*), chegando à conclusão se ela realmente vale o preço em que é negociada hoje. Por existirem diversas formas de estimar o valor justo de uma empresa, este estudo, se limita a utilizar o método *subscription – based approach*, baseando-se no valor, tanto de usuários já existentes, como de novos usuários. Importante ressaltar que o foco deste estudo não será analisar o impacto das tecnologias disruptivas implementadas no mercado pela Uber, apesar de extrema relevância. A proposta é que esta seja uma abordagem detalhada e aprofundada de uma única empresa, voltado para análise de resultados e do ambiente que está inserida.

Em seu prospecto de *IPO*, utilizado como fonte de informações para este estudo, a Uber exclui dados históricos de operações em países como China, Rússia e a Comunidade dos Países Independentes. Hoje, em 2019, a Uber participa como acionista minoritária de empresas dominantes nestes países, conhecidas como Didi, Yandex.Taxi e Grab.

1.4 Relevância e Contribuição do estudo

A relevância desse estudo se concentra no interesse de diversas pessoas e entidades nas informações que aqui constam, por serem relevantes e úteis para investimentos. Entre elas estão os investidores com atuação no mercado de renda variável e na bolsa de valores. Isso se dá porque uma das maiores dificuldades destes investidores é a definir o real e correto preço justo de uma ação e assim prever movimentações do mercado. Este estudo pode auxiliar estes investidores, servindo como fonte de informações para facilitar a tomada de decisão.

Além disso, é muito comum para uma empresa desse porte, a utilização do mercado de capitais para financiamento, através dos chamados *bonds*, ou

títulos de dívida da empresa. Dessa forma, este estudo pode auxiliar os investidores de renda fixa a analisar a saúde financeira da empresa e avaliar o risco de crédito da companhia, considerando a perspectiva futura e as premissas adotadas.

Por fim, torna-se importante para empresas e gestores em geral, pois reflete o desafio para modelos de negócios disruptivos, como da Uber, e a necessidade de uma boa gestão financeira e estratégica para estar sempre à frente na corrida empresarial.

1.5 Estrutura do estudo

O desenvolvimento deste trabalho obedece à seguinte organização: o referencial teórico engloba os diversos métodos de avaliação (*valuation*) utilizados para precificação de *startups*, com foco no método baseado no valor do usuário, a utilização e importância do cálculo do custo de capital e suas variações (capital próprio, de terceiros e média ponderada - *WACC*), e os métodos de avaliação relativa (ou por múltiplos) como base de comparação para o ativo em questão. Nesse capítulo, aborda-se ainda o mercado da Uber, com informações sobre perspectivas do mercado, concorrência, questões legais, além de trabalhos recentes sobre o tema. O terceiro capítulo apresenta a metodologia adotada na pesquisa e a coleta de dados para a elaboração da avaliação do preço justo da Uber (*valuation*), além da apresentação do SWOT. O quarto capítulo traz a análise dos resultados e por fim, as considerações finais.

2 Referencial Teórico

Este capítulo abordará aspectos conceituais e teóricos, apresentando estudos e referências bibliográficas relacionadas ao tema em estudo, que servirão de base para a *valuation* da Uber.

2.1 *Valuation* baseada no valor do usuário: *subscription – based approach*

O conceito de avaliação de empresas, mais conhecido como *valuation*, tem como principal objetivo determinar o valor de um ativo para que este não esteja sub ou superavaliado no mercado (DAMODARAN, 2007, p. 2).

Existem diversos métodos para avaliação de empresas. De acordo com Soute et al. (2008), no Brasil, o modelo mais utilizado e mais confiável é o de fluxo de caixa descontado. A metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) assume que a empresa pode ser precificada quando se traz a valor presente a projeção de seus fluxos de caixa, e desconta-se estes fluxos por uma taxa de risco específica. (CORREIA et al., 2015, p. 93). Porém, segundo Damodaran (2012), a abordagem de fluxo de caixa descontado só deve ser usada quando a empresa possuir fluxo de caixa positivo no ano terminal e quando a soma dos fluxos de caixa for positiva. Ou seja, para uma empresa que possui fluxo de caixa negativo, como é o caso da Uber, e não possui previsão para geração de caixa futura, nem retenção de lucros para acionistas, não é correto utilizar esta metodologia, apesar de mundialmente difundida.

Nasser (2016) destaca nove métodos para avaliação de *startups* – empresas que estão em fase embrionária ou inicial e normalmente não possuem um fluxo de caixa positivo. Nasser (2016) não cita o método de *subscription – based approach*, pois este foi criado por Damodaran, em 2018, ao realizar a *valuation* do Spotify. Contudo, é interessante ressaltar que outros estudiosos do tema já viam a necessidade de buscar métodos confiáveis, focados na avaliação de empresas com modelos de negócios disruptivos e baseados em tecnologia.

Tabela 1: 9 Métodos de Avaliação de Startups

9 Métodos de Avaliação de Startups		
	Método	Princípio
1	Berkus	Avaliação baseada na análise de 5 fatores chave
2	Avaliação de Fatores de Risco	Avaliação baseada em um valor base ajustado por 12 fatores de risco padrão
3	Scorecard	Avaliação baseada em uma média ponderada ajustada por uma empresa similar
4	Negociações Comparáveis	Avaliação baseada na regra de três de um KPI de uma empresa similar
5	Valor Contábil	Avaliação baseada nos ativos tangíveis da empresa
6	Valor de Liquidação	Avaliação baseada no valor de sucata dos ativos tangíveis
7	Fluxo de Caixa Descontado	Avaliação baseada na perpetuidade do fluxo de caixa descontado
8	First Chicago	Avaliação baseada na média ponderada de 3 cenários de avaliação
9	Venture Capital	Avaliação baseada no ROI esperado pelo investidor

Fonte: ICT Strategic Consulting, 2016.

O método *subscription – based approach* estima o valor de um investimento baseado no valor de usuários já existentes e também no valor de novos usuários. O modelo desconta o custo que cada um deles gera para empresa, assim como os custos que a empresa incorrerá independente deles, os chamados custos corporativos. Ou seja, este método utiliza uma abordagem *bottom-up*, ao reconhecer que cada dólar de receita que a empresa gera deve vir de um cliente, e que nem todos os clientes são iguais, do ponto de vista financeiro. Essa decomposição reflete a lógica contábil simples de que o número de clientes no final de qualquer período deve ser igual ao número de novos clientes adquiridos durante o período mais o número de clientes que estavam na empresa no início do período que permaneceram com a empresa até o final dela (McCarthy e Fader, 2017).

Calcular o valor de usuários novos e existentes e compensar o custo corporativo gera o valor dos ativos operacionais, ou seja, o mesmo valor que se obteria descontando os fluxos de caixa livres para todo o negócio pelo custo total de capital (Damodaran, 2018).

2.2 Custo de Capital

Existem duas maneiras para uma empresa captar dinheiro, não importando setor ou posição geográfica: capital próprio (emissão de ações ou retenção de lucro) ou capital de terceiros (empréstimos ou emissão de debêntures). Para ambas maneiras, existe um custo de capital e esse custo representa a taxa auferida à empresa pela utilização das fontes de capital.

2.2.1 Custo de Capital de Terceiros

Uma das maneiras da empresa captar dinheiro é com capital próprio, no qual acionistas aportam seu próprio dinheiro na empresa, aumentando o patrimônio líquido da companhia. O Modelo de Precificação de Ativos de Capital (ou *CAPM*, sigla em inglês para *Capital Asset Pricing Model*) é a forma de mensurar o custo do capital próprio da empresa (K_e). Qualquer investidor irá exigir um retorno mínimo esperado para o investimento que está fazendo, levando em conta todos os riscos contidos na operação e o custo de oportunidade ao alocar o dinheiro na empresa. De acordo com Ross, Westerfield, Jaffe e Lamb (2015), o modelo de precificação de ativos financeiros (*CAPM*) pode ser utilizado para estimar o retorno exigido do investimento dos acionistas na empresa e o referido retorno é aquele calculado com base no risco delas mensurado, o beta.

O custo de capital próprio tende a ser mais caro do que o custo de capital de terceiros, já que, para os investidores, esta é uma situação de alto risco pessoal, e que consequentemente exige alto retorno.

$$K_e = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (1)$$

Onde:

R_f : Taxa livre de risco

β : Beta – risco sistemático

R_m : Retorno do mercado

$(R_m - R_f)$: Prêmio de Risco

No entanto, vale ressaltar que, para alguns autores, como Damodaran (1997) e Ross (2013), a taxa de desconto para trazer projeções futuras para valor presente pode também ser calculada pelo modelo de crescimento de dividendos, porém, para que este modelo seja implementado, é necessário que a empresa esteja em um momento de completa estabilidade. Segundo Ross (2013), é difícil dizer se o retorno estimado é compatível ou não com o nível de risco existente.

$$R = (D_{t+1}/P_0) + g \quad (2)$$

Onde:

D_{t+1} : Dividendos por ação esperado em $t+1$

Po: Preço da ação na data base

g: Taxa de crescimento dos dividendos

2.2.2 Custo de Capital de Terceiros

A outra forma de captar dinheiro é através de empréstimos, financiamentos ou emissões de debêntures (*bonds*), ou seja, recursos externos à organização, utilizados para financiar suas atividades. Assim como os acionistas e investidores, os agentes intermediários, que são fontes deste capital (normalmente bancos comerciais e de fomento ou mercado de capitais), exigem uma remuneração pela alocação de capital. A análise de crédito é utilizada para precificar o retorno esperado destes stakeholders, portanto, os juros pagos pelas dívidas estão associados ao risco de crédito da empresa, refletindo a expectativa, ou a visão, do mercado em relação à mesma (PÓVOA, 2012, p. 18).

$$Kd_líq = Kd (1-IR) \quad (3)$$

Onde:

Kd = Custo de capital de terceiros

Kd_líq = Custo da dívida líquida de Impostos de Renda

IR = Alíquota de imposto de renda

Empresas de capital aberto, que geralmente são empresas de grande porte e com um alto nível de governança corporativa, costumam conseguir financiamentos a taxas mais baixas do que a média. Isto acontece porque estas empresas não dependem somente de bancos e instituições financeiras. Estas companhias possuem acesso a uma vasta gama de investidores, espalhados por todo o mundo, através do *Bond Market*. A *Securities Industry and Financial Markets Association (SIFMA)*, grupo dos Estados Unidos que representa empresas de valores mobiliários, bancos e empresas de gestão de ativos, estima que o tamanho do mercado de títulos de dívidas corporativas (*bonds*) em 2017 foi de U\$ 100,1 trilhões de dólares, com as empresas dos Estados Unidos representando quase 40% deste valor.

2.2.3 Custo de Capital Médio Ponderado (WACC)

O custo médio ponderado de capital, ou WACC (sigla em inglês para

Weighted Average Cost of Capital), é a média do custo de capital próprio e de terceiros, levando em conta a representatividade (percentual) de cada uma dessas fontes de capital na empresa.

Desse modo, para o capital próprio mede-se o custo de oportunidade dos acionistas e investidores do negócio. Já para o capital de terceiros, mede-se a remuneração exigida pelos intermediadores financeiros sobre o capital alocado. O WACC é considerado a taxa de juros que as empresas usam para descontar o valor do dinheiro no tempo, ou seja, uma taxa de desconto sob as projeções futuras.

$$WACC = K_e \times (E/(D+E)) + K_d (1 - IR) \times (D/(D+E)) \quad (4)$$

Onde:

K_e : Custo do capital próprio

K_d : Custo do capital de terceiros

E : Volume do capital próprio

D : Volume do capital de terceiros

IR : Alíquota de imposto de renda

2.3 Avaliação Relativa

De modo geral, os métodos de avaliação de empresas podem ser divididos em dois grandes grupos: modelos que determinam o valor intrínseco do ativo ou da empresa (Fluxo de Caixa Descontado, por exemplo), e aqueles que determinam o valor relativo (múltiplos). Segundo Damodaran (2012), se o ativo estiver precificado de forma justa, a avaliação intrínseca e a relativa devem ser coerentes.

Os métodos relativos de *valuation* buscam identificar como o mercado avalia aquela empresa a partir do preço das ações de empresas semelhantes. Para Lundholm e Sloan (2004), a avaliação relativa facilita a comparação entre companhias e mostra como o mercado avalia os fundamentos da empresa. Por isso, para este tipo de avaliação, é necessária a elaboração do chamado *peer group*, ou seja, um grupo de empresas comparáveis ao ativo em questão. Importante ressaltar que, apesar de comparáveis, os ativos não são iguais e por isso, para criar preços padronizados, é necessário escaloná-los em relação a uma variável comum e em seguida ajustar as diferenças entre os ativos. (Damodaran,

2012).

Um múltiplo é nada mais que uma simples relação entre o preço de uma ação e outra variável de negócio, como lucro, liquidez, risco, valor patrimonial, *EBITDA*, entre outras. Ao se criar um múltiplo, o valor de uma empresa é confrontado com outras informações chave de seu negócio para identificar oportunidades de investimento (XVI Finance, 2019).

2.3.1 Múltiplos de Lucro

2.3.1.1 Preço por ação / Lucro por ação

O múltiplo P/L (preço por lucro) é um dos indicadores mais utilizados na análise fundamentalista. Ele representa quanto os investidores estão dispostos a pagar por cada unidade monetária de lucro. Para esta análise, algumas premissas precisam ser atendidas:

- ❖ Todo o lucro seja repassado aos acionistas;
- ❖ Os resultados dos próximos anos sejam iguais/similares aos do ano base;
- ❖ A cotação não se altere.

Em regra, quanto menor o múltiplo, mais atrativa está essa ação (Ross, 2012).

$$P / L = \text{Preço por ação} / \text{Lucro por ação} \quad (5)$$

2.3.2 Múltiplos de Receita

2.3.2.1 Preço / Receita

Múltiplo muito utilizado pelo mercado, já que a receita é a primeira linha do resultado e, portanto, é menos influenciada pelas regras contábeis. Porém, este índice pode distorcer uma análise, pois uma empresa que está gerando grandes faturamentos, mas com pífia rentabilidade ou margem (problemas de custos), é candidata a destruir valor. Basicamente, este múltiplo avalia o quanto um investidor precisa investir para receber em retorno uma unidade monetária das vendas da companhia. Ou seja, representa o quanto o mercado está disposto a pagar para cada dólar de receita produzida. Segundo Damodaran (2002), os múltiplos de receita não se apresentam de forma tão volátil se comparados com os de lucros. Sua comparação é a mesma que com P/L, quanto menor a razão,

melhor.

$$P / \text{Receitas} = \text{Preço por ação} / \text{Receitas totais} \quad (6)$$

2.3.2.2 Valor da empresa/ Receitas

Essa métrica é uma expansão do múltiplo P/S (*Price/ Sales per share*), pois leva em conta as dívidas e o caixa da empresa (*Enterprise Value* é igual ao valor de mercado somado a dívida líquida da companhia – dívida total menos disponibilidades).

