

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC**

**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**EDIMAR LONGARETTI**

**VALUATION: MODELAGEM FINANCEIRA PARA EVIDENCIAÇÃO DO VALOR  
JUSTO DE UMA EMPRESA**

**CRÍCIUMA**

**2013**

**EDIMAR LONGARETTI**

**VALUATION: MODELAGEM FINANCEIRA PARA EVIDENCIAÇÃO DO VALOR  
JUSTO DE UMA EMPRESA**

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. Esp. Juliano Vitto Dal Pont

**CRÍCIUMA**

**2013**

**EDIMAR LONGARETTI**

**VALUATION: MODELAGEM FINANCEIRA PARA EVIDENCIAÇÃO DO VALOR  
JUSTO DE UMA EMPRESA**

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 métodos de avaliação de empresa.

Criciúma, 02 de dezembro de 2013.

**BANCA EXAMINADORA**

---

Prof. Esp. Juliano Vitto Dal Pont - Orientador

---

Prof. Esp. Rafael dos Santos

---

Prof. Esp. Evandro Colombo

## DEDICATÓRIA

Dedico este trabalho aos meus amigos presentes no decorrer dessa trajetória, a minha namorada Josiani que me ajudou nos momentos difíceis, e em especial aos meus pais Eloi e Ivanir, que foram o meu exemplo de vida, apoiando e acreditando na minha capacidade.

## **AGRADECIMENTOS**

Primeiramente agradeço aos meus pais Eloi Crepaldi Longaretti e Ivanir Vicenti Longaretti, por toda sua dedicação e confiança em mim depositada desde os primeiros anos de vida.

Agradeço aos meus amigos e patrões Jeferson Torquatto e Mauricio Zanellato por colaborar substancialmente com o custeio do estudo.

Agradeço ao meu amigo, professor e orientador Juliano Vitto Dal Pont por ter me dado, de forma muito responsável, a contribuição necessária na elaboração e desenvolvimento da pesquisa.

Em fim agradeço a minha namorada, irmãos, amigos, familiares e a todas as pessoas que de alguma forma influenciaram no término dessa etapa acadêmica.

“Que os vossos esforços desafiem as impossibilidades, lembrai-vos de que as grandes coisas do homem foram conquistadas do que parecia impossível.”

***Charles Chaplin***

## RESUMO

LONGARETTI, Edimar. **Valuation: modelagem financeira para evidência do valor justo de uma empresa.** 2013. XX p. Orientador Juliano Vitto Dal Pont. Trabalho de Conclusão de Curso de Ciências Contábeis. Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC. Criciúma – SC

A globalização eliminou, ao longo dos tempos, as fronteiras territoriais para os capitais financeiros e intelectuais e, conseqüentemente, tem exigido dos governos, empresas, administradores e investidores uma enorme variedade de informações para nortear investimentos potencialmente eficientes e geradores de riquezas capazes de atrair e mobilizar estes recursos. A necessidade de valorar empresas torna-se crescente, haja visto, o aumento substancial de aberturas de capital no país, sendo o método do fluxo de caixa descontado considerado o mais utilizado entre os avaliadores, e definido pelos autores pesquisados como o mais abrangente por capturar todos os elementos que afetam o valor da empresa. Neste contexto, a análise das demonstrações contábeis torna-se instrumento fundamental no processo de tomada de decisão, possibilitando avaliar o desempenho econômico-financeiro das entidades. O presente estudo tem por objetivo abordar também, os métodos de *Valuation* - valor estimado ou valor justo, expresso na língua portuguesa como Avaliação de Empresas, e trazer conhecimento sobre um tema pouco explorado na Contabilidade, pelo fato de não abordar somente o que se mensura nos demonstrativos contábeis, pois além destes considera também como ponto importante as reações de mercado, sendo necessária aplicação de alguns conceitos financeiros.

**Palavras-chave:** *Valuation*, valor estimado ou valor justo, Fluxo de caixa descontado, Funcionalidade dos métodos de avaliação de empresa.

## LISTA DE QUADROS

Quadro 1 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa .....	29
Quadro 2 - Demonstração do Resultado do Exercício .....	44
Quadro 3 - Lucro Líquido Ajustado Descontado.....	51
Quadro 4 - Cenário e Premissas .....	52
Quadro 5 - Projeção do Resultado Consolidado .....	54
Quadro 6 - Lucro Líquido Ajustado Descontado.....	56
Quadro 7 - Cálculo do Valor Econômico .....	56

## LISTA DE GRÁFICOS

Gráfico 1 - Receita Líquida de Vendas.....	46
Gráfico 2 - Composição da Receita de Vendas.....	47
Gráfico 3 - Volume de Vendas .....	47
Gráfico 4 - Lucro Líquido .....	48
Gráfico 5 - Margem Bruta .....	49
Gráfico 6 - Margem Líquida.....	50

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

CAMP	Capital Asset Pricing Model
CEO	Chief Executive Officers
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
DCF	Discounted cash flow
DDM	Discounted Dividend model
DFC	Demonstração do Fluxo de Caixa
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBITDA	Earning Before Interests, Taxes, Depreciation and Amortization
EVA	Economic Value Added
FCFE	Fluxo de Caixa do Acionista
FCFF	Fluxo de Caixa Livre
FDC	Fluxo de Caixa Descontada
FDC	Fluxo de Caixa Desconto
GBV	Value Based Management - VBM
LAS	América Latina do Sul
LLAD	Lucro Líquido Ajustado Descontado
NGG	Variação da Necessidade de Capital
NOPLAST	Lucro Operacional Líquido menos Impostos Ajustes
PL	Patrimônio Líquido
ROIC	Retorno sobre o Capital Investido
WACC	Weighted Average Cost of Capital

## SUMÁRIO

<b>1 INTRODUÇÃO</b> .....	<b>13</b>
1.1 TEMA E PROBLEMA .....	13
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA .....	14
1.3 JUSTIFICATIVA .....	14
<b>2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA</b> .....	<b>16</b>
2.1 CONCEITOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	16
2.2 COMO ALCANÇAR O VALOR DE UMA EMPRESA .....	17
2.3 GESTÃO BASEADA NO VALOR .....	17
2.4 MÉTODO PARA ESTIMATIVA DO CUSTO DE CAPITAL .....	18
<b>2.4.1 Custo de Capital Próprio (CAPM)</b> .....	<b>19</b>
<b>2.4.2 Custo do Capital de Terceiros</b> .....	<b>20</b>
<b>2.4.3 Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)</b> .....	<b>20</b>
2.5 MÉTODOS USUAIS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	21
<b>2.5.1 Modelos baseados no balanço patrimonial</b> .....	<b>22</b>
2.5.1.1 Modelo do Valor Contábil .....	233
2.5.1.2 Valor de Substituição .....	245
<b>2.5.2 Modelos baseados na demonstração do resultado</b> .....	<b>25</b>
2.5.2.1 Modelo de Capitalização dos Lucros .....	25
2.5.2.2 Modelo dos Múltiplos de Faturamento .....	25
<b>2.5.3 Fluxo de caixa descontado</b> .....	<b>26</b>
2.5.3.1 Método do Fluxo de Caixa do Acionista .....	28
2.5.3.2 Método do Fluxo de Caixa Livre da Empresa .....	28
2.5.3.3 Etapas para a realização do fluxo de caixa descontado .....	30
2.5.3.3.1 <i>Análise do desempenho histórico</i> .....	30
2.5.3.3.2 <i>Estimativa do custo de capital</i> .....	32
2.5.3.3.3 <i>Previsão de desempenho</i> .....	33
2.5.3.3.4 <i>Estimativa do Valor Contínuo</i> .....	35
2.5.3.3.5 <i>Cálculo e Interpretação de Resultados</i> .....	37
<b>3 METODOLOGIA</b> .....	<b>39</b>
<b>4 ESTUDO DE CASO</b> .....	<b>41</b>
4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA .....	41
4.2 VALOR DE MERCADO .....	43
4.3 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO – DRE .....	44

4.4 ANÁLISE DO DESEMPENHO .....	45
4.5 ANÁLISE CONTÁBIL DA LUCRATIVIDADE.....	48
4.6 LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO DESCONTADO - LLAD.....	50
<b>5 CONCLUSÃO .....</b>	<b>58</b>
<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>59</b>

## 1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo será abordada uma ideia geral sobre o tema objeto de estudo, delimitado a solução de um problema, com a exposição do objetivo geral e específicos, que descrevem o presente trabalho. A justificativa apresentada evidencia a importância e as contribuições desta pesquisa.

### 1.1 TEMA E PROBLEMA

O valor de uma empresa é objeto de interesse do proprietário e dos investidores, que tenham por intenção participar do seu crescimento e desenvolvimento. A avaliação de uma empresa consiste em uma tarefa complexa e minuciosa, devido à quantidade de modelos e infinidade de fatores que interferem em seu valor. Apesar dessa complexidade, os resultados são no máximo aproximações do seu valor justo.

Cabe destacar que toda empresa independente do tamanho e setor, pode e deve ser avaliada. O processo de avaliação não é restrito apenas para fusões, incorporações e aquisições, mas também no processo de tomada de decisão. Considerando-se que não existe um modelo ideal de avaliação de empresas, devido à complexidade dessa questão, as empresas devem escolher o modelo mais adequado às características empresariais. Neste sentido, compreender o segmento de atuação e cultura organizacional colabora diretamente para definir o valor justo de uma empresa.

Avaliar é um termo comum no cotidiano empresarial, e envolve desde fatores complexos até aspectos simples, subjetivos e pessoais. Cabe ressaltar que a avaliação econômica de empresas não é uma ciência exata, porém visa identificar o valor justo ou estimado de uma organização. O processo de avaliação de empresas é recente e pouco se discute sobre o assunto, principalmente do que diz respeito às técnicas usadas. No entanto, os resultados obtidos pela aplicação deste processo, normalmente são fundamentos para tomada de decisão, e podem ser adotados pelo empresário, gestor, investidores e quem demonstre interesse nos resultados da empresa.

Os referenciais teóricos e suas particularidades com sua peculiaridade de cada método, auxilia o interessado de como proceder para obter melhores resultados em sua análise. Sentindo a necessidade acompanhar o mercado e avaliar as empresas, e com a grade quantidade de métodos existentes de avaliação, surge o seguinte questionamento: qual método é mais eficaz para se obter o valor justo de uma empresa?

## 1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo geral deste estudo consiste em evidenciar o valor econômico estimado de uma empresa.

Os objetivos específicos elencados, visando alcançar o objetivo geral são:

- Fundamentar teoricamente os principais sistemas de avaliação econômica de empresas existentes e suas particularidades;
- Detectar os principais vetores, potencialidades e fragilidades do método de fluxo de caixa descontado; e
- Apresentar os reflexos de se obter um valor justo de uma empresa na atualidade.

## 1.3 JUSTIFICATIVA

O desenvolvimento do mercado de capitais e o crescimento da economia, assim como do volume de informações, fez com que muitos estudiosos dediquem-se a desenvolver ferramentas que permitam avaliar uma organização. Esta nova tendência desperta interesse, sobretudo de empresários e investidores. A predominância de empresas de grande porte em operações de fusões, incorporações e cisões, exigiu do mercado avaliações minuciosas do valor econômico das empresas que permeiam este ambiente.

Deste modo, passaram a ser adotados os métodos de avaliação de empresas, antes simplesmente visualizados como finalidade teórica. Tal situação veio para determinar de diversas maneiras o valor justo de uma empresa, ou seja, o valor estimado para negociação do empreendimento.

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 (MARTINS, 2001, p. 263).

A teoria *valuation*, tem por objetivo trazer métodos teóricos e práticas, adotados para avaliar o ambiente econômico de uma empresa, com a finalidade de lhe atribuir um valor. Existem vários modelos de avaliação de empresas utilizados na prática pelos profissionais da área, porém alguns apresentam uma complexidade maior e outros uma eficiência menor no alcance dos resultados. No atual contexto, a necessidade de valorar uma empresa torna-se indispensável, e compreender as variáveis do processo de avaliação com suas peculiaridades, é a chave para o sucesso, reduzindo as incertezas na estimativa do valor.

Com efeito, pretende-se fornecer parâmetros para avaliações futuras, contribuindo para literatura no sentido de aprofundar o estudo dos métodos existentes, salientando suas vantagens e desvantagens, e fornecendo material de apoio para o melhor entendimento dessas teorias.

Na prática, os administradores e investidores requerem a compreensão de quais fatores influenciam no valor de uma empresa, e fundamentando-se a base teórica torna-se possível aplicar este método para auxiliar nas tomadas de decisões, concedendo assim mais segurança na análise e maior conhecimento sobre o ambiente corporativo.

## 2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Serão apresentados, no referencial teórico, conceitos para a compreensão do *valuation* e sua aplicabilidade. Os conceitos apresentados remetem ao ponto de vista organizacional da avaliação econômica de empresas e seus principais métodos, com enfoque no Fluxo de Caixa Descontado. Outros modelos também serão apresentados, sendo que estes são mencionados pelos principais autores e publicações em finanças.

### 2.1 CONCEITOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A expressão avaliação de empresas provém do termo em inglês *valuation*, que significa valor estimado, ou, valor justo. É um procedimento que permite verificar e avaliar a capacidade futura da empresa gerar caixa, permitindo assim visualizar uma taxa de retorno acima do custo de oportunidade.

