

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC**

**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**LAURINDO ANDRADE DE OLIVEIRA**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO  
RAMO METALÚRGICO**

**CRICIÚMA**

**2013**

**LAURINDO ANDRADE DE OLIVEIRA**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO  
RAMO METALÚRGICO**

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado  
para obtenção do grau de Bacharel no Curso  
de Ciências Contábeis da Universidade do  
Extremo Sul Catarinense, UNESC.

Orientador: Prof. Me. Cleyton de Oliveira Ritta

**CRICIÚMA**

**2013**

**LAURINDO ANDRADE DE OLIVEIRA**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESA: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO  
RAMO METALÚRGICO**

Trabalho de Conclusão de Curso aprovado pela Banca Examinadora para obtenção do Grau de Bacharel no Curso de Ciências Contábeis da Universidade do Extremo Sul Catarinense, UNESC, com Linha de Pesquisa em Contabilidade Gerencial.

Criciúma, 11 de Novembro de 2013

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Cleyton de Oliveira Ritta - Me. - (UNESC) - Orientador

---

Prof. Fernando Marcos Garcia - Esp. - (UNESC)

---

Prof. Fabrício Machado Miguel - Esp. - (UNESC)

**Dedico esse trabalho à minha mãe, Iracema, à minha esposa, Patrícia, e à minha amada filha, Luiza, por terem me dado força para concluir essa etapa da minha vida.**

## AGRADECIMENTOS

Agradeço a Deus por me dar o dom da vida, saúde e força nesta longa caminhada universitária, por me ajudar em muitos momentos de dificuldades e por estar comigo em todas as vitórias.

Agradeço à minha família, por estar ao meu lado me apoiando e me ajudando a seguir na caminhada.

À minha querida mãe, Iracema, por sonhar junto comigo e me apoiar sempre, ajudando-me a seguir em frente e alcançar meu objetivo.

A meu pai, Adão (*in memoriam*): embora tenha falecido ainda quando eu era criança, tenho certeza que esteve sempre me olhando e acho que ficaria orgulhoso deste momento. Ele sempre dizia querer que eu estudasse bastante para ser Doutor um dia. Creio ter cumprido a primeira etapa, que é a graduação.

Agradeço à minha esposa e companheira, Patrícia, por aguentar, muitas vezes, o humor nada bom e o estresse, além da ausência para poder concluir minha graduação.

À minha amada filha, Luiza, pela inspiração em muitos momentos da caminhada. Olhar para ela e ver aquele sorriso lindo, ganhar um abraço afetuoso ao sair de casa e ao chegar me deram muita força.

Ao meu orientador competente e dedicado, professor Me. Cleyton de Oliveira Ritta, pela humildade e pelo grande conhecimento. Seu dom de ensinar contribuiu em muito para a conclusão desta monografia. Obrigado, Mestre!

Às amigas que fiz na universidade: Tamires Diogo Peruch, que esteve sempre por perto com seu jeito engraçado e companheiro. E, em especial, a Lilian de Deus Marcon, minha amiga fiel e companheira desde o primeiro dia de aula. Passamos por muitas mudanças juntos e, sempre brincando e sorrindo, vencemos cada fase, o que fortaleceu nossa amizade a cada dia. Você, minha amiga, faz parte desta história. Obrigado por tudo!

Aos Senhores Eusébio Giroto e Judite de Oliveira Giroto, por abrirem as portas de sua empresa para meu estudo de caso. Obrigado, minha irmã!

A meus irmãos, por me ajudarem a superar e acreditar que era possível.

Enfim, agradeço a todos que, de alguma forma, contribuíram para minha formação.

**“Por mais longa que seja a caminhada o  
mais importante é dar o primeiro passo.”  
(VINÍCIUS DE MORAES)**

## RESUMO

OLIVEIRA, Laurindo Andrade de. **Avaliação de empresa**: um estudo de caso em uma empresa do ramo metalúrgico. 2013. 50 p. Orientador: Cleyton de Oliveira Ritta. Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis. Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC, Criciúma – SC.

O tema do presente estudo é “Avaliação de Empresas: um Estudo de Caso em uma Empresa do Ramo Metalúrgico”, tendo, como objetivo, mensurar o valor de uma empresa do ramo metalúrgico, delimitando e projetando sua evolução patrimonial pelos próximos 10 anos. A metodologia aplicada foi pesquisa descritiva qualitativa, utilizando entrevista com o administrador da empresa e análise documental por meio do balanço patrimonial, demonstrativo de resultado de exercício (DRE) e relatório do imobilizado. A fundamentação do tema foi obtida em livros e artigos relacionados à avaliação patrimonial, abordando a administração financeira, o risco e o retorno do investimento, a avaliação de empresas, os procedimentos e os métodos para tal avaliação, enfatizando o método do fluxo de caixa descontado. A escolha do método deveu-se às constatações de muitos autores sobre este ser o mais utilizado, o mais confiável e aceito pela maioria das instituições interessadas neste tipo de estudo. O estudo de caso foi realizado em uma empresa metalúrgica denominada XYZ, com sede em Caxias do Sul, no Estado do Rio Grande do Sul. A entrevista e a análise foram efetuadas entre fevereiro e outubro de 2013, sendo que, a partir do referencial teórico e da metodologia utilizada, chegou-se ao valor da empresa pesquisada. Ao estudar o assunto, a pesquisa tem importância prática, pois demonstra aos proprietários o valor de seu negócio, permitindo reflexões e contribuindo para planejamento futuro e tomada de decisão, e importância social, já que, ao apresentar os procedimentos de avaliação empresarial, auxilia no enriquecimento da literatura sobre o tema.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresas. Valor. Fluxo de caixa. Evolução patrimonial.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Gráfico 1 - Margem bruta .....	41
Gráfico 2 - Margem operacional .....	41
Gráfico 3 - Margem líquida.....	42
Gráfico 4 - Retorno sobre o patrimônio líquido.....	42
Gráfico 5 - Retorno sobre o ativo .....	43
Quadro 1 - Indicadores contábeis de rentabilidade .....	24
Quadro 2 - Estrutura do fluxo de caixa.....	29
Quadro 3 - Estrutura do fluxo de caixa para a empresa.....	30



## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Fórmula do valor presente líquido .....	32
Tabela 2 - Cálculo do valor presente líquido – HP 12c .....	33
Tabela 3 - Ativo da Empresa XYZ .....	38
Tabela 4 - Passivo da Empresa XYZ .....	39
Tabela 5 - Demonstração do resultado do exercício da Empresa XYZ.....	40
Tabela 6 - Indicadores de rentabilidade da Empresa XYZ .....	40
Tabela 7 - Premissas do fluxo de caixa da Empresa XYZ .....	43
Tabela 8 - Fluxo de caixa da Empresa XYZ.....	44
Tabela 9 - Ativo imobilizado da Empresa XYZ .....	45
Tabela 10 - Fluxo de caixa previsto para a Empresa XYZ .....	45

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

a.a.	ao ano
AC	Ativo Circulante
ANC	Ativo Não Circulante
AT	Ativo Total
CFj	<i>Cash Flow Periodic</i> (Fluxo de caixa futuro)
CFo	<i>Cash Flow</i> (Fluxo de caixa inicial)
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
DRE	Demonstração de Resultado de Exercício
EBIT	<i>Earning Before Interest and Taxes</i> (Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro)
EBITDA	<i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> (Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão)
FC	Fluxo de Caixa Futuro
FC0	Fluxo de Caixa Inicial
FCFE	<i>Free Cash Flow to Equity</i> (Fluxo de Caixa Livre dos Acionistas)
FCFF	<i>Free Cash Flow for the Firm</i> (Fluxo de Caixa Livre para a Empresa)
IRPJ	Imposto de Renda Pessoa Jurídica
LB	Lucro Bruto
LL	Lucro Líquido
LO	Lucro Operacional
NPV	<i>Net present value</i> (Valor Presente Líquido)
PC	Passivo Circulante
PIB	Produto Interno Bruto
PL	Patrimônio Líquido
PNC	Passivo Não Circulante
RLV	Receita Líquida de Vendas
TR	Taxa Referencial
VPL	Valor Presente Líquido

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>12</b>
1.1 TEMA E PROBLEMA .....	12
1.2 OBJETIVOS .....	13
<b>1.2.1 Objetivo geral</b> .....	<b>13</b>
<b>1.2.2 Objetivos específicos</b> .....	<b>14</b>
1.3 JUSTIFICATIVA .....	14
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>15</b>
2.1 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA .....	15
<b>2.1.1 Conceito e objetivos da administração financeira</b> .....	<b>15</b>
<b>2.1.2 Decisões financeiras</b> .....	<b>16</b>
<b>2.1.2.1 Decisões de investimento</b> .....	<b>16</b>
<b>2.1.2.2 Decisões de financiamento</b> .....	<b>17</b>
<b>2.1.2.3 Destinação do lucro/dividendos</b> .....	<b>17</b>
2.2 RISCO E RETORNO DO INVESTIMENTO .....	18
<b>2.2.1 Riscos do Investimento</b> .....	<b>18</b>
<b>2.2.2 Retorno do Investimento</b> .....	<b>19</b>
2.3 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	19
2.4 PROCEDIMENTOS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	21
2.5 MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	23
<b>2.5.1 Avaliação patrimonial contábil</b> .....	<b>23</b>
<b>2.5.2 Avaliação patrimonial de mercado</b> .....	<b>24</b>
<b>2.5.4 Avaliação com base no valor das ações em bolsas de valores</b> .....	<b>26</b>
2.6 MÉTODO DE AVALIAÇÃO COM BASE NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO ..	27
<b>2.6.1 Fluxo de caixa livre operacional (<i>free operating cash flow</i>)</b> .....	<b>27</b>
<b>2.6.2 Horizonte de projeção e valor da perpetuidade</b> .....	<b>30</b>
<b>2.6.3 Taxa de desconto</b> .....	<b>32</b>
<b>3 METODOLOGIA DA PESQUISA</b> .....	<b>35</b>
3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO .....	35
3.2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE PESQUISA .....	36
3.3 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS .....	37
<b>4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS</b> .....	<b>38</b>

4.1 ESTRUTURA ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA .....	38
4.2 FLUXO DE CAIXA PROJETADO .....	43
4.3 VIABILIDADE ECONÔMICA DO INVESTIMENTO .....	44
<b>5 CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>47</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>49</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Conhecer o real valor de uma empresa é importante tanto para seus proprietários quanto para investidores em potencial: aqueles podem refletir sobre os dados obtidos e utilizá-los em planejamentos posteriores e em novas tomadas de decisões, enquanto estes podem utilizar os resultados para decidir sobre aquisições, cisões ou incorporações.

