

**UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC
CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

EDVÂNIA MADEIRA DA SILVA

**A APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA PRECIFICAÇÃO DE
UMA CASA LOTÉRICA DA CIDADE DE CRICIÚMA**

**CRICIÚMA
2016**

EDVÂNIA MADEIRA DA SILVA

**A APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA
PRECIFICAÇÃO DE UMA CASA LOTÉRICA DA CIDADE DE CRICIÚMA**

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. Realdo de Oliveira da Silva.

CRICIÚMA

2016

EDVÂNIA MADEIRA DA SILVA

**A APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO PARA
PRECIFICAÇÃO DE UMA CASA LOTÉRICA DA CIDADE DE CRICIÚMA**

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.

Criciúma, 29 de Junho de 2016

BANCA EXAMINADORA

Prof. Esp. Realdo de Oliveira da Silva - UNESC - Orientador

Prof. Esp. Joélio Marcelino – UNESC - Examinador

**A todos que estiveram do meu lado nesta
conquista, aqueles que viveram comigo esta
realização, dedico este trabalho.**

AGRADECIMENTOS

Primeiramente agradecer a Deus por ter me dado forças para chegar até aqui, Ele me fez crer que valeria a pena e que o sonho poderia se tornar realidade, a Ele também vou agradecer por ter colocado algumas pessoas em meu caminho, que mesmo sem saberem se tornaram indispensáveis para que eu chegasse até aqui.

Uma delas, o Professor Everton Perin, que me mostrou a possibilidade de iniciar o curso mesmo com pouca disponibilidade de tempo, e assim comecei.

Depois tive o enorme prazer de ter nesta minha caminhada conhecido o Professor Cleyton Rita, que com palavras de incentivo me deu coragem para que o desafio fosse vencido mais rapidamente.

Minha filha, que pacientemente soube entender que os finais de semana deveriam ser dedicados ao estudo e não ao lazer; esteve ao meu lado, me apoiou e viveu este sonho comigo.

Minha família e meus pais, que me apoiaram e estiveram sempre ao meu lado.

Agradecer ao anjo que tive ao meu lado, meu melhor amigo, meu maior incentivador, para que não desistisse diante de todas as dificuldades e correria que foi para completar essa graduação, meu muito obrigada.

Meus amigos e chefes Cícero e Davi, muito também tenho a agradecer; mesmo com minha força de vontade, sem eles eu não teria concluído este TCC por motivos de trabalho, mas todos os dias estavam lá para me ajudar.

Minhas colegas de trabalho que sempre se propuseram a ajudar quando eu precisava correr para não perder as aulas.

Meus irmãos, amigos e afilhados, que souberam entender que minha ausência se fazia necessária.

Aos mestres que conheci e me passaram ensinamentos, meus sinceros agradecimentos, especialmente meu Orientador Realdo, que, com paciência, esteve presente nos momentos de decisão, medo, insegurança.

Às amigadas que aqui conquistei, espero levar para toda a vida juntamente com o conhecimento vivido.

A todo o curso de Ciências Contábeis, digo que valeu muito a pena e que eu faço parte dessa história.

“Treine enquanto eles dormem, estude enquanto eles se divertem, persista enquanto eles descansam e, então, viva o que eles sonham.”

(Provérbio Japonês)

RESUMO

SILVA, Edvânia Madeira da. **A aplicação do fluxo de caixa descontado para precificação de uma casa lotérica na cidade de Criciúma.** 2016. 60 p. Orientador: Realdo de Oliveira da Silva. Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis. Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC. Criciúma – SC.

No atual contexto econômico, a necessidade de valorar uma empresa torna-se indispensável; o *valuation*, assunto abordado neste trabalho, tem por finalidade avaliar o ambiente econômico e atribuir um valor justo para uma casa lotérica na cidade de Criciúma. Para isso, se utilizou um dos métodos mais adotados para avaliação de ativos, o fluxo de caixa descontado, metodologia que precifica os ativos de uma organização baseado nos benefícios futuros de caixa que a mesma poderá gerar. Para que fosse alcançado o objetivo deste trabalho, se fez necessário compreender e conceituar os métodos existentes de avaliação. Este estudo tem caráter descritivo, utilizando abordagem qualitativa e os procedimentos para o estudo de caso tiveram caráter documental, onde foi possível analisar as demonstrações financeiras da empresa em estudo. Estabelecidas as premissas, os valores foram projetados e trazidos a valor presente por um período de 5 anos, obtendo-se assim o valor do fluxo de caixa descontado, que acrescido do valor da perpetuidade apresenta o valor econômico da organização.