O processo de avaliação de empresas vem se destacando no meio corporativo devido à necessidade de conhecer adequadamente o valor de um empreendimento. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o valor de uma empresa deve ser compreendido claramente por seus *CEOs* (*Chief Executive Officers*) e administradores, de forma que suas habilidades sejam fundamentais na tomada de decisão. Além disso, essa informação é indispensável para acionistas e investidores que tenham interesses no desempenho de uma organização.

A avaliação de uma empresa é um assunto que não pode se estabelecer uma metodologia única ou roteiro para sua execução devido à peculiaridade de cada empresa e seu segmento. Para Costa, Costa e Alvim (2010), existem diferentes metodologias para mensurar o valor de uma empresa, porém, nenhuma representa o seu valor exato, pois apesar de técnicas avançadas, os estudos são realizados com base em premissas e hipóteses resultando em um valor aproximado.

Entretanto, apesar de não existir uma metodologia perfeita para avaliação de empresa, algumas podem ser consideradas mais robustas do que outras, dependendo das informações disponíveis e das premissas adotadas, não se caracterizando uma ciência exata, mais sim uma aproximação do valor real estimado.

Para Costa, Costa e Alvim (2010) é importante ressaltar que cada processo avaliativo possui características próprias e que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, das informações e do tempo destinado à compreensão do objeto avaliado.

## 2.2 COMO ALCANÇAR O VALOR DE UMA EMPRESA

A avaliação de uma empresa normalmente enceta-se pela leitura das demonstrações contábeis. Devido, porém, à adoção dos princípios contábeis e a influência da legislação tributária, elas geralmente são incapazes de refletir o valor econômico de um empreendimento (MARTINS, 2001).

O ajuste das demonstrações contábeis pode ser usado para aproximar uma estimativa de um valor econômico da entidade. Os ajustamentos típicos envolvem a depreciação, estoques, ativos intangíveis, *leasing* e outros itens patrimoniais, que resultará em uma proximidade dos valores de mercado.

Sveiby (2001 apud MARTINS 2007, p 265), destaca que a riqueza das empresas não se encontra evidenciada nos relatórios contábeis tradicionais e propõe a inclusão de um novo grupo de itens patrimoniais. Segundo o referido autor, a contabilidade está concentrada exclusivamente nos capitais físicos e monetários, ignorando um dos capitais mais relevantes do empreendimento contemporâneos, ou seja: o capital intelectual.

Para Martins (2001, p 266), “o capital intelectual seria composto por ativos intangíveis que se entende por competência das pessoas, estrutura interna e estrutura externa”. Classificam-se os ativos intangíveis em três categorias: indicadores de crescimento/renovação, indicadores de eficácia e indicadores de estabilidade.

## 2.3 GESTÃO BASEADA NO VALOR

O modelo de Gestão Baseada em Valor é um processo de gerenciamento voltado para alcance de resultados superiores. É um procedimento que mede o desempenho pelo valor criado para os acionistas e proprietários.

Segundo Costa, Costa e Alvim (2011, p. 6):

A gestão baseada em valor – *GBV* (ou *Value Based Management – VBM*) é uma prática relativamente recente no mundo das finanças. Parte-se do pressuposto que a avaliação é importante não apenas para quem quer comprar ou vender uma empresa (ou participação acionária), mas também como uma ferramenta de gestão e planejamento financeiro. A introdução da cultura do valor traz informações de grande importância para a gestão empresarial. Administrar é sinônimo de decidir. O gestor está o tempo todo tomando decisões (de investimento e financiamentos) e a continuidade e o crescimento da empresa vai depender da qualidade das decisões tomadas por seus executivos.

Copeland, Koller e Murrin (2002) observam que a gestão baseada na criação de valor promove um círculo virtuoso, criando empresas mais sustentáveis que, por conseguinte, contribuem para economias mais sólidas e com padrões mais elevados, gerando maiores oportunidades de carreira e de negócios para os indivíduos.

Para Costa, Costa e Alvim (2011) a gestão baseada em valor é o conjunto dos caminhos tomados pela administração de uma companhia, na direção do crescimento do seu valor, da maneira mais objetiva possível ao longo do tempo, em favor dos seus proprietários ou acionistas. Os autores afirmam que esse caminho é constituído de estratégias, normas, ações e atitudes, visando alcançar seus objetivos estratégicos e conseqüentemente os resultados esperados.

## 2.4 MÉTODO PARA ESTIMATIVA DO CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é um instrumento utilizado para se apresentar os fluxos de caixa projetados a valores presentes, refletindo a taxa de grau de risco do negócio. Santos (2005, p. 75) menciona que:

O custo de capital corresponde à média ponderada das taxas de custo das diversas fontes de financiamento a longo prazo que integram a estrutura de capital da empresa. Sendo o custo de capital a taxa desejada de retorno que a empresa deve pagar para captar fundos, ele passa a ser um parâmetro para medir a atratividade de diferentes alternativas de investimentos.

Copeland, Koller e Murrin (2002) consideram o custo de capital como a remuneração mínima que os credores e acionistas esperam pelo custo de oportunidade de investimento de seus recursos. Segundo Assaf Neto (2004), o custo de capital é estabelecido pelas condições com que a empresa obtém seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo geralmente determinado por uma média

dos custos de oportunidade do capital próprio e de terceiros, ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital, líquidas do imposto de renda.

Os principais métodos para mensurar o custo de capital são: *Weighted Average Cost of Capital (WACC)* ou custo médio ponderado de capital; *Capital Asset Pricing Model (CAPM)* ou custo de capital próprio e o Custo do Capital de Terceiros.

#### 2.4.1 Custo de Capital Próprio (CAPM)

O *CAPM (Capital Asset Pricing Model)* possibilita conhecer a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa, ou seja, seu custo de capital próprio. Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 219) “O *CAPM* postula que o custo de oportunidade do capital ordinário seja igual ao retorno sobre os títulos livres de risco mais o risco sistêmico da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (ágio pelo risco)”.

Para efeitos de cálculo, Copeland, Koller e Murrin (2002) sugerem a seguinte fórmula:  $K_s = R_f + [E(r_m) - r_f] (\text{beta})$ , onde:

$r_f$  = Taxa de retorno livre de risco

$E(r_m)$  = Taxa de retorno prevista para a carteira do mercado como um todo

$E(r_m) - r_f$  = Ágio pelo risco de mercado

Beta = Risco sistêmico do capital ordinário (é o coeficiente de regressão da reta que melhor ajusta o retorno de um título com o retorno da carteira do mercado, ou seja, é um indicador que mede como reage o preço de um título às oscilações do índice representativo de seu mercado). As empresas têm diferentes graus de endividamento, então, o beta do PL deve ser ajustado para o grau de alavancagem específico da empresa analisada, já o beta desalavancado é igual ao beta do ativo.

Damodaran (2001, p. 26) afirma que:

O *CAPM* ainda é o padrão pelo qual os demais modelos para risco e retorno são medidos. Considerando seu uso generalizado em Wall Street e na elaboração das políticas corporativas, também se tornou um ímã para críticas, algumas corretas, outras não. O modelo em si tem a vantagem de ser simples e intuitivo, e fornece algumas implicações fortes e passíveis de serem testadas.

Para realizar a abordagem *CAPM*, é preciso estimar os três fatores para se determinar a linha: a taxa livre de risco, o ágio pelo risco no mercado e o risco sistêmico (beta).

#### **2.4.2 Custo do Capital de Terceiros**

O capital de terceiros compreende todas as exigibilidades da empresa, tais como empréstimos e debêntures. Segundo Costa, Costa e Alvin (2011) nem sempre é fácil diferenciar o capital de terceiros do capital próprio. Alguns títulos de empresas são lançados como opções de se transformarem em capital próprio em algum ponto no tempo, o que é o caso da debênture conversível por exemplo. A principal característica que diferencia capital de terceiros de capital próprio é a estrutura proprietária e seu derivado de risco.

Costa, Costa e Alvin (2011, p. 92) mencionam que:

Os financiadores por capital de terceiros (credores) não possuem propriedade sobre os ativos, embora os tomem em alguns casos como garantia para a efetivação do contrato de financiamento. O contrato firmado entre a empresa e os credores garante uma remuneração prometida (juros) periodicamente ou no fim do prazo estabelecido, sob pena de execução da empresa e tomada de propriedade dos ativos dados em garantia, em caso de inadimplência. Quando o financiamento da empresa é realizado por capital próprio, não há contrato estabelecendo o pagamento de juros e tampouco a devolução do principal em algum ponto no futuro.

Essa característica jurídica contribui para que o risco associado ao financiamento por capital próprio seja maior do que o risco associado ao financiamento por capital de terceiros. Deriva daí a conclusão óbvia de que o custo de capital de terceiros é mais barato do que o custo do capital próprio.

#### **2.4.3 Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC)**

O custo médio ponderado de capital (CMPC), também conhecido como *weighted average cost of capital (WACC)* corresponde a média ponderada das taxas de custos das diversas fontes de financiamento a longo prazo que integram a estrutura de capital da empresa. Santos (2012) menciona que no balanço patrimonial tais fontes são classificados como itens do exigível a longo prazo, do passivo circulante quando incluir transferência de dívidas onerosas ou bancárias de longo prazo e do patrimônio líquido.

Copeland, Koller e Murrin (2002) explica que a fórmula geral para estimativa do WACC após impostos é simplesmente a média ponderada do custo marginal após impostos de cada fonte de capital:

$$WACC = k_r (1 - T_c) (B / V) + k_p (P / V) + k_s (S / V)$$

Onde  $k_r$  = O rendimento antes de impostos esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento irretratável e não-conversível

$T$  = A alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação

$B$  = Valor de mercado do endividamento a juros

$V$  = Valor de mercado da entidade objeto da avaliação ( $V = B + P + S$ )

$k_p$  = Custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não-resgatável e não-conversível (o que é igual ao custo antes de impostos do capital preferencial na ausência de deduções relativas a impostos devidos pela empresa sobre dividendos preferenciais)

$P$  = Valor de mercado do capital preferencial

$k_s$  = O custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado

$S$  = Valor de mercado do capital social

Martins (2001, p. 2017) explica que “o uso de uma estrutura de capital ideal a valores de mercado, além de geralmente refletir melhora das expectativas dos fornecedores de recursos, atenua o problema das variações de risco”. Em outras palavras, o custo de cada fonte depende da estrutura de capital da empresa. Quando alteramos, modificamos também o risco financeiro e os custos individuais, tornando os cálculos mais complexos.

## 2.5 MÉTODOS USUAIS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem vários modelos de avaliação de empresas, devendo sua escolha considerar o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento. Martins (2001) os classifica da seguinte forma:

1. Técnicas comparativas de mercado;
2. Técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados;
3. Técnicas baseadas no desconto de fluxo de benefício (geralmente, caixa).

Cada uma dessas categorias compreendem vários modelos. Para o avaliador, o grande desafio consiste em escolher o mais apropriado e atentar para

suas limitações. Martins (2001) relata que na prática, o avaliador geralmente aplica vários modelos e pondera seus resultados para o caso concreto. Isso favorece a identificação de um valor que represente uma adequada aproximação do valor econômico da empresa.

O que os modelos de avaliação empresarial buscam estimar, portanto, é o justo valor de mercado de todos os títulos da empresa, e não apenas o capital próprio. A melhor abordagem é, geralmente, estimar de uma única vez o valor total da empresa em vez de estimar o valor de cada tipo de título separadamente, somando-os ao final.

### **2.5.1 Modelos baseados no balanço patrimonial**

Esses modelos propõem-se a avaliar a empresa através da estimativa de seus ativos. Müller e Teló (2003, p. 98) definem esses modelos como os que “consideram que o valor de uma empresa está, basicamente, em seu balanço patrimonial. Eles determinam o valor de um ponto de vista estático, que, entretanto, não contempla a possível evolução da empresa no futuro, com o conceito de valor do dinheiro no tempo”. Esses modelos não consideram outros fatores que afetam o valor de uma empresa, como o posicionamento no mercado de atuação, os recursos humanos, os problemas organizacionais, contratuais e outros, que não aparecem nas demonstrações contábeis.

Segundo Martins (2001, p. 269), “O modelo de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergem muito de seus valores de mercado e que não possuem um *Goodwill*<sup>1</sup> significativo”. O modelo de avaliação patrimonial contábil está baseado na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais.

---

<sup>1</sup> O *Goodwill* é um termo contábil utilizado para designar a parte do valor de mercado (ou valor intrínseco) de uma empresa que não esteja diretamente refletida nos seus ativos e nos seus passivos.

### 2.5.1.1 Modelo do Valor Contábil

O modelo do valor contábil considera como valor de uma empresa, de forma líquida, o valor do patrimônio líquido, apresentado no balanço patrimonial, constituído por contas como as de capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados. Santos (2005) destaca que devido a adoção dos princípios contábeis e da influência da legislação tributária, as demonstrações contábeis são incapazes de refletir isoladamente, o valor econômico de um empreendimento, pois essa metodologia assume que o valor da empresa corresponde ao valor do patrimônio líquido registrado no balanço patrimonial. Contudo, à diversificação dos métodos contábeis (depreciação dos ativos permanentes, amortização, correção monetária, alterações na legislação, etc.), pode implicar em significativos erros interpretativos.

O aspecto crítico desse método é que os valores dos ativos e passivos são representados por seus custos históricos, não levando em consideração alguns aspectos como inflação e obsolescência, distanciando-se muito de seus valores de mercado. Para Paiva (2001), o valor contábil é apenas um mero valor matemático e não representa o valor econômico da empresa.