Neste sentido, o presente estudo tem como tema “Avaliação de Empresa: um Estudo de Caso de uma Empresa do Ramo Metalúrgico”, visando mensurar seu valor, delimitando e projetando sua evolução patrimonial para os próximos dez anos.

Para proceder a tal estudo, o trabalho está estruturado em cinco capítulos, sendo que o primeiro consiste nesta Introdução.

O segundo capítulo contém a fundamentação teórica, abordando a administração financeira, risco e retorno do investimento, avaliação de empresas e procedimentos e métodos para esta avaliação, dando ênfase ao método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado.

No terceiro e quarto capítulos, apresentam-se a metodologia utilizada na pesquisa, caracterizando o objeto de pesquisa e identificando os procedimentos para coleta e análise dos dados, além dos resultados da pesquisa efetuada na empresa sobre estrutura econômico-financeira, fluxo de caixa projetado e viabilidade econômica.

O quinto capítulo traz as considerações finais do pesquisador, acompanhadas de sugestões para futuros trabalhos sobre o tema.

### 1.1 TEMA E PROBLEMA

Os empresários e investidores, para tomarem as melhores decisões empresariais, necessitam saber o real valor econômico das organizações nas quais têm interesse em aplicar e fazer seus investimentos. É interessante saber o quanto realmente vale uma empresa para subsidiar a tomada de decisão. Também é

importante conhecer o tempo necessário para a recuperação dos investimentos realizados e a lucratividade do negócio.

A avaliação de empresas é muito empregada para a determinação de valor das companhias, principalmente nas situações de aquisição, cisão e incorporação, nas quais há necessidade de se apurar os valores para poder fazer a melhor escolha.

Para o levantamento ou a identificação deste valor de uma organização, faz-se necessário conhecer aspectos gerenciais históricos, de modo a verificar o desempenho organizacional e, assim, elaborar as premissas de futuro da empresa. Quanto mais realistas forem as premissas de receitas, custos, despesas e de lucratividade, melhor será a estimativa de valor da organização.

Existem diversos métodos de avaliação de empresas, porém, para fins deste estudo, escolheu-se o Método do Fluxo de Caixa Descontado por tratar-se do método mais utilizado na literatura atual. A principal característica deste método é que todos os fluxos futuros são trazidos para valor presente, mostrando, com isso, as entradas e saídas no momento atual descontados por uma taxa de interesse que represente a expectativa mínima de retorno.

Diante do exposto, chega-se ao seguinte questionamento: Qual é o valor de uma empresa do ramo metalúrgico?

## 1.2 OBJETIVOS

Nesta seção são apresentados os objetivos geral e específicos da pesquisa.

### 1.2.1 Objetivo geral

Mensurar o valor de uma empresa do ramo metalúrgico, delimitando e projetando sua evolução patrimonial para os próximos dez anos.

### 1.2.2 Objetivos específicos

- Verificar a estrutura econômico-financeira da empresa.
- Elaborar o fluxo de caixa projetado.
- Analisar a viabilidade econômica da empresa.

### 1.3 JUSTIFICATIVA

A aproximação de empresas, provocada pela globalização dos negócios, torna possível que, em qualquer parte do mundo, sejam compradas, vendidas ou incorporadas organizações, independentes do local de funcionamento. Portanto, conhecer o valor das organizações é fundamental para a escolha dos melhores investimentos.

Quando se avalia alguma coisa, criam-se expectativas de retorno. Por isso, é preciso traçar objetivos e metas para estimar o valor do bem avaliado. Somente após tal estudo, consegue-se valorizar uma empresa e, assim, identificar os pontos fortes e fracos do negócio. Ressalta-se que é de grande valia determinar o valor da organização para orientar os investidores e proprietários na tomada de decisão.

Discutir o tema a que este trabalho se propõe, então, representa uma importante contribuição prática, pois demonstra aos proprietários o valor do seu empreendimento, possibilita reflexões sobre a gestão e auxilia no planejamento futuro e na tomada de decisão.

A contribuição social do estudo consiste em mostrar os procedimentos de avaliação realizados em uma empresa e, assim, contribuir com a literatura sobre o tema, evidenciando um estudo de caso.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Este capítulo apresenta o referencial teórico sobre a administração de empresas, o risco e retorno dos investimentos e a avaliação econômica de empresas, aspecto sobre o qual são discutidos os procedimentos e os métodos, enfatizando-se o método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado.

### 2.1 ADMINISTRAÇÃO FINANCEIRA

O surgimento da administração financeira teve início por volta de 1970, período no qual ainda era pouco explorada e seu foco principal eram as novas formas de administração.

Como dizem Groppelli e Nikbakht (2002), as empresas buscam maximizar suas riquezas e, para isso, investem em novos projetos e ativos que, combinados, produzem maiores lucros.

A administração financeira não é uma tarefa fácil, logo, exige bom senso e inteligência de seus responsáveis.

#### 2.1.1 Conceito e objetivos da administração financeira

Administrar decisões, captar sinais do mercado e da própria empresa fazem com que a administração financeira torne-se uma arma crucial no organismo de uma organização. Segundo Braga (1995, p. 23),

[...] a função financeira compreende um conjunto de atividades relacionadas com a gestão dos fundos movimentados por todas as áreas da empresa. Essa função é responsável pela obtenção desses fundos. Encontrada em qualquer tipo de empresa, a função financeira tem um papel muito importante no desenvolvimento de todas as atividades operacionais, contribuindo significativamente para o sucesso do empreendimento.



Um bom administrador financeiro, no entender de Groppelli e Nikbakht (2002), deve determinar quais os investimentos a serem feitos e o momento mais adequado, a fim de maximizar o valor das ações da empresa.

A flexibilidade do administrador financeiro pode trazer sucesso junto às decisões financeiras e aos direcionamentos da empresa. É importante que o administrador não fique preso a ideias fixas e tenha planos alternativos para atingir as metas estabelecidas.

O principal objetivo da administração financeira é a criação de valor para seus acionistas e proprietários, por meio de decisões estratégicas que visam melhorar o desempenho organizacional.

### **2.1.2 Decisões financeiras**

O administrador financeiro tem uma tarefa bastante delicada e que exige visão de longo alcance. Para Padoveze (2011), as decisões financeiras têm o propósito de criar valor para organização. Sendo assim, o administrador deve compreender as seguintes áreas de decisão financeira: investimento, financiamento e destinação do lucro, as quais são descritas a seguir.

#### **2.1.2.1 Decisões de investimento**

Para Padoveze (2011), as organizações podem investir recursos no mercado financeiro, em títulos do governo, de renda fixa, ações de empresas, dentre outras possibilidades. Além disso, os recursos podem ser investidos em projetos empresariais, como, por exemplo, investimentos em nova empresa, novo produto ou novo ramo de atuação, ou mesmo aquisição de uma empresa já existente.

A projeção da avaliação varia de acordo com seu objetivo, ou seja, se a empresa avaliada apresenta um crescimento crescente ou decrescente, qual a constância das ocorrências ou, ainda, se o investimento tem um prazo definido. Em posse de todas essas informações, cabe dizer que, para uma boa avaliação, que

seja satisfatória para os interessados, o avaliador deve, além das técnicas e informações necessárias, estar munido de bom senso em cada item valorado.

Por meio de relatórios contábeis e análises de valor junto ao mercado, e de como esses itens patrimoniais se encontram, é bem possível que se consiga chegar a seu valor com base no valor de aquisição registrado no patrimônio.

Conforme ensinam Gropelli e Nikbakht (2002), desse modo pode-se entender o porquê do valor presente ter tanta importância para a área financeira, qual a taxa a ser aplicada e a forma como será aplicada.

Então, o fator risco está ligado diretamente à lucratividade do investimento, isto é, risco alto, rendimento alto, risco baixo, rendimento na mesma proporção.

As decisões de investimentos têm grande importância para a perpetuidade dos negócios, uma vez que nenhuma empresa pode acomodar-se e imaginar que domina o mercado. Os investimentos devem ser feitos, mas sempre com cuidado e planejamento, de modo a não comprometer a saúde financeira da organização.

#### 2.1.2.2 Decisões de financiamento

Para dar suporte aos investimentos necessários, Padoveze (2011) leciona que o administrador financeiro tem o papel de decidir as melhores formas de financiamentos para os projetos e otimizar a estrutura de capital da empresa.

Acerca do tema, Braga (1995) afirma que a política de financiamentos visa montar a melhor estrutura financeira possível. Por isso, o administrador financeiro deve ficar atento a algumas situações: a proporção entre recursos permanentes e temporários, a proporção de recursos próprios e de terceiros, a compra de novos ativos fixos.

#### 2.1.2.3 Destinação do lucro/dividendos

Parafraseando Gropelli e Nikbakht (2002), a política de dividendos de uma empresa mostra a estrutura de remuneração dos acionistas, os quais percebem

a distribuição de dividendos como um sinal de capacidade de gerar lucros, avaliando a organização como fonte de renda.

As decisões de distribuição de lucros implicam, principalmente, em definir qual valor reter para financiamento da organização e qual distribuir aos proprietários, conforme lição de Padoveze (2011). Para encontrar a melhor alternativa, os gestores devem considerar os custos de oportunidade e de autofinanciamento, pois a decisão de distribuição deve ser analisada sempre em relação à decisão de financiamento.

No próximo tópico, discutir-se-ão o risco (possíveis obstáculos) e o retorno dos investimentos (lucro).

## 2.2 RISCO E RETORNO DO INVESTIMENTO

O administrador financeiro, na busca por um retorno maior, pode estar incorrendo em um risco igualmente alto, aumentando a probabilidade de dificuldades financeiras caso um retorno muito baixo prejudique a geração de caixa para as operações.

Groppelli e Nikbakht (2002) explicam que o dinheiro perde valor ao longo do tempo, daí investidores normalmente preferirem o dinheiro em tempo real, podendo, assim, aumentar seu valor. Com o tempo, o valor do dinheiro pode vir a diminuir em função de inflação, risco ou preferência pela liquidez; em outras palavras, o que uma determinada quantia consegue comprar hoje pode, com o passar dos anos, não ser o suficiente para adquirir o mesmo bem.

### 2.2.1 Riscos do investimento

O retorno sobre o dinheiro investido deve ser proporcional ao risco aplicado na operação. Em uma operação de risco baixo, normalmente a lucratividade também será pequena; risco alto, por sua vez, é tendência de ganho elevado.

Neste sentido, Groppelli e Nikbakht (2002) enfatizam que depositar em caderneta de poupança é mais seguro que apostar em corridas de cavalo. As cadernetas de poupança rendem um juro constante e baixo ao ano e são garantidas pelo Governo Federal. Por outro lado, ao apostarem, as pessoas não sabem o resultado, podendo ganhar muito ou perder tudo.