Basicamente, esse índice mostra quantas vezes o valor da empresa é maior que seu faturamento. Essa informação isoladamente não é útil. No entanto, ao comparar com o setor, entende-se melhor o tamanho da empresa em relação ao que ela gera de vendas. Um EV/S alto, portanto, pode ser um sinal de que os investidores estão com expectativas positivas em relação a tendência de crescimento das vendas da companhia, assim como EV/S baixo pode sinalizar que as perspectivas de vendas futuras da companhia não são muito atraentes para o mercado.

$$EV / \text{Receitas} = \text{Enterprise Value} / \text{Receitas totais} \quad (7)$$

2.3.3 Múltiplos de Patrimônio

2.3.3.1 Preço / Patrimônio Líquido

Esse indicador mostra a relação existente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa, com intenção de avaliar como o mercado julga a companhia. Conforme Póvoa (2004), este múltiplo confronta no numerador uma variável bastante dependente de expectativas futuras, o preço da ação, com um denominador formado pelo patrimônio líquido, somatório dos recursos investidos pelos acionistas. Lundholm e Sloan (2004) acrescentam que este múltiplo proporciona um senso rápido sobre como o mercado observa o futuro crescimento e rentabilidade da empresa.

$$P / PL = \text{Preço} / \text{Patrimônio Líquido} \quad (8)$$

Um P/PL igual a 1 significa que a ação está sendo negociada pelo equivalente a seu patrimônio líquido. Quando for menor que 1, pode significar que a ação está sendo negociada abaixo do seu preço contábil. Isso pode mostrar se uma empresa está cara ou barata, dado que é esperado que as projeções futuras, contidas no preço da ação, supere seu valor contábil, que representa o histórico da empresa.

2.3.4 Múltiplos de *EBITDA*

2.3.4.1 Valor da Empresa / *EBITDA*

Este indicador relaciona o valor total de mercado da empresa ao *EBITDA* da empresa, ou seja, ao seu lucro antes do pagamento de juros, impostos depreciação e amortização (sigla em inglês para *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*). Segundo Póvoa (2004), a grande utilização deste indicador se reflete no fato de que é fácil de ser computado. Os analistas não precisam calcular os investimentos físicos e de giro, nem a estrutura de capital da empresa.

Basicamente, esse índice representa quanto o mercado está negociando a ação da empresa em relação a sua geração de caixa, ou seja, quantas unidades monetárias o mercado está para cada unidade monetária gerada de caixa.

$$EV / EBITDA = Enterprise Value / EBITDA \quad (9)$$

2.4 O Mercado da Uber

Inicialmente, o modelo de negócios da Uber era baseado em conectar um indivíduo precisando de transporte e outro disposto a fazê-lo. Com amadurecimento da companhia e de seus clientes, hoje, em 2019, a Uber entende este conceito de forma mais ampla, como sendo a intermediária entre uma parte necessária e outra disposta a atendê-la. Para isso, a Uber cobra um percentual como comissão do serviço. No caso do segmento de *ridesharing* e *delivery*, responsável por 95% do faturamento da empresa, a Uber cobra 25% sobre o *Gross booking*, ou seja, sobre o valor total pago pelo usuário, sem nenhuma redução. Em 2018, o *Gross booking* da companhia chegou a U\$ 49,8 bilhões, que, descontados os devidos repasses/incentivos a motoristas/restaurantes e impostos, representou uma receita líquida para a Uber de U\$ 11,3 bilhões.

Ao longo dos anos, a companhia foi buscando maneiras de inovar e ampliar seu portfólio de serviços, segmentando seus produtos e se aventurando em outras indústrias. A Uber aposta que, assim como os setores de transporte e mobilidade pessoal, existe grande possibilidade de outras indústrias sofrerem com a disrupção tecnológica. Em 2016, a Uber lançou seu segundo aplicativo, *Uber Eats*, serviço especializado em entrega de comida (frequentemente chamado de *delivery*). Atualmente (2019), a rede conta com mais de 320 mil restaurantes cadastrados e espalhados por mais de 500 cidades ao redor do mundo. Em maio de 2017, a companhia lançou o *Uber Freight*, aplicativo focado ao setor logístico, que conecta empresas a caminhoneiros, atualmente disponível apenas nos Estados Unidos e toda a Europa.

Através de uma tecnologia inovadora, eficiência operacional e *product expertise*, a Uber é capaz de redefinir padrões e hábitos da sociedade.

2.4.1 Ridesharing e New Mobility

A Uber foi capaz de explorar o conceito de mobilidade pessoal e introduzir diferentes produtos no mercado, agregados nos grupos *Ridesharing* e *New Mobility*. *Ridesharing* se refere a produtos que conectam passageiros a motoristas que fornecem corridas em diferentes veículos, como carros, motos, vans, entre outros. *New Mobility* se refere a produtos que dão acesso a corridas em diferentes modais, incluindo *e-bikes* e *e-scooters*. A intenção é fornecer uma corrida segura, conveniente e barata a qualquer indivíduo na plataforma.

Atualmente, a Uber oferece este serviço em mais de 57 países com uma população total de 4,1 bilhões de pessoas e um mercado estimado de U\$ 2,5 trilhões. (Uber, 2019). Este é o chamado mercado endereçável ("*SAM*", *serviceable addressable Market*), que consiste em 3,9 trilhões de milhas percorridas por ano (Uber, 2019). Estima-se o tamanho do mercado endereçável ("*SAM*") multiplicando o número de automóveis de passageiros em cada país, de acordo com as estimativas em nível de país das milhas percorridas por carro. As estimativas da companhia também incluem cerca de 4,4 trilhões de milhas de transporte público, que são alocadas para as regiões com base em sua participação na população do mercado endereçável.

O mercado total endereçável ("*TAM*", *total addressable market*) consiste em 11,9 trilhões de milhas percorridas por ano em um total de 175 países, com um mercado estimado de U\$ 5,7 trilhões. Neste cálculo, a empresa inclui todas as

milhas de veículos de passageiros e todas as milhas de transporte público em todos os países de todo o mundo, incluindo aquelas em que a empresa ainda não tem operação. A única exclusão são 20 países, pertencentes a Comunidade dos Países Independentes, que a empresa não possui operação direta, mas aborda os clientes por meio de uma empresa investida/parceira. A estimativa é de que esses 20 países restantes representem um adicional de aproximadamente U\$ 0,5 trilhão, totalizando um TAM de U\$ 6,2 trilhões.

Com base nessa estimativa e considerando que, em 2018, passageiros viajaram um total de 26 bilhões de milhas através da plataforma da Uber, a participação no mercado (*Market share*) de *ridesharing* da companhia é inferior a 1% em todas as principais regiões do mundo em que operam. (Uber, 2019). Apesar de uma participação de mercado inferior a 1%, o segmento de *ridesharing* representa mais de 80% do faturamento da empresa, cerca de U\$ 9,2 bilhões em 2018.



Figura 3: O Mercado de *ridesharing* da Uber.

Fonte: Uber (2019).

2.4.2 Uber Eats

Lançado em maio de 2016, o Uber *Eats* permite que consumidores recebam, de forma rápida e confiável, comida de 320 mil restaurantes cadastrados em mais de 500 cidades ao redor do mundo. A sinergia entre as plataformas de *ridesharing* e *delivery* permite que a companhia utilize a atual demanda para escalar novos produtos. Apenas em 2018, a empresa entregou mais de 15 milhões de pedidos, tornando-se a segunda maior plataforma de *delivery* do mundo, atrás

apenas da *Meituan Dianping*, empresa líder em *delivery* de comida na China. Cada novo produto nas plataformas aumenta o valor percebido para o usuário, permitindo aprofundar o engajamento com usuários existentes e atrair novos usuários para a plataforma. Estima-se que 50% de novos usuários no Uber *Eats* sejam novos usuários da plataforma (Uber, 2019).

De acordo com *Euromonitor International* (2017), o consumo mundial total por serviços alimentícios foi de U\$ 2,8 trilhões. Deste valor, estima-se que o mercado endereçável (“SAM”) seja de U\$ 795 bilhões, que corresponde ao valor total gasto com *delivery*, comidas retiradas em restaurantes e *drive-through*. O mercado de *delivery*, que corresponde a 6% da demanda mundial total, cresceu, em média, 77% a.a. desde 2013, e acredita-se que permanecerá em tendência de grande crescimento, devido a conveniência e praticidade que oferece aos consumidores.

Em relação ao mercado total endereçável (“TAM”), a companhia acredita que consegue absorver a demanda mundial total por serviços alimentícios, no valor total de U\$ 2,8 trilhões, apesar de saber que uma parte deste mercado é “não endereçável” por conter a experiência do restaurante (*in-dining experience*). Apesar de não ser incluído no cálculo, é estimado que uma parte não definida da demanda de produtos em supermercados possa ser absorvida pelos serviços do Uber *Eats*.

Com base nessas estimativas e, considerando que, em 2018, o *Gross booking* do Uber *Eats* foi de U\$ 7,9 bilhões, a participação no mercado (*Market share*) é de 1%.

2.4.3 Uber Freight

O setor de logística é conhecido por ser altamente fragmentado, extremamente competitivo e profundamente ineficiente. A companhia acredita que, com a Uber *Freight*, é possível revolucionar o setor logístico, reduzindo a ineficiência ao oferecer uma plataforma *on-demand* para automatizar os processos desde a seleção do prestador de serviço até a entrega do produto. Essa ferramenta traz a experiência da Uber com o transporte de passageiros para o transporte de cargas, agora conectando caminhoneiros a empresas que precisam transportar seus bens de uma cidade para outra.

Hoje, a Uber *Freight* já conta uma base de mais de 400 mil motoristas parceiros, que serviram mais de mil empresas desde sua criação, incluindo

companhias como *Anheuser-Busch InBev*, *Niagara*, *Land O'Lakes* e *Colgate-Palmolive* (Uber, 2019).

O serviço foi inicialmente lançado somente nos Estados Unidos e já está disponível em toda a Europa, um dos maiores e mais sofisticados setores logístico no mundo. Segundo a *American Trucking Associations* (2017), o mercado de transporte de cargas total dos Estados Unidos correspondeu a U\$ 700 bilhões, sendo que a plataforma atualmente endereça somente a parte de corretagem e terceirização (*brokerage freight*), que, segundo *Armstrong & Associates* (2017), corresponde a U\$ 72 bilhões. Este mercado vem crescendo 11% a.a. desde 1995 e acredita-se que manterá uma tendência de alta devido ao fato de que o mercado está se movendo em direção a um modal logístico eficiente e *on-demand*. De acordo com *Armstrong & Associates* (2017), o mercado de transporte de cargas total na Europa correspondeu a U\$ 600 bilhões. Portanto, os mercados dos Estados Unidos e Europa, combinados, correspondem ao “SAM”, mercado endereçável, da *Uber Freight*, com total de U\$ 1,3 trilhões. Globalmente, *Armstrong & Associates* (2017) estimam que o mercado total de transporte de cargas no mundo representa U\$ 3,8 trilhões, o que corresponde ao “TAM”, mercado total endereçável da *Uber Freight*.

Com base nessas estimativas e, considerando que, em 2018, o *Gross booking* do *Uber Freight* foi de U\$ 359 milhões, a participação no mercado (*Market share*) é de 0,1%.

2.4.4 Other Bets

A Uber divide seus diferentes produtos em unidades de negócio distintas, porém, há um entendimento que, devido a representatividade e importância dos serviços de *ridesharing* e *Uber Eats*, estes devam ser classificados como *core business* ou *core platforms*. Os serviços como *New Mobility*, *Uber Freight*, *Uber Chopper* (Nova Iorque), *Uber Health* (EUA), *Uber Boat* (Croácia), entre outros, estão categorizados dentro da modalidade *Other Bets*, que significa, em português, “Outras Apostas”. Em 2018, a Uber adquiriu a *Jump Bikes*, uma empresa de compartilhamento de bicicletas e também investiu na *Lime*, uma empresa de compartilhamento de patinetes elétricos.

Após uma abertura de capital bem abaixo das expectativas, a Uber precisa investir em crescimento e tecnologia para melhorar seus resultados. Sua mais nova aventura é no mercado de trabalho intermitente, os chamados *gig workers*.

Em fase de testes na cidade de Chicago, o mais novo *app* da Uber, *Uber Works* irá permitir a busca por vagas temporárias, sazonais e definitivas que são oferecidas por empresas de recrutamento parceiras. Com isso, a Uber ganha ainda mais espaço como plataforma intermediadora, buscando, através de sua tecnologia, disrupção em diversos setores da economia.

2.4.5 Uber ATG

Uber Advanced Technologies Group foi fundada em 2015, em Pittsburgh, Pensilvânia, com 40 pesquisadores da *Carnegie Robotics* e *Carnegie Mellon University*. O grupo, que possui mais de mil pesquisadores atualmente, se concentra no desenvolvimento de tecnologias de veículos autônomos, com potencial, a longo prazo, de fornecer viagens e entregas mais seguras e eficientes aos consumidores, além de preços mais baixos.

Apenas algumas semanas antes de sua oferta pública inicial, a Uber anunciou o investimento de U\$ 1 bilhão de dólares na sua unidade de veículos autônomos, em uma *valuation* de U\$ 7,2 bilhões (CNBC, 2019). A Toyota e o fornecedor japonês de autopeças, Denso, investiram, juntos, U\$ 667 milhões, enquanto o *Vision Fund* (Softbank) investiu U\$ 333 milhões. A Toyota ainda se comprometeu a contribuir com mais U\$ 300 milhões pelos próximos três anos. Os investimentos fornecem capital para a companhia desenvolver e aprimorar seu projeto de veículos autônomos, considerado pelos investidores como crítico para a sustentabilidade de seu modelo de negócios.

Apenas em 2018, a Uber gastou U\$ 1,2 bilhão com *driver incentives* (incentivos monetários aos motoristas) e mais U\$ 1 bilhão com ações para motoristas. Além disso, apenas em 2018, a Uber ainda registrou U\$ 37,3 bilhões como *Driver and Restaurant Earnings*, ou seja, repasse para os motoristas e restaurantes parceiros. Como *ridesharing* representa mais de 80% do *Gross booking*, o mercado acredita que com o desenvolvimento da tecnologia de veículos autônomos, a Uber irá reverter grande parte desse repasse em receita, o que tornaria seu modelo de negócios sustentável e altamente lucrativo.

Segundo a Bloomberg (2016), a primeira frota de veículos autônomos começou a ser testada, com supervisão de motoristas profissionais no banco do condutor, em agosto de 2016, na cidade de Pittsburgh, Pensilvânia. Desde então, a Uber ATG já construiu mais de 250 veículos autônomos, coletou dados de milhões de quilômetros de testes e concluiu dezenas de milhares de viagens

driverless com passageiros reais.