Ademais, não são computados os ativos intangíveis altamente valorados como, por exemplo, marcas, patentes e aspectos não-quantitativos, mas que geram benefícios pela sinergia, como confiabilidade dos fornecedores, qualidade dos clientes, capital intelectual, *status* da empresa, entre outros itens não escriturados no Balanço.

Uma das maneiras de aproximar o valor contábil do valor de mercado é proceder alguns ajustes no balanço. O ajuste mais comum é reavaliar os ativos da empresa pelos seus custos de reposição ou pelos seus valores de liquidação.

Martins (2001, p. 90) explica a deficiência:

Pelo exposto, verificamos o surgimento do custo corrente, cujo objetivo básico consiste em reconhecer e evidenciar os efeitos da variação específica dos recursos manuseados pela empresa. Embora ele possa atenuar alguns impactos da variação geral de preços da economia, essa finalidade extrapola sua competência.

Segundo Helfert (2000), o valor contábil geralmente elaborado de acordo com os objetivos contábeis, e este normalmente tem pouca relação com o valor econômico corrente. É um valor histórico que, algum dia, pode ter representado um valor de mercado, mas que com o passar do tempo e com as mudanças

econômicas, foi fortemente distorcido. Sua utilidade para análise econômica é, portanto, questionável na maioria dos casos.

#### 2.5.1.2 Valor de Substituição

O valor de substituição ou reposição, parte do pressuposto da substituição do custo histórico pelo custo baseado nos valores de mercado dos diversos ativos em avaliação, tendo como premissa para a valorização, o ativo avaliado em estado de novo. Para Helfert (2000), valor de reposição é o montante que seria exigido para substituir um ativo fixo existente. Em outras palavras, é o custo de substituição de uma máquina, de instalações ou outros ativos semelhantes. O valor de reposição é uma das várias medidas de avaliação utilizadas no julgamento do valor de uma empresa em funcionamento. Determinar o valor de reposição é uma estimativa amplamente baseada em critérios de engenharia.

O valor de substituição significa o montante de capital necessário para a formação de uma empresa nova, idêntica à empresa analisada, menos os valores de ativos intangíveis como marcas, patentes, rede de distribuição, modernidade do processo de produção, carteiras de clientes, etc. Em outras palavras, o valor da empresa é encontrado tendo por base os valores correntes de reposição de equipamentos e instalações, isto é, procura-se determinar quanto vale atualmente a recomposição da capacidade instalada.

Para Martins (2001), a principal vantagem desse método consiste em elevar o nível de utilidade de informação quando se espera significativas alterações de preços para as futuras compras dos recursos consumidos. Por outro lado, possui uma desvantagem que consiste na elevação do nível de subjetividade inerente à previsão do custo da próxima aquisição do item avaliado, associado à dificuldade de geração de informação decorrente do dimensionamento das expectativas dos preços das reposições futuras.

## 2.5.2 Modelos baseados na demonstração do resultado

Esses modelos são baseados na demonstração do resultado do exercício das empresas, também conhecida por suas iniciais DRE. Tais modelos buscam determinar o valor das empresas através do volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultado que são apresentados.

### 2.5.2.1 Modelo de Capitalização dos Lucros

O modelo de capitalização dos lucros trata como valor patrimonial o resultado da multiplicação das receitas anuais líquidas (lucros) por uma taxa subjetivamente determinada, que é a taxa da relação preço-lucro. Essa taxa de uma ação indica o múltiplo dos lucros por ação que são pagos no mercado acionário.

Martins (2012) afirma que em pequenos negócios que apresentam certa tradição de lucratividade, a taxa de capitalização geralmente é fixada entre 17% e 33%, também podendo ser expressas em múltiplos. Segundo Sharf, Shea e Beck (1991 apud MARTINS 2007, p 79), o modelo de capitalização de lucros requer cuidados na identificação de dois elementos, os quais são destacados a seguir:

1. O lucro do comprador, depois da operação, ajustado pelas tendências;
2. A taxa de capitalização adequada.

A principal limitação atribuída a esse mecanismo é que ele parte do lucro apurado pela contabilidade tradicional.

### 2.5.2.2 Modelo dos Múltiplos de Faturamento

O modelo de múltiplos de faturamento consiste em uma versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros. Martins (2001) enfatiza que, como o nome sugere, o lucro contábil é substituído pelo faturamento da empresa, tornando irrelevantes as informações sobre os demais itens do resultado do exercício. Essa opção pode surtir efeitos satisfatórios naqueles empreendimentos que não possuem um sistema contábil ou que nele não possamos confiar.

A simplicidade do modelo dos múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios, em que os eventos econômicos associados as operação da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no

setor. Assim, com base na experiência do avaliador, a fixação primordialmente subjetiva do multiplicador tende a não comprometer a aproximação do valor econômico do empreendimento (MARTINS, 2001).

### **2.5.3 Fluxo de caixa descontado**

Esses modelos procuram determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa condizente com o grau de risco para geração do fluxo. São modelos amplamente utilizados por consultorias e divulgados nas bibliografias que versam sobre avaliações de ativos e avaliações empresariais.

Martins (2001) evidencia que, ao se avaliar uma empresa, tem por objetivo 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.

Segundo Lopo et al (2001), o fluxo de caixa dentre outros modelos é o que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. A autora complementa que no fluxo de caixa é possível visualizar a evidência da eficiência esperada de determinado negócio. De acordo com Copeland, Koller e Murrin (1994), o fluxo de caixa descontado captura todo os elementos que constituem o valor de uma empresa.

Para Damodaram (1997), essa metodologia é a mais fácil de ser utilizada em empresas que apresentam fluxos de caixa positivos, os quais possam ser estimados de maneira confiável para períodos futuros, e onde exista um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de desconto.

Replicando as palavras de Assaf Neto (2003, p. 586):

Na avaliação econômica de investimentos, o método de fluxo de caixa descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico. Esse método de cálculo de valor, está voltado para a apuração da riqueza absoluta do investimento – valor presente de um fluxo de benefícios econômicos líquidos de caixa esperados no futuro – estando perfeitamente consistente com o objetivo enunciado das finanças corporativas de maximização do valor da empresa.

O modelo de fluxo de caixa descontado apura o valor da empresa considerando-se todas as fontes de capital. Segundo Assaf Neto (2010), o valor justo da empresa para os investidores e acionistas, ou seja, o valor do patrimônio líquido é determinado deduzindo-se do valor da empresa o seu valor de endividamento. No método de fluxo de caixa descontado o valor da empresa pode também ser mensurado pelo valor presente dos fluxos de caixa, descontados pelas taxas que reflitam os riscos dos acionistas, investidores e credores.

Costa, Costa e Alvim (2011) comentam que ao fazer uma avaliação o analista deve procurar manter o foco no tipo de modelagem do fluxo de caixa que está realizando por que esta será a base de cálculo do valor. Para eles, existem basicamente, três tipos de fluxo de caixa e suas finalidades quanto à avaliação:

- Ótica dos ativos: o fluxo de caixa relevante por essa ótica é o fluxo de caixa da empresa (também denominado fluxo de caixa da firma, uma tradução de *free cash flow to firm* – FCFF ou fluxo de caixa livre). O somatório total do valor presente dos fluxos de caixa da empresa é o valor das operações da empresa como um todo (valor dos ativos operacionais). Por essa ótica, para saber o valor da empresa para os acionistas (ou valor do patrimônio líquido), deve-se subtrair o valor presente de mercado da dívida da empresa;
- Ótica do capital de terceiros: fluxo de caixa relevante é o fluxo de caixa das dívidas onerosas da empresa. A soma dos fluxos de caixa dos credores, descontados ao presente pelo custo de capital de terceiros, é o valor presente da dívida e torna-se uma informação crucial para o conhecimento do valor da empresa para o acionista;
- Ótica do acionista: o fluxo de caixa relevante é o fluxo de caixa do acionista (uma tradução de *free cash flow to equity* – FCFE). Sob essa ótica o valor da empresa para o acionista é calculado diretamente pela soma dos FCFEs projetados, descontados ao presente pelo custo de capital próprio. Outro modelo que também está classificada na ótica do acionista é o modelo de desconto de dividendos (uma tradução de *discounted dividend model* – DDM) e sua aplicação depende muito de premissas um tanto quanto restritas, inerentes ao modelo.

### 2.5.3.1 Método do Fluxo de Caixa do Acionista

De acordo com Costa, Costa e Alvin (2001) um método alternativo para se obter o valor da empresa para os acionistas consiste na projeção do fluxo de caixa livre para acionistas. Segundo Damodaran (1994) o fluxo de caixa do Acionista é o resultado da empresa após o pagamento das despesas operacionais, das obrigações tributárias, dos investimentos, dos recursos desembolsados necessários à manutenção das operações e do pagamento de juros e amortizações de dívidas.

Costa, Costa e Alvin (2011) esclarecem que o valor da empresa para o acionista é obtido através do desconto a valor presente de tal fluxo projetado, utilizando-se como taxa de desconto o custo do capital próprio projetado. Os autores também complementam que o fluxo de caixa do acionista reflete na entrada relacionada às vendas, menos as saídas relativas às operações, os investimentos adicionais na necessidade de capital de giro, em ativo imobilizado e intangível, pagamentos de juros, pagamentos de principal etc., conforme equação a seguir:

$$\begin{aligned}
 & \text{Lucro Líquido} \\
 & + \text{Depreciação} \\
 & - \Delta \text{NGG} \\
 & - \text{Gastos de Capital} \\
 & - \text{Pagamento de principal} \\
 & + \text{Novos financiamentos contraídos} \\
 & = \text{Fluxo de Caixa Livre do Acionista}
 \end{aligned}$$

### 2.5.3.2 Método do Fluxo de Caixa Livre da Empresa

O fluxo de caixa livre utiliza o fluxo de caixa operacional, ou seja, o fluxo proveniente das operações da empresa após os impostos sem considerar a estrutura de financiamento da empresa (empréstimos). Costa, Costa e Alvin (2011), informam que o fluxo de caixa livre é aquele gerado pelo ativo econômico da empresa, e que esta disponível para pagar os direitos dos credores e acionistas. Esse fluxo não considera qualquer fluxo referente à saída de juros, amortização do principal, nem pagamento de dividendos; refere-se apenas à diferença entre entradas e os desembolsos relacionados as operações da empresa.

Copeland, Koller e Murrin (2002), define que o fluxo de caixa descontado se baseia pelo “conceito simples o qual um investimento agrega valor se gerar retorno sobre o investimento superior ao retorno que se poderia obter em investimento de nível de risco semelhante”. Resume ainda que:

Mais especificamente, sustentamos que o valor de uma empresa é movido por sua capacidade de geração de fluxo de caixa no longo prazo. A capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa é movida pelo crescimento no longo prazo pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao custo do seu capital (COPELAND, KOLLER E MURRIN 2002, p. 135).

Segundo Costa, Costa e Alvin (2011) o fluxo de caixa livre é o fluxo gerado pelas operações da empresa. Pelo método indireto, parte do lucro da atividade projetada líquida de impostos, adicionado à depreciação do imobilizado e amortização do intangível, deduzindo-se os investimentos adicionais no giro e gastos de capital conforme equação na Tabela 1 abaixo:

Quadro 1 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa

Fluxo de Caixa livre da empresa	
	Vendas brutas
-	Impostos sobre Vendas
=	Vendas Líquidas
-	Custos das Vendas
=	Lucro Bruto
-	Despesas Operacionais
=	Lucro da Atividade
-	Impostos sobre o Lucro da Atividade
=	Lucro Operacional Líquido de Impostos
+	Depreciação/Amortização
-	NGG (variação da necessidade de capital de giro)
-	Gastos de Capital
=	Fluxo de Caixa livre da empresa

Fonte: Costa, Costa e Alvin (2011) adaptado pelo autor.

Martins (2001), conclui que a avaliação de uma empresa se faz do ponto de vista de um comprador em perspectiva. Para este, não interessa qualquer recuperação de investimento que outro tenha feito antes dele. Os valores de depreciação, amortização e exaustão, e outros itens, que afetarão o resultado da empresa no futuro, mas não representarão mais entrada ou saída de dinheiro, só

interessam pelos seus reflexos fiscais. O motivo principal para tal fato é porque influenciam o fluxo de caixa da empresa de modo indireto, visto que interferem no cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro.

Para calcular o fluxo de caixa livre, deve-se desconsiderar o financiamento das operações da empresa e direcionar o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação, extraindo da contabilidade para cada período os investimentos necessários para a continuidade das operações.

### 2.5.3.3 Etapas para a realização do fluxo de caixa descontado

Para realizar o fluxo de caixa descontado devemos seguir os seguintes tópicos. Na conceituada visão de Copeland, Koller e Murrin (2002); as etapas são:

1. Análise do desempenho histórico
2. Estimativa do custo de capital
3. Previsão de desempenho
4. Estimativa do Valor Contínuo
5. Calculo e Interpretação de Resultados

#### 2.5.3.3.1 Análise do desempenho histórico

A compreensão do passado permite projetar o futuro, e neste contexto conhecer o histórico da empresarial, permite criar perspectivas futuras da empresa quanto ao seu desempenho no decorrer dos anos. Copeland, Koller e Murrin (2002) sugere alguns passos para a avaliação do desempenho histórico, que são:

- Reorganização das demonstrações contábeis para obter maiores *insights* analíticos e calcular o ROIC e o lucro econômico;
- Cálculo do fluxo de caixa livre;
- Decomposição do ROIC e desenvolvimento de uma perspectiva integrada;
- Análise da saúde de crédito e liquidez;
- Tratamento de questões mais avançadas na análise do desempenho financeiro.