### **2.2.2 Retorno do investimento**

O retorno sobre investimento é o que toda empresa almeja e, para isso, projeta, de forma clara, os valores que espera receber dos investimentos realizados.

Segundo Groppelli e Nikbakht (2002), todo investimento tem seu propósito. Uma companhia investe para obter fundos e gerar retorno; portanto, a decisão de investir no projeto “A” ou no projeto “B” visa sempre o maior lucro possível.

Os retornos dos investimentos proporcionam valorização das empresas por meio de aumento do valor das quotas ou ações, maiores distribuição de dividendos aos sócios e elevação de recursos próprios para novos investimentos.

## **2.3 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**

Para quem e para que criar e dimensionar o valor de uma entidade? Este questionamento é vital para a adequada avaliação de uma organização. O trabalho de avaliação de negócios é muito minucioso e, por isso, o avaliador deve compreender, em sua totalidade, a organização a ser valorada. Nas palavras de Damodaram (2002, p. 26, grifo do autor):

Atribuir valor a um organismo complexo como uma grande empresa não é uma tarefa trivial. Podemos assumir diferentes premissas que resultam em números completamente distintos. O ambiente, o mercado e o ramo de atuação podem ser fatores determinantes para tal valorização onde e para quem essa EMPRESA VENDE SEUS PRODUTOS, qual sua participação do mercado?

As empresas podem ser avaliadas com base em três fontes de informações, de acordo com o entendimento de Damodaram (2002). A primeira refere-se a demonstrações financeiras atuais, as quais servem para determinar os índices financeiros de rentabilidade e lucratividade do negócio. A segunda são as informações contábeis e gerenciais históricas, tais como faturamento, preço de venda e custos, que servirão para projeção do futuro da companhia. A terceira é a comparação da empresa em relação aos seus concorrentes de mesmo porte e grau de competitividade, para identificar participação de mercado, crescimento das vendas e lucro.

Contribuindo, Falcini (1995, p. 15) esclarece que

[...] uma avaliação econômica, ao contrário do que possa parecer, não é uma fixação concreta de um preço ou valor específico de um bem, mas é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer, dentro de uma faixa, um valor referencial de tendência, em torno do qual atuarão as forças de mercado.

Santos (2005) também colabora, afirmando que a avaliação de empresas gera inúmeros benefícios aos investidores, como, por exemplo: auxiliar na tomada de decisão com melhor qualidade na aplicação de recursos, identificar sinergias nas operações, garantir economia de escala, melhorar condições competitivas e expandir a participação de mercado da empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 119-120) reforçam:

A aquisição pode ser um empreendimento perigoso se basear-se na premissa de que um dado mercado se recuperará de uma queda cíclica ou de que uma dada empresa conseguirá dar a volta por cima. Não menos rara ou problemática é a premissa de que um crescimento acelerado deverá se manter indefinidamente. Lembre-se de que se estiver pagando ágio para adquirir uma empresa, você precisará capturar sinergias, melhorar o desempenho operacional da empresa ou ambos. Se não puder fazer nenhuma dessas duas coisas, então estará apostando contra o mercado e o vendedor, e é provável que os dois saibam mais sobre a empresa do que você.

Schmidt, Santos e Gomes (2003) observam que a avaliação de empresas tem um forte papel na tomada de decisões, pois é extremamente eficaz na análise de aquisição de empresas.

Para Ornelas (2001), fazer uma avaliação de sociedades pode despertar o interesse de investidores atentos a oportunidades de mercado, visto que diversas

são as finalidades de tal avaliação, dentre as quais destacam-se: alienação, venda ou compra, fusão incorporação e cisão, admissão de novos investidores, apuração de haveres e encerramento de atividades.

Iudícibus et al. (2010) esclarece que fusão é uma operação em que duas ou mais empresas se unem para formar uma nova sociedade que passará a suceder as anteriores em todas as suas obrigações e direitos. Na cisão, uma empresa transfere parte de seu patrimônio para outra organização, constituída para essa finalidade ou para outra já existente.

A avaliação de uma companhia tem o objetivo de garantir ao investidor um alto índice de acerto sobre o desempenho do negócio. Desta maneira, o investidor conhecerá as diferentes vantagens estratégicas da empresa, seus pontos fortes e fracos, sua posição no mercado, as operações realizadas, entre outros itens que possibilitam a criação de cenários futuros da organização.

## 2.4 PROCEDIMENTOS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Os métodos de avaliação de empresas visam atender diferentes aspectos que envolvem a valoração do negócio, sendo que cada método de avaliação apresenta cálculos distintos entre si. Segundo Martins (2001, p. 263),

[...] ao avaliar uma empresa, objetivamos alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores. Não existe um valor correto para um negócio. Pelo contrário, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados.

Esclarecendo acerca da elaboração do valor estimado de uma empresa, Ornelas (2001) diz que a mesma tem como base determinadas premissas e diretrizes técnicas, dentre as quais o valor do dinheiro no tempo, o risco do negócio e a taxa de desconto.

Neiva (1997, p. 12) complementa:

[...] existem muitos fatores que podem influenciar na avaliação de uma empresa, independentemente dos seus objetivos, a avaliação da empresa sofre influências de fatores relevantes como a conjuntura econômica e sua tendência, a perspectiva de um setor econômico ou setores correlatos específicos, as condições do mercado e as políticas fiscais do governo.

As diferentes visões de muitos estudiosos levam a diferentes métodos, motivo pelo qual Neiva (1997, p. 17) recomenda que

[...] sejam obtidos balanços referentes aos exercícios mais recentes, acompanhados de informações complementares respectivas. Com base nesses relatórios, o avaliador pode calcular a estrutura de capital o patrimônio líquido e os índices financeiros mais significativos, a fim de determinar a saúde da empresa. Deve-se levar em conta, ainda, a estrutura dos ativos da empresa, considerando-se os ativos operacionais e os não operacionais.

Na visão de Martins (2001, p. 265):

[...] a avaliação de uma empresa normalmente se inicia pela leitura das demonstrações contábeis. Todavia, por causa da adoção dos princípios contábeis e da influência da legislação tributária, elas geralmente são incapazes de refletir, isoladamente, o valor econômico de um empreendimento. Essa metodologia assume que o valor da empresa (ve) corresponde ao valor do PL registrado no balanço patrimonial.

Por outro lado, destaca o autor (2001, p. 108) que

[...] o valor operacional da empresa é calculado a partir da capitalização dos fluxos de caixa da atividade principal descontadas a uma taxa de retorno que corresponde ao risco do negócio e reflita as incertezas de mercado. Em seguida, soma-se o valor dos ativos não operacionais ao valor operacional, para se chegar ao valor total da empresa.

Damodaram (2002, p. 77) ressalta que a taxa de desconto dos fluxos de caixa deve corresponder “[...] ao custo médio ponderado de capital que vem a ser justamente a média ponderada das diferentes formas de financiamento presentes nas estruturas de capital da empresa”.

No entender de Santos (2005, p. 1),

[...] a estimativa do valor justo de uma empresa visa orientar os investidores em suas estratégias de comprar e vender ativos. Trata-se de uma das principais e mais difíceis tarefas realizadas pelos profissionais da área financeira, uma vez que depende da disponibilidade de informações detalhadas da atividade operacional da empresa.

A avaliação de empresas deve buscar o valor econômico mais coerente possível, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado, as perspectivas

qualitativas e quantitativas da organização, além do bom senso entre compradores e vendedores. Para um negócio satisfatório, no qual o bem avaliado não venha a sofrer alterações bruscas, o custo de aquisição e o valor de mercado devem ser devidamente analisados.

## 2.5 MÉTODOS PARA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Na literatura da área financeira destacam-se os seguintes métodos para avaliação de empresas: avaliação patrimonial contábil, avaliação patrimonial de mercado, avaliação com base nos valor das ações e avaliação com base no fluxo de caixa descontado. Tais métodos são apresentados a seguir.

### 2.5.1 Avaliação patrimonial contábil

A atribuição de valor aos componentes patrimoniais não possui exatidão matemática, mas Sá (2002) elucida que, geralmente, é aquela que se consagra em normas e costumes, para atender a princípios das leis ou de regulamentos de interesses do poder.

Sá (2002) acrescenta que, por mais precisa que possa parecer, mesmo se valendo de cálculos e aproximações que busquem determinar o valor com a maior precisão possível, a avaliação monetária, ainda assim, apresenta caráter de incertezas. Existem critérios distintos de determinação de valores específicos para cada componente patrimonial, embora tais critérios não sejam uniformes em todo o mundo.

De acordo com Santos (2003) e Falcini (1995), a base da avaliação patrimonial ou principal parâmetro para avaliação do ativo de uma empresa é o registro pelo custo histórico ou valor original dos componentes do patrimônio na data das transações. O valor histórico é o valor de entrada do bem no patrimônio da empresa.

Ao longo dos anos, o valor histórico de aquisição passa a não ser o valor real do bem, uma vez que este sofre desgaste pelo uso, pela desvalorização da



moeda, progressos tecnológicos, condições de mercado, entre outros. Pelas suas complexidades, tais fatores impedem estimativas acuradas que permitam conhecer o valor econômico real do bem.

Observando as ferramentas contábeis existentes, como relatórios, índices análises horizontais e verticais, Frezatti (2003) os considera fundamentais para uma boa avaliação da rentabilidade das organizações.

O quadro 1 apresenta os indicadores contábeis de rentabilidade:

Quadro 1 - Indicadores contábeis de rentabilidade

Indicadores	Fórmulas	Descrições	Análises
Margem Bruta	$\frac{LB}{RLV} \times 100$	Demonstra a geração de lucro bruto após o reconhecimento dos custos.	Quanto maior melhor
Margem Operacional	$\frac{LO}{RLV} \times 100$	Demonstra a geração de lucro operacional após o reconhecimento das despesas operacionais.	Quanto maior melhor
Margem Líquida	$\frac{LL}{RLV} \times 100$	Demonstra a geração de lucro líquido após o reconhecimento dos impostos sobre o lucro.	Quanto maior melhor
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	$\frac{LL}{PL} \times 100$	Quanto à empresa gera de retorno para cada R\$ 100 de capital próprio investido.	Quanto maior melhor
Retorno sobre Ativo	$\frac{LL}{AT} \times 100$	Quanto à empresa gera de retorno para cada R\$ 100 de investimento no ativo total.	Quanto maior melhor

Fonte: Iudícibus (2008) e Matarazzo (2010)

Estes indicadores demonstram, principalmente, a rentabilidade das operações e o retorno dos investimentos realizados, devendo ser observados como medida de desempenho organizacional. É importante salientar a necessidade da realização de comparações com outras empresas do mesmo segmento para perceber características do setor.