2.5 Trabalhos Recentes sobre o Tema

Através da análise empírica de 184 rodadas de investimentos, Miloud, Aspelund e Cabrol (2012) apoiam a proposição central de que os fatores como a atratividade do setor, a qualidade da equipe de gerenciamento superior, bem como as relações externas de um novo empreendimento afetam significativa e positivamente a avaliação de *startups* pelos investidores. A ideia é que as *startups* não são completamente avaliadas pelos métodos regulares de *valuation*, como o método de fluxo de caixa descontado. Em linha com essa visão, Binstain e Engel (2018) conduzem um estudo exploratório, revisando a abordagem de valor ao acionista como a origem da gestão baseada em valor. Para isso, os autores desenvolvem um modelo que carrega métodos de avaliação em constante mudança, com base nas características distintas de cada fase do ciclo de vida dos negócios pelas quais uma *startup* passa e nas preferências dos principais grupos de investidores.

Com isso, Damodaran (2018), ao avaliar empresas como Amazon Prime, Spotify e Netflix, tenta estender abordagens intrínsecas de valor e preço para valorizar um usuário, assinante ou membro. Damodaran (2018) entende que essas empresas devem ser compreendidas cada vez mais com base no número de usuários, clientes e assinantes que possuem, pois é em torno dessas partes constituintes que estão construindo seus modelos de negócios.

Por fim, Lomhein e Øritsland (2018), concluíram que, em uma amostra de 12 unicórnios (*startups* avaliadas em mais de U\$ 1 bilhão), as *valuations* exageravam o valor justo das empresas em 25%, em média. Ao diminuir as estimativas do custo de capital dessas empresas em 1 ponto percentual, a supervalorização média dessas *startups* passava para 75%. Os resultados indicam que muitas dessas *startups* irão precisar de uma melhoria operacional anormal em direção ao estado estacionário, além de precisarem superar as previsões do mercado e da indústria, a fim de gerar fluxos de caixa que são suficientes para a sustentabilidade de seus modelos de negócios.

3 Metodologia de Pesquisa

Este capítulo abordará a metodologia utilizada para a realização deste estudo. O capítulo está dividido nas seguintes etapas: (i) tipo de pesquisa; (ii) coleta de dados; (iii) tratamento e análise de dados; e (iv) limitações do método selecionado.

3.1 Tipo de pesquisa

A pesquisa realizada para elaboração deste estudo será uma pesquisa exploratória na qual, o principal objetivo, é explorar o tema e o fenômeno que está sendo investigado, de forma a suscitar questionamentos que possam ser respondidos por estudos subsequentes, com uma maior compreensão, entendimento e precisão.

A técnica utilizada será a de pesquisa documental, ou seja, pesquisa utilizando documentos relevantes ao cenário atual da empresa, principalmente seu prospecto de *IPO* e relatórios de divulgação de resultados financeiros da companhia, conforme exigência da *SEC*, agência federal norte-americana responsável pelo correto funcionamento do mercado de capitais dos EUA. Além disso, a pesquisa utilizará documentos que contenham informações sobre o ambiente que a empresa está inserida, de forma a compreender com maior primor os impactos à companhia em questão.

A pesquisa será realizada no nível micro, no que tange à Uber Technologies Inc., porém, devido a seu grande impacto, será levado em consideração também o ambiente macro, correspondente a esfera macroeconômica e seus fatores externos.

3.2 Amostra e Coleta dos dados

A investigação proposta utiliza dados financeiros da empresa e do mercado de 2016 a 2018, em frequência anual, e a partir de 2019 em frequência trimestral. Esses dados possuem características numéricas e por isso são de natureza quantitativa. O objetivo é compreender o raciocínio lógico de todas as

informações que se possam mensurar e os fatores que influenciam os resultados da Uber.

Importante ressaltar que a pesquisa também terá uma parte de coleta de dados qualitativos, por se tratar da análise documentos relacionados tanto à empresa e suas estratégias, quanto ao cenário do mercado e as perspectivas futuras.

Por se tratar de um estudo que procura realizar a avaliação do preço justo de uma empresa, os dados coletados, em grande parte, são advindos de relatórios divulgados pela companhia. Portanto, a coleta de dados será feita em forma de pesquisa documental com utilização de fontes secundárias como: prospecto de *IPO* da Uber e os relatórios de divulgação de resultados financeiros da companhia de 2016 ao segundo trimestre de 2019. Além disso, por se tratar de um mercado em desenvolvimento, parte dos dados serão coletados através de reportagens em sites especializados sobre o setor; sites especializados em informações sobre o mercado financeiro; sites de instituições financeiras; site de Relação com Investidores da empresa e de seus concorrentes; sistema Bloomberg; e livros teóricos sobre o tema.

3.3 Variáveis e Tratamento dos Dados

A pesquisa trará a análise de dados e indicadores financeiros da companhia, disponibilizados, tanto em seu prospecto de *IPO*, quanto em seus relatórios de resultados financeiros, disponíveis no portal de Relação com Investidores. Devido ao fato de a companhia ter aberto seu capital recentemente, não há dados financeiros oficiais da empresa antes de 2016.

A partir disso, será feita uma análise econômico-financeira da empresa, de forma a buscar a correta compreensão do cenário atual da companhia. Por se tratar de uma empresa em crescimento exponencial, imersa em um setor em disrupção, a análise dos demonstrativos financeiros da companhia não permite uma conclusão fidedigna, uma vez que é muito comum que *startups* como a Uber apresentem resultados negativos ao longo de vários anos, sem que isso impacte na perspectiva dos investidores em relação a companhia e em relação ao seu mercado.

Por isso, são elaboradas algumas premissas de forma a entender o mercado endereçável da companhia em todas as suas frentes de atuação, bem como o mercado endereçável total, os custos para alcançar este mercado e seus

potenciais usuários. Além disso, é descrita a completa atuação da companhia, seus produtos, suas estratégias para o futuro, seus concorrentes, sua atuação global e o impacto da disrupção em questões jurídicas, organizadas em formato de análise do ambiente interno e externo, com divisão das forças, fraquezas, oportunidade e ameaças (*SWOT*), de forma a entender as forças e variáveis que impactam a companhia.

Em seguida, através dos dados coletados e tratados, serão utilizados para o cálculo do custo de capital da empresa utilizando a fórmula do *CAPM* e do *WACC*. O *WACC* será utilizado como taxa de desconto para determinar o valor da empresa. O custo de capital será calculado com base nas informações do mercado americano, mercado de maior importância para a companhia.

Tabela 2: *WACC* (Premissas)

Indicador	Valor	Fonte/ Data
Beta Uber (β)	1,09	Site <i>Yahoo! Finance</i> (Out/19)
Taxa Livre de Risco EUA (T-Bond 30 anos) (R_f)	1,73%	Site <i>Treasury.gov</i> (Out/19)
Prêmio de Risco ($R_m - R_f$)	5,96%	<i>NYU Stern</i> (Out/19)
Imposto de Renda (EUA)	25,00%	<i>Bloomberg</i> (Out/19)

Fonte: Próprio autor.

Em seguida, será feita uma análise para auferir o custo do usuário na plataforma, o custo de captação de novos usuários, os custos inerentes a operação e aqueles que não possuem qualquer conexão com o usuário, os chamados custos corporativos

Por fim, os resultados serão analisados e comparados através de uma abordagem de avaliação relativa por múltiplos, comparando a Uber com outras empresas organizadas em um *peer group*, de modo a analisar como o mercado enxerga empresas consideradas semelhantes. Os múltiplos a serem comparados são de lucro, liquidez, valor patrimonial e *EBITDA*.

3.4 Descrição do modelo

Através de uma abordagem *bottom-up*, o método *subscription – based approach* estima o valor de um investimento baseado no valor de usuários já existentes e também no valor de novos usuários, com a intenção de reconhecer que cada dólar de receita que a empresa gera deve vir de um cliente. O modelo desconta o custo que cada um deles gera para empresa, assim como os custos

que a empresa incorrerá independente deles, os chamados custos corporativos. Importante ressaltar que este modelo foi escolhido uma vez que a Uber apresenta, historicamente, resultados negativos, o que impossibilita uma análise via fluxo de caixa descontado, utilizado com grande frequência pelo mercado para avaliação de empresas.

4 Análise dos resultados

4.1 Análise

Devido a sua atuação global, com um mercado endereçável de mais de 4,1 bilhões de pessoas, a Uber, ao longo dos anos, registra números impressionantes de crescimentos em importantes indicadores de mercado, como número de usuários ativos, número de viagens, *Gross bookings* e número de milhas percorridas. Apenas em 2018, através de sua plataforma, passageiros viajaram um total de 26 bilhões de milhas, aproximadamente 41 bilhões de quilômetros (Uber, 2019). Apenas como efeito de comparação, essa distância é equivalente a 274 viagens até o sol.

A Tabela 3 apresenta dados e indicadores da empresa coletados em seu prospecto de *IPO* e relatórios financeiros divulgados ao mercado.

Tabela 3: Destaques financeiros da Uber (em milhões de dólares).

	2016	2017	2018	1S2019
Usuários Ativos	45	68	91	99
Nº Viagens	1.818	3.736	5.220	3.227
Gross bookings	\$ 19.236	\$ 34.409	\$ 49.799	\$ 30.405
Receita Líquida	\$ 3.845	\$ 7.932	\$ 11.270	\$ 6.265
EBIT	\$ -2.965	\$ -3.289	\$ -2.445	\$ -1.256
EBITDA	\$ -2.517	\$ -2.642	\$ -1.847	\$ -1.525
Lucro Líquido	\$ -370	\$ -4.033	\$ 997	\$ -6.248
Caixa e Equivalentes	\$ 6.241	\$ 4.393	\$ 6.406	\$ 11.744
Investimentos	N/D	\$ 5.969	\$ 10.355	\$ 10.415
Ativo Total	\$ 15.713	\$ 15.426	\$ 23.988	\$ 30.980
Dívida Bancária Total	\$ 3.087	\$ 3.048	\$ 6.869	\$ 4.526
Patrimônio Líquido	N/D	\$ 3.653	\$ 6.792	\$ 15.908
Margem Receita	19,99%	23,05%	22,63%	20,61%
Margem EBIT	-15,41%	-9,56%	-4,91%	-4,13%
Margem EBITDA	-13,08%	-7,68%	-3,71%	-5,02%
Dívida Líquida	\$ -3.154	\$ -1.345	\$ 463	\$ -7.218
Liquidez Corrente	N/D	1,78	2,03	2,57

Fonte: Uber (2019).

Perto de atingir a marca de 100 milhões de usuários ativos na plataforma, conforme relatório mais atualizado de junho de 2019, a Uber registrou um crescimento de 120%, comparado a 2016, e 8,8%, comparado a 2018. Em média, o número de usuários que realizaram pelo menos uma corrida ou pedido nas plataformas da Uber cresceu 15% por trimestre desde 2016.

Nº usuários ativos em milhões

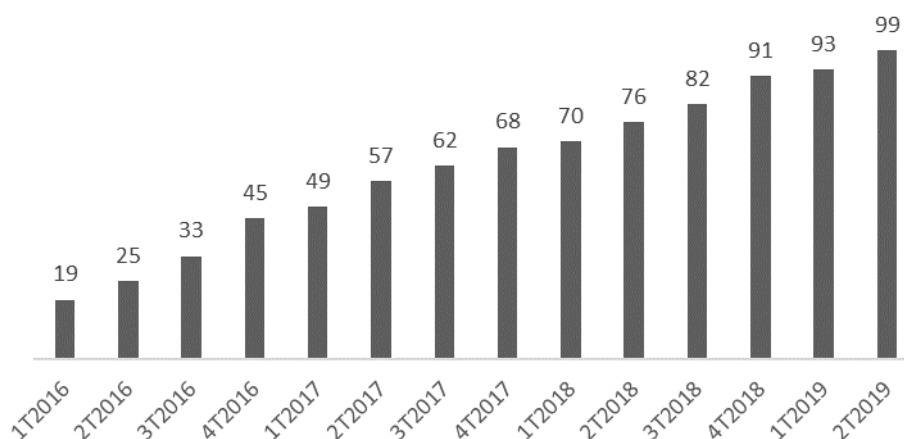


Figura 4: Nº usuário ativos (em milhões).

Fonte: Uber (2019).

Com cada vez mais usuários em sua plataforma, a Uber foi capaz de realizar mais de 3 bilhões de viagens apenas no 1º semestre de 2019, um crescimento de 13% em relação ao semestre anterior, e 36% em relação ao mesmo período de 2018. A Uber hoje realiza mais de 18 milhões de viagens diariamente e em todo o mundo.

Nº Viagens em milhões

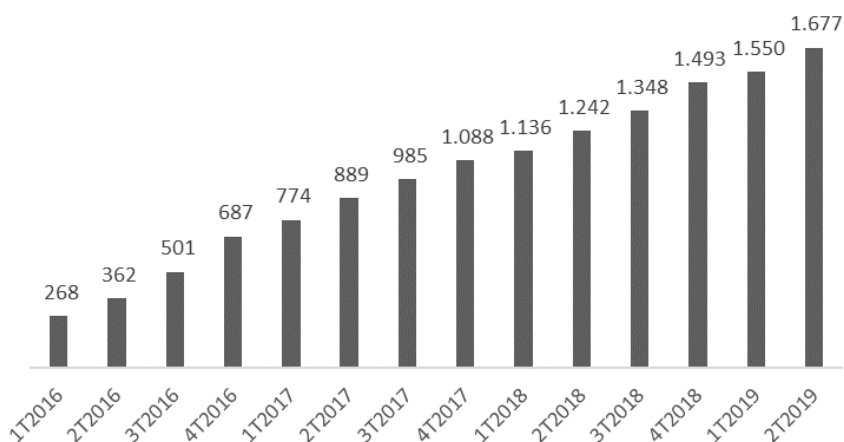


Figura 5: Nº de viagens (em milhões).

Fonte: Uber (2019).

Em relação ao *Gross bookings*, que considera o valor integral pago pelo usuário na plataforma, a Uber chegou perto de bater a marca de U\$ 50 bilhões em 2018, um crescimento de 44,7% em relação a 2017 e 158,9% em relação a 2016. Já a Receita Líquida, que subtrai do *Gross bookings*, majoritariamente, os repasses e incentivos aos motoristas/restaurantes, registrou crescimento de 42,1% em relação a 2017 e 193,1% em relação a 2016. A margem da Receita Líquida chegou a crescer 3 pontos percentuais de 2016 para 2017, porém voltou ao patamar de 20% no 1º semestre de 2019, mostrando indícios de um mercado extremamente competitivo e desafiador.