Para analisar uma empresa é preciso reorganizar suas demonstrações contábeis para estimar o ROIC (retorno sobre o capital investido), o fluxo de caixa

livre e o lucro econômico. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p.161). “O resultado desta reorganização é uma estimativa do NOPLAT (lucro operacional líquido menos impostos ajustados) e do capital operacional investido, refletindo ao máximo possível o aspecto econômico da empresa”.

É preciso calcular o fluxo de caixa livre para saber como a empresa gera ou consome caixa. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 170)

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 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.

Para realizar uma análise histórica completa é necessário compreender a saúde financeira da empresa, analisando a qualidade do crédito e capacidade de liquidez. Resumidamente, a análise financeira de uma empresa consiste num exame minucioso de dados financeiros disponíveis sobre a empresa, bem como das condições endógenas, as quais são representadas pela estrutura organizacional, a capacidade gerencial e o nível tecnológico da empresa, e exógenas que tem como fator de ordem política econômica, entre outros que afetam financeiramente a empresa. Como dados financeiros disponíveis podem incluir as demonstrações financeiras, fluxo de caixa, programas de investimentos, projeção de vendas, por exemplo (SILVA 2001).

A análise contábil é a técnica que permite, através da utilização de instrumentos diversos, a decomposição, a comparação e a interpretação das demonstrações contábeis ou gerenciais e suas extensões, tendo em vistas avaliar o desempenho e as tendências da entidade, para atender determinado objetivo. É composto basicamente da análise vertical, análise horizontal, indicadores econômico-financeiros e avaliação final.

Para Silva (2001) a análise vertical tem como propósito demonstrar a participação relativa de cada item de uma demonstração financeira em relação a determinado referencial. Em contraponto a análise horizontal permite o exame da evolução histórica de cada uma das contas que compõem as demonstrações financeiras.

Conforme Assaf Neto (2002, p. 171), “os indicadores de liquidez evidenciam a situação financeira de uma empresa frente a seus diversos

compromissos financeiros.” Para Braga (2003) a análise interna de liquidez é utilizada como um instrumento de controle financeiro, e é de suma importância, sendo mais eficaz quando realizado em períodos curtos. (semanais, quinzenais, mensais).

Os índices de liquidez normalmente empregados são: liquidez geral, corrente, seca e imediata. Todos estes índices partem do relacionamento ativos e passivos. Os índices de liquidez medem o quanto a empresa tem para cada unidade monetária que ela deve. São usados para avaliar a capacidade de pagamento de uma empresa, isto é, a capacidade de cumprir corretamente suas obrigações.

Outros indicadores amplamente adotados remetem a rentabilidade e lucratividade. Segundo Reis (2003, p. 154), “os índices de rentabilidade e remuneração medem a capacidade de produzir lucro de todo o capital investido nos negócios, e o ganho obtido pelo capital próprio”. Os índices de rentabilidade medem quanto uma empresa está sendo lucrativa ou não. A rentabilidade proporciona ao analista ver os aspectos econômicos na análise financeira de balanços e na obtenção de resultados.

#### 2.5.3.3.2 Estimativa do custo de capital

A grande maioria das empresas é financiada por um *mix* de capital de terceiros e capital próprio. Costa, Costa e Alvim (2011) mencionam que é muito raro encontrar empresas financiadas totalmente por capital próprio ou totalmente capital de terceiros, sendo a maior parcela das empresas estruturadas em termos de capital pela relação, capital próprio e capital de terceiros.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 205) enfatiza que:

Tanto credores quanto acionistas esperam ser remunerados pelo custo da oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa em vez de outra de risco semelhante. O custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa de desconto, ou valor do dinheiro no tempo, usada para converter o fluxo de caixa livre futuro em valor presente para todos os investidores.

O princípio geral que é mais importante reconhecer ao estimar o WACC é o de que ele deve condizer com a abordagem geral de avaliação e com a definição do fluxo de caixa a ser descontado. Copeland, Koller e Murrin (2002) descreve que

para condizer com a abordagem DCF empresarial, a estimativa do custo de capital deve:

- Compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital- endividamento, capital social etc., uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital;
- Ser computada após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado após impostos;
- Utilizar taxas nominais de retomo construídas a partir das taxas reais e da inflação prevista, já que o fluxo de caixa livre previsto é expresso em termos nominais;
- Ajustar para o risco sistêmico suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere o risco assumido;
- Empregar as ponderações de valor do mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos de cada tipo de financiamento, ao passo que os valores escriturais não costumam fazê-lo;
- Estar sujeita a mudanças durante o período de previsão do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, do risco sistêmico ou da estrutura de capital.

#### 2.5.3.3.3 Previsão de desempenho

Na previsão do desempenho futuro os fatores principais que devem ser analisados são o crescimento e retorno sobre o capital investido. Para realizar determinadas projeções deve-se analisar três aspectos: crescimento histórico, previsões de outros analistas e fundamentos da empresa. As etapas básicas segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) para se desenvolver a previsão de desempenho são:

- Determinação da duração e grau de detalhamento da previsão - poderá ser feita uma previsão detalhada (curto prazo) e uma previsão sumária para o longo prazo;

- Desenvolver perspectivas estratégicas sobre desempenho futuro da empresa, considerando as características do setor quanto as vantagens e desvantagens competitivas da mesma;
- Transformar a perspectiva estratégica em previsões financeiras: demonstração de rendimentos, balanço, fluxo de caixa livre e vetores-chave de valor;
- Desenvolver cenários de desempenho alternativos;
- Verificar as previsões gerais (ROIC e crescimento de vendas e lucros resultantes) quanto a sua consistência interna e adequação à sua perspectiva estratégica.

Determinar a estimativa de tempo da projeção consiste em pensar no futuro, em um período de estabilidade da empresa, visando o crescimento.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 238)

A previsão deve ser longa o bastante para que se possa, com segurança, projetar o crescimento do período do valor contínuo como sendo próximo da taxa de crescimento da economia. Um crescimento muito mais elevado faria com que as empresas adquirissem um porte pouco realista em face da economia como um todo. Recomendamos, no tocante à maioria das empresas, que se utilize um período de previsão entre 10 e 15 anos.

Desenvolver perspectivas de estratégicas significa criar um cenário futuro do desempenho da empresa, que seja aceitável. Copeland, Koller e Murrin (2002) destacam que se deve basear em uma cuidadosa análise estratégica da empresa e seu setor, envolvendo a estrutura setorial, segmentação de clientes, competitividade do negócio, entre outros pontos.

A tradução da perspectiva estratégica em previsões financeiras provém da tradução do cenário projetado em números. Copeland, Koller e Murrin (2002) explica que tal previsão costuma se dar da seguinte forma:

- Construção da previsão de faturamento. Esta deve basear-se no crescimento do volume e nas variações de preços;
- Previsão de itens operacionais, tais como custos operacionais, capital de giro e ativo fixo por meio de seu atrelamento ao faturamento ou ao volume (o capital de giro e o ativo fixo serão discutidos detalhadamente no decorrer do capítulo);

- Projeção de itens não-operacionais, tais como investimentos em subsidiárias não-consolidadas e as receitas deles decorrentes, bem como despesas e receitas financeiras;
- Projeção das contas patrimoniais. O patrimônio deve ser igual ao do ano anterior mais o faturamento líquido e novas emissões de ações e menos dividendos e recompras de ações;
- Uso das contas de caixa e/ou endividamento para equilibrar os fluxos de caixa e o balanço;
- Calcular a árvore de ROIC e as razões fundamentais para reunir os elementos e verificar sua consistência.

O desenvolvimento de um cenário coerente é fator preponderante para uma correta avaliação, visto que permite visualizar o comportamento organizacional em um futuro mais provável. Copeland, Koller e Murrin (2002, p 249) explicam que:

Uma vez desenvolvidos os cenários, pode-se estimar o valor geral da empresa. Isto envolverá uma média ponderada dos valores dos cenários independentes, com atribuição de probabilidade de ocorrência a cada um deles. O desenvolvimento de cenários não significa variar mecanicamente a taxa de crescimento das vendas em 10%. Pelo contrário, refere-se ao desenvolvimento de um conjunto abrangente de premissas sobre como e por que o futuro se desenvolverá e sobre como isto pode afetar a lucratividade do setor e o desempenho financeiro da empresa.

O último passo do processo de previsão é a construção do fluxo de caixa livre e dos vetores de valor a partir das demonstrações de resultados e do balanço e a avaliação da previsão. A previsão deve ser avaliada da mesma maneira adotada no tocante ao desempenho histórico.

#### 2.5.3.3.4 Estimativa do Valor Contínuo

Estimativas do valor continuam tratam-se do valor do fluxo de caixa previsto da empresa para além do período de previsão explícita, ou seja, quando a empresa já atingiu a maturidade. A utilização desse método elimina a necessidade de se prever em detalhes o fluxo de caixa de uma empresa por um período muito longo.

De acordo com Póvoa (2007, p. 109) “normalmente nesta fase, o retorno sobre o ativo e patrimônio líquido aproximam-se, respectivamente, dos custos de capital

total e próprio. A estrutura da companhia (relação entre capital próprio e de terceiros) terá alcançado equilíbrio”.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 273), relatam que “o uso de premissas simplificadoras sobre o desempenho da empresa durante este período admitindo-se, por exemplo, uma taxa de crescimento constante, que permite estimar o valor contínuo por meio de uma dentre diversas fórmulas.” A aplicação de uma fórmula de valor contínuo elimina a necessidade de se prever em detalhes o fluxo de caixa da empresa por um período prolongado. O autor complementa que uma boa estimativa do valor contínuo é essencial para qualquer avaliação porque o valor contínuo muitas vezes responde por uma grande parte do valor total da empresa.

Póvoa (2007, p. 255) informa que:

O ponto focal da questão reside no fato de que, se considerarmos que estamos na fase da perpetuidade, assumiremos também que a empresa atingiu o seu mix ideal de estrutura de capital, margem operacional e giro. Enfim: que o custo de capital e retorno de capital estão consolidados e devem ter números próximos. Portanto, a grande fonte possível de crescimento seria a taxa de reinvestimento, físico ou em capital de giro. Se ambos são nulos e o retorno sobre ativos é constante, não existe como conseguirmos que o lucro operacional aumente.

As abordagens ao valor contínuo que são descritas condizem com as estruturas gerais de fluxo de caixa descontado e lucro econômico. Isto é importante porque em muitos casos o valor contínuo é tratado como se fosse diferente da avaliação DCF do período de previsão explícita. Copeland, Koller e Murrin (2002) dizem que alguns adquirentes estimam o valor contínuo por meio da aplicação de um múltiplo do PL por cinco anos em direção ao futuro igual ao múltiplo que estão pensando em pagar pela empresa.

Admite-se que a empresa alvo remeta ao que estão dispostos a pagar por ela, independentemente de seu aspecto econômico e do fato de que mais alguém possa estar disposto a pagar o mesmo preço. Este tipo de raciocínio circular leva a avaliações imprecisas. Em vez disso, eles deveriam tentar estimar quais seriam os múltiplos ao fim do período de previsão, considerados as condições do setor na época.

### 2.5.3.3.5 Cálculo e Interpretação de Resultados

Em um processo de avaliação de empresas, essa é a fase em que se examinam os resultados obtidos, para verificar se este condiz com a realidade empresarial. Nessa etapa verificam-se os vetores que norteiam a análise do resultado do fluxo de caixa descontado. Para completar e calcular o valor patrimonial de uma empresa, Copeland, Koller e Murrin (2002) diz que se deve seguir os seguintes passos:

1. Descontar para o presente, ao *WACC*, o fluxo de caixa livre ou o lucro econômico previsto;
2. Descontar para o presente, ao *WACC*, o valor contínuo. Note que o valor contínuo já estará expresso como valor no final do período de previsão explícita, de modo que deve ser descontado pelo número de anos abrangido pela previsão explícita. Por exemplo, se a previsão for para dez anos, o valor contínuo será descontado por este prazo e não por 11 anos;
3. Calcular o valor operacional, por meio da soma do valor presente do período de previsão explícita ao valor presente do valor contínuo (na abordagem pelo lucro econômico, soma-se, ainda, o capital investido no início do período de previsão explícita). Ajusta-se o resultado pelo desconto de meio de ano. Frequentemente admite-se que o fluxo de caixa se dê continuamente ao longo do ano, em vez do fim do exercício. Assim, elevar o valor fazendo com que ele cresça ao *WACC* pelo número de meses que for necessário acrescentar (geralmente seis meses ou mais, se a previsão estiver sendo feita em um momento avançado do ano);
4. Somar o valor de quaisquer ativos não operacionais cujos fluxos de caixa tenham sido excluídos do fluxo de caixa livre e do lucro econômico para estimar o valor da empresa como um todo. Entre tais itens poderiam estar títulos negociáveis excedentes e investimentos em subsidiárias não correlatas. O valor destes ativos deve ser estimado com base em seus respectivos fluxos de caixa previstos e taxas de desconto aplicáveis, ou por meio de referência a seus valores de mercado. Por exemplo, como os títulos negociáveis excedentes são investimentos de valor presente líquido igual a zero, o valor presente de todo o fluxo de caixa futuro a eles relacionado será

igual a seu valor presente de mercado (o que, no que se refere à maioria dos títulos do mercado financeiro, será também igual ao valor escritural);

5. Subtrair o valor de mercado de todo o endividamento, dos títulos híbridos, das participações minoritárias ou outras obrigações para estimar o valor patrimonial. Não subtrair o valor de passivo contábil como reservas, que são quase patrimoniais. O segredo está na coerência com o fluxo de caixa. Se os fluxos de caixa de um determinado item tiverem sido excluídos do fluxo de caixa livre (por exemplo, endividamento a juros e a despesa financeira a ele associada), subtraia o valor do passivo. Se os fluxos de caixa não tiverem sido excluídos (por exemplo, reservas contra impostos diferidos), o valor não deve ser subtraído para fins de estimativa do valor patrimonial.