### 2.5.2 Avaliação patrimonial de mercado

O método de avaliação patrimonial de mercado é uma comparação entre empresas do mesmo segmento que apresentam algumas semelhanças, como, por exemplo, tempo de existência, tamanho, quantidade de funcionários, faturamento e crescimento anual.

Para Martins (2001, p. 269):

O modelo de avaliação patrimonial pelo mercado consiste na mensuração do conjunto de ativos e passivos exigíveis com base no valor de mercado de seus itens específicos. Os valores de entrada ou saída são aplicados de acordo com a natureza e a intenção de uso de cada item.

Santos (2005, p. 104) complementa:

Caso essa metodologia venha a ser utilizada para a determinação do valor da empresa (ve), a condicionante é que os valores contábeis do ativo, passivo e patrimônio líquido sejam compatíveis ou muito próximos aos seus valores de mercado. Isso pressupõe-se reavaliação e/ou atualização do valor dos ativos e passivos, considerando efeitos de variáveis como depreciação, amortização, exaustão, inflação, taxa de juros, paridade cambial etc.

Este método consiste em dar valor a um conjunto de bens e direitos que fazem parte do ativo e na atualização de todas as obrigações da empresa avaliada. De acordo com Neiva (1997, p. 29), “[...] o valor da empresa, seguindo este modelo, é determinado pela apuração do patrimônio líquido, que resulta da soma algébrica dos valores atualizados dos bens, direitos e obrigações da empresa”.

Os bens podem ser mensurados pelo seu valor de liquidação ou de continuidade. Segundo Falcini (1995, p. 20), este

[...] tipo de valor é muito mais objetivo que o valor de reconstrução ou valor de seguro, visto que representa um valor pecuniário de troca perfeitamente realizável em termos reais. Na maioria dos casos, porém, o valor venal acaba sendo uma simples decorrência do valor de rendimentos ou benefícios dentro da visão de que o valor econômico de um bem vai decorrer dos benefícios que possa gerar e não pela sua composição material estática, não sendo, pois, uma estimativa essencial.

Quando a empresa é de capital aberto, o valor de suas ações na bolsa de valores pode ser o principal balizador na formação do valor econômico. Neste sentido, Frezatti (2003, p. 28) expõe:

O valor de mercado continua sendo fundamental para a gestão e será apurado mediante a disponibilidade de uma aproximação, no caso, a quantidade de ações multiplicada pelo valor unitário em certa data. Pode ser dito que se trata de uma aproximação, pois, numa venda de controle efetivo, o valor de negociação poderia/deveria ter um prêmio, difícil de ser captado

numa transação rotineira de compra e venda sem as características de cessão de controle.

Neiva (1997) ainda observa que os bens e direitos podem ser avaliados de acordo com sua origem, finalidade e grau de confiabilidade, e com a relevância no patrimônio da organização.

Análises externas são fundamentais para avaliação dos negócios, pois conhecer o perfil da concorrência, a participação no mercado, potencial de clientes e fornecedores são aspectos cruciais para garantir a continuidade dos negócios e a mensuração do valor da organização.

### **2.5.3 Avaliação com base no valor das ações em bolsas de valores**

O método de avaliação com base no valor das ações consiste em verificar o valor das ações das empresas listadas na bolsa de valores.

Segundo Falcini (1995), este tipo de avaliação serve apenas para empresas de capital aberto, pois o valor da empresa é obtido com base na multiplicação do valor das ações e na quantidade de ações existentes no capital social.

Observando o valor obtido por esse método sobre influências externas do mercado de ações, Falcini (1995) comenta que, em dado momento, fica bastante ineficiente o valor econômico intrínseco da ação, uma vez que há várias forças atuantes de ordem subjetiva. Tal método deve ser usado com precaução.

Complementando, Martins (2001, p. 275) ressalta que

[...] nesse momento, cabe diferenciar valor econômico da empresa e valor para os acionistas. O primeiro conceito representa o valor presente dos fluxos de caixa operacionais fornecidos pela empresa, independentemente de quais sejam os fornecedores de recursos, inclusive terceiros. Já o segundo restringe-se aos fluxos de caixa dos sócios. Ou seja, o valor econômico da empresa representa o potencial de geração de riqueza que os ativos da empresa propiciam (ou, espera-se, venham a propiciar), independentemente da forma com que esses ativos são financiados. Chega-se, assim, ao valor da empresa caso ela fosse financiada exclusivamente com capitais próprios.

Young e O'Byrne (2003) afirmam que o retorno esperado de uma ação sempre vai ser a preocupação dos investidores, mas lembram que algumas

mudanças significativas vêm ocorrendo nas últimas duas décadas e impactando o valor das organizações. Dentre estas mudanças, podem ser citadas a globalização, a desregulamentação dos mercados de capitais, o fim dos controles sobre capitais e câmbio, os avanços em tecnologia de informações, maior liquidez no mercado de títulos e a regulação dos mercados de capitais.

## 2.6 MÉTODO DE AVALIAÇÃO COM BASE NO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método do fluxo de caixa tem sido o mais recomendado pela literatura recente, classificado como "conceitualmente correto", embora Fernandez (2001) diga ser importante ressaltar que os demais métodos de avaliação, mesmo considerados "conceitualmente incorretos", continuam sendo usados frequentemente.

Parafraseando Zandonadi, Ribeiro e Rogers (2004), o método de avaliação baseado no fluxo de caixa descontado é aquele no qual todas as entradas estão em valor presente e o cálculo é feito por um período pré-determinado. Sobre estes fluxos é aplicada uma taxa de desconto que geralmente, incorpora o risco condizente ao investimento realizado.

A taxa de desconto deve ser observada de forma bem criteriosa, pois pode provocar grandes diferenças no resultado calculado, seja influenciando o valor do retorno esperado pelos investidores, representando o custo de oportunidade do negócio ou considerando a taxa de inflação prevista para o mercado, por exemplo.

### 2.6.1 Fluxo de caixa livre operacional (*free operating cash flow*)

O fluxo de caixa é a principal metodologia defendida pela grande maioria dos estudiosos, os quais a classificam como sendo a melhor e mais eficaz no processo de avaliação.

Este método nada mais é que as entradas e saídas de dinheiro da empresa ao longo do tempo; portanto, o valor do fluxo está ligado a quantos anos

vai se levar para ter o dinheiro em mãos e quanto ele perderá de valor com o passar do tempo.

Neste sentido, o valor econômico da organização é determinado com base nas entradas e saídas de caixa. Logo, a capacidade de geração de lucros de uma empresa é percebida por meio de seus fluxos futuros esperados. No entendimento de Schmidt e Santos (2005), uma empresa vale o que consegue gerar de benefícios futuros, ou seja, melhor ter mil reais hoje que para receber daqui um ano.

Acerca do assunto, Frezatti (2003, p. 56) menciona:

O resultado econômico total de uma entidade deve ser igual ao resultado apurado pelo total do fluxo de caixa, levando em conta o desconto de ambos os fluxos pela mesma taxa de custo de oportunidade e posterior somatório. O fluxo de caixa é um conceito de movimentação monetária, enquanto o resultado econômico é um conceito de consumo de recursos.

Para Falcini (1995, p. 36):

[...] adoção de fluxo de fundos de caixa descontado para a avaliação de projetos de investimento foi uma das principais inovações nas práticas de administração financeira nos últimos 60 anos. O conceito de valor do dinheiro no tempo tem sido mencionado desde o século passado, destacando-se na literatura sobre Economia Política do início deste século. Porém, o conceito de descontos de fluxo de fundos de caixa futuros como uma técnica sofisticada na avaliação de novas propostas de investimentos apareceu com mais vigor após os anos 50, com a introdução de novas técnicas para a avaliação de orçamento de capital, cujo crédito pode ser atribuído a Joel Dean através da publicação, em 1951, de seu livro *Capital budgeting*, onde descrevia procedimentos para descontar fluxo de lucros dos projetos.

Colaborando, Martins (2001, p. 280) afirma que

[...] para fins de avaliação, o uso de caixa livre (FCL) parece interessante. Ele é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Em outras palavras, seria o montante disponível para todos os fornecedores de recursos. Por isso, devemos apurá-lo antes dos pagamentos de dívidas (principal e juros).

E Damodaran (2002, p. 174) esclarece:

O fluxo de caixa livre disponível aos donos do capital não deve ser confundido com o fluxo de caixa tradicional. Isso porque o primeiro conceito é gerado pelas operações correntes e está disponível para a

distribuição, sem que ela afete o nível de crescimento do empreendimento (inclui uma parcela destinada aos investimentos necessários para garantir a evolução da entidade). Então, o termo livre pode ser associado a excedente de caixa disponível para a distribuição ou aumento de capital.

O Quadro 2 mostra como é calculada a estrutura do fluxo de caixa dos acionistas:

Quadro 2 - Estrutura do fluxo de caixa

Fórmula de obtenção do fluxo de caixa livre dos acionistas
(+) Lucro líquido do exercício
(+) Depreciação
(-) Desembolsos de capital
(-) Variação do capital de giro
(-) Amortização da dívida
(+) Novas emissões de dívida
(=) Fluxo de caixa livre dos acionistas (FCFE)

Fonte: Schmidt, Santos e Gomes (2003, p. 100)

Young e O'Byrne (2003, p. 33-34) observam que

[...] a pergunta-chave deve ser feita quando se pensa em investir é quanto valem hoje os fluxos de caixa futuros esperados do investimento. Esse valor é função de três principais fatores: a magnitude, o *timing* (momento da ocorrência) e o grau de incerteza dos fluxos de caixas futuros. Magnitude significa que, se tudo permanecer constante, quanto maior os fluxos de caixa esperados, melhor para o decisor. Mas a magnitude ou o tamanho dos fluxos de caixas futuros significam pouco quando não se considera os momentos (*timing*) em que ocorrerão. O dinheiro possui uma dimensão temporal, é preferível ter uma certa quantia hoje do que ter que aguardar por ela. Desse modo, quanto mais cedo esperamos receber determinado fluxo de caixa, mais este valerá na data presente.

O quadro 3, a seguir, mostra a estrutura do fluxo de caixa para a empresa:

### Quadro 3 - Estrutura do fluxo de caixa para a empresa

Fórmula de obtenção do fluxo de caixa livre para a empresa
(+) Receitas Líquidas de vendas
(-) Custos das vendas
(-) Despesas operacionais
(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro ( <i>Earning Before Interest and Taxes</i> - EBIT)
(+) Ajustes das despesas operacionais que não provocam saídas de caixa
(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão ( <i>Earning Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i> - EBITDA)
(-) Imposto de Renda/Contribuição Social
(=) Geração de Caixa Operacional
(+) Depreciação
(-) Investimentos ou desinvestimentos
(=) Fluxo de caixa livre para a empresa ( <i>Free Cash Flow for the Firm</i> - FCFF)

Fonte: Adaptado de Martins (2001, p. 281)

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 170), comentando o tema, complementam que é necessário

[...] calcular o fluxo de caixa livre para saber como a empresa gera ou consome caixa. O fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa operacional efetivo da empresa. É o fluxo de caixa total após impostos gerado pela empresa e disponível para todos os seus fornecedores de capital, tanto credores quanto acionistas. Pode ser considerado como o fluxo de caixa após impostos que estaria disponível para os acionistas se a empresa não tivesse dívidas. O fluxo de caixa livre surge antes do financiamento e, assim, não é afetado pela estrutura financeira da empresa, ainda que esta estrutura possa afetar o custo médio ponderado do capital da empresa e, assim, seu valor.