O destaque de crescimento vai para unidade *Uber Eats*, que vem conquistando cada vez mais espaço como *core platform*. No 1º semestre de 2019, a plataforma de *delivery* representou aproximadamente 21% do *Gross bookings*, que corresponde a um crescimento de 4 pontos percentuais, comparado com o semestre anterior, e 7 pontos percentuais, comparado com o mesmo período do ano passado. Para efeitos de comparação, este crescimento de 7 p.p. equivale a mais de U\$ 3 bilhões, já que a plataforma cresceu, como um todo, de U\$ 10 bilhões para U\$ 15 bilhões por trimestre, ou seja, em torno de 50%.

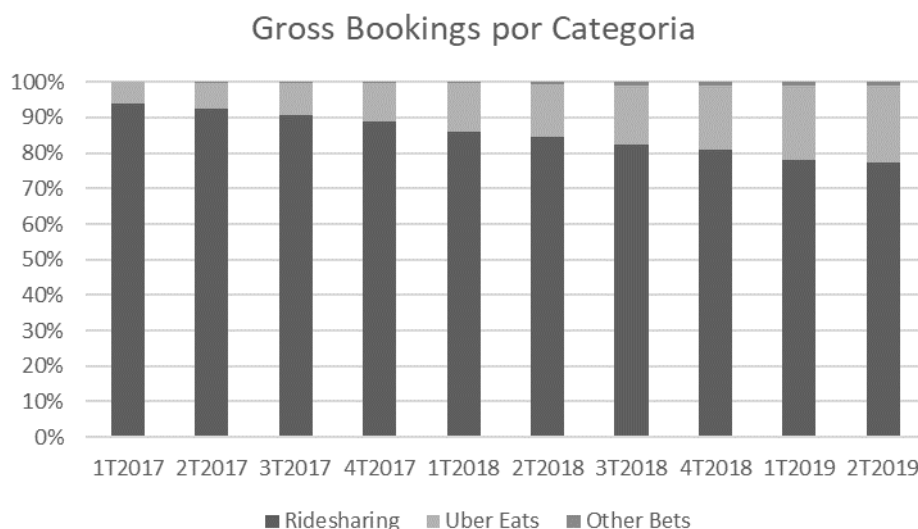


Figura 6: Gross bookings por Categoria.

Fonte: Uber (2019).

Apesar da pouca representatividade atual, cerca de 1% do *Gross bookings* total, a unidade de *Other Bets* caminha para atingir a marca de U\$ 200 milhões, com 100% revertido em receita para a companhia. Gradualmente, a Uber caminha com seus planos de tornar a empresa cada vez mais eficiente operacionalmente.

Apesar do forte crescimento em número de usuários, viagens, *Gross bookings* e faturamento, a empresa ainda é claramente uma grande “perdedora de dinheiro”. Todos os principais indicadores econômicos-financeiros da empresa são historicamente negativos, com exceção de 2018, no qual o lucro líquido contabilizado foi decorrente da venda de suas operações na Rússia e no Sudeste Asiático, portanto trata-se de um evento não recorrente. Apenas nos 6 primeiros meses de 2019, a Uber já registrou um prejuízo de mais de U\$ 6 bilhões, enquanto as projeções para o ano consideravam um prejuízo de U\$ 8 bilhões. O segundo trimestre de 2019 inclui ainda U\$ 3,9 bilhões em despesas de remuneração em ações, devido a oferta pública inicial.

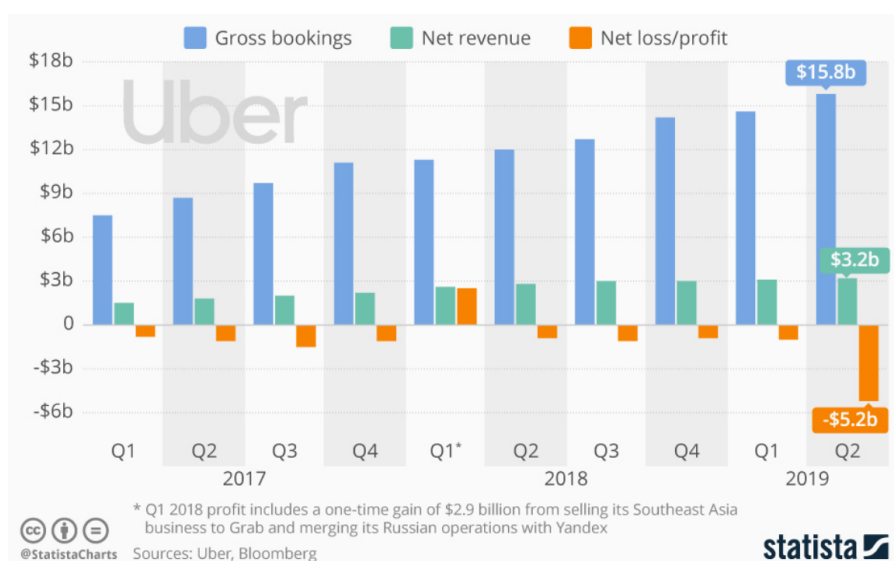


Figura 7: Comparação *Gross bookings* x Receita Líquida x Lucro Líquido.

Fonte: Statista (2019).

Além disso, parte da explicação da dificuldade de rentabilizar a empresa se dá na grande “guerra de preços” instaurada entre os competidores do mercado. Conforme relatado anteriormente, é comum que empresas copiem ações de marketing e/ou bonificações a usuários de forma a tentar afastá-los uns dos outros. Como a demanda é extremamente sensível ao preço, as empresas são praticamente obrigadas a acompanhar as promoções, caso queiram se manter competitivas no mercado.

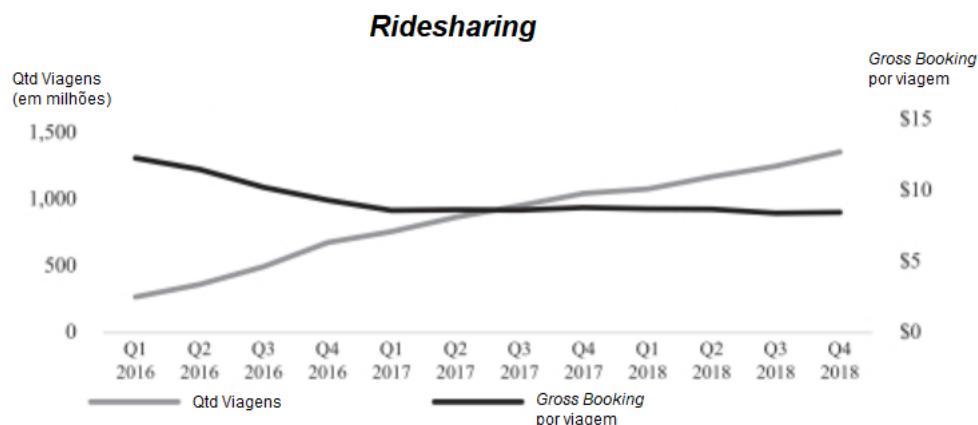


Figura 8: Quantidade de Viagens x Ticket Médio

Fonte: Uber (2019).

A Figura 8 representa exatamente este cenário, de canibalização da margem com intuito de penetração no mercado e aquisição de novos usuários. Apesar do crescimento no número de viagens de 2016 para 2018 de praticamente 200%, o *Gross booking* por viagem, que, neste caso pode ser analisado com ticket médio, vem caindo drasticamente ao longo dos anos, quase 40%.

A estrutura de capital da companhia é compatível com seu momento atual. A Uber mantém uma quantidade enorme de dinheiro em caixa para amparar suas operações e cumprir uma série de *covenants* de suas emissões de dívidas. Em junho de 2019, a posição de caixa da companhia era U\$ 5,3 bilhões superior a 2018, com um total de U\$ 11,7 bilhões, enquanto seu endividamento bancário total era de U\$ 4,5 bilhões, aproximadamente. Em relação a 2018, a Uber amortizou um total de U\$ 2,3 bilhões de suas dívidas. A companhia mantém sua posição aplicadora de caixa, com uma dívida líquida de U\$ 7,2 bilhões negativos em seu último relatório.

Tabela 4: Obrigações Contratuais (em milhões de dólares).

	1 ano	1-3 anos	3-5 anos	Mais de 5 anos
Dívida Bancária	\$ 27,00	\$1.897,00	\$2.649,00	\$ 2.918,00
Outras obrigações financeiras	\$ 18,00	\$ 99,00	\$ 105,00	\$ 1.721,00
Operações de Leasing	\$381,00	\$ 575,00	\$ 356,00	\$ 1.928,00
Obrigações de compra (opções)	\$ 92,00	\$ 101,00	\$ -	\$ -
Total	\$518,00	\$2.672,00	\$3.110,00	\$ 6.567,00

Fonte: Uber (2019).

Apesar de uma dívida bancária total de U\$ 4,5 bilhões, a Uber possui

outras obrigações contratuais (*contractual obligations*), que aumentam em quase 200% seus pagamentos. Apesar disso, a liquidez corrente da Uber vem aumentando ao longo dos anos, demonstrando uma alta capacidade de honrar com suas obrigações de curto prazo.

Com diversas rodadas de investimento realizadas, o patrimônio líquido da companhia é extremamente robusto, um total de U\$ 15,9 bilhões. Devido aos aportes realizados no 1º semestre de 2019, a empresa registrou um crescimento de 134% em seu patrimônio líquido, que ainda conta com U\$ 14,4 bilhões de déficit acumulado. Já seu ativo total corresponde a mais de U\$ 30 bilhões, sendo U\$ 10,4 bilhões apenas como investimentos, referente a empresas coligadas e investidas.

Em relação a produtos, a Uber caminha principalmente em direção a disrupção em outros setores da economia, com a Uber *Eats (delivery)*, Uber *Freight* (Logística), Uber *Air* (Aérea) e Uber *Works* (Economia Intermitente). Porém, a Uber não deixa de pensar em formas para aprimorar seus produtos atuais, principalmente os de *ridesharing*, responsável por 85% do seu faturamento. Separadas entre econômica, premium e outros, as categorias atualmente disponíveis pelo mundo são:

- ❖ Uber X (Econômico): Um dos produtos da Uber mais utilizados no Brasil, o Uber X oferece viagens acessíveis para o seu dia a dia, sendo ideal para quem quer se locomover com rapidez e praticidade, em grupos de até quatro pessoas, em veículos de 4 portas e com ar-condicionado.
- ❖ Pool (Econômico): Modalidade de serviço de transporte que permite compartilhar a viagem com desconhecidos e reduzir o valor da corrida. Segundo a empresa, o serviço é até 40% mais barato que o Uber X. Nesta modalidade, você define o seu trajeto e a Uber se encarrega de encontrar outras pessoas que estão indo para a mesma região.
- ❖ Uber Select (Econômico): Modalidade intermediária entre o Uber X e o Uber Black, o Uber Select oferece corridas de baixo custo com carros um pouco mais luxuosos.
- ❖ Uber XL (Econômico): O Uber XL é uma modalidade similar com o Uber X em questões de preço, rapidez e agilidade, porém com carros maiores, como SUVs e vans, e capacidade de até 6 pessoas.
- ❖ Black (Premium): Primeira categoria lançada pela Uber, o Uber

Black é a categoria da Uber para pessoas que querem fazer uma viagem com estilo e mais conforto, oferecendo uma experiência de alto nível. Nas viagens do Uber *Black* todos os carros são da cor preta, 4 portas e possuem banco de couro, garantindo maior conforto aos usuários que optam por este tipo de viagem.

- ❖ *Black SUV (Premium)*: O Uber *Black SUV* é uma modalidade similar com o Uber *Black* em questões de luxo, conforto e estilo, porém com carros maiores, como *SUVs*, e capacidade de até 6 pessoas.
- ❖ *Uber Lux (Premium)*: Versão mais luxuosa da Uber, com carros extravagantes e motoristas profissionais.
- ❖ *Uber Taxi (Outros)*: Modalidade que permite solicitar um taxi convencional pelo aplicativo da Uber.
- ❖ *WAV (Outros)*: Modalidade oferece viagens em veículos acessíveis a cadeiras de rodas. Os motoristas WAV são certificados por empresas terceiras para garantir que a segurança das pessoas com deficiência. Este serviço está disponível em apenas algumas cidades dos Estados Unidos, como Chicago, Nova Iorque, Filadélfia e Washington.
- ❖ *Uber Auto (Outros)*: Disponível somente na Índia, o Uber *Auto* possui somente triciclos motorizados como frota. Extremamente comum no país, o riquixá motorizado é um dos principais meios de transportes pelas cidades.

Em julho de 2019, a companhia lançou o Uber *Comfort*, que é uma versão parecida com Uber X e *Select*, porém com algumas melhorias. O Uber *Comfort* oferece motoristas com classificação mais alta, veículos novos e maiores e preferências dos passageiros, semelhantes à *economy premium* nas companhias aéreas. O Uber *Comfort* está em operação em 44 cidades nos Estados Unidos e no Canadá e em oito cidades na Austrália desde o início de julho. Além disso, a modalidade ainda traz aprimoramentos como modo silencioso, controle de temperatura e ajuda com bagagem.

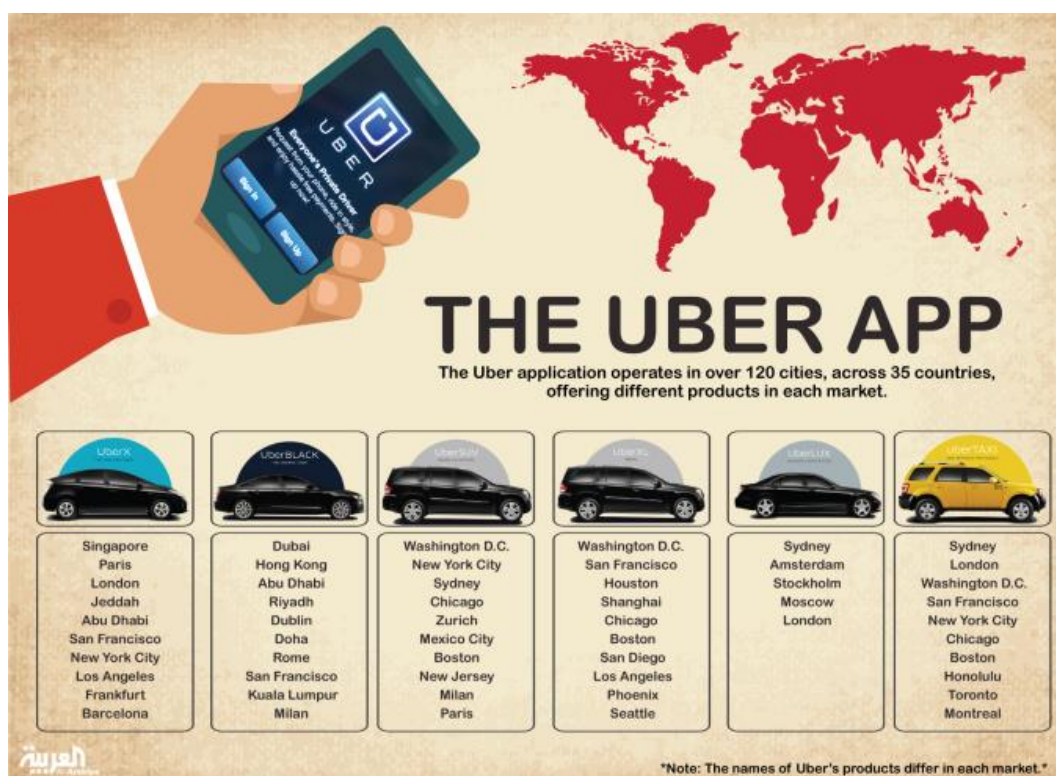


Figura 9: O aplicativo Uber

Fonte: *Deakin Business School* (2016).