Palavras-chave: Fluxo de Caixa Descontado. *Valuation*. Contabilidade Gerencial.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Estrutura do Balanço Patrimonial.....	23
Figura 2 - Capital de terceiros e capital próprio.....	23
Figura 3 - Etapas da avaliação de ativos	40
Figura 4 - Loterias Federais	44
Figura 5 - Etapas do estudo	46
Figura 6 - CMPC	52
Figura 7 - Perpetuidade	54
Figura 8 - <i>Valuation</i>	55

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 – Modelo Demonstrativo de Resultado.....	19
Quadro 2 – DFC pelo método indireto.....	21
Quadro 3 – DFC pelo método direto	22
Quadro 4 – Ativo e Passivo	24
Quadro 5 - Modelo Estrutura do EBITDA	25
Quadro 6 – ROI	26
Quadro 7 – ROE.....	26
Quadro 8 – Fórmula Custos de Capital de Terceiros	28
Quadro 9 – Fórmula Custo Capital Próprio	29
Quadro 10 – Fórmula WACC	31
Quadro 11 – Fluxo de Caixa Livre Empresa.....	34
Quadro 12 – Valor da Empresa.....	35
Quadro 13 – Fórmula da Perpetuidade	37
Quadro 14 - Cálculo <i>Valuation</i>	40
Quadro 15 - Serviços prestados pela rede lotérica	44
Quadro 16 – Balanço Patrimonial	47
Quadro 17 – Demonstrativo Resultado	48
Quadro 18 – Premissas.....	48
Quadro 19 – Demonstrativo Resultado Projetado	49
Quadro 20 – Fluxo de Caixa Projetado	50
Quadro 21 – Balanço Patrimonial Projetado	51
Quadro 22 – Fluxo de Caixa Descontado	53

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

C.E.F.	Caixa Econômica Federal
CAPM	Capital Asset Pricing Model
CEMEC	Centro de Estudos de Mercado de Capitais
FCD	Fluxo de Caixa Disponível
FCDA	Fluxo de Caixa Disponível do Acionistas
FCDE	Fluxo de Caixa Disponível da Empresa
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
GBV	Gestão Baseada em Valor
PIS	Programa de Integração Social
ROA	Retorno Sobre o Ativo Total
ROE	Retorno sobre patrimônio líquido
TFL	Terminal Financeiro Lotérico
WACC	Custo Médio Ponderado de Capital

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	12
1.1 TEMA, PROBLEMA E QUESTÃO DE PESQUISA	12
1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA	13
1.3 JUSTIFICATIVA	13
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 GESTÃO BASEADA EM VALOR	15
2.2 O VALOR PARA ACIONISTAS	16
2.3 ACIONISTAS E STAKEHOLDERS	17
2.4 O PAPEL DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	17
2.5 AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E DESEMPENHO OPERACIONAL	18
2.5.1 Demonstrativo de Resultado	18
2.5.2 Fluxo de Caixa	20
2.5.3 Balanço Patrimonial	23
2.5.4 Ebitda	24
2.5.5 Retorno Sobre o Investimento ROI	25
2.5.6 Retorno sobre Patrimônio Líquido ROE	26
2.6 CUSTO DE CAPITAL	27
2.6.1 Custo de Capital de Terceiros	27
2.6.2 Custo de Capital Próprio	28
2.6.2.1 Custo de capital próprio em empresas de capital fechado	30
2.6.3 Custo médio ponderado de capital	30
2.7 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	32
2.7.1 Modelo do Valor Contábil	32
2.7.2 Modelo dos Múltiplos de Faturamento	33
2.7.3 Modelo Fluxo de Caixa Livre Descontado (FCD)	34
2.7.3.1 Período de Projeção	36
2.7.3.2 Valor da Perpetuidade	37
2.7.3.3 Taxa de desconto	38
2.7.3.4 Vantagens e desvantagens do fluxo de caixa descontado	38
2.7.3.5 Valuation	39
3 METODOLOGIA	41