A qualidade da informação na projeção dos fluxos de caixa é essencial para uma boa apuração do valor econômico da organização. Tais informações devem ser baseadas em dados históricos para obter taxas de crescimento e de retorno do investimento, além de permitir identificar sazonalidades dos lucros, riscos e incertezas que envolvem o futuro da empresa.

#### 2.6.2 Horizonte de projeção e valor da perpetuidade

Ao se projetar os fluxos de caixa deve-se considerar a quantidade de tempo de acordo com a vida útil do investimento, conforme a explanação de Martins (2001, p. 282):

O período de projeção compreende a quantidade de intervalos de tempo (anos, trimestres, meses etc.) sobre os quais podemos projetar os fluxos de caixa com um nível razoável de esperança de concretização. O período de projeção usualmente é determinado de acordo com a natureza do negócio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes. [...]. As projeções exigem a identificação dos componentes relevantes e o desenvolvimento de hipóteses e perspectivas que sirvam de base para o estabelecimento dos cenários prováveis que serão experimentados pela empresa. Em termos práticos, a maioria das avaliações trabalha com períodos de projeção que variam entre cinco e 10 anos, dependendo do grau de previsibilidade das variáveis.

Outra questão importante para Martins (2001, p. 282), em relação à projeção do horizonte de investimento, é a definição e avaliação da perpetuidade do negócio:

[...] o valor da perpetuidade é influenciado pela expectativa de crescimento após o período de projeção. Modelos mais sofisticados podem trabalhar com a hipótese de taxas  $g$  (taxa de crescimento) distintas por intervalos (crescentes ou decrescentes). Métodos alternativos de cálculo da perpetuidade aplicam multiplicadores sobre alguns indicadores específicos, tais como: lucro operacional, fluxo de caixa e outros.

De acordo com Frezatti (2003, p. 57), para o cálculo do valor da perpetuidade é

[...] necessário identificar o fluxo de caixa anterior a novos investimentos. Por trás dessa abordagem, existe uma idéia de que, apesar dos investimentos em projetos para o período posterior ao período projetado, deve-se aumentar a futura entrada de caixa, mesmo quando o investimento está proporcionando somente taxa do custo do capital, o que irá ser compensado pela saída de caixa do investimento necessária para expandir a capacidade. Por outro lado, se o fluxo de caixa após o período projetado não for regular, o valor computado não faz sentido, ainda que alguns valores possam ter sido adequadamente projetados.

Parafrazeando Martins (2001), o Valor da Perpetuidade é aquele que a empresa terá após a aplicação das projeções, trazidas para dias atuais. Normalmente, ele é determinado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento.

O avaliador deve possuir total conhecimento do negócio para evitar produzir projeções de fluxos de caixa com distorções significativas que não refletem o verdadeiro potencial de ganho futuro da empresa ao longo do horizonte determinado.



### 2.6.3 Taxa de desconto

Um dos maiores problemas para se avaliar custo de capital por meio de fluxos de caixa a valor presente é definir a taxa de desconto, a qual deve refletir o custo de oportunidade/capital e os riscos inerentes ao negócio. Nas palavras de Martins (2001, p. 206):

[...] uma entidade necessita de recursos (humanos, financeiros, tecnológicos etc.) para operar. Eles podem ser obtidos de vários agentes econômicos, como, por exemplo, acionistas, debenturista, bancos, entre outros. Definição de capital, a reunião de todas essas fontes de financiamento (exigíveis e não exigíveis) pode ser representada pelo termo capital. É com tal significado que trabalhamos no momento. Sua captação em níveis adequados exige uma retribuição atraente, e seu dimensionamento, mesmo que aproximado, é tido como muito importante para a gestão dos empreendimentos.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 392),

[...] o custo do capital na avaliação de uma empresa de um mercado emergente pode variar com base na mudança das expectativas de inflação (embutidas na taxa livre de risco e no custo do endividamento), em flutuações do grau de abertura da economia e na volatilidade prevista do mercado. Há duas maneiras de se incluir isto no custo do capital: calcular o custo do capital ano a ano com diferentes premissas para cada exercício (o que é recomendado para países de inflação elevada, altamente voláteis ou com restrições) ou somar todas as alterações e incorporá-las em um único acréscimo ao custo do capital social e do endividamento para derivar um único custo de capital para todo o período.

A tabela 1 mostra a fórmula do Valor Presente Líquido (VPL):

Tabela 1 - Fórmula do valor presente líquido

VPL=	- FC0	+ FC1	+ FC2	...	+ FCn
		$\frac{1}{(1+i)^1}$	$\frac{1}{(1+i)^2}$		$\frac{1}{(1+i)^n}$

Fonte: Adaptado de Kassai et al. (2000)

Tem-se:

VPL: Valor Presente Líquido

FC0: Fluxo de Caixa Inicial

FC: Fluxos de Caixa Futuros

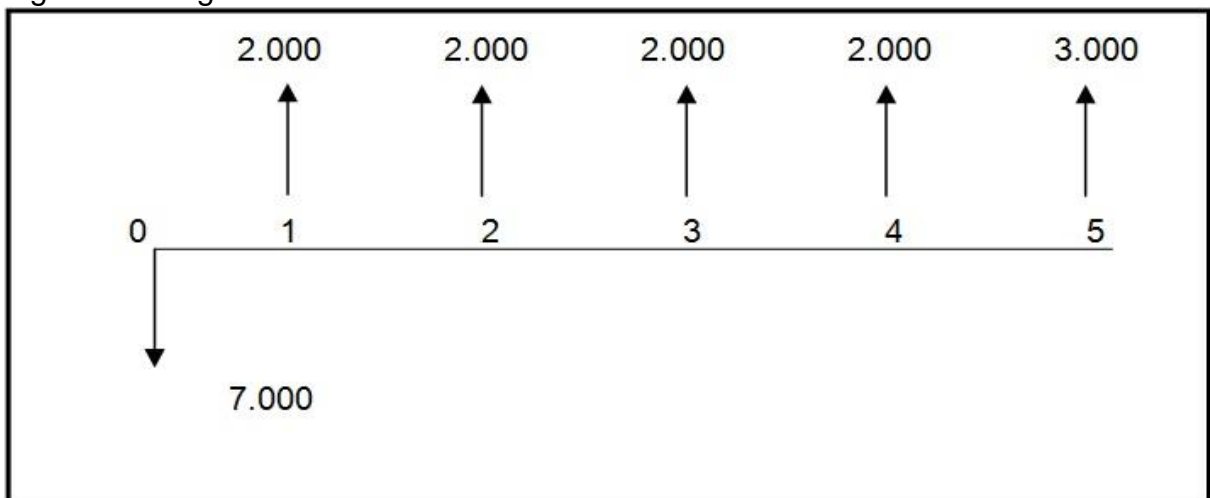
i: Taxa de Desconto (Mínima de Atratividade)

Análise: quando o investimento apresentar o VPL maior ou igual a zero (0,00), é considerado atraente para o investidor.

Kassai et al. (2000) elucidam que o VPL é uma das técnicas mais utilizadas para se avaliar propostas de investimentos.

Em relação ao fluxo de caixa de investimento, a figura 1, a seguir, exhibe um diagrama que ilustra o tema:

Figura 1 - Diagrama do fluxo de caixa



Fonte: Adaptado de Cassarotto Filho e Kopittke (2007)

A tabela 2 apresenta o cálculo do VPL com o uso da calculadora financeira HP 12c:

Tabela 2 - Cálculo do valor presente líquido – HP 12c

Ano		f FIN		
0	7.000,00	CHS	G	CFo
1	2.000,00		G	CFj
2	2.000,00		G	CFj
3	2.000,00		G	CFj
4	2.000,00		G	CFj
5	3.000,00		G	CFj
	10		I	
f NPV		1.202,49		

Fonte: Elaborada pelo autor

Tem-se:

NPV: *Net Present Value* (Valor Presente Líquido)

CFo: Fluxo de Caixa Inicial

CFj: Fluxos de Caixa Futuros

i: Taxa de Mínima de Atratividade (desconto)

Este resultado mostra que o projeto de investimento é atraente, pois apresenta uma VPL de \$ 1.202,49, ou seja, maior que 0,00 (zero).

Desta forma, sabe-se que, para obter um maior rendimento, o investidor tem que ser ousado e arriscar, ou contentar-se com ganhos menos substanciais. A taxa de desconto tem papel fundamental nesse processo de avaliação, pois contém o prêmio de risco e a lucratividade mínima desejada. Um investimento em que o investidor exige uma alta taxa de retorno também está exposto a uma alta taxa de risco.

### 3 METODOLOGIA DA PESQUISA

Neste capítulo, apresentam-se os procedimentos metodológicos que norteiam o trabalho. Primeiramente, discorre-se sobre o enquadramento metodológico para, em seguida, demonstrar os procedimentos para a coleta e análise dos dados.

#### 3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

O presente estudo consiste em um trabalho científico que, para atingir os objetivos propostos, observa os seguintes enquadramentos metodológicos: descritivo, qualitativo, estudo de caso, análise documental e entrevista.

No que concerne aos objetivos, a pesquisa configura-se como descritiva, pois expõe as características e os procedimentos necessários para a determinação do valor de uma empresa do ramo metalúrgico. Segundo Andrade (2006, p. 114), a “Pesquisa descritiva é uma técnica padronizada da coleta de dados, realizada principalmente através de questionários e da observação sistemática”.

Quanto à abordagem do problema, a pesquisa é qualitativa, uma vez que busca compreender a situação econômica da empresa por meio da verificação do seu valor econômico. Para Richardson (1999), a pesquisa classificada como qualitativa busca compreender e demonstrar os problemas enfrentados pelo grupo social entrevistado, para que se conheça a complexidade do assunto em estudo.

O trabalho é do tipo estudo de caso em uma empresa do ramo metalúrgico. No entendimento de Yin (2005, p. 121), esta espécie de pesquisa consiste em utilizar-se do estudo para contribuir com o conhecimento acerca dos fenômenos individuais, organizacionais, sociais, políticos e de grupo, além de outros fenômenos relacionados.