4.2 Rodadas de Investimentos

Em seu relatório semestral divulgado ao mercado, a empresa precisou, no período de janeiro a junho de 2019, de US\$ 1,6 bilhão, apenas como capital de giro, para amparar suas operações.

Tabela 5: Usabilidade de caixa ao longo dos anos

	2016	2017	2018	1S2019
Fluxo de Caixa para amparar operações	\$ -2.913,00	\$ -1.418,00	\$ -1.541,00	\$ -1.644,00
Fluxo de Caixa para amparar investimentos	\$ -1.858,00	\$ 487,00	\$ -695,00	\$ 50,00
Fluxo de Caixa para amparar atividades financeiras	\$ 6.194,00	\$ 1.015,00	\$ 4.640,00	\$ 7.029,00

Fonte: Uber (2019).

Para uma empresa com tanta necessidade de caixa, porém com uma operação deficitária, não há outra maneira de continuar operando se não com injeção constante de capital. Durante seus 10 anos de existência, a Uber já realizou diversas rodadas de investimento com um total de mais de US\$ 38 bilhões aportados. Além dos aportes, os sócios já realizaram 2 rodadas secundárias no valor total de mais de US\$ 8 bilhões. Conhecida no mercado como uma maneira

dos investidores resgatarem seus investimentos (*cash out*), a operação ocorre com a compra de ações já existentes, ou seja, não há emissão de novas ações.

Tabela 6: Rodada de Investimentos

Rodada	Data	Valor	Valuation	Investidores
Capital Anjo	set-10	U\$ 1,6 MM	U\$ 5,4 MM	Alfred Lin, Brian Chesky, Cyan Banister, First Round, Founder Collective, Garrett Camp, Jason Calacanis, Lowercase Capital
Série A	fev-11	U\$ 14,1 MM	U\$ 60 MM	Alfred Lin, Benchmark, First Round Capital, Founder Collective, Innovation Endeavors, Lead Edge Capital, Lowercase Capital, Structure Capital
Series B	dez-11	U\$ 43,8 MM	U\$ 346,5 MM	BeSignatures Capital, Bezos Expeditions, Goldman Sachs, Jeff Bezos, Lowercase Capital, Menlo Ventures, Shawn "Jay-Z" Carter, Troy Carter
Série C	ago-13	U\$ 272,8 MM	U\$ 3,7 B	GV (Google Ventures)
Série C	ago-13	U\$ 88,4 MM	U\$ 3,7 B	GV (Google Ventures)
Série C	ago-13	U\$ 3,0 MM	U\$ 3,7 B	GV (Google Ventures)
Série D	jun-14	U\$ 1,4 B	U\$ 18,2 B	GV (Google Ventures)
Série E	dez-14	U\$ 2,8 B	U\$ 41,2 B	Foundation Capital, New Enterprise Associates
Emissão de Dívida	jan-15	U\$ 1,7 B	N/A	Goldman Sachs, Vulcan Capital
Série F	mai-15	U\$ 1,0 B	U\$ 51 B	408 Ventures, AppWorks Ventures, Bennett Coleman and Co Ltd, MSA, Microsoft, Microsoft Corporation - Strategic Investments
Private Equity	ago-15	U\$ 100 MM	N/A	Tata Capital
Série G	dez-15	U\$ 7,3 B	U\$ 69 B	FortRoss Ventures, Saudi Arabia's Public Investment Fund
Private Equity	fev-16	U\$ 200,0 MM	N/A	LetterOne
Série G	jun-16	U\$ 3,5 B	N/A	N/A
Emissão de Dívida	jul-16	U\$ 1,2 B	N/A	Barclays PLC, Citigroup, Goldman Sachs, Morgan Stanley
Secundária	dez-17	U\$ 7,7 B	U\$ 48 B	Didi Chuxing, Dragoneer Investment Group, General Atlantic, Sequoia Capital, SoftBank Capital, TPG, Tencent Holdings
Secundária	mai-18	U\$ 600,0 MM	U\$ 62 B	Altimeter Capital, Coatue Management, TPG
Private Equity	ago-18	U\$ 500,0 MM	U\$ 76 B	Toyota Motor Corporation
Emissão de Dívida	out-18	U\$ 2,0 B	N/A	N/A
Private Equity	abr-19	U\$ 1,0 B	N/A	Denso, SoftBank Vision Fund, Toyota Motor Corporation
<i>IPO</i>	mai-19	U\$ 8,1 B	U\$ 82,4 B	-
TOTAL		U\$ 38,5 B	-	-

Fonte: Bloomberg (2019), Yahoo Finance (2019), CNN Money (2019).

Entre todos os investidores, o Softbank se destaca pela sua relevante participação não somente na Uber, mas em diversas outras *startups*. O *SoftBank Group* é uma holding multinacional japonesa. Segundo a Forbes Global 2000 (2017), o grupo foi classificado na lista como a 36ª maior empresa pública do mundo e a segunda maior empresa de capital aberto do Japão, depois da Toyota. Em 2017, o grupo lançou o *Vision Fund*, com um patrimônio líquido de U\$ 100 bilhões. O fundo já implantou mais de U\$ 70 bilhões em 81 empresas, todas de tecnologia. Empresas como Slack (EUA), DoorDash (EUA) e OYO (Índia) são exemplos de investimentos de sucesso, que aumentaram em valor de mercado, enquanto Uber e WeWork são contrários. Ainda segundo a CNBC (2019), o fundo já registrou U\$ 600 milhões de prejuízo apenas na Uber. Atualmente, o *Vision Fund* possui um portfólio de investimentos avaliado em U\$ 82,2 bilhões.

Tabela 7: Estrutura Acionária Uber

Nome	Característica	Participação
SoftBank	Fundo de Investimento	16,30%
Benchmark	Fundo de Investimento	10,55%
Travis Kalanick	Fundador	8,60%
Garret Camp (Expa Capital)	Fundador	6,00%
Saudi Arabia PIF	Fundo de Investimento	5,35%
Alphabet (GV Management)	Fundo de Investimento	5,19%
Goldman Sachs Groups	Fundo de Investimento	4,13%
Lowercase	Fundo de Investimento	3,08%
First Round	Fundo de Investimento	2,76%
Ryan Graves	Fundador	2,43%
TPG	Fundo de Investimento	2,43%
Morgan Stanley	Fundo de Investimento	1,22%
Growth Fund Of America Inc	Fundo de Investimento	0,98%
BlackRock Inc	Fundo de Investimento	0,90%
Free Float	Free Float	30,08%

Fonte: Bloomberg e Yahoo Finance, 2019.

4.3 Principais Concorrentes

Pioneira na tecnologia, a Uber possuía vantagem competitiva entre seus concorrentes, porém, hoje, em 2019, é possível encontrar diversos aplicativos similares e empresas dispostas a realizar o mesmo serviço de mobilidade. O segmento de *ridesharing* representa mais de 80% do seu faturamento da Uber,

portanto, ao analisar os principais concorrentes da companhia, o foco será neste segmento.

Devido ao seu tamanho e atuação global, a companhia possui diversos concorrentes, entre eles: 99Taxi (Brasil), Olacabs (Índia), Grab (Sudeste Asiático), Gett (Reino Unido), entre muitos outros. Dentre todos os concorrentes, duas empresas se destacam: Lyft (Estados Unidos) e Didi (China).

A Lyft Inc. foi lançada em 2012 e foi criada depois que seus fundadores, Logan Green e John Zimmer, venderam a *Zimride*, empresa de compartilhamento de corrida para pessoas que procuram caronas de longa distância. A empresa opera apenas nos Estados Unidos e no Canadá, mercados de extrema importância para a Uber. Segundo a Reuters (2018), os Estados Unidos é o maior mercado da Uber, com Nova Iorque sendo a principal cidade. De acordo com a *Business Insider* (2015), desde sua criação, em 2009, a companhia já havia completado mais de 30 milhões de corridas apenas na capital, ou seja, mais de 82 mil corridas por dia.

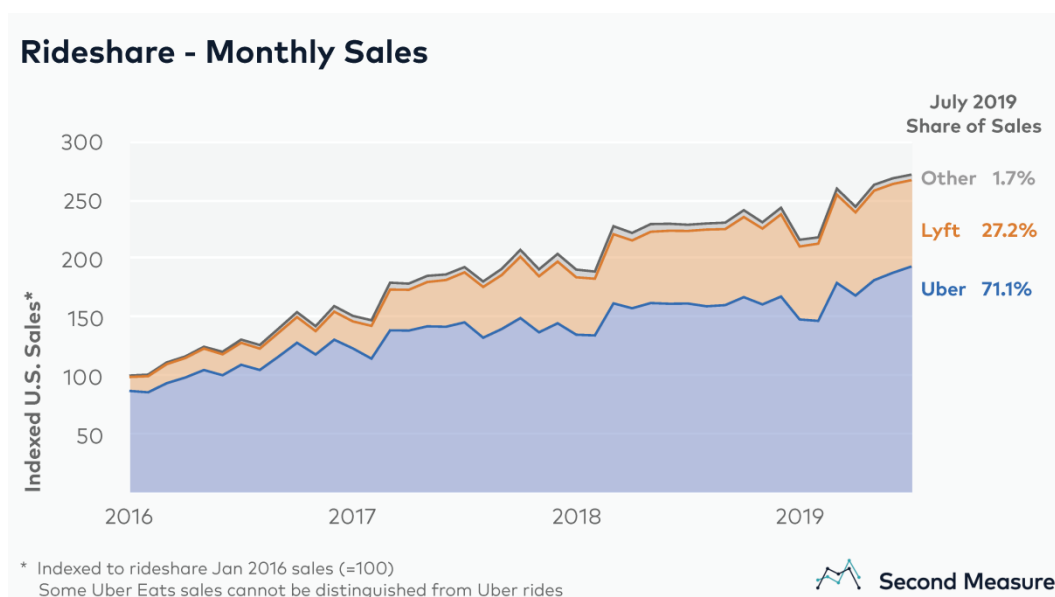


Figura 10: *Market Share* no segmento de *ridesharing* nos EUA

Fonte: *Second Measure* (2019).

Uber e Lyft competem fortemente, tentando atrair clientes para longe um do outro, constantemente diminuindo o preço de suas corridas. Suas estratégias de marketing para aquisição de clientes são bastante semelhantes. Quando a Lyft introduz uma nova promoção ou incentivo ao motorista, a Uber faz o mesmo. Quando a Uber oferece aos usuários créditos na plataforma, a Lyft também

oferece. Em 2017, a posição da Uber, nos Estados Unidos e no Canadá, no segmento de *ridesharing*, foi significativamente impactada por eventos adversos, principalmente no que tange mídias negativas referentes a um dos seus fundadores, Travis Kalanick, que foi acusado de assédio sexual, causando sua renúncia da presidência da empresa. Em 2018, a companhia foi impactada em parte por pesados subsídios e descontos de concorrentes. Por se tratar de uma demanda extremamente elástica, ou seja, uma demanda muito sensível a alterações no preço, a Uber é praticamente obrigada a igualar ou exceder esses descontos, de forma a permanecer competitiva no mercado.

Apesar de ser uma companhia mais robusta e com atuação global, essa guerra de preços entre concorrentes é diversas vezes citada no prospecto de *IPO* da companhia como um impeditivo para uma virada operacional. Segundo a empresa, a competitividade na categoria de *ridesharing* reduz as margens de lucro e é impossível garantir que essa competição estabilizará.

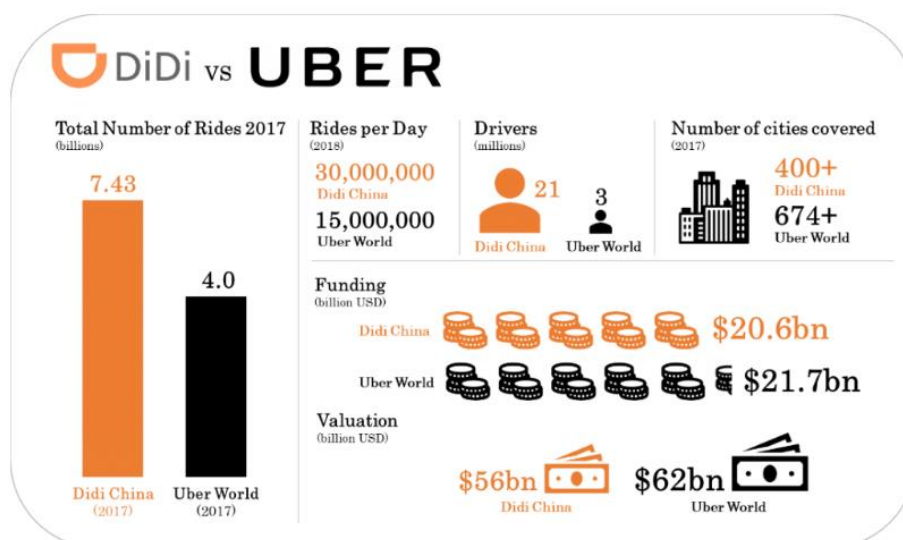


Figura 11: Didi vs Uber

Fonte: Crunchbase (2018), China Daily (2018), Berger (2018).

Apenas 2 anos após sua criação, a Didi se tornou uma das maiores empresas de *ridesharing* do mundo. Fundada em 2012 por Chéng Wei, a *Didi Dache* se fundiu com sua principal concorrente *Kuaidi Dache* para formar a *Didi Chuxing*, avaliada em U\$ 6 bilhões (Reuters, 2015). Atuando majoritariamente na China, a companhia foi capaz de crescer exponencialmente ao longo dos anos, recebendo aportes de grandes empresas como Apple, Alibaba, Softbank e Tencent. Depois de 18 rodadas de investimentos com U\$ 21,2 bilhões aportados,

a companhia atende mais de 550 milhões de usuários em mais de mil cidades ao redor do mundo (*South China Morning Post*, 2019) e possui uma *valuation pre-IPO* de mais de U\$ 80 bilhões (Forbes, 2018). Segundo o *SCMP* (2019), um dos principais jornais chinês, os usuários da Didi percorreram 48,8 bilhões de quilômetros em 2018. Em comparação, os usuários da Uber percorreram aproximadamente 41 bilhões de quilômetros em 2018 (Uber, 2019).