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO.....	41
3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	42
4 ESTUDO DE CASO	43
4.1 A EMPRESA	43
4.2 PRODUTOS E SERVIÇOS	43
4.3 FINALIDADE DA AVALIAÇÃO	45
4.4 ETAPAS DO ESTUDO	45
4.5 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INICIAIS	46
4.6 PREMISSAS PARA PROJEÇÕES.....	48
4.7 PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	49
4.7.1 Projeção do DRE	49
4.7.2 Projeção do Fluxo de Caixa.....	50
4.7.3 Projeção do Balanço Patrimonial	50
4.8 CUSTO DE CAPITAL.....	51
4.8.1 Custo Médio Ponderado de Capital	52
4.9 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	52
4.9.1 Fluxo de caixa livre descontado	53
4.9.2 Perpetuidade.....	53
4.9.3 Valuation	54
4.10 PARECER SOBRE A ANÁLISE	55
5 CONCLUSÃO	57
REFERÊNCIAS.....	59

1 INTRODUÇÃO

Neste primeiro capítulo, serão apresentados o tema, problema e questão de pesquisa. Em seguida serão abordados os objetivos gerais e específicos, a justificativa e fundamentação teórica.

1.1 TEMA, PROBLEMA E QUESTÃO DE PESQUISA

O Sistema Financeiro Nacional, que tem como função controlar todas as instituições que envolvem atividades econômicas dentro do país, é o formador de estratégia, responsável por promover o desenvolvimento equilibrado e o controle do crédito no país. Dentro deste sistema encontram-se os bancos, cooperativas de créditos, financeiras, dentre outras.

Como agente financeiro e que representa um papel importante para a sociedade, temos a Caixa Econômica Federal (C.E.F.), fundada em 1861, que atua como agente responsável pelo Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), pelo Programa de Integração Social (PIS) e pelo Seguro Desemprego. Contribui diretamente na avaliação e concessão à população e está presente também na ajuda dos programas sociais do governo, como o Bolsa Família, Fies, Programa Minha Casa Minha Vida, sendo também responsável pela mais conhecida rede de correspondentes bancários do Brasil, a rede lotérica.

As casas lotéricas, que durante muitos anos foram responsáveis somente pela captação das apostas das loterias federais administradas pela Caixa Econômica Federal, ampliaram o portfólio de serviços, tornando-se praticamente uma extensão das agências da C.E.F. e absorvendo grande parte dos clientes basicamente pela facilidade e mobilidade, pois estão presente em cidades onde não existem agências bancárias. Em sua maioria estão presentes em grandes centros comerciais, com atendimento em horários diferentes dos praticados pelos estabelecimentos bancários.

Com a grande movimentação de clientes e dinheiro, muito se comenta sobre a rentabilidade de casas lotéricas e seu valor de mercado, atraindo olhares de novos investidores ou interessados em se tornarem futuros empresários lotéricos. Diante do exposto, tem-se o seguinte questionamento: Quais são as etapas a serem

seguidas na valoração de uma casa lotérica pelo método de fluxo de caixa descontado?

1.2 OBJETIVOS DA PESQUISA

O objetivo geral deste estudo concentra-se em utilizar o fluxo de caixa descontado para mensurar o valor econômico justo de uma lotérica localizada na cidade de Criciúma.

Os objetivos específicos que norteiam este trabalho são:

- a) caracterizar a gestão baseada em valor;
- b) discorrer sobre as principais metodologias aplicáveis à valoração de empresas;
- c) aplicar, por meio de um estudo de caso, o método do fluxo de caixa descontado para mensuração do valor econômico justo na precificação de uma casa lotérica.

1.3 JUSTIFICATIVA

Torna-se essencial para qualquer empresa, seja ela de pequeno ou grande porte, saber a real situação financeira do negócio. Quanto maior sua lucratividade maior poderá ser o seu valor de mercado.

Quanto ao valor de mercado, o fluxo de caixa descontado é um dos métodos de avaliação mais utilizado, pois proporciona ao administrador uma visão futura da sua empresa. Empresas de qualquer porte podem lançar mão do fluxo de caixa descontado, já que este reflete o custo de oportunidade dos provedores de capital. Esta ferramenta pode ser utilizada pelo gestor como uma ferramenta de gestão financeira para o planejamento do negócio.

Quando utilizado para avaliar um negócio, o fluxo de caixa permite que se tenha um valor justo de mercado da empresa analisada. Sabe-se que a negociação se dá entre comprador e vendedor, mas esse método de valoração permite estabelecer um parâmetro aceitável para cada tipo de negócio.

Este trabalho tem como objetivo principal apresentar, com base na fundamentação teórica, as principais metodologias aplicadas à valoração de empresas.