Após a estimativa do valor patrimonial em cada cenário, devem ser realizados alguns testes para verificar a lógica dos resultados e minimizar a probabilidade de erros. Copeland, Koller e Murrin (2002) mencionam que o processo consiste em verificar se o valor condiz com a previsão, comparar o valor resultante com o valor de mercado da empresa, se sua estimativa de valor for muito diferente do valor de mercado, avaliar os aspectos financeiros da previsão.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) ao sintetizar os resultados da avaliação, é ideal comparar o valor de cada cenário com seus vetores de valor e com as premissas críticas, tais como margens brutas, investimento em ativo fixo, desenvolvimento de novos produtos e reação competitiva prevista. Por último, cabe estimar um valor mais provável a partir da probabilidade de realização de cada cenário.

### 3 METODOLOGIA

A metodologia determina a linha de pesquisa a ser utilizada a fim de alcançar o objetivo proposto pelo estudo científico. Para Andrade (2001) a pesquisa é o conjunto de procedimentos sistemáticos, baseado no raciocínio lógico, que tem por objetivo encontrar soluções para problemas propostos, mediante a utilização de métodos científicos.

Sob o ponto de vista de seus objetivos a pesquisa poderá ser classificada em estudos exploratórios, estudos descritivos ou estudos explicativos. Nessa pesquisa será aplicada a pesquisa exploratória e descritiva.

A pesquisa exploratória tem como principal finalidade desenvolver esclarecer e modificar conceitos e ideias, tendo em vista a formulação de problemas mais precisos (...), desenvolvidas com o objetivo de proporcionar visão geral, de tipo aproximativo, acerca de determinado fato (...) realizado especialmente quando o tema escolhido é pouco explorado e torna-se difícil sobre ele formular hipóteses precisas e operacionalizáveis (GIL, 1999, p. 43).

“A investigação exploratória realizada em uma área na qual há pouco conhecimento acumulado e sistematizado. Por sua natureza de sondagem, não comporta hipóteses que, todavia, poderão surgir durante ou ao final da pesquisa” (VERGARA, 1998, p. 45).

“A pesquisa descritiva tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis. Neste caso iremos descrever as características de um procedimento de análises para obtenção do valor de uma empresa” (GIL, 1999 p. 44).

A pesquisa descritiva expõe característica de determinada população ou de determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação. Pesquisa de opinião insere-se nessa classificação (VERGARA, 1998, p. 45).

A pesquisa, quanto à forma de abordagem do problema, pode ser qualitativa ou quantitativa. No projeto em estudo será aplicada a pesquisa qualitativa

Os dados podem ser tratados de forma quantitativa, isto é utilizando-se procedimentos estatísticos, como o teste de hipóteses, ou de forma qualitativa como, por exemplo, codificando-os, apresentando-os de forma mais estruturada e analisando-os” (VERGARA, 1998, p. 57).

Em relação ao procedimento aplicado nesse estudo, será utilizada a pesquisa bibliográfica, enfatizando a importância do tema e enriquecer o conteúdo. De acordo com Martins e Theóphilo (2009, p. 54):

Uma pesquisa bibliográfica procura explicar e discutir um assunto, tema ou problema com base em referências publicadas em livros, periódicos, revistas, enciclopédias, dicionários, jornais, *sites*, CDs, anais de congressos, etc. Busca conhecer, analisar e explicar contribuições sobre determinado assunto, tema ou problema. A pesquisa bibliográfica é um excelente meio de formação científica quando realizada independentemente – análise teórica – ou como parte indispensável de qualquer trabalho científico, visando à construção da plataforma teórica do estudo.

Quanto à abordagem do problema foi usado o método quantitativo/qualificativo em que se procurou verificar a validade e oportunidade das análises dos quocientes econômico-financeiros na atualidade, vinculadas as projeções financeiras.

Segundo Richardson (1999, p. 80 apud BEUREN et. al 2003, p. 91):

Os estudos que empregam uma metodologia quantitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais. A abordagem quantitativa caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão etc.

Segundo Beuren et. al (2003, p. 93) “a abordagem quantitativa é frequentemente aplicada nos estudos descritivos, que procuram descobrir e classificar a relação entre variáveis e a relação de causalidade entre fenômenos”.

A metodologia aplicada é um estudo de caso, de acordo com os procedimentos técnicos. Gil (apud Silva, Menezes, 2000, p. 21), afirma que se tem um estudo de caso “quando envolve o estudo profundo e exaustivo de um ou poucos objetos, de maneira que se permita o seu amplo e detalhado conhecimento”.

O estudo de caso foi realizado na empresa Ambev, o critério da escolha foi dividido a disponibilidade das informações contábeis. Os dados levantados são oriundos dos balanços patrimoniais, demonstrações financeiras e de resultados publicadas no site da <http://www.bmfbovespa.com.br> e em seu próprio site [www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br) para prestação de contas com acionistas.

## 4 ESTUDO DE CASO

### 4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

A Companhia de Bebidas das Américas - Ambev é a sucessora da Companhia Cervejaria Brahma ("Brahma") e da Companhia Antártica Paulista Indústria Brasileira de Bebidas e Conexos ("Antártica"), duas das cervejarias mais antigas do Brasil. A Antártica foi fundada em 1885 e a Brahma em 1888, como *Villiger & Cia.* A marca Brahma foi registrada em 6 de setembro de 1888 e, em 1904, a *Villiger & Cia.* mudou sua denominação para Companhia Cervejaria Brahma. A Ambev foi constituída como *Aditus Participações S.A. ("Aditus")* em 14 de setembro de 1998. A Ambev é uma sociedade anônima brasileira, de capital aberto, constituída segundo as leis da República Federativa do Brasil.

No ano de 2001, apesar da era de incertezas simbolizada pelo 11 de setembro, a Ambev alcançou as metas de curto prazo. Teve um EBITDA de R\$ 1,99 bilhão, um lucro líquido recorde de R\$ 784,6 milhões e um EVA de R\$ 355,0 milhões.

Em 2002, novas alianças são anunciadas. A primeira com a Quilmes, maior cervejaria da Argentina, Bolívia, Paraguai e Uruguai, negócio que alçou a Ambev ao posto de terceira maior em operação comercial de bebidas do mundo, com 10 bilhões de litros anuais. E a segunda com a *CabCorp*, principal engarrafadora Pepsi na América Central, para atuação no mercado de cervejas da região. Ainda em 2002, a Ambev começou a produzir a marca Gatorade, isotônico da PepsiCo, e lançou novos produtos: *Pepsi Twist*, *Skol Beats* e *Bohemia Escura*.

Em 2003, a Ambev inicia a construção de uma fábrica no Peru e adquire ativos da Embotelladora Rivera, assumindo a franquia da PepsiCo, com capacidade de produção estimada de 630 milhões de litros anuais. Ainda naquele ano, iniciam-se as operações da empresa na Guatemala.

No Equador, a Ambev adquire a Cerveceria SurAmericana, segunda maior cervejaria do país. Entre os produtos lançados em 2003 está *Bohemia Weiss*, cerveja de trigo que fortaleceu o desenvolvimento da marca como líder do mercado premium.

Em fevereiro de 2004, a Ambev associou-se à Embotelladora Dominicana CXA (Embodom), engarrafadora exclusiva da PepsiCo na República Dominicana. A

sociedade previa a comercialização de refrigerantes e cerveja no mercado dominicano de bebidas. A participação da Ambev nesse mercado foi de 66%.

Neste mesmo ano, a Ambev e a cervejaria belga *Interbrew S.A./N.V.* fecham uma combinação de empresas que envolveu a fusão de uma controladora indireta da Labatt, uma das cervejarias líderes do Canadá. O ano de 2004 foi marcado pelo lançamento da Skol *Big Neck* e da *Liber* - única cerveja com 0% de álcool do Brasil.

No ano de 2005, a Ambev incorporou a InBev Brasil e fundiu-se à CBB - transação que simplificou a estrutura societária da companhia. Outros destaques deste ano foram a inauguração da fábrica de cerveja em Lima (Peru), com capacidade de produção de 100 milhões de litros de cerveja por ano, o lançamento da cerveja belga *superpremium Stella Artois* e da Bohemia Confraria. Cabe ainda ressaltar a presença da marca Brahma em 15 países (Estados Unidos, Reino Unido, Canadá, Rússia, Ucrânia, França, Espanha, Malta, Chipre, Itália, Espanha, Bélgica, Portugal, Luxemburgo e Holanda)

Em 2006, a Ambev obteve excelentes resultados nas suas principais operações. No Brasil, maior unidade da companhia, a empresa fez da Copa do Mundo de Futebol um segundo verão e ampliou os volumes de venda. O ano de 2006 viu lançamentos de inovações em cervejas. O caso do Chopp Brahma *Black* e das tecnologias agregadas à Skol Geladona e ao rótulo termossensível. No segmento de Refrigerantes, a Ambev lançou um dos produtos de maior sucesso do segmento no país: a H2OH!, que une os conceitos de sabor, refrescância e saúde. Durante o ano, a Ambev concluiu a aquisição do controle da empresa, prevista no acordo celebrado em 2002, ampliando de 56,72% para 91,18% a participação no capital social da cervejaria.

Em 2007, a Labatt, subsidiária da Ambev, celebrou contrato com a *Lakeport Brewing Income Fund*. Neste mesmo período, a Ambev adquiriu todas as quotas da *Goldensand Comércio e Serviços Ltda*, controladora das Cervejarias Cintra.

A Skol, Bohemia, *Stella Artois* e Guaraná Antarctica marcam 2008 com mais inovações. Outros lançamentos em mercados da América Latina foram: Zenda, no Peru e no Equador, Brahma *Light* e Zulia, na Venezuela, e Brahma Ice na República Dominicana. Os lançamentos continuaram: Guarah!, Pepsi Twist 3, Sukita Uva e novos sabores de tangerina e maçã de H2OH.

Em 2009, a Ambev obteve resultados positivos, registrando crescimento nos negócios de Cerveja e Refrigerante. O principal lançamento foi a Antartica Sub Zero, cerveja com um novo método de dupla filtragem, a menos 2°C, e com uma composição diferenciada e única de ingredientes. A Bohemia ganhou nova identidade visual e uma garrafa *long neck* proprietária, com *shape* exclusivo. Na área de eventos, a Skol reuniu 40 mil pessoas vestidas de branco no Skol Sensation, conceito que mesclou DJs consagrados a atrações variadas: 26 acrobatas e bailarinos, fogos de artifícios e *show* de lasers. Com as economias obtidas em 2009, a Ambev começou o ano de 2010 anunciando um pacote de investimentos. Os planos envolvem um aporte de até R\$ 2 bilhões, visando ampliar ou criar novas linhas de produção.

Os resultados da Ambev em 2010 (divulgados em 2011) foram positivos. A Ambev registrou EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações) normalizado de R\$ 11,7 bilhões no ano passado, resultado orgânico 13,5% superior ao alcançado no ano de 2009. O lucro líquido normalizado foi de R\$ 7,7 bilhões em 2010, um crescimento reportado de 33,2% em relação ao ano anterior. O lucro normalizado por ação ficou em R\$ 2,49 em 2010, cifra 32,3% superior à registrada em 2009. Os impostos gerados no Brasil chegaram a R\$ 13,2 bilhões em 2010, um aumento de 15% em relação ao ano anterior.

Com investimentos da ordem de R\$ 2 bilhões realizados em 2010, a Ambev criou 1.930 vagas em todo o país ao longo do ano passado. O saldo é mais que o dobro do registrado em 2009, quando foram abertos 953 novos postos.

Com o objetivo de expandir em 10% a capacidade total de produção, atendendo à demanda de curto e médio prazo, a Ambev investiu em 2011 mais de R\$ 2 bilhões em obras de ampliação, manutenção e modernização de unidades em todo o Brasil. Toda informações foram extraídas do site [www.ambev.com.br](http://www.ambev.com.br).

## 4.2 VALOR DE MERCADO

Maior cervejaria da América Latina e indústria privada de bens de consumo do Brasil. A Ambev integra a mais ampla plataforma de produção e comercialização de cervejas do mundo, a *Anheuser-Busch InBev*. Individualmente, é a quarta maior cervejaria do mundo. A empresa está presente em 14 países das

Américas, em operações que envolvem a produção e comercialização de cervejas, refrigerantes e outras bebidas não-carbonatadas.

A Ambev fechou o ano de 2012 como a empresa mais valiosa da América Latina, segundo dados da consultoria Economatica. De acordo com a consultoria, a Ambev é avaliada em US\$ 129,3 bilhões. Em moeda local, o valor da Ambev passou de R\$ 187,6 bilhões para R\$ 264,3 bilhões. O crescimento, de R\$ 76,6 bilhões, representa um aumento de 40,89%.