A Uber entrou no mercado chinês em 2014. Pequim foi a 100^a cidade da companhia a ser lançada globalmente e a cidade com o crescimento mais rápido na época. Com apenas 2 anos, a China se tornou o maior mercado da Uber fora dos Estados Unidos (Financial Times, 2019). O maior problema da Uber China acabou sendo, finalmente, encontrar uma empresa concorrente tão disruptiva e agressiva quanto ela mesma. A Uber achou extremamente difícil crescer na China contra o domínio de sua maior concorrente e acabou sendo absorvida pela Didi, vendendo suas operações, em agosto de 2016. O acordo previa uma *valuation* de U\$ 35 bilhões pela Uber China, sendo que a Uber permaneceria com um total de 5,89% da companhia resultante. Hoje, em seus relatórios, a Uber informa que possui um total de 15,4% de ações da Didi. Apesar de empresa investida, a Didi é considerada a grande concorrente internacional da Uber, com atuação também em países como Austrália, Brasil, Japão e México.

4.3.1 A Uber no mundo

A Uber atende, atualmente, cerca de 55% da população mundial. Seu mercado total endereçável corresponde a 175 países de todo o mundo, com exclusão de 20 países em que a Uber encontrou dificuldades de se adequar as características culturais e sociais, além de encontrar uma grande competição de *players* locais.

Em fevereiro de 2018, a Uber anunciou que foi finalizada a *joint venture* criada com a Yandex, empresa russa de serviços de *ridesharing*. A operação combinada atende mais de 125 cidades entre Rússia, Armênia, Azerbaijão, Bielorrússia, Geórgia e Cazaquistão. A Uber investiu U\$ 225 milhões e a Yandex contribuiu com U\$ 100 milhões para uma nova empresa conjunta avaliada em mais de U\$ 3,8 bilhões, a Yandex.Taxi (Reuters, 2018). Hoje, em seus relatórios, a Uber informa que possui um total de 38,0% de ações da Yandex.Taxi.

Em março de 2018, a Uber informou ao mercado a venda das operações no Sudeste Asiático para a Grab, empresa líder local. A Grab foi lançada na

Malásia em 2012, um ano antes do Uber em Cingapura. A estratégia da Grab se concentrou na rápida expansão internacional por todo o sudeste da Ásia. A companhia cresceu agressivamente e continuou experimentando melhorias em seus serviços de forma regionalizada, para atender as diferentes características de seus clientes. Atualmente, a Grab é avaliada em U\$ 6 bilhões e possui mais de 5 milhões de motoristas espalhados por 195 cidades do Sudeste Asiático. Assim como na China, a Uber encontrou forte resistência da população e grande competição dos concorrentes e decidiu vender suas operações para o líder regional. Na operação, a Uber permaneceu como acionista minoritário da companhia, com uma participação de 23,2%.



Figura 12: A Uber no mundo

Fonte: Uber (2019).

Diferentemente da Rússia e Sudeste Asiático, no Oriente Médio, a Uber comprou a sua concorrente, Careem, em uma operação total de U\$ 3,1 bilhões, e com isso conquistou a dominância na região. Segundo a Reuters (2019), a Uber pagaria U\$ 1,4 bilhão em dinheiro e U\$ 1,7 bilhão em notas conversíveis. A Careem, ao longo de 2018, expandiu seus negócios rapidamente, incluindo a diversificação de seus produtos, através do serviço de *delivery*, que quase dobrou sua *valuation*. No final do ano de 2018, a Careem estava procurando por investidores para uma nova rodada de investimentos quando a Uber se moveu para comprar a empresa, utilizando parte dos recursos arrecadados em sua oferta pública inicial.

4.4 Os impasses jurídicos

Um nível profundo de inovação e mudanças desencadeia uma série de atos de resistência dos atuais participantes do mercado, que buscam a todo custo manter o *status-quo*. No caso da Uber, isso não foi diferente, a empresa encontrou muita resistência de órgãos reguladores e, principalmente, da classe taxista. Atualmente, 6 países possuem grandes restrições ao aplicativo: Argentina, Alemanha, Itália, Japão, Coréia do Sul e Espanha, com uma população total de mais de 400 milhões de pessoas e um mercado avaliado em U\$ 0,5 trilhão (*Near-Term SAM*). A Uber entende que, à medida que continuem a se envolver com órgãos reguladores de todo o mundo, poderão buscar soluções para esses entraves jurídicos e adentrar nestes mercados. Por isso, trata-se de um *SAM* de curto prazo, aumentando sua operação para um total de 63 países.

No Brasil, o transporte individual privado urbano está previsto desde 2012 na Política Nacional de Mobilidade Urbana (Lei Federal 12.587), porém só foi regulamentado nacionalmente em 2018, com a Lei Federal 13.640 (Uber, 2019). A discussão gira em torno de dois princípios chaves do Direito Empresarial. De um lado os taxistas entendem como Concorrência Desleal, já que o aplicativo está adentrando no mercado de transporte público de pessoas sem se sujeitar as limitações que o Estado impõe ao setor (placas vermelhas, autorização prévia para funcionamento, necessidade de emplacamento dos veículos no município em que desempenham a atividade ou restrição do número de motoristas por veículo, entre outras) e, tampouco, aos pagamentos de impostos e taxas que são submetidos. Por outro lado, a Uber entende que a classe taxista está tentando manter seu monopólio no setor e que princípios básicos como da Livre Concorrência devem ser obedecidos para evitar danos ao mercado.

Para Buffara (2016), o transporte individual de passageiros se desdobra em duas modalidades: o transporte público individual de passageiros e o transporte privado individual de passageiros. O primeiro configura serviço de utilidade pública, pertencente à esfera da atividade econômica *stricto sensu* e, portanto, sujeita a intensa regulação estatal. O segundo é atividade econômica comum, também sujeita a regulação estatal, embora em menor intensidade. Para ele, qualquer interpretação contrária aos princípios que regem o Direito Empresarial importaria na criação de monopólio em favor dos táxis, causando prejuízos imensuráveis à ordem econômica e social, por restringir a livre competição entre os agentes do mercado e acima de tudo, interferir na liberdade

de escolha da população.

Além disso, tribunais e agentes reguladores de todo o mundo estão questionando o vínculo empregatício entre a empresa e o prestador de serviço. A Uber atualmente está envolvida em inúmeros processos legais em todo o mundo, incluindo ações coletivas, demandas por arbitragem, cobranças e reclamações perante diversos órgãos administrativos, trabalhistas, previdenciários e fiscais. Em setembro de 2019, o Senado da Califórnia aprovou um projeto de lei que poderia forçar a Uber e outras empresas de economia compartilhada a reclassificar seus “parceiros” como empregados. Essa mudança garantiria proteções trabalhistas para milhares de pessoas em todo o estado e causaria um golpe significativo nas empresas que construíram negócios multibilionários em contratantes independentes (Bloomberg, 2019).

4.5 Análise SWOT

De acordo com Chiavenato (2007), a SWOT é uma ferramenta de análise composta por 4 indicadores: forças (*strenghts*), fraquezas (*weaknesses*), oportunidades (*opportunities*) e ameaças (*threats*). A matriz apresenta aspectos identificados na análise do ambiente interno e externo a organização.

Trata-se de conhecer todas as características internas da empresa com o objetivo de explorar melhor suas oportunidades e enfrentar as ameaças de um mercado altamente competitivo (Chiavenato, 2007).

4.5.1. Ambiente Interno

De acordo com Oliveira (2014), ao analisar o ambiente interno de uma organização, deve-se considerar suas forças e fraquezas, identificando aspectos inerentes ao negócio.

4.5.1.1 Forças

- ❖ Maior empresa de *ridesharing*: a Uber é uma das maiores empresas de tecnologia e a maior de *ridesharing* do mundo, avaliada em mais de U\$ 55 bilhões, a empresa foi um dos primeiros aplicativos de compartilhamento de viagens, e hoje realiza mais de 18 milhões de viagens diariamente.
- ❖ Brand Equity: com presença em mais de 57 países, a Uber é a 81ª

marca mais valiosa, segundo o ranking de 2018 da BrandZ™, ficando à frente de empresas como Ford, Honda, Pepsi e Instagram.

- ❖ Ênfase na satisfação do cliente: a Uber entende que o mercado está totalmente voltado para a experiência do consumidor. A companhia precisa focar em oferecer o melhor serviço ao cliente, para manter vantagem sobre os concorrentes. As plataformas da Uber atendem hoje mais de 99 milhões de usuários todos os meses. Através de técnicas de *Customer Relationship Management*, *Big Data* e *Business Intelligence*, a empresa possui controle de incontáveis *gigabytes* de informações, que podem ser utilizados para melhorar a experiência de todos os usuários nas plataformas.
- ❖ Baixo custo operacional: a Uber não é dona de nenhum dos veículos que prestam os serviços atualmente e tampouco os motoristas são empregados da companhia. Para acessar novos mercados, a Uber não precisa de gigantescos investimentos em *CAPEX* e *OPEX*. Com custo fixo baixo e pouca infraestrutura, a empresa consegue focar em ações de marketing e aquisição de novos clientes, de forma a continuar se expandindo rapidamente.
- ❖ Preços mais baixos em comparação com os táxis e outros aplicativos: devido a sua eficiência operacional, a Uber consegue oferecer preços mais baixos em comparação com os táxis tradicionais. As *startups* de transporte privado de passageiros possuem um modelo de negócios enxuto e totalmente voltado ao consumidor, permitindo que tenham vantagem competitiva sustentável em relação ao modelo tradicional. Além disso, com seu conhecimento de mercado e estratégia de precificação dinâmica, que utiliza o princípio econômico da oferta e demanda, a Uber é capaz de mapear as necessidades do mercado e oferecer um preço menor do que seus competidores.
- ❖ Sistema de *rating*: a Uber foi uma das primeiras empresas a utilizar um sistema de classificação que ajuda os clientes a avaliar o motorista e sua experiência na viagem. Os motoristas também avaliam os passageiros, desta forma, é possível monitorar o desempenho de todos os usuários e focar em promover um

ambiente altamente seguro e eficaz.

- ❖ Adaptabilidade: devido à sua exposição internacional, é necessário que a Uber seja flexível e que se adapte à diversas condições de negócios. Com estratégias de sucesso e um marketing inteligente, a empresa foi capaz de estabelecer operações de sucesso em mais de 57 países por todo o mundo.
- ❖ Acionistas: a empresa possui uma série de investidores que acreditam na sustentabilidade do modelo de negócios a longo prazo. Desde 2009, diversas instituições aportaram mais de U\$ 38 bilhões para financiar as operações da Uber. Destaque para o Softbank que, através do *Vision Fund*, é o maior acionista e possui uma participação equivalente a quase U\$ 10 bilhões.

4.5.1.2 Fraquezas

- ❖ Alto risco de imagem: a imagem da empresa depende do comportamento dos motoristas em relação aos clientes. Esta é uma situação altamente incontrolável e que gera constantemente prejuízos a imagem da empresa, embora diretrizes rígidas sejam fornecidas aos motoristas.
- ❖ Altamente dependente da Internet: a Uber depende muito da conectividade com a Internet para se expandir e se desenvolver em novos mercados. Com apenas metade da população mundial com acesso à internet (ONU, 2018), a companhia enfrenta problemas em países emergentes e em desenvolvimento onde a internet é ruim, lenta ou até inexistente.
- ❖ Baixas barreiras à entrada de novos competidores: em um mercado com baixo investimento inicial (comparado a setores clássicos de capital intensivo, como siderurgia) e baixo custo-fixo as barreiras à entrada de novos competidores são baixas e por isso a Uber enfrenta concorrência em diversas regiões.
- ❖ Operação deficitária: Apesar do crescimento de diversos indicadores, a Uber registra perdas significativas desde sua fundação. Para vencer uma concorrência agressiva e em crescimento, a empresa precisa, constantemente, comprometer parte de sua margem para manter sua posição de mercado (*market*

share).

4.5.2. Ambiente Externo

Ao analisar o ambiente externo de uma empresa, deve-se considerar todas as oportunidades e ameaças a respeito do contexto do negócio, mapeando todas as forças competitivas atuantes nele e buscando a melhor maneira de usufruir as situações (Chiavenato e Sapiro, 2010).

4.5.2.1 Oportunidades

- ❖ Hábitos da população: com a busca por soluções inovadoras e o aumento da penetração da Internet e da tecnologia nos hábitos da população, espera-se que a Uber possa crescer de forma ainda maior. A previsão para o ano de 2019 é de um crescimento de mais de 20% no número de viagens realizadas em relação a 2018.
- ❖ Ridesharing: A Uber entende seu mercado total endereçável (*TAM*), no segmento de *ridesharing*, como sendo um mercado avaliado em U\$ 5,7 trilhões, cerca de 7% do PIB mundial, com 175 países no total. Com base no cálculo de estimativa do *TAM* e considerando que, em 2018, passageiros viajaram um total de 26 bilhões de milhas através da plataforma da Uber, a participação no mercado (Market share) de *ridesharing* da Uber é inferior a 1% e índice de penetração de 0,2%.
- ❖ Uber Eats: A plataforma que, desde 2017 cresceu 700%, hoje conta com 330 mil restaurantes cadastrados em 500 cidades. Apenas em 2018, a empresa realizou mais de 15 milhões de entregas. A companhia entende seu mercado total endereçável (*TAM*), no segmento de *delivery*, como sendo um mercado avaliado em U\$ 2,8 trilhões, cerca de 4% do PIB mundial. Com base no cálculo de estimativa do *TAM* e considerando que, em 2018, o *Gross booking* da Uber Eats foi de U\$ 795 milhões, a participação no mercado (Market share) de *delivery* da Uber é 1% e seu índice de penetração inferior a 0,05%.
- ❖ Other Bets: com o desenvolvimento de novas tecnologias, a Uber é capaz de lançar produtos totalmente inovadores no mercado, que buscam atender necessidades específicas de transporte em

diversas regiões do mundo. Apesar da baixa representatividade no *Gross booking*, cerca de 1%, a unidade *Other Beats* caminha para atingir a marca de U\$ 200 milhões, com 100% revertido em receita para a companhia.