Para a coleta dos dados, empregou-se a técnica de análise documental nos relatórios gerenciais da empresa, bem como entrevista com os responsáveis pela organização. Nas palavras de Gil (1996, p. 31), “o conceito de documento, por

sua vez, é bastante amplo, já que este pode ser constituído por qualquer objeto capaz de comprovar algum fato ou acontecimento”.

No que diz respeito à entrevista, Gil (1996, p. 90) afirma que esta pode ser entendida como a técnica que envolve duas pessoas “face a face” e na qual uma delas formula questões e a outra responde.

Por meio destes procedimentos metodológicos, realiza-se a avaliação econômica da empresa investigada.

### 3.2 CARACTERIZAÇÃO DO OBJETO DE PESQUISA

A empresa pesquisada é uma metalúrgica com sede em Caxias do Sul, no Estado do Rio Grande do Sul. A empresa atende indústrias dos setores de plásticos, naval e frigorífico, oferecendo produtos à base de poliuretano, papel e celulose.

Suas atividades iniciaram em fevereiro de 2009, sendo que o surgimento da organização ocorreu devido à crise econômica na região. Assim, seus proprietários resolveram, em comum acordo, abrir uma pequena empresa, baseados na experiência de 22 anos de vendas e de chão de fábrica.

Os primeiros contratos e parcerias vieram com muito esforço, antes mesmo da abertura de fato da empresa. Estas alianças ajudaram imensamente, pois as incertezas foram dando lugar à esperança de ver os produtos conquistando espaço e credibilidade no mercado. Seus principais clientes são de grande porte, na sua maioria empresas multinacionais, do ramo frigorífico de abate de aves e suínos, empresas navais de grande porte também, situadas em Joinville e Chapecó, Blumenau, Itajaí, Goiás, Londrina.

Atualmente, instalada em um pavilhão com 320 m<sup>2</sup>, atendendo clientes nos Estados de Santa Catarina e Rio Grande do Sul, além de parte de Goiás e do Paraná, a empresa conta com nove (9) funcionários no setor de produção e dois (2) proprietários. Enquanto um dos sócios realiza a função de administrador/comercial, o outro atua como administrador de fábrica, coordenando as atividades de produção, controle de qualidade e prazos de entrega dos pedidos.

Consolidada no mercado, com metas claras e um rígido controle de qualidade, a empresa busca, por meio de planejamento estratégico com foco em clientes potenciais, atingir uma fatia maior do mercado.

### 3.3 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS

A pesquisa junto à empresa analisada teve início em meados de fevereiro de 2013, por meio da coleta de dados e informações contidos em relatórios gerenciais, balanço patrimonial, demonstração do resultado de exercício (DRE) e relatório do imobilizado. Tais documentos foram obtidos no setor de contabilidade da empresa.

Em seguida, por meio de entrevista com um dos proprietários, foram identificadas as premissas para elaboração da avaliação econômica do negócio.

O período de análise contempla as demonstrações contábeis dos anos de 2010, 2011 e 2012. O período de projeção utilizado foi de 10 anos, devido à vida útil dos equipamentos existentes. A taxa de desconto utilizado foi de 10% a.a., taxa que representa o custo do capital (caderneta de poupança 6% a.a. + TR) e adicional de prêmio de risco (3,86% a.a.), conforme perspectiva do proprietário.

## 4 APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

O foco deste capítulo é apresentar os resultados da pesquisa, de acordo com os objetivos específicos explicitados na primeira parte do trabalho: 1) estrutura econômico-financeira da empresa; 2) fluxo de caixa projetado; e 3) viabilidade econômica da empresa.

### 4.1 ESTRUTURA ECONÔMICO-FINANCEIRA DA EMPRESA

A tabela 3 apresenta o Ativo da organização:

Tabela 3 - Ativo da Empresa XYZ

<b>Ativo</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Ativo Circulante	121.624,30	95.275,60	239.331,45
Disponível	34.667,39	36.038,34	69.228,82
Clientes	49.963,37	47.142,59	113.645,95
Duplicatas a receber	49.963,37	47.142,59	113.645,95
Outros créditos	7.094,67	7.094,67	11.456,68
Bancos - títulos de capitalização	500,00	500,00	500,00
Adiantamentos a empregados	-	-	4.362,01
Tributos a recuperar/compensar	6.594,67	6.594,67	6.594,67
Estoque	29.898,87	5.000,00	45.000,00
Mercadorias, produtos e insumos	29.898,87	5.000,00	45.000,00
Ativo não Circulante	77.296,18	71.242,44	97.646,53
Realizável a longo prazo	2.865,00	2.865,00	2.865,00
Imobilizado	74.431,18	68.377,44	94.781,53
Veículos	25.493,20	25.493,20	65.150,80
Máquinas, equipamentos e ferramentas	55.113,08	59.757,94	62.384,13
Imobilizado em andamento	-	605,64	2.825,96
(-) Depreciações acumuladas	6.175,10	17.479,34	35.579,36
<b>Total do Ativo</b>	<b>198.920,48</b>	<b>166.518,04</b>	<b>336.977,98</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

Neste demonstrativo, o ativo circulante (AC) apresenta-se 145,10% maior que o ativo não circulante (ANC).

Com esta análise, percebe-se que a empresa tem seu giro no curto prazo, fazendo seus investimentos com capital de terceiros. Em caixa, a empresa tem 28,93% do total de seu AC.

O AC obteve crescimento de 151,20% de 2011 para 2012, evidenciando o crescimento da receita de vendas e margem de lucro, pois não precisou de investimentos significantes para atingir esses resultados.

Da mesma forma, o ANC aumentou apenas 37,06% de 2011 para 2012, mostrando como esta organização prioriza o giro em curto prazo.

A tabela 4 apresenta o Passivo e o Patrimônio líquido da organização:

Tabela 4 - Passivo da Empresa XYZ

<b>Passivo</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Passivo Circulante	129.368,11	131.518,04	301.977,98
Empréstimos e financiamentos	39.676,25	24.917,12	19.762,39
Fornecedores	57.683,86	39.048,20	46.645,68
Obrigações tributárias	21.508,37	26.409,68	67.268,78
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	10.499,63	41.143,04	168.301,13
Provisões	-	2.245,19	15.316,89
Patrimônio Líquido	69.552,37	35.000,00	35.000,00
Capital social	35.000,00	35.000,00	35.000,00
Lucros acumulados	34.552,37	-	-
<b>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</b>	<b>198.920,48</b>	<b>166.518,04</b>	<b>336.977,98</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

Destaca-se que a principal fonte é o capital de terceiros, que representa 89,61% (2012). Cabe ressaltar que o principal compromisso são as obrigações trabalhistas e previdenciárias que possuem o conta contábil dividendos a pagar.

A tabela 5, a seguir, exhibe a DRE da organização:



Tabela 5 - Demonstração do resultado do exercício da Empresa XYZ

<b>DRE</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Receita bruta de vendas	359.935	450.441	683.342
Deduções da receita bruta	(56.790)	(46.635)	(59.480)
Receita líquida de vendas	303.145	403.806	623.862
Custos das vendas	(77.993)	(153.482)	(231.460)
Lucro bruto	225.152	250.324	392.402
Despesas operacionais	(156.396)	(142.422)	(179.683)
Resultado operacional	68.756	107.902	212.719
Resultado antes do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ) e Contribuição Social sobre Lucro Líquido (CSLL)	68.756	107.902	212.719
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>68.756</b>	<b>107.902</b>	<b>212.719</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

O crescimento da receita bruta de 2010 para 2011 foi de 25,14%, e, de 2011 para 2012, foi de 51,70%, mostrando, assim, uma constante evolução. O lucro bruto obteve resultado ainda melhor, com um aumento de 56,75% de 2011 para 2012. Já o lucro líquido teve 97,14% de aumento de 2011 para 2012. Este resultado positivo foi possível apenas porque as despesas operacionais cresceram 26,16% e o custo do produto, 50,80%; com isso, o quadro mostra um lucro considerável.

A tabela 6 expõe os indicadores de rentabilidade da organização:

Tabela 6 - Indicadores de rentabilidade da Empresa XYZ

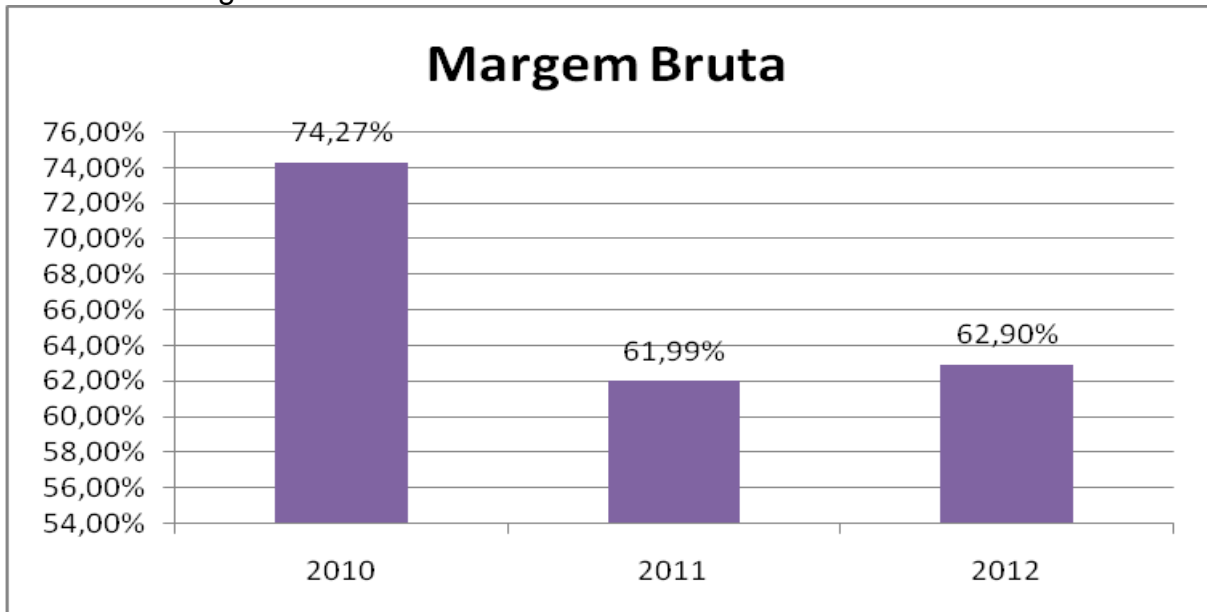
<b>Indicadores</b>	<b>2010</b>	<b>2011</b>	<b>2012</b>
Margem Bruta	74,27%	61,99%	62,90%
Margem Operacional	22,68%	26,72%	34,10%
Margem Líquida	22,68%	26,72%	34,10%
Retorno sobre o Patrimônio Líquido	98,85%	308,29%	607,77%
Retorno sobre Ativo	34,56%	64,80%	63,13%

Fonte: Elaborada pelo autor

Os indicadores de rentabilidade mostram que a organização tem índices altamente positivos e em constante evolução patrimonial e um alto retorno sobre o capital próprio (PL).