No estudo de caso, será aplicado o fluxo de caixa descontado para precificação de uma casa lotérica localizada na cidade de Criciúma. Buscou-se com este estudo averiguar o real valor da empresa, servindo tanto para tomada de decisões atuais como para planejamentos futuros com segurança e confiabilidade.

É imensamente oportuno aprofundar o tema, com a intenção de que os dados obtidos e as conclusões consideradas sejam colocados à disposição de toda a classe (empresários lotéricos) como parâmetro de conhecimento da atividade, facilitando a tomada de decisões, auxiliando para novos investimentos, oportunidades de negócios e também para planejamentos futuros e avaliação de viabilidade.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 GESTÃO BASEADA EM VALOR

A gestão baseada em valor orienta as decisões da empresa para seu principal objetivo, que é maximizar a riqueza de seus acionistas.

A criação de valor de uma empresa acontece quando o retorno dos investimentos é maior que a remuneração exigida pelos acionistas. Para Frezatti (2003), nesse sentido o valor passa a ser importante ferramenta para oferecer remuneração adequada aos principais agentes, sendo algo a ser perseguido por meio de processos aceitos e planejados na instituição.

Para Assaf Neto (2014, p. 2),

o modelo de valor prioriza essencialmente o longo prazo, a continuidade da empresa, sua capacidade de competir, ajustar-se aos mercados em transformação, e agregar riqueza aos seus proprietários. O principal indicador de agregação de riqueza é a criação de valor econômico, que se realiza mediante a adoção eficiente de estratégias financeiras e capacidades.

Para Copeland et al. (2002), a Gestão Baseada em Valor (GBV) tende a impulsionar a busca pelas melhorias que envolvem o processo decisório, no nível estratégico e/ou operacional da organização, permitindo a criação e manutenção de vantagem competitiva para a empresa no mercado.

A criação de valor econômico acontece com uma boa e eficiente estratégia financeira e também com a capacidade de se mostrar a um nível superior em relação aos seus concorrentes de mercado. Tal modelo de gestão tem o intuito de alcançar os objetivos da administração e apresentar aos seus acionistas uma remuneração acima de suas expectativas, o que dependerá muito da qualidade das decisões tomadas.

Nessa busca de valor algumas dificuldades são enfrentadas e, entre elas, Assaf Neto (2014) destaca a diferença entre lucro e valor; muitas decisões podem alterar o valor da empresa sem que altere ou mesmo reduza o seu lucro. Neste caso torna-se de difícil aceitação para a organização, exigindo assim um esforço dos usuários para tal entendimento.

É possível medir a capacidade de uma empresa de gerar riquezas futuramente, sendo para isso necessário olhar o horizonte que norteia os negócios,

montar e avaliar um planejamento estratégico eficaz e condizente com a esfera econômica do setor avaliado, projeções de crescimento e expansão, provisionando ações que tragam os resultados esperados ou o mais perto deles possível. A gestão baseada em valor é aliada das organizações que estão dispostas a se tornarem mais competitivas e buscam uma maior longevidade no mercado, que se apresenta cada vez mais competitivo e dinâmico.

2.2 O VALOR PARA ACIONISTAS

A busca para agregar riqueza aos acionistas requer outras estratégias e novas medidas, não abordadas nas demonstrações de resultado da contabilidade tradicional. “Criar valor para uma empresa ultrapassa o objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas.” (ASSAF NETO, 2014, p. 3).

Martins (2006) coloca a diferença do valor econômico da empresa, que provém do potencial que os ativos da empresa tem em gerar riqueza, não levando em consideração como eles são financiados, enquanto o valor para acionistas se restringe ao fluxo de caixa líquido, livre de todos os efeitos das dívidas tomadas para financiamento da entidade.

Uma empresa destrói valor, mesmo apurando um resultado contábil positivo, quando o montante de lucro não é suficiente para cobrir o custo mínimo de oportunidade do capital investido. Neste caso, o retorno oferecido não se mostra capaz de remunerar o risco assumido pelo acionista, apurando um MVA (riqueza) negativo, indicativo de uma destruição de valor. (ASSAF NETO, 2014, p. 9).

Espera-se que a empresa possa remunerar seus proprietários além das expectativas mínimas de retorno, pelo menos o suficiente para atingir o custo de oportunidade do capital próprio aplicado no negócio. “Por custo de oportunidade entende-se o retorno da melhor alternativa de investimento, abandonada em troca da aceitação de outra oportunidade de investimento, de mesmo risco.” (ASSAF NETO, 2014, p. 8).