- ❖ Uber ATG: através de intenso investimento em tecnologia, a Uber espera revolucionar o conceito de mobilidade no mundo. O grupo, se concentra no desenvolvimento de tecnologias de veículos autônomos, com potencial a longo prazo de fornecer viagens e entregas mais seguras e eficientes aos consumidores, além de preços mais baixos. Sem os motoristas, a Uber consegue eliminar o custo com repasse e incentivos de motoristas, economizando cerca de U\$ 40 bilhões. Essa é a grande aposta do mercado, que acredita que com o desenvolvimento da tecnologia de veículos autônomos, a Uber irá reverter grande parte de repasses e incentivos em receita, o que tornaria seu modelo de negócios sustentável e altamente lucrativo.
- ❖ Ineficiência dos governos e atuais sistemas de transporte urbano: em grandes cidades, onde há excesso de população e as pessoas estão cansadas de usar o transporte público, a Uber oferece um tipo de privacidade e alívio onde o usuário obtém seu próprio espaço para relaxar e não precisam dirigir no trânsito caótico das grandes metrópoles. Com preços cada vez mais acessíveis, a companhia busca captar esses clientes e aumentar sua penetração no mercado.

4.5.2.2 Ameaças

- ❖ Instabilidade jurídica: diversos tribunais em todo o mundo estão discutindo sobre o status legal da Uber e outros pontos pertinentes ao negócio, como o vínculo trabalhista dos motoristas que hoje são considerados parceiros. Uma decisão contrária às expectativas da companhia pode acarretar em prejuízos incalculáveis e até a derrocada de seu modelo de negócios. A empresa, atualmente, opera com restrições em 6 países no mundo (Argentina, Alemanha, Itália, Japão, Coréia do Sul e Espanha), mercado avaliado em U\$ 0,5 trilhão. Além disso, a Uber já acumula diversas ações contra a empresa por causa de condições e segurança de trabalho, salário

mínimo, direitos autorais, entre muitas outras. As dificuldades que a Uber tem com órgãos reguladores de mercado demonstram o enorme desafio à frente da companhia para atingir o mercado esperado (*SAM x TAM*).

- ❖ Retenção de clientes e *brand switching*: com uma concorrência cada vez mais agressiva, a Uber tem encontrado grandes dificuldades de reter clientes e motoristas. Qualquer vantagem ou incentivo pode influenciar a tomada de decisão de seus clientes ou parceiros. Segundo pesquisa realizada com 800 usuários de aplicativos de transporte nos EUA, 29% dos usuários relatam que trocam de prestador de serviço quando acham preços melhores em concorrentes.
- ❖ Margens baixas: com cada vez mais incentivos dados aos clientes e motoristas, a Uber não possui uma alta margem em seu negócio e sua operação é deficitária. A margem de contribuição da *core platform*, ou seja, a margem que é gerada após as despesas diretas é, historicamente, próxima à zero. Segundo pesquisa realizada com 800 usuários de aplicativos de transporte nos EUA, 86% dos usuários ressaltaram que o preço da viagem é extremamente importante para a tomada de decisão do cliente. Como não há previsão da “guerra de preços” entre as empresas do setor se estabilizar, não há como garantir a lucratividade do negócio.
- ❖ Múltiplos escândalos: diante de vários escândalos e controvérsias, a Uber já recebeu diversas coberturas negativas de casos como assédio sexual e ataques direcionados difamando a empresa. A situação é tão incontrolável que um dos fundadores e presidente da empresa desde 2010, Travis Kalanick, teve que renunciar seu cargo. O protesto público por essas alegações resultou na campanha *#DeleteUber*, onde cerca de 500 mil usuários excluíram suas contas em algumas horas.

4.5.3 Matriz SWOT

A Uber é uma grande aposta na economia compartilhada. Com uma política de preços baixos, agilidade e facilidade de uso para seus usuários, a popularidade da empresa continua a crescer, atingindo a surpreendente marca de

100 milhões de usuários ativos mensalmente. Mesmo quando os preços aumentam, a empresa ainda permanece competitiva contra os táxis. Países ao redor do mundo ainda estão em discussão sobre a legalidade do serviço, que opera com restrições em algumas partes do mundo.

O futuro parece promissor, apesar das grandes controvérsias. A Uber entende seu mercado total endereçável no serviço de *ridesharing* estimado em U\$ 5,7 trilhões, cerca de 7% do PIB mundial, mais U\$ 2,8 trilhões para serviço de *delivery*. No total, a Uber espera atingir, com seus *core products*, cerca de 10% de todo o PIB mundial. Além disso, através de intenso investimento em tecnologia, a Uber espera revolucionar o conceito de mobilidade no mundo através de seus produtos *Other Bets* e no desenvolvimento da Uber ATG. A maturação das tecnologias da Uber ATG é considerada, pelo mercado, como essencial para rentabilização da empresa, que hoje possui uma operação deficitária e sem previsão para reversão.

Uber SWOT Analysis

<p>Forças (Strengths)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Maior empresa de <i>ridesharing</i> • <i>Brand Equity</i> • Ênfase na satisfação do cliente • Baixo custo operacional • Preço mais baixos • Sistema de Rating • Adaptável • Acionistas 	<p>Fraquezas (Weaknesses)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Alto risco de imagem • Altamente dependente da Internet • Baixas barreiras à entrada de novos competidores • Operação deficitária
<p>Oportunidades (Opportunities)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Hábitos da população • <i>Ridesharing</i> • <i>Uber Eats</i> • <i>Other Beats</i> • Uber ATG • Ineficiência dos governos e atuais sistemas de transporte urbano. 	<p>Ameaças (Threats)</p> <ul style="list-style-type: none"> • Instabilidade Jurídica • Retenção de clientes e <i>brand switching</i> • Margens baixas • Múltiplos escândalos

Figura 13: Análise SWOT da Uber

Fonte: Próprio autor.

4.6 Valuation

O método escolhido para realização da avaliação do preço justo (*valuation*) da empresa Uber Technologies Inc. foi o método *subscription – based approach*, baseado no valor do usuário. O método foi escolhido uma vez que a empresa em questão apresenta dados históricos de lucro e *EBITDA* negativos, o que

impossibilita uma abordagem de fluxo de caixa descontado, frequentemente utilizado no mercado para avaliação de empresas.

Tabela 8: Premissas adotadas para *valuation* da Uber

Premissas adotadas para <i>valuation</i> da Uber	
Tempo de vida de um usuário existente	15 anos
Probabilidade de renovação do serviço	95%
Taxa de crescimento de usuários	Anos 1 a 5: 15%
	Anos 6 a 10: 7,5%
	Após 10 anos: 3,75%
Custos de Vendas e Marketing	Destinado 100% a novos usuários
Custos com Operação e Suporte	Destinado 100% para usuários existentes
Custos de Pesquisa e Desenvolvimento	25% atribuível para usuários. Os outros 75% identificados como custo corporativo.
Custos Corporativos	Não são diretamente relacionados com o usuário. Nele estão incluídos os custos com 75% de Pesquisa e Desenvolvimento, 100% de Gerais e Administrativos, e 100% de Depreciação e Amortização.
Taxa de Crescimento dos Custos Corporativos	7,00%
Custo de Capital	O mesmo para os usuários existente, novos e custos corporativos.

Fonte: Próprio autor.

4.6.1 Custo Médio de Capital Ponderado (WACC)

Para o mercado, o WACC é a média entre as taxas exigidas pelo acionista e credor pelo custo de oportunidade na alocação de capital. Considerando as variáveis e premissas da Tabela 2, é possível calcular o custo de capital próprio e de terceiros, bem como seu custo médio de capital ponderado:

Tabela 9: WACC (Cálculo)

	<i>Ke</i>	<i>Kd</i>	<i>Total</i>
Valor (U\$)	14.767	6.869	21.636
Peso (%)	68,25%	31,75%	100%
WACC	11,43%	8,39%	10,46%

Fonte: Próprio autor

4.6.2 Valor de usuários existentes

Para calcular o valor de usuários existentes, deve-se considerar:

Tabela 10: Valor de usuários existentes

Valor de usuários existentes	
Tempo de vida de um usuário	15 anos
Probabilidade de renovação do serviço	95%
Custo de usuários existentes	CMV (U\$ 5.623) + Operações e Suporte (U\$ 1.516) = U\$ 7.139 MM
Custo do serviço (% de receita)	59,11%
Taxa de crescimento das receitas	12,00%
Quantidade de usuários ativos (dez/18)	91 MM

Fonte: Próprio autor.

Utilizando o custo de capital para trazer as projeções para valor presente (conforme Apêndice 1), chega-se ao valor de U\$ 416,69 por usuário. Multiplicando esse resultado pela quantidade de usuários ativos na plataforma em dezembro de 2018, foi possível calcular o valor dos assinantes existentes: U\$ 37.918,58 milhões.

Tabela 11: Valor de usuários existentes (Cálculo)

Valor de usuários existentes (Cálculo)	
Valor por usuário (U\$)	416,69
Quantidade de usuários ativos (dez/18)	91 MM
Valor de Usuários Existentes (U\$ MM)	37.918,58

Fonte: Próprio autor.

4.6.3 Valor de usuários novos

Para calcular o valor de usuários novos, deve-se considerar:

Tabela 12: Valor de usuários novos

Valor de usuários novos	
Taxa de crescimento de usuários	Anos 1 a 5: 15%
	Anos 6 a 10: 7,5%
	Após 10 anos: 3,75%

Custo de usuários novos	Vendas e Marketing (U\$ 3.151) + 25% Pesquisa e Desenvolvimento (U\$ 376,25) = U\$ 3.527,25 MM
Quantidade de usuários ativos adicionais (dez/18 – dez/17)	23 MM

Fonte: Próprio autor.

O primeiro passo é calcular o valor adicionado por cada novo usuário na plataforma. Para isso, é necessário subtrair o valor por usuário existente pelo custo de aquisição de novos usuários:

Tabela 13: Valor de usuários novos (Cálculo)

Valor de usuários novos (Cálculo)	
Valor por usuário existente (U\$)	416,69
Custo por novo usuário (U\$)	127,29
Valor adicionado por novos usuários (U\$)	289,39
Valor total adicionado por novos usuários (U\$)	U\$ 56.954,88

Fonte: Próprio autor.

Para encontrar o número de novos usuários, multiplicou o número de usuários no ano base pela taxa esperada de crescimento de usuário e pela probabilidade de renovação, permitindo projetar o crescimento da companhia ao longo dos anos. Utilizando o custo de capital para trazer as projeções para valor presente (conforme Apêndice 2), chega-se ao valor total adicionado por novos usuários de U\$ 56.954,88 milhões.

4.6.4 Custos Corporativos

Para o cálculo de custos corporativos, devem-se considerar 100% dos custos Gerais e de Administração, 75% dos custos de Pesquisa e Desenvolvimento e 100% dos custos com depreciação e amortização.

Tabela 14: Custos Corporativos

Custos Corporativos	
Custos Corporativos	100% dos custos Gerais e de Administração, 75% dos custos de Pesquisa e Desenvolvimento e 100% dos custos com depreciação e amortização.
Crescimento dos custos corporativos pelos próximos 10 anos	7,00%

Descontando os impostos (25%) dos custos corporativos e trazendo a valor presente pelo custo de capital, conforme Apêndice 3, os custos corporativos da Uber resultaram em um valor de U\$ 40.290,44 milhões.

4.6.5 Valor Justo da Ação

Para calcular o valor justo da ação da Uber, é necessário realizar a soma dos valores de usuários novos e existentes, subtraindo os custos corporativos, e posteriormente a dívida líquida, conforme Tabela 15:

Tabela 15: Valor justo da ação da Uber (em milhões de dólares)

Valor Justo da Ação da Uber (em milhões de dólares)	
Valor de Usuários Existentes	37.918,58
Valor de Usuários Novos	56.954,88
(-) Custos Corporativos	40.290,44
Valor Ativos Operacionais	54.583,02
(+) Caixa	11.744,00
(-) Dívida	4.526,00
Equity Value	61.801,02
Número de Ações	1.800,00
Valor justo por ação	34,33
Valor da ação em 31/10/2019	27,39

Fonte: Próprio autor.

O preço justo da ação calculado neste trabalho de **U\$ 34,33** está acima do preço de mercado da empresa, de **U\$ 27,39**. Pode-se dizer, portanto, que o preço da ação está **abaixo do que ela vale e a empresa está subvalorizada**.

4.7 Avaliação Relativa

De forma a permitir uma comparação coesa e coerente com o contexto atual da companhia e o do setor, a avaliação relativa da Uber foi realizada através da elaboração de um *peer group* com 3 empresas semelhantes à Uber. A partir

dessa seleção, há a comparação com índices/múltiplos inerentes a cada organização, porém referentes ao mesmo horizonte temporal, o ano de 2018.

Como a Uber abriu seu capital em março de 2019, não é possível realizar uma análise temporal retroativa dos múltiplos da Uber, de forma a permitir uma compreensão e comparação desses múltiplos ao longo dos anos.

No mercado financeiro, um *peer group* refere-se a empresas de tamanho semelhante e concorrentes do mesmo setor industrial, e que, portanto, podem ser comparadas. Em seu prospecto de *IPO*, a Uber destaca diversas empresas que podem ser utilizadas para fins de *benchmarking*. Todas elas são empresas de tecnologia e, em sua maioria, de capital aberto e listadas na bolsa de valores:

Tabela 16: *Peer group* da Uber

Peer Group Uber		
Adobe	Expedia	PayPal
Airbnb	Facebook	salesforce.com
Alphabet	LinkedIn	Snap
Amazon.com	Lyft	Square
Apple	Microsoft	Tesla
Booking Holdings	Netflix	Twitter
eBay	Oracle	Workday

Fonte: Uber (2019).

Com isso, foram selecionadas três empresas do *peer group* da Uber: Lyft, Tesla e Netflix. A Tabela 17 representa os múltiplos das empresas mencionadas.

Tabela 17: Índices comparativos – Peer Group – Uber (Dez/2018)

Índices comparativos - Peer Group - Uber (Dez/2018)				
	Uber	Lyft	Tesla	Netflix
Preço/Lucro (P/E)	- 11,00	- 7,97	67,26	90,86
Preço/Vendas (P/S)	4,62	4,52	2,41	6,58
Valor da Empresa/Vendas (EV/S)	4,11	3,49	2,79	6,91
Preço/Patrimônio Líquido (P/B)	3,53	3,99	9,75	18,11
Valor da Empresa/EBTIDA (EV/EBITDA)	- 6,55	- 4,41	30,81	53,01
Preço por Ação (U\$)	33,12	44,60	328,50	283,64
Valor da empresa (EV)	U\$ 50,04 B	U\$ 10,12 B	U\$ 68,18 B	U\$ 130,42 B

Fonte: Yahoo Finance (2019), NASDAQ (2019) e Bloomberg (2019)

Normalmente, quanto maior os múltiplos de lucro e de *EBITDA*, maior a probabilidade de a empresa estar sobrevalorizada, já que os investidores estão negociando a ação uma quantidade x de vezes acima do valor registrado de receitas ou de geração de caixa no período. No caso da Uber, que possui resultados de lucro e *EBITDA* historicamente abaixo de zero, os múltiplos são negativos. É comum, para empresas de tecnologia em estágio “inicial”, registrar perdas ao longo dos anos e possuir múltiplos de lucro e *EBITDA* negativos, mesmo com o preço das ações subindo ao longo do tempo, devido às expectativas do mercado em relação ao alcance destas companhias e de seu mercado endereçável total. Para os investidores, esses múltiplos negativos devem ser tratados como um “sinal amarelo”, já que empresas que apresentam consistentemente múltiplos de receita e *EBITDA* negativos não estão gerando lucro, nem caixa suficiente, e, no longo prazo, podem correr o risco de falência.