Os gráficos 1, 2, 3, 4 e 5, a seguir, ilustram os indicadores:

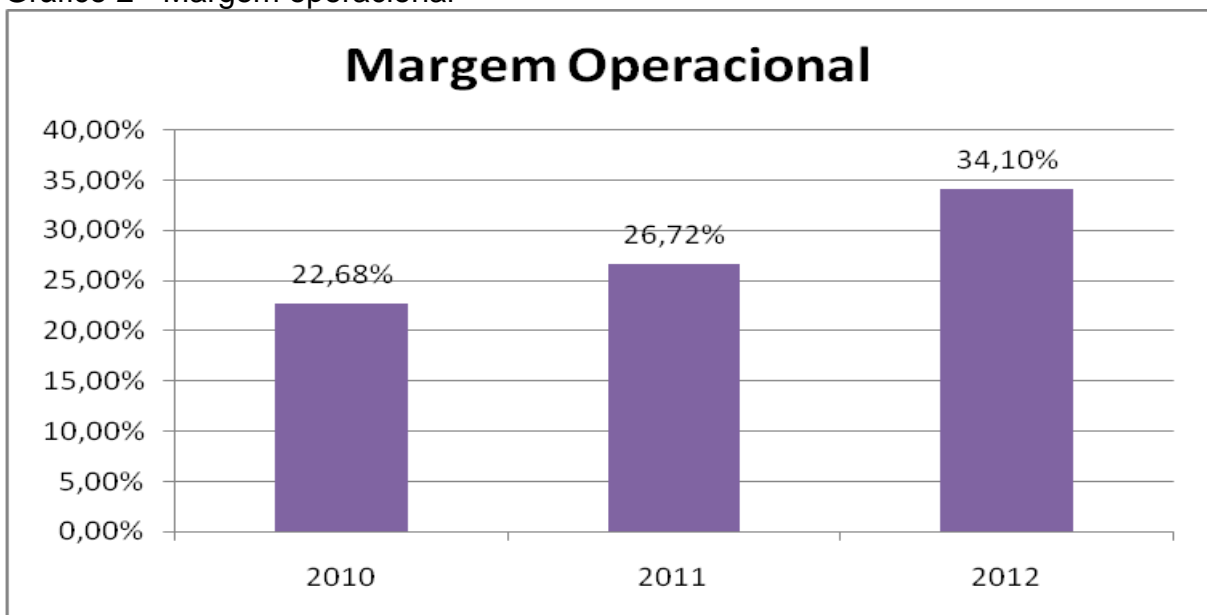
Gráfico 1 - Margem bruta



Fonte: Elaborado pelo autor

O gráfico mostra que a margem bruta se manteve estável no último período o que demonstra um bom planejamento de custos.

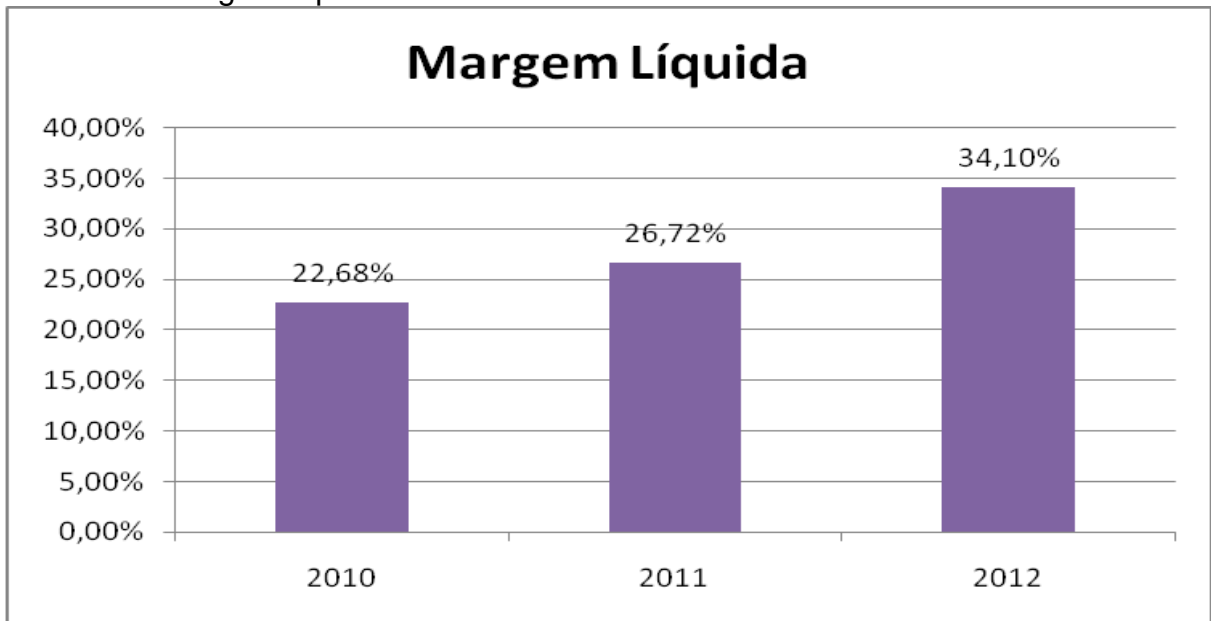
Gráfico 2 - Margem operacional



Fonte: Elaborado pelo autor

Os dados do gráfico apresentam a constante evolução da margem operacional, que representam os gastos fixos da empresa.

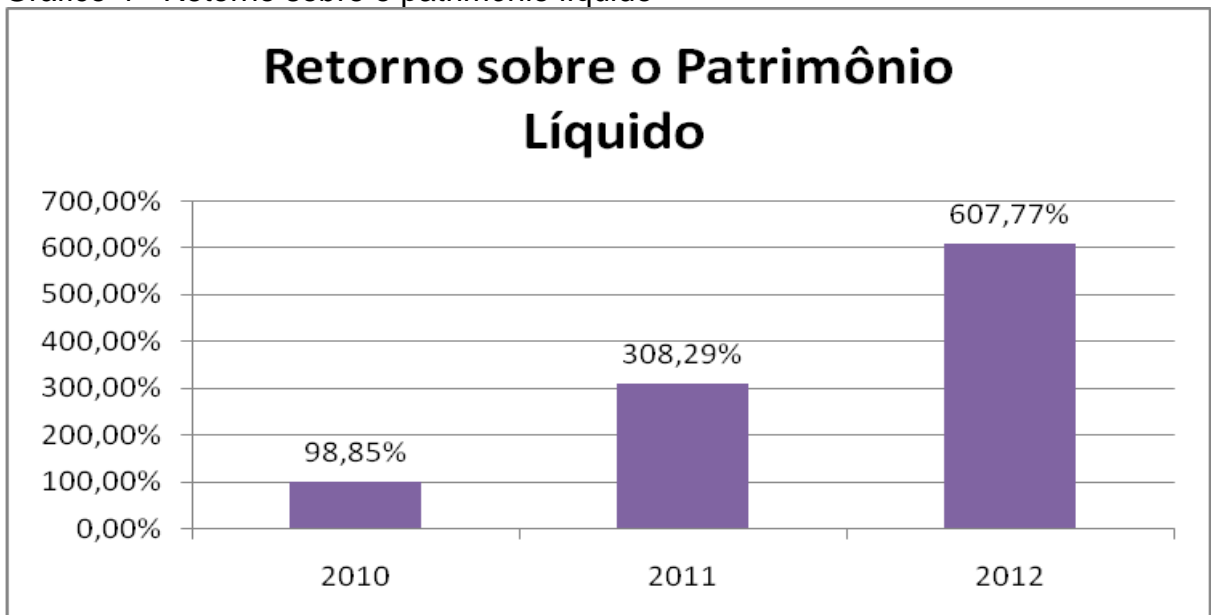
Gráfico 3 - Margem Líquida



Fonte: Elaborado pelo autor

Pode-se observar, por este gráfico, que a margem líquida acompanha a rentabilidade da margem operacional uma vez que a empresa não tem receitas ou despesa não operacionais.

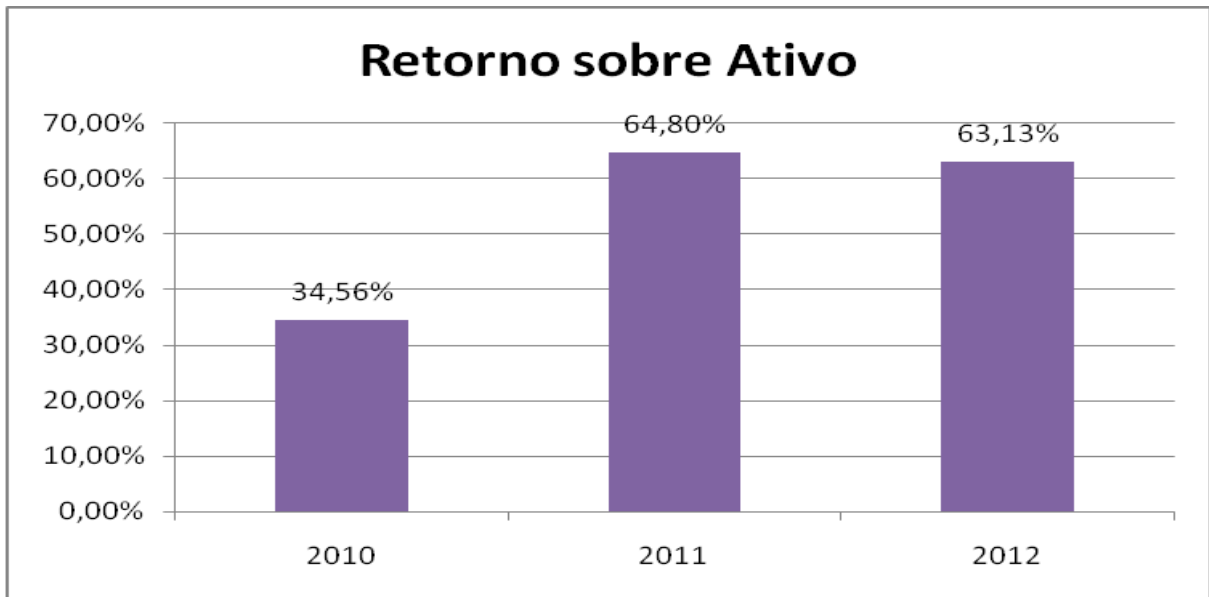
Gráfico 4 - Retorno sobre o patrimônio líquido



Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme o gráfico evidencia, o retorno sobre o PL é bastante atraente e seguro, o dinheiro investido no ativo gera uma ótima rentabilidade.