#### 4.3 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO – DRE

Quadro 2 – Demonstração do Resultado do Exercício

CONSOLIDATED INCOME STATEMENT	RESULTADO CONSOLIDADO	IFRS
R\$ million	R\$ milhões	12M12 FY12
Volume ('000 hl)	Volume ('000 hl)	169.839,38
<b>Net revenue</b>	<b>Receita líquida</b>	<b>32.231,03</b>
Net revenue/hl	ROL/hl	189,80
Cost of goods sold (COGS)	CPV	(10.291,52)
COGS/hl	CPV/hl	(60,60)
<b>Gross profit</b>	<b>Lucro bruto</b>	<b>21.939,51</b>
Gross margin	Margem bruta	68,07%
Sales and marketing expenses	Despesas comerciais	(7.346,59)
Administrative expenses	Despesas administrativas	(1.546,54)
SG&A excl. deprec.&amort.	SG&A excl. deprec.&amort.	(8.276,64)
SG&A deprec.&amort.	SG&A deprec.&amort.	(616,48)
SG&A total	SG&A total	(8.893,12)
Other operating income / (expenses)	Outras rec operacionais	863,99
<b>Normalized operating income (normalized EBIT)</b>	<b>Lucro operacional (EBIT ajustado)</b>	<b>13.910,38</b>
Special items above EBIT	Receitas e (despesas) especiais antes do EBIT	(50,38)
Net finance results	Resultado financeiro	(812,81)
Share of results of associates	Participação nos resultados de coligadas	0,48
Income tax expense	Imposto de renda	(2.405,11)
<b>Profit</b>	<b>Lucro líquido</b>	<b>10.642,56</b>
<b>Attributable to Ambev holders</b>	<b>Atribuído para Ambev</b>	<b>10.508,07</b>
Attributable to non-controlling interests	Atribuído a não controladores	134,48
<b>Normalized profit</b>	<b>Lucro líquido ajustado</b>	<b>10.692,93</b>
<b>Attributable to Ambev holders</b>	<b>Atribuído para Ambev</b>	<b>10.558,45</b>
<b>Normalized EBITDA</b>	<b>EBITDA ajustado</b>	<b>15.679,02</b>
<b>Normalized EBITDA margin</b>	<b>Margem EBITDA ajustado</b>	<b>48,65%</b>

Fonte: Disponível site Ambev

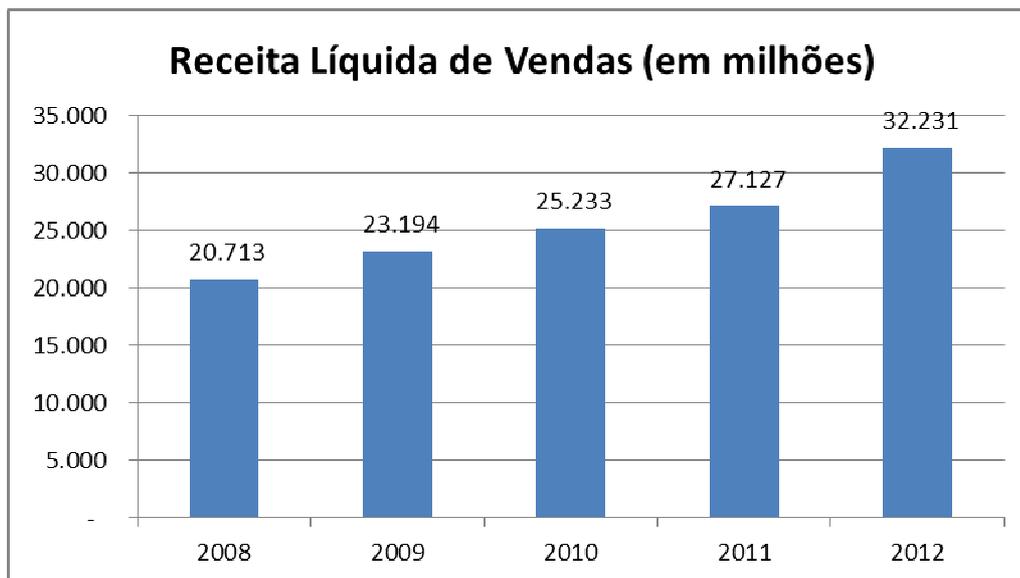
Em 2012 a Ambev apresentou em seu EBITDA (lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações) ajustado (América Latina Norte + América Latina Sul + Canadá) um aumento orgânico de 13,6% em relação à 2011,

encerrando o período com R\$ 15,7 bilhões. O volume total de vendas da Ambev no ano apresentou crescimento orgânico de 2% em relação a 2011, e chegou a quase 170 milhões de hectolitros. Na mesma comparação, o volume de cerveja cresceu 1,9% (orgânico), chegando a 122,5 milhões de hectolitros. Por sua vez, o volume de *RefrigeNanc* (refrigerantes, bebidas não alcólicas e não carbonatadas) apresentou expansão orgânica de 2%, com 47,4 milhões de hectolitros vendidos. O lucro líquido ajustado foi de R\$ 10,6 bilhões em 2012, um crescimento reportado de 22,5% em relação ao ano anterior. A receita líquida de vendas aumentou 12,4% organicamente e somou R\$ 32,2 bilhões no ano.

#### 4.4 ANÁLISE DO DESEMPENHO

Em uma breve análise econômica do período compreendido entre 2008 até 2012, é possível constatar e destacar inúmeros aspectos dos principais vetores responsáveis pelo desempenho da empresa objeto de estudo. O maior destaque recai sobre o crescimento da receita líquida de vendas (demonstrado no gráfico 1). Cabe ressaltar que esta apresenta crescimento significativo e constante nos últimos anos, elevando seu destaque em 2012, onde teve seu maior crescimento, o qual representa, aproximadamente 19%. Esse diferencial é decorrente do crescimento do *mix* de produtos na categoria *premium*, os quais possuem um maior valor agregado. O crescimento da receita líquida de vendas é um indicador fundamental no contexto de análise visto que evidencia um crescimento significativo, orgânico e linear da receita.

Gráfico 1 - Receita Líquida de Vendas



Fonte: Elaborado pelo autor

A receita é composta por um *mix* de produtos provenientes do seu faturamento englobando todas as plantas. O Brasil é responsável por 65% do faturamento anual, sendo 55% proveniente do ramo cervejeiro e 10% com refrigerantes, como demonstra o gráfico 2. Em seguida vem a América Latina - Sul (LAS), com 18%. Desses percentual, 13% são do ramo cervejeiro e 5% com refrigerantes representados no gráfico 2 como LAS Cerveja e LAS CSD&NANC respectivamente. O Canadá representa 13%, e os demais 4% são referentes as operações no norte da América Latina denominadas no gráfico 2 como HILA-Ex.

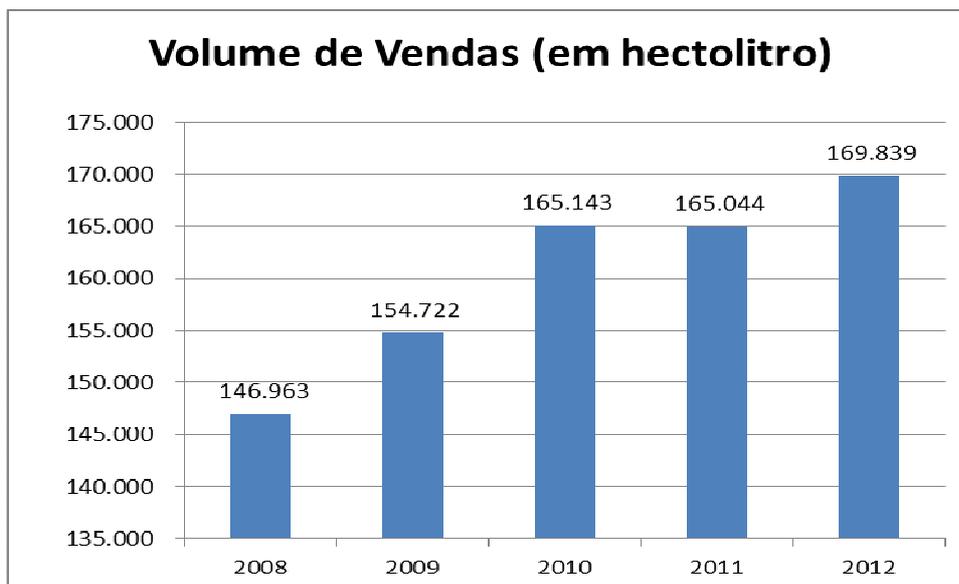
Gráfico 2 - Composição da Receita de Vendas



Fonte: Elaborado pelo autor

Conforme demonstra o gráfico 3 o volume de vendas teve um crescimento médio de 4% nos últimos cinco anos, com destaque para 2009 onde o crescimento se elevou 9% em relação ao ano anterior. O volume de vendas é diretamente influenciado pelo grande portfólio de produtos da empresa.

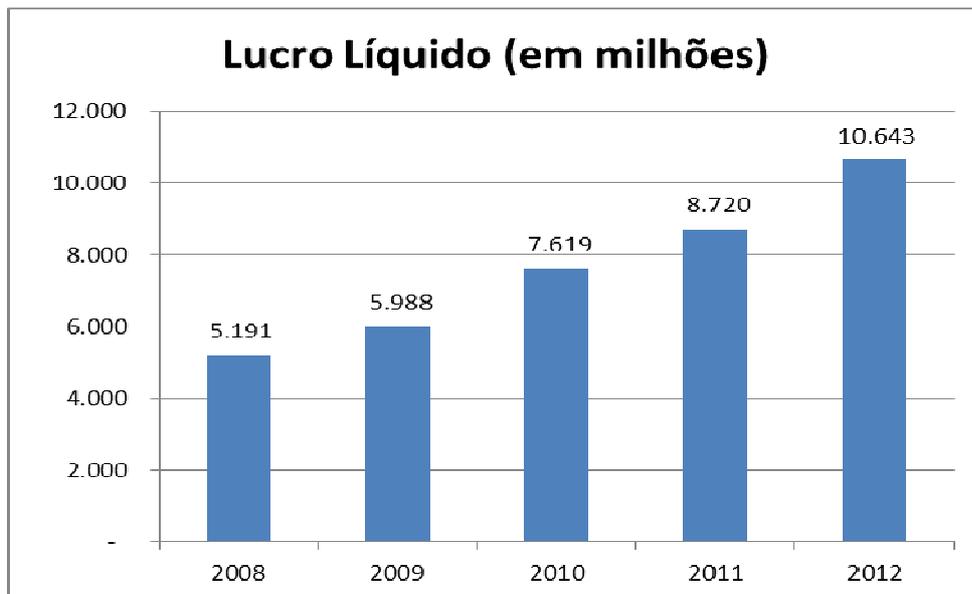
Gráfico 3 - Volume de Vendas



Fonte: Elaborado pelo autor

Outro aspecto significativo é que a companhia vem em uma acedente, registrando um constante no aumento do lucro líquido, mostrando a sua força no crescimento e numeros favoráveis. Observando o gráfico 4 fica visível a alavancagem e seu ótimo desempenho quanto a geração de lucro.

Gráfico 4 - Lucro Líquido



Fonte: Elaborado pelo autor

Diante das informações anteriormente exposta, verifica-se que a companhia, mesmo submetida a fortes pressões, apresenta um desempenho linear e estável no que tange ao crescimento e elevação de seus índices de venda e lucratividade.

#### 4.5 ANÁLISE CONTÁBIL DA LUCRATIVIDADE

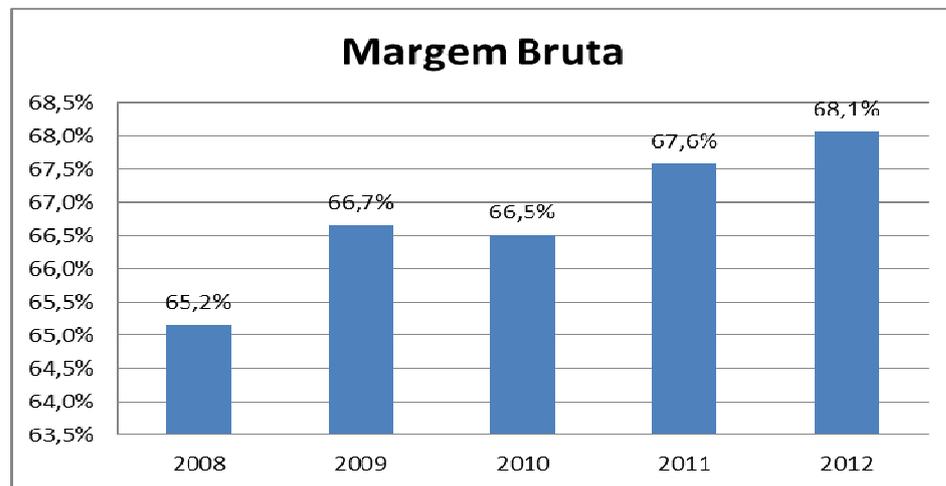
A análise de balanços é uma arte, pois, embora existam alguns cálculos razoavelmente formalizados, não existe forma científica ou metodologicamente comprovada de relacionar os índices de maneira a obter um diagnóstico preciso.