Os múltiplos de receita da Uber estão acima quando comparado a de seus *peers*, ficando abaixo somente do múltiplo de receita da Netflix. Nesse caso, os investidores estão dispostos a pagar 4,62x (ou 4,11x levando em conta a dívida líquida da empresa) pelo o que a Uber gera de receita. No caso de seu maior concorrente, a Lyft, os investidores estão negociando a ação em múltiplos de receita semelhantes do que o da Uber: 4,52x (ou 3,49x, considerando sua dívida líquida) em relação ao que a Lyft gera de faturamento.

O múltiplo de patrimônio líquido mostra qual a proporção do valor de mercado da empresa em relação ao contabilizado no Balanço Patrimonial. Isso significa que a Uber está sendo avaliada 3,53x a mais do que o valor apresentado no seu Patrimônio Líquido. A Uber possui o menor múltiplo em relação aos seus *peers*, enquanto o maior múltiplo apresentado é o da Netflix, cerca de 6x a mais do que da Uber.

Importante ressaltar que, por mais que o valor da empresa (EV) apresentado pela Uber seja menor que o da Tesla, a Uber, atualmente, é negociada com múltiplos maiores do que ela, mostrando como o mercado tem penalizado as ações da Tesla. No que tange seu maior competidor, a Lyft hoje é negociada com múltiplos pouco menores do que a Uber, apesar de valor de mercado dessas empresas ser bem diferente, mostrando como os investidores estão penalizando as ações da companhia.

Apenas para contextualizar, as últimas duas linhas da Tabela 17 representam o preço por ação da empresa (com cotação do dia 28/10/2019) e o *Enterprise Value* (valor da empresa descontado da sua dívida líquida) de cada

empresa do *peer group*.

5 Conclusão

Este trabalho teve como objetivo principal definir o valor justo da ação da Uber Technologies Inc., através do modelo *subscription-based approach*, que calcula o valor do usuário na plataforma com o custo de captação de novos usuários, descontados dos custos corporativos (custos não relacionados a usuários) e da dívida líquida. Com isso, foi possível avaliar que a Uber Technologies Inc. está subvalorizada em relação ao seu valor de mercado.

O estudo procurou analisar a sustentabilidade do modelo de negócios da companhia, abordando características do mercado que a Uber está inserida, avaliado em 10% de todo o PIB mundial, e levando em conta a evolução do mercado, mercados de atuação e estratégias para o futuro, principais players, forças, fraquezas, oportunidades e ameaças. Além disso, o estudo analisou financeiramente a Uber, utilizando dados e indicadores coletados em seu prospecto de *IPO* e relatórios divulgados ao mercado.

Após a sua criação, há 10 anos, não há como discordar que a Uber revolucionou o conceito de mobilidade pessoal. Segundo a Bloomberg (2019), o *Market Cap* da Uber é de mais de U\$ 55 bilhões. Com sua ação precificada na faixa de U\$ 27 dólares, a empresa já perdeu mais de U\$ 30 bilhões em valor de mercado desde seu *IPO*. Apesar de um ambiente de negócios extremamente desafiador atualmente, a Uber ainda é uma das *startups* de maior valor no mundo e a 81ª marca mais valiosa.

A Uber é claramente uma empresa “perdedora de dinheiro”, porém é muito melhor para uma empresa perder dinheiro porque está tentando adquirir novos usuários, do que perder dinheiro porque custa muito atender os usuários existentes. Com uma estratégia de preços agressiva, a Uber continua se expandindo e adquirindo novos usuários em um ritmo extremamente acelerado. Além disso, considerando os dados de seu mercado, a Uber possui menos de 1% de *Market share*, o que demonstra a grande oportunidade que a empresa possui à sua frente.

A avaliação baseada por usuários foi dividida em três partes. A primeira

consistiu em calcular o valor de usuários existentes (U\$ 37,9 bilhões) e, posteriormente, calcular o valor dos novos usuários (U\$ 56,9 bilhões). E por fim, calcular os custos corporativos (U\$ 40,3 bilhões), ou seja, aqueles que não estão ligados aos usuários. Além disso, para se chegar ao valor total da companhia, subtrai-se a dívida líquida da empresa. Com isso, o cálculo do preço justo por ação da Uber Technologies Inc. é de **U\$ 34,33**, em uma *valuation* total de **U\$ 61,8 bilhões**.

O segundo método utilizado foi a avaliação por múltiplos, que procurou comparar a companhia com outras empresas consideradas semelhantes, estruturas sob um *peer group*.

O resultado de U\$ 34,33 foi acima da precificação da empresa no mercado, que hoje precifica na faixa de U\$ 27 dólares (04/11/2019). Isso significa que a empresa se encontra subvalorizada, e que, portanto, existe uma oportunidade de investimento com a compra do papel, **com upside de 25%**. Apesar dessa oportunidade, o mercado vem penalizando a empresa e exibindo uma leitura pessimista em relação a Uber. A visão é de uma empresa superavaliada em relação ao preço de seu *IPO*, e que possui desafios gigantescos para entregar tudo o que projetou.

6 Referências Bibliográficas

BERGER, Roland. New mobility trends China leads the way. Disponível em: <<https://www.rolandberger.com/en/Point-of-View/New-mobility-trends-China-leads-the-way.html>>. Acesso em: 22 de Outubro, 2019.

BLOOMBERG L.P. UBER Inc. Terminal da Bloomberg. Acesso em: 25 out. 2019.

BLOOMBERG. The 10 biggest winners from Uber's IPO control 38 billion. Disponível em: <<https://www.bloomberg.com/news/articles/2019-05-09/the-10-biggest-winners-from-uber-s-ipo-control-38-billion>>. Acesso em: 19 de Outubro, 2019.

BINSTAIN, Alexander; ENGEL, Jannes. Valuation methods in value-based startup management. 2018.

BRANDZ. Top 100 Brands. Disponível em: <<https://brandz.com/charting/54>>. Acesso em: 22 de Outubro, 2019.

BUFFARA, André. O Caso Uber e a Sham Litigation: uma perspectiva jurídico-econômica, 2016. 70p. Monografia (Especialização em Direito Empresarial) – Curso de Direito, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro.

CAPITAL, Renaissance. Here's how the Uber IPO stacks up among the biggest of all time. Disponível em: < <https://www.marketwatch.com/story/heres-how-the-uber-ipo-stacks-up-among-the-biggest-of-all-time-2019-05-10> >. Acesso em: 27 de Outubro, 2019.

CHIAVENATO, Idalberto. Administração: teoria, processo e prática, v. 4, 2007.

CHIAVENATO, Idalberto; SAPIRO, Arão. Planejamento Estratégico: Fundamentos e Aplicações. 2ªe. Rio de Janeiro: Campos, 2010.

CNBC. Uber 2018 Financial Results. Disponível em: <<https://www.cnbc.com/2019/02/15/uber-2018-financial-results.html>>. Acesso em: 23 de Outubro, 2019.

CRUNCHBASE. Uber Funding Rounds. Disponível em: <<https://www.crunchbase.com/organization/uber#section-funding-rounds>>. Acesso em: 22 de Outubro, 2019.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos. São Paulo: Qualitymark, 1999.

DAMODARAN, A. Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 5. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003. 630 p.

DAMODARAN, A. Avaliação de empresas – 2ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. Como Avaliar Empresas e Escolher as Melhores Ações. Rio de Janeiro: LTC, 2012.

DAMODARAN, Aswath. Going to Pieces: Valuing Users, Subscribers and Customers. Subscribers and Customers (May 23, 2018), 2018.

DAMODARAN, Aswath. Musings on Markets. Ubers Coming out party personal. Disponível em: <<http://aswathdamodaran.blogspot.com/2018/04/netflix-future-of-entertainment-or.html>>. Acesso em: 19 de Outubro, 2019.

DAMODARAN, A. Database. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>>. Acessado em: 31 de Outubro, 2019.

DAVILA, Antonio; FOSTER, George; GUPTA, Mahendra. Venture capital financing and the growth of startup firms. Journal of business venturing, v. 18, n. 6, p. 689-708, 2003.

FINANCE, Yahoo!. NFLX Statistics. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/nflx/key-statistics>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FINANCE, Yahoo!. UBER Statistics. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/nflx/key-statistics>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FINANCE, Yahoo!. TSLA Statistics. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/nflx/key-statistics>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FINANCE, Yahoo!. LYFT Statistics. Disponível em: <<https://finance.yahoo.com/quote/nflx/key-statistics>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FORBES. Uber. Disponível em: < <https://www.forbes.com/search/?q=uber#71d4af51279f>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FORBES. Uber Wants To Conquer The World, But These Companies Are Fighting Back (Map). Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/liyanchen/2015/09/09/uber-wants-to-conquer-the-world-but-these-companies-are-fighting-back-map/#7bee9ef4fe12>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

FORBES. Uber's IPO Valuation Makes No Sense. Disponível em: < <https://www.forbes.com/sites/greatspeculations/2019/04/22/ubers-ipo-valuation-makes-no-sense/#460ac936540d>>. Acesso em: 25 de Outubro, 2019.

INSIDER, Business. Uber delivers 30 million rides in NYC. Disponível em: < <https://www.businessinsider.com/uber-delivers-30-million-rides-in-nyc-2015-5>>. Acesso em: 24 de Outubro, 2019.

LOMHEIM, Kristian Hansen; ØRITSLAND, Ola Thune. Can European unicorns defend the high valuations? a challenge of the post-money valuation approach. 2018. Dissertação de Mestrado

LUNDHOLM, Russel. SLOAN, Richard. Equity Valuation & Analysis with Eval. 2004

MCCARTHY, Daniel; FADER, Peter. Subscription Businesses Are Booming. Here's How to Value Them. Harvard Business Review Digital Articles, p. 1-6, 2017.

MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. Avaliação de Empresas: um guia para fusões e aquisições e private equity. Editora Pearson, 2014.

MARTELANC, R. Utilização de metodologia de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil. São Paulo: USP, 2004.

MENDES, Francisco Schertel; CEROY, Frederico Meinberg. Economia compartilhada e a política nacional de mobilidade urbana: uma proposta de marco legal. 2015.

MILOUD, Tarek; ASPELUND, Arild; CABROL, Mathieu. Startup valuation by venture capitalists: an empirical study. Venture Capital, v. 14, n. 2-3, p. 151-174, 2012.

MONEY, CNN. Uber Shareholders. Disponível em: <<https://money.cnn.com/quote/shareholders/shareholders.html?symb=UBER&subView=institutional>>. Acessado em: 27 de Outubro, 2019.

MONKEY, Survey. Uber vs Lyft 3 data points that help explain the rivalry. Disponível em: <<https://www.surveymonkey.com/curiosity/uber-vs-lyft-3-data-points-that-help-explain-the-rivalry/>>. Acessado em: 26 de Outubro, 2019.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. Planejamento estratégico: conceitos, metodologia e práticas. 2014

POST, South China Morning. Didi by the numbers: ride-hailing firm covered more miles in 2018 than 5 Earth-to-Neptune round trips. Disponível em: <<https://www.scmp.com/tech/start-ups/article/2181542/didi-numbers-ride-hailing-firm-covered-more-miles-2018-5-earth>>. Acessado em: 28 de Outubro, 2019.

PÓVOA, A.. Valuation: como precificar ações. 2. ed. São Paulo: Globo, 2007.

POVOA, Alexandre. Valuation. Elsevier Brasil, 2012.

REUTERS. UBER Listing. Disponível em: <<https://www.reuters.com/companies/UBER.N/istings>> . Acessado em: 31 de Outubro, 2019.

ROSS, S. A. et al. Fundamentals of Corporate Finance. Australia: McGraw-Hill Education, 2013.

ROSS, Stephen A., et al. Administração financeira. AMGH Editora, 2015.

SOUTE, D. O; SCHVIRK, E.; MARTINS, E.; MACHADO, M. R. C.. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Brasília: Revista UnB Contábil, v. 11, n. 1-2, p.1-17, 2008.

SIFMA. US FactBook 2018. Disponível em: < <https://www.sifma.org/wp-content/uploads/2017/08/US-Fact-Book-2018-SIFMA.pdf>> . Acessado em: 18 de Outubro, 2019.

STATISTA. Uber Technologies. Disponível em: <<https://www.statista.com/topics/4826/uber-technologies/>> . Acessado em: 17 de Outubro, 2019.

TIMES, New York. Uber Stock Price IPO. Disponível em: <<https://www.nytimes.com/2019/05/10/technology/uber-stock-price-ipo.html>>. Acessado em: 25 de Outubro, 2019.

TREASURY. Interest Rates. Disponível em: <<https://www.treasury.gov/resource-center/data-chart-center/interest-rates/Pages/TextView.aspx?data=yield>>. Acessado em: 25 de Outubro, 2019.

UBER. S1 Form. Disponível em: <https://www.sec.gov/Archives/edgar/data/1543151/000119312519103850/d647752ds1.htm#toc647752_9>. Acessado em: 10 de Outubro, 2019.

UBER. Investor Relations. Disponível em: <<https://investor.uber.com/home/default.aspx>>. Acessado em: 10 de Outubro, 2019.

Apêndice

Apêndice 1: Valor de usuários existentes

[illegible]

Apêndice 2: Valor de novos usuários

Valor de Novos Usuários											
Custo de adquirir novos usuários	\$	127,29									
Lucro por usuário	\$	289,39									
		1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Total de Usuários	91,00	104,65	120,35	138,40	159,16	183,03	196,76	211,52	227,38	244,44	262,77
Novos Usuários	0,00	18,20	20,93	24,07	27,68	31,83	22,88	24,60	26,44	28,42	30,55
Valor por usuário	\$289,39	\$293,74	\$298,14	\$302,61	\$307,15	\$311,76	\$316,44	\$321,18	\$326,00	\$330,89	\$335,85
Valor adicionado por novos usuários		\$5.345,98	\$6.240,10	\$7.283,76	\$8.501,96	\$9.923,92	\$7.239,81	\$7.899,54	\$8.619,38	\$9.404,82	\$10.261,84
Valor Terminal (novos usuários)											\$28.133,03
Valor Presente		\$4.839,75	\$5.114,24	\$5.404,31	\$5.710,83	\$6.034,73	\$3.985,63	\$3.937,01	\$3.888,98	\$3.841,54	\$14.197,86
Valor adicionado por novos usuários (em MM)	\$56.954,88										

Apêndice 3: Custos corporativos

[illegible]