Gráfico 5 - Retorno sobre o ativo



Fonte: Elaborado pelo autor

Como se pode observar, os recursos aplicados na empresa geram retornos excelentes.

#### 4.2 FLUXO DE CAIXA PROJETADO

A tabela 7 apresenta as premissas para projeção do fluxo de caixa da organização:

Tabela 7 - Premissas do fluxo de caixa da Empresa XYZ

Premissas	2013	2014	2015	2016	...	2022
Crescimento da receita bruta	5,00%	5,00%	5,00%	5,00%	...	5,00%
Deduções da receita bruta	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%		10,00%
Custos dos produtos vendidos	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	...	34,00%
Despesas operacionais	39,00%	39,00%	39,00%	39,00%	...	39,00%
Depreciação	3,00%	3,00%	3,00%	3,00%	...	3,00%
Capital de giro	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	...	0,00%

Fonte: Elaborada pelo autor

A premissa de crescimento da receita bruta é de 5% a.a., percentual estipulado pelo proprietário com base no crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) do País.

As demais premissas foram determinadas com base nos dados históricos da empresa e na relação com a Receita Bruta de Venda.

A tabela 8 evidencia o fluxo de caixa da organização:

Tabela 8 - Fluxo de caixa da Empresa XYZ

<b>Demonstração do Resultado do Exercício</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>...</b>	<b>2022</b>
Receita Bruta de Vendas	717.510	753.385	791.055	830.607	...	1.113.093
Deduções da Receita Bruta	(71.751)	(75.339)	(79.105)	(83.061)	...	(111.309)
Receita Líquida de Vendas	645.759	678.046	711.950	747.546	...	1.001.784
Custos dos Produtos Vendidos	(243.953)	(256.151)	(268.959)	(282.406)	...	(378.452)
Lucro Bruto	401.806	421.895	442.991	465.140	...	623.332
Despesas Operacionais	(258.304)	(271.219)	(284.779)	(299.019)	...	(400.714)
Lucro Líquido	143.502	150.676	158.212	166.121	...	222.618
( + ) Estorno da Depreciação	21.525	22.603	23.731	24.918	...	33.393
( - ) Variação do Capital de Giro						
( - ) Investimentos permanentes						
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>165.027</b>	<b>173.279</b>	<b>181.943</b>	<b>191.039</b>		<b>256.011</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

Percebe-se um fluxo de caixa inicial de R\$ 165.027,00, com crescimento anual médio de R\$ 8.200,00 e aumento de 5% a.a.

#### 4.3 VIABILIDADE ECONÔMICA DO INVESTIMENTO

A tabela 9, a seguir, mostra a relação de bens do ativo imobilizado atualizado a valor de mercado:

Tabela 9 - Ativo imobilizado da Empresa XYZ

QTDE	Descrição dos Bens	Valor – R\$
2	Pç Cadeira Giratória	220,00
3	Pç Mesa Escritório	810,00
1	Pç estante gaveteiro	415,00
3	Pç computadores	3.500,00
1	Pç central telefônica	630,00
1	Pç torno cdl 660x2200	2.000,00
1	Pç torno mascote	13.000,00
1	Pç torno power	11.500,00
1	Pç guincho 1000kg	1.300,00
1	Pç guincho 20000kg	1.850,00
1	Pç estufa n 1	5.000,00
1	Pç estufa n 2	11.500,00
1	Pç estufa n 3	14.000,00
1	Pç estufa n 4	9.500,00
2	Pç bomba de vácuo	12.000,00
1	Pç fogão industrial	750,00
10	Pç mesas de aço vários tamanhos	3.500,00
3	Pç prateleiras de aço para moldes	1.650,00
1	Pç lavador de peças	450,00
1	Pç regulador de temperatura para catalizador	1.800,00
1	Pç furadeira Bosch	280,00
1	Pç esmerilhadeira Bosch	380,00
1	Pç aparelho de solda elétrico	450,00
1	Pç armário	900,00
1	Pç Palio 2010	17.000,00
<b>Total Imobilizado</b>		<b>R\$ 154.385,00</b>

Fonte: Elaborada pelo autor

A tabela 10 demonstra o fluxo de caixa previsto para a organização:

Tabela 10 - Fluxo de caixa previsto para a Empresa XYZ

FLUXOS DE CAIXA	Valores Nominais	Valores Presentes – 10%
FC - Ano 1	165.027	150.024
FC - Ano 2	173.278	143.205
FC - Ano 3	181.942	136.696
FC - Ano 4	191.039	130.483
FC - Ano 5	200.591	124.552
FC - Ano 6	210.621	118.890
FC - Ano 7	221.152	113.486
FC - Ano 8	232.210	108.328
FC - Ano 9	243.820	103.404
FC - Ano 10	256.011	98.703
(1) Valor Presente Líquido dos Fluxos de Caixa		1.227.771,00
(2) Valor de Mercado dos Ativos Fixos		154.385,00
(1) + (2) Valor Econômico da Empresa		1.382.156,00

Fonte: Elaborada pelo autor

O VPL dos fluxos de caixa da empresa é de R\$ 1.227.771,00. A este valor, adicionam-se os ativos fixos da empresa, mensurados a valor de mercado no montante de R\$ 154.385,00. Assim, o valor econômico da organização, com base nas premissas utilizadas, totaliza R\$ 1.382.156,00.

## 5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O mundo globalizado e a concorrência cada vez mais acirrada trouxeram uma necessidade antes pouco procurada e conhecida pela grande maioria dos investidores e proprietários. A avaliação de ativos tangíveis e intangíveis ganhou muita importância com o passar dos anos e, hoje, em qualquer negociação, uma das primeiras premissas é o quanto uma empresa vale de fato e de direito.

A tendência mundial é de cisões e incorporações, visto que um grande número de companhias vem utilizando a unificação para ganhar em competitividade e ter uma fatia maior do mercado. É o lucro, em primeiro lugar, que move tais fusões.

O valor econômico da empresa em questão foi obtido por meio de uma taxa de crescimento de 5%, devido às projeções do governo e às tendências de mercado, o que não impede a empresa de crescer ainda mais e mudar seu valor nos próximos anos, tanto positiva quanto negativamente, dependendo de suas decisões financeiras, risco e retorno desejado.

Os objetivos de avaliar uma organização estão atrelados a informações gerenciais precisas; portanto, um gerenciamento bem detalhado de seus investimentos, fluxo de caixa e financiamentos facilita a avaliação. Neste sentido, uma contabilidade gerencial aliada à governança corporativa pode auxiliar os proprietários e investidores a ter esse valor sempre atualizado.

Diante disso, avaliar uma empresa torna-se peça fundamental nesse quebra-cabeça, e, na presente pesquisa, o método aplicado foi o de fluxo de caixa livre, tido por muitos estudiosos como o mais eficaz e com grande índice de acerto na avaliação. Mas não se pode esquecer que este é um assunto bastante complexo, não sendo possível determinar que apenas uma metodologia está correta, pois a avaliação depende muito do contexto geral em que a empresa está inserida. O avaliador pode obter êxito em sua análise e chegar a um valor aproximado, uma vez que tal cálculo não é uma ciência exata e depende de inúmeros fatores, os quais podem mudar as premissas, com o passar dos anos.

O assunto exige debate e estudo cada vez mais aprofundados, já que as constantes mudanças no mercado de atuação, bem como novas leis e medidas governamentais, podem afetar a valorização das empresas. Destaca-se que as mais



afetadas são as empresas com ações negociadas na bolsa de valores e empresas que têm, como principais clientes, potências multinacionais e órgãos públicos, isso porque mudanças de comando político podem afetar qualquer empresa em qualquer lugar do planeta.

Estar alerta quanto às mudanças e possíveis aberturas de mercado e à necessidade de diversificação dos produtos oferecidos pode tornar uma empresa cada vez mais sólida, facilitando sua valorização.

Este assunto, de forma geral, exige que estudos e pesquisas aprofundando o assunto continuem sendo realizados, de modo cada vez mais detalhado e preciso, a fim de se chegar ao valor de uma empresa da forma mais coerente possível, analisando todo o contexto que envolve o estudo.

## REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006.
- BRAGA, Roberto. **Fundamentos e técnicas de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.
- CASSAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. **Análise de investimentos**. São Paulo: Atlas, 2007.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas: valuation**. 3. ed. São Paulo: *Makron Books*, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**. São Paulo: *Makron Books*, 2002.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Atlas, 1995.
- FERNÁNDEZ, Pablo. *Company valuation methods: the most common errors in valuation*. Madrid: *IESE Business School*, 2001.
- FREZATTI, Fábio. **Gestão de valor na empresa: uma abordagem abrangente do valuation a partir da contabilidade gerencial**. São Paulo: Atlas, 2003.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 2. ed. São Paulo: Saraiva, 2002.
- KASSAI, José Roberto. et al. **Retorno de investimento: abordagem matemática e contábil do lucro empresarial**. São Paulo: Atlas, 2000.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 9. ed. São Paulo: Atlas, 2008.
- \_\_\_\_\_. et al. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades de acordo com as normas internacionais e do CPC**. São Paulo: Atlas, 2010.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa:** modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1997.

ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. **Avaliação de sociedades:** apuração de haveres em processos judiciais. São Paulo: Atlas, 2001.

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Introdução à administração financeira:** texto e exercícios. 2. ed. São Paulo: *Cengage Learning*, 2011.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social:** métodos e técnicas. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999.

SÁ, A. Lopes de. **Teoria da contabilidade.** 3. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

SANTOS, Jose Luiz dos. **Introdução à contabilidade:** atualizada pela minirreforma tributária: Lei nº 10.637/02. São Paulo: Atlas, 2003.

SANTOS, José Odálio dos. **Avaliação de empresas:** cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, Jose Luiz dos. **Fundamentos de avaliação de empresas:** foco no método de fluxo de caixa descontado: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 2005.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, Jose Luiz dos; GOMES, José Mário Matsumura. **Contabilidade intermediária:** atualizada pela minireforma tributária lei nº 10.637/02. São Paulo: Atlas, 2003.

YIN, Robert K. **Estudo de caso:** planejamento e métodos. 3. ed. Porto Alegre: *Bookman*, 2005.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. **EVA e gestão baseada em valor:** guia prático para implementação. São Paulo: *Bookman*, 2003.

ZANDONADI, André Luis; RIBEIRO, Kárem Cristina de Sousa; ROGERS, Pablo. Avaliação através do método de fluxo de caixa livre de uma empresa do setor de tecnologia da informação. In: CONGRESSO BRASILEIRO DE CUSTOS, 11, Porto Seguro, 2004.