Para uma boa análise é preciso saber qual resultado se pretende alcançar, quem são os usuários interessados, qual a extensão e profundidade da análise e as possíveis áreas de risco da entidade. A Análise das Demonstrações

Contábeis visa determinar a involução ou a evolução das situações financeira e econômica, visando identificar e explicar fatores que podem afetar a organização.

Visando elucidar o crescimento e evolução do lucro formam selecionados dois indicadores específicos relacionados aos aspectos de lucratividade. O primeiro indicador selecionado consiste na margem bruta, que demonstra o percentual de lucro que a empresa conseguiu obter com suas vendas – descontado o custo de venda e produção das mercadorias. O gráfico 5 mostra apresenta a substancial evolução em relação a esse índice, com crescimento acentuado e um destaque no ano de 2012 onde obteve seu melhor resultado.

Gráfico 5 - Margem Bruta

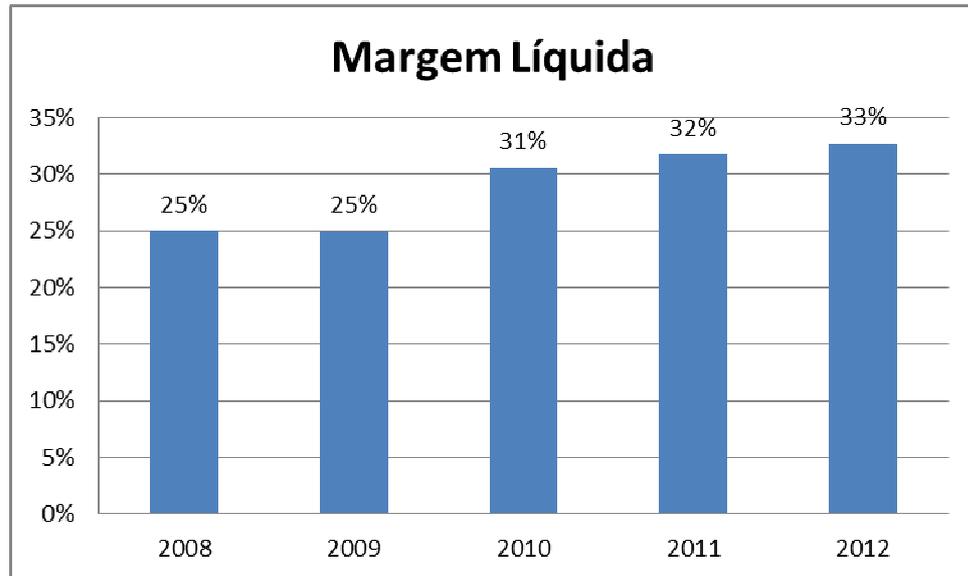


Fonte: Elaborado pelo autor

Estes excelentes números em termos de margem bruta denotam a preocupação da companhia em controlar seus custos operacionais, visto a representatividade e impacto dos mesmos sobre o negócio. É fundamental destacar que a AMBEV é uma organização que possui rigorosa política de gestão para custos e despesas.

Outro indicador elencado para avaliar a lucratividade, foi a margem líquida, tem por objetivo medir o percentual de lucro líquido que a empresa conseguiu obter em relação ao seu faturamento. Por lucro líquido entende-se o lucro após a dedução de todas as despesas, incluindo o imposto de renda. Fica evidente que a empresa Ambev possui uma margem líquida muito atrativa, elevando sistematicamente seus resultados. O gráfico a seguir evidencia esta evolução supramencionada.

Gráfico 6 - Margem Líquida



Ao se comparar os períodos de 2008 e 2012, constata-se que a margem líquida do período se elevou em 8 p.p, fato este que denota a preocupação da empresa em gerar resultados sólidos e crescentes ao longo dos tempos. Cabe destacar que no modelo de avaliação econômica proposto, o ponto de partida será o lucro líquido do empreendimento.

#### 4.6 LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO DESCONTADO - LLAD

É imprescindível no processo de avaliação econômica de uma empresa que sejam estimados os valores a título de custo de capital próprio e custo de capital de terceiros. Ressalta-se que a ponderação destes valores resulta no custo médio ponderado de capital, o qual possui a finalidade de representar a taxa de retorno requerida pelo capital investido.

Diante do exposto, e tendo em vista identificar o valor efetivo da companhia, foram extraídos e coletados os dados que subsidiam o cálculo do custo médio ponderado de capital.

Contudo, para concluir o diagnóstico o cálculo do custo médio ponderado de capital, faz-se necessário detectar o custo do capital próprio e o custo de capital de terceiros. Somente de posse dessas informações torna-se possível chegar ao

WACC, que será a taxa de desconto adotada para se obter o Lucro Líquido Ajustado Descontado. O cálculo será apresentado no quadro a seguir.

Quadro 3 – Lucro Líquido Ajustado Descontado

<b>Custo de Capital Próprio</b>	
Taxa Livre de Risco	4,0%
Risco Brasil	10,0%
Prêmio de Mercado	4,4%
Beta Desalavancado	-
D/E	0,41
Beta Alavancado	0,77
Custo de Capital Próprio	17,4%
<b>Custo de Capital de Terceiros</b>	
Custo de Capital de Terceiros	12,0%
Custo de Capital de Terceiros x (1-t)	9,2%
Participação do Capital Próprio	0,59
Participação do Capital de Terceiros	0,41
<b>Custo Médio Ponderado de Capital</b>	
Custo Médio Ponderado de Capital	14,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Os termos "Médio" e "Ponderado" são utilizados já que nem todos os investidores e credores requerem a mesma taxa de remuneração sobre o capital que investiram e, portanto, deve-se calcular uma média ponderada (pelo capital investido de cada credor ou investidor) das remunerações requeridas (ou custos de capital) por cada um dos credores e investidores. Em síntese essa taxa mede também o custo de oportunidade dos investidores ou credores do negócio.

Com o intuito de projetar as demonstrações contábeis rumo ao futuro, evidencia-se como aspecto essencial a determinação do cenário em que a empresa estará inserida, bem como as premissas que permeiam o ambiente empresarial. O estabelecimento de cenários tem por intuito dimensionar o horizonte de atuação da organização, assim como estabelecer os indicadores que de alguma forma influenciam no futuro pela previsto empresa.

A criação de cenários econômicos permite visualizar o futuro da empresa, correlacionando aspectos reais e aspectos projetivos alinhados ao provável futuro

delineado para a empresa. Para estruturar os cenários é fundamental avaliar o ambiente macroeconômico e microeconômico. As premissas adotadas para estruturação do trabalho estão apresentadas na sequência.

#### Quadro 4 – Cenário e Premissas

CENÁRIO E PREMISSAS										
Empresa AMBEV	2013 REAL	2014 PROJ.	2015 PROJ.	2016 PROJ.	2017 PROJ.	2018 PROJ.	2019 PROJ.	2020 PROJ.	2021 PROJ.	2022 PROJ.
<b>Cenário Macroeconômico</b>										
Crescimento do PIB (% anual)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%
Crescimento do Setor de Atividade (% anual)	4,0%	4,0%	4,0%	4,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
Taxa de Inflação - IGPM (% anual)	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Taxa para Aplicações Financeiras (% anual)	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%	9,0%
Inadimplência (% anual)	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%	2,0%
TJLP (% anual)	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%	5,0%
<b>Outras Influências</b>										
Fator Copa do Mundo 2014 - Elevação de Vendas	0,0%	6,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
Fator Olimpíada 2016 - Elevação de Vendas	0,0%	0,0%	0,0%	4,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%	0,0%
<b>Premissas Corporativas</b>										
Novas Imobilizações - Investimentos Estratégicos (em milhões)	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0	2.000,0
Valorização do Intangível (% anual)	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%	3,0%
Distribuição de Dividendos (% Resultado)	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%	35,00%
Imposto sobre Compras	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%	23,00%
Impostos sobre Vendas (%)	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%	31,3%
Alíquota de IRPJ+CSLL (%)	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%	23,0%
Crescimento das Vendas em Volume (%)	9,0%	9,0%	9,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%	7,0%
Percentual de Representatividade da Matéria Prima no CPV	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%	60,0%
Percentual de Representatividade de Outros Custos no CPV	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%	40,0%

Fonte: Elaborado pelo autor

Determinado o cenário do negócio, foi realizada a projeção dos resultados. Visando estruturar o resultado futuro foi projetado o demonstrativo de resultado do exercício a partir de 2013. Cabe destacar que o horizonte da avaliação econômica da empresa objeto de estudo, foi pautado pelo período compreendido entre os anos de 2013 e 2022.

Para maior compreensibilidade segue na sequência a projeção dos resultados econômicos que será adotada para avaliação econômica da empresa objeto de estudo.

O quadro 5 estrutura as projeções do resultado consolidado pela companhia, a qual possui uma considerável evolução de volume no período de análise. Partindo-se do pressuposto do volume de vendas como motivador do crescimento, destaca-se que em termos projetivos este saltou de 17.6 bilhões de litros em 2013 para 25.9 bilhões em 2022, um incremento na ordem de 42,1%.

Nesse mesmo período o lucro líquido foi de R\$ 10.8 bilhões para R\$ 44.8 bilhões, apresentando um crescimento superior a 314%. Para melhor entendimento deve ser analisado o demonstrativo a seguir.

## Quadro 5 – Projeção do Resultado Consolidado

RESULTADO CONSOLIDADO	IFRS 13	IFRS 14	IFRS 15	IFRS 16	IFRS 17	IFRS 18	IFRS 19	IFRS 20	IFRS 21	IFRS 22
R\$ milhões	FY13	FY14	FY15	FY16	FY17	FY18	FY19	FY20	FY21	FY22
Volume ('000 hl) (milhares)	176.633,0	194.296,3	202.068,1	210.150,8	216.455,4	222.949,0	229.637,5	236.526,6	243.622,4	250.931,1
<b>Receita Bruta (milhões de R\$)</b>	<b>54.607,56</b>	<b>67.276,52</b>	<b>78.363,69</b>	<b>91.278,03</b>	<b>105.298,33</b>	<b>121.472,15</b>	<b>131.372,13</b>	<b>142.078,96</b>	<b>153.658,40</b>	<b>166.181,56</b>
<b>Receita líquida (milhões de R\$)</b>	<b>37.542,7</b>	<b>46.252,6</b>	<b>53.875,0</b>	<b>62.753,6</b>	<b>72.392,6</b>	<b>83.512,1</b>	<b>90.318,3</b>	<b>97.679,3</b>	<b>105.640,1</b>	<b>114.249,8</b>
ROL/hl (milhões de R\$)	212,55	238,05	266,62	298,61	334,45	374,58	393,31	412,97	433,62	455,30
CPV (milhões de R\$)	(11.345,4)	(13.228,7)	(14.583,3)	(16.076,7)	(17.552,5)	(19.163,8)	(20.923,0)	(22.843,8)	(24.940,8)	(27.230,4)
CPV/hl (milhões de R\$)	(64,2)	(68,1)	(72,2)	(76,5)	(81,1)	(86,0)	(91,1)	(96,6)	(102,4)	(108,5)
<b>Lucro bruto (milhões de R\$)</b>	<b>26.197,3</b>	<b>33.023,9</b>	<b>39.291,7</b>	<b>46.677,0</b>	<b>54.840,1</b>	<b>64.348,3</b>	<b>69.395,3</b>	<b>74.835,5</b>	<b>80.699,3</b>	<b>87.019,4</b>
Margem bruta	69,8%	71,4%	72,9%	74,4%	75,8%	77,1%	76,8%	76,6%	76,4%	76,2%
Despesas comerciais (milhões de R\$)	(8.557,3)	(10.542,6)	(12.280,0)	(14.303,8)	(16.500,8)	(19.035,4)	(20.586,7)	(22.264,6)	(24.079,1)	(26.041,6)
Despesas administrativas (milhões de R\$)	(1.639,3)	(1.737,7)	(1.841,9)	(1.952,5)	(2.069,6)	(2.193,8)	(2.325,4)	(2.464,9)	(2.612,8)	(2.769,6)
SG&A excl. deprec.&amort. (milhões de R\$)	(9.512,3)	(11.520,7)	(13.278,8)	(15.320,4)	(17.531,6)	(20.076,1)	(21.632,2)	(23.308,8)	(25.115,0)	(27.060,7)
SG&A deprec.&amort. (milhões de R\$)	(684,3)	(759,6)	(843,1)	(935,9)	(1.038,8)	(1.153,1)	(1.279,9)	(1.420,7)	(1.577,0)	(1.750,5)
SG&A total (milhões de R\$)	(10.196,6)	(12.280,3)	(14.122,0)	(16.256,2)	(18.570,4)	(21.229,1)	(22.912,2)	(24.729,5)	(26.692,0)	(28.811,2)
Outras rec operacionais (milhões de R\$)	950,4	1.045,4	1.150,0	1.265,0	1.391,5	1.530,6	1.683,7	1.852,0	2.037,2	2.241,0
<b>Lucro operacional (EBIT ajustado) (milhões de R\$)</b>	<b>16.951,1</b>	<b>21.789,0</b>	<b>26.319,7</b>	<b>31.685,7</b>	<b>37.661,1</b>	<b>44.649,8</b>	<b>48.166,8</b>	<b>51.958,0</b>	<b>56.044,6</b>	<b>60.449,2</b>
<b>Margem EBIT</b>	<b>45,15%</b>	<b>47,11%</b>	<b>48,85%</b>	<b>50,49%</b>	<b>52,02%</b>	<b>53,47%</b>	<b>53,33%</b>	<b>53,19%</b>	<b>53,05%</b>	<b>52,91%</b>
Receitas e (despesas) especiais antes do EBIT (milhões de R\$)	(55,4)	(61,0)	(67,1)	(73,8)	(81,1)	(89,2)	(98,2)	(108,0)	(118,8)	(130,7)
Resultado financeiro (milhões de R\$)	(853,5)	(896,1)	(940,9)	(988,0)	(1.037,4)	(1.089,2)	(1.143,7)	(1.200,9)	(1.260,9)	(1.324,0)
Participação nos resultados de coligadas (milhões de R\$)	0,5	0,6	0,6	0,7	0,7	0,8	0,8	0,9	1,0	1,0
Imposto de renda (milhões de R\$)	(3.898,7)	(5.011,5)	(6.053,5)	(7.287,7)	(8.662,1)	(10.269,4)	(11.078,4)	(11.950,4)	(12.890,3)	(13.903,3)
<b>Lucro líquido (milhões de R\$)</b>	<b>12.144,0</b>	<b>15.821,0</b>	<b>19.258,8</b>	<b>23.336,9</b>	<b>27.881,3</b>	<b>33.202,6</b>	<b>35.847,4</b>	<b>38.699,7</b>	<b>41.775,6</b>	<b>45.092,3</b>
<b>Margem Líquida</b>	<b>32,3%</b>	<b>34,2%</b>	<b>35,7%</b>	<b>37,2%</b>	<b>38,5%</b>	<b>39,8%</b>	<b>39,7%</b>	<b>39,6%</b>	<b>39,5%</b>	<b>39,5%</b>
<b>Lucro líquido (milhões de R\$)</b>	<b>12.144,0</b>	<b>15.821,0</b>	<b>19.258,8</b>	<b>23.336,9</b>	<b>27.881,3</b>	<b>33.202,6</b>	<b>35.847,4</b>	<b>38.699,7</b>	<b>41.775,6</b>	<b>45.092,3</b>
SG&A excl. deprec.&amort. (milhões de R\$)	684,3	759,6	843,1	935,9	1.038,8	1.153,1	1.279,9	1.420,7	1.577,0	1.750,5
<b>Lucro líquido ajustado (milhões de R\$)</b>	<b>12.828,3</b>	<b>16.580,6</b>	<b>20.101,9</b>	<b>24.272,8</b>	<b>28.920,1</b>	<b>34.355,7</b>	<b>37.127,3</b>	<b>40.120,4</b>	<b>43.352,6</b>	<b>46.842,7</b>
<b>Atividades de investimentos</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>	<b>2.000,00</b>
Investimento em imobilizado	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00	2.000,00
<b>Valor do lucro líquido ajusto livre investimentos</b>	<b>10.828,3</b>	<b>14.580,6</b>	<b>18.101,9</b>	<b>22.272,8</b>	<b>26.920,1</b>	<b>32.355,7</b>	<b>35.127,3</b>	<b>38.120,4</b>	<b>41.352,6</b>	<b>44.842,7</b>

Fonte: Elaborado pelo autor

Ao analisar os tradicionais métodos de avaliação econômica de empresas, constata-se que os mesmos possuem inúmeras particularidades, bem como vantagens e desvantagens. Visando alcançar o valor estimado e justo de uma empresa, após uma análise criteriosa dos modelos disponibilizados na literatura, evidenciou-se que a adoção de um modelo híbrido pode ampliar os horizontes de análise, fornecendo subsídio mais amplo e por consequência valores mais próximos da realidade organizacional.

O modelo de análise adotada no estudo de caso consiste em um modelo híbrido, referenciado por fatores que estruturam o modelo de fluxo de caixa descontado, bem como o modelo que remete a capitalização dos lucros. Neste contexto, a opção foi substituir o fluxo de caixa a valores presentes, por uma estrutura de construção singular.

Esta categoria de modelo pressupõe que o valor de uma empresa está relacionado com a sua capacidade de geração de lucros futuros. Assim o avaliador projeta a geração do resultado, e calcula seu valor presente na data zero. Para tanto, considera-se uma taxa de desconto que representa o nível de risco do empreendimento em relação a outros ativos da economia.

O modelo proposto foi denominado de Lucro Líquido Ajustado Descontado. O ajuste constante na terminologia do modelo está relacionado a reinserção das despesas com depreciação e amortização no valor obtido de lucro líquido. A expressão descontado, remete a taxa adotada para gerar os fluxos de resultados em valores presentes

É fundamental ressaltar que o modelo proposto foi constituído e desenvolvido pelo autor, o qual aprofundando teorias que remetem a avaliação de empresa constatou que ao substituir o resultado financeiro pelo resultado econômico, obtém variáveis reais e efetivas. Adicionando-se a este valor os resultados provenientes da depreciação e amortização, e extraíndo os valores a título de investimentos, obtém-se o lucro com características financeiras. Para efetuar o cálculo desse valor foi adotado o modelo abaixo que visa trazer o resultado a valores presentes.

### Quadro 6 – Lucro Líquido Ajustado Descontado

<b>LUCRO LÍQUIDO AJUSTADO DESCONTADO</b>	<b>2013</b>	<b>2014</b>	<b>2015</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>	<b>2018</b>	<b>2019</b>	<b>2020</b>	<b>2021</b>	<b>2022</b>
Lucro Líquido Ajustado Livre de Investimentos	10.828	14.581	18.102	22.273	26.920	32.356	35.127	38.120	41.353	44.843
Número de Períodos (P)	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Índice de Valor Presente = $1/(1+TD)^P$	0,88	0,77	0,67	0,59	0,52	0,45	0,40	0,35	0,31	0,27
<b>Lucro Líquido Ajustado Livre de Investimentos em Valor Presente</b>	<b>9.495</b>	<b>11.212</b>	<b>12.206</b>	<b>13.170</b>	<b>13.961</b>	<b>14.712</b>	<b>14.009</b>	<b>13.331</b>	<b>12.679</b>	<b>12.058</b>
Taxa de Desconto (TD)	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%	14,04%

Fonte: Elaborado pelo autor

Identificados os lucros futuros gerados no período, cabe acumulá-los de modo a identificar os valores totais gerados até o ano de 2022. Posto isto, foi projetado o crescimento do lucro líquido ajustado na perpetuidade, que se refere a continuidade da empresa após o ano de 2022.

### Quadro 7 – Cálculo do Valor Econômico

<b>CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO (em milhões de R\$)</b>	
A - Valor do Lucro Líquido Ajustado Livre Investimentos 2013 a 2022 em VPL	126.833
B - Líquido Ajustado Livre Investimentos anual a partir de 2022 + C	47.085
C - Crescimento do Lucro Líquido Ajustado Livre de Investimentos na Perpetuidade	5%
D - Índice de Perpetuidade	11,07
E - Índice de Valor Presente em 2022	0,2689
F - Valor do Lucro Líquido Ajustado Livre Investimentos a partir 2022	140.122
G - Valor Econômico da AMBEV	266.955

Fonte: Elaborado pelo autor

O somatório destes valores resulta na identificação do valor econômico do empreendimento em análise. Para maiores detalhamentos cabe verificar o quadro 7, a qual detalha o processo de avaliação econômica.

Comparando-se os valores obtidos com o valor estipulado pela Economatica, empresa especialista em investimentos, onde ela avalia a Ambev, empresa mais valiosa da América Latina em R\$ 264,3 bilhões no ano de 2012, podemos observar que o valor econômico apurado pelo sistema exposto no trabalho, fica muito próximo de sua realidade, provando sua eficácia na avaliação econômica de uma empresa.

Diante do exposto, evidencia-se que analisar o contexto global, bem como as prováveis tendências, fundamenta e baliza o processo de análise econômica de empresas. Cabe ressaltar que esta não é uma ciência exata, estando sujeita a inúmeras variações e particularidade da empresa e do avaliador.

## 5 CONCLUSÃO

O presente estudo foi desenvolvido com a finalidade de apresentar a avaliação econômica de uma organização sob a ótica de um agente externo. Ao iniciar-se o processo foi detectado que a instituição de uma nova proposta de formatação, denominada lucro líquido ajustado descontado, baseada no lucro descontado a valores presentes, pode contribuir de forma considerável com o tema em questão.

Neste sentido, é importante ressaltar que não se deve prender somente a modelos teóricos, mas procurar uma adaptação dos mesmos, visando coexistir a teoria e a realidade prática efetiva. O modelo estruturado no estudo preza de forma clara por estas variáveis, buscando estimar de forma coerente e consistente o valor justo de uma empresa.

Evidencia-se diante do exposto, a essencialidade da contabilidade como instrumento de gestão, visto que em sua face gerencial ela permite inovar e buscar novos rumos e caminhos para esta ciência ancestral, denominada de ciência contábil.

Perante este contexto, constata-se que a avaliação econômica possui uma série de peculiaridades, e eventualmente é apresentada de forma demasiadamente complexa. O modelo em questão visa simplificar este horizonte, e conceder uma visão fundamentada, àqueles que desejam conhecer o real potencial de geração de resultado de uma corporação.

Em síntese, foi detectado que os objetivos do estudo, coexistem com os objetivos da economia e da contabilidade, os quais em resumo se relacionam os aspectos pertinentes a mercado e patrimônio. O processo de avaliação realizado no estudo contribuiu de forma ampla, principalmente ao identificar que o valor resultante do processo, se assemelha ao valor determinado por outros estudos referentes a empresa em estudo.

Em síntese, a capacidade de avaliar economicamente uma empresa, faz com que o avaliador, busque identificar com elevado grau de profundidade o cenário (interno e externo) que a mesma atua. Este fator eleva a capacidade de diagnosticar os efeitos que a estratégia, o mercado, e os indicadores corporativos exercem sobre a construção do valor de uma empresa, sendo este, diretamente relacionado ao lucro, mas não considerando somente este fator para efeito de análise.

## REFERÊNCIAS

Acessado em 17-10-2013 às 20:36 horas disponível em <http://economia.uol.com.br/noticias/redacao/2013/01/03/ambev-e-empresa-mais-valiosa-da-america-latina-petrobras-cai-para-3-posicao.htm>.

Acessado em 05-10-2013 às 22:35 horas disponível em <http://www.ambev.com.br/pt-br.html>.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução à metodologia do trabalho científico**: elaboração de trabalhos na graduação. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2001.

ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução a metodologia do trabalho científico**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2006. 174 .p

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 1. Ed. São Paulo: Atlas, 2003.

ASSAF NETO, Alexandre. **Administração de Capital de Giro**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BRAGA, Hugo Rocha, **Demonstrações contábeis**: estrutura, análise e interpretação. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2003.

BEUREN, Ilse Maria, LONGARAY, André Andrade. **Caracterização da pesquisa e contabilidade**. In: BEUREN, Ilse Maria. (Organizadora). Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade. São Paulo: Atlas, 2003.

COPELAND, T. E. ; KOLLER, T. ; MURRIN, J. **Valuation. measuring and managing value of companies**, 2.ed. New York: John Wiley and Sons, 1994. 550p.

COPELAND, T.; KOLLER, T; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. Tradução Allan Vidigal Hastings. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, **Valuation**: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. São Paulo: Atlas: 2010.

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

DAMODARAN, Aswath. **“Investment Valuation: tools and techniques for determining the value of any asset”**. Nova Iorque: John Wiley and Sons, 1996.

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas**: manual do usuário. Porto Alegre: Bookman. 111p. 2002

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas**: teoria e prática. 2. ed Porto Alegre: Bookman, 2004. 796p.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. Tradução Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim; revisão técnica Mara Luquet. 2. Ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

GIL, A.C. **Metodos e Tecnicas da pesquisa social**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 1999.

HELPERT, Erich A. **Técnicas de análise financeira**: um guia prático para medir o desempenho dos negócios. 9 ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411p.

IUDICIBUS, Sérgio de. **Análise de Balanços**. 7ª ed., São Paulo: Atlas, 1998.

MARTINS, E. (Org). **Avaliação de empresas**: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

MARTINS, Gilberto de Andrade; THEÓPHILO, Carlos Renato. **Metodologia da investigação científica para ciências sociais aplicadas**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 2009.

MÜLLER, Aderbal Nicolas; TELÓ, Admir Roque. **Modelos de avaliação de empresas**. Rev. FAE, Curitiba, v.6, n.2, p.97-112, maio/dez. 2003

PAIVA, W. P. **Métodos de avaliação de pequenas e médias empresas**. Artigo disponível nos Anais do V SEMEAD (Seminários de Administração da FEA/USP), 2001.

PÓVOA, Alexandre. **Valutation**: Como Precificar Ações. São Paulo: Globo, 2004, 373 p.

PÓVOA, Alexandre. **Valutation**: Como Precificar Ações. 2 ed. São Paulo: Globo, 2007, 373 p.

REIS, Arnaldo Carlos de Rezende. **Demonstrações Contábeis**: estrutura e análise. São Paulo: Saraiva, 2003.

SILVA. José Pereira. **Análise financeira das empresas**. 5 ed. São Paulo: Atlas, 2001. 484 p

SILVA, Edna Lúcia da; MENEZES, Estera Muszkat. Metodologia da pesquisa e elaboração de dissertação. 3 ed. Rev. Atual. Florianópolis: Laboratório de Ensino à Distância da UFSC, 2001.

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

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 2.ed., São Paulo: Atlas, 1998