A expectativa de todo acionista é de que a empresa lhe traga um retorno superior ao montante investido, aumentando seu valor no mercado e promovendo a maximização de sua riqueza. Para isso, todos os esforços da organização precisam estar voltados para o alcance desses objetivos.

2.3 ACIONISTAS E STAKEHOLDERS

Acionistas e *stakeholders* estão ativa ou passivamente envolvidos com o negócio e colaboram com o controle da entidade e efetiva organização, mostrando um relacionamento forte e essencial para sobrevivência da empresa.

Para Barbieri e Cajazeira (2009 apud ABREU et al., 2013, p. 23),

enquanto elementos sistêmicos, as organizações são compostas por uma série de atores que interagem dentro e fora dos seus limites físicos que, tomados em conjunto no contexto administrativo, são denominados de stakeholders (partes interessadas).

Costa et al. (2010) explicam que, em uma instituição, todos são importantes no processo de geração de valor, fazendo com que a empresa seja de todos, não tirando o poder de acionistas e proprietários.

Em uma organização baseada no valor, a responsabilidade não está voltada somente para quem tem interesses, mas também para com quem está sujeito aos impactos.

2.4 O PAPEL DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Partindo do princípio que Ativos são bens com possibilidade de gerar dinheiro, ou ganhos de capital, sendo hoje ou em momentos futuros, a valoração tem como seu objetivo principal aproximar-se ao máximo do valor justo de mercado, fazendo com que o investidor não pague por um ativo mais do que ele pode valer ou gerar de riquezas.

Para Damodaran (2007), os ativos são adquiridos levando em consideração o fluxo de caixa que será esperado receber em troca, sendo assim esse o valor sustentado pela realidade, o preço a ser pago por qualquer ativo que reflita o futuro fluxo de caixa da empresa a ser gerado.

Segundo Martins (2006, p. 263),

[...] num contexto de crescente competitividade, em que frequentemente ocorrem fusões, aquisições e privatizações, nenhuma área contábil-financeira tem sido tão palpitante quanto a avaliação de empresas.

Não se trata de um resultado preciso, nem simples e linear; a valoração busca ser uma ferramenta para a tomada de decisão, envolvendo uma série de decisões subjetivas. Damodaran (2007) explica que há quem acredite que uma avaliação bem feita é quase uma ciência exata, não deixando abertura para opinião de analistas ou erro humano, mas há também quem aposte serem os analistas capazes de manipular números visando o resultado desejado.

Para Martins (2006, p. 264),

[...] a percepção dos agentes perante um empreendimento pode variar. Enquanto alguns destacam as ameaças, outros enfatizam as possibilidades de implementação de ajustes estratégicos geradores de bons retornos.

Mesmo que não se alcance um resultado exato com o processo de avaliação, acredita-se que o uso disciplinado dessas técnicas enriquece as tomadas de decisões para aquisição, venda, fusão, entre outras razões. E amplia o entendimento das incertezas e diminui os riscos que envolvem o negócio.

2.5 AS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS E DESEMPENHO OPERACIONAL

Os demonstrativos financeiros são importantes para auxiliar os administradores na tomada de decisões e em planejamentos consistentes. Nesta seção serão apresentados os principais demonstrativos utilizados para avaliar o desempenho de uma empresa.

2.5.1 Demonstrativo de Resultado

A demonstração do resultado do exercício traz o resultado das operações sociais da entidade; destaca, mediante custos, receitas e despesas, a formação dos vários níveis de resultado, mediante o confronto entre as receitas e os correspondentes custos e despesas. Gropelli (2010) comenta também que este demonstrativo elenca os fluxos de recebimentos e o fluxo de despesas geradas, para produzir e financiar seu resultado operacional.

[...] procura evidenciar tanto o resultado operacional do período, ou seja, o resultado das operações principais e acessórias da empresa, provocado pela movimentação dos valores aplicados no ativo, como o resultado líquido do período. (REIS, 2003, p. 71).

Com ele é possível verificar a situação econômica e financeira da empresa em um determinado período, pois ele estará evidenciando as receitas e os ganhos do período, independente do seu recebimento e dos custos, despesas, perdas e encargos pagos ou incorridos correspondentes a esses ganhos e receitas.

Para Reis (2003), o demonstrativo de resultado é um importante instrumento de análise econômico-financeira na tomada de decisões, por apresentar em sequência lógica e ordenada as principais contas que influenciaram o resultado da empresa.

O demonstrativo de resultado contém os seguintes elementos conforme quadro 1.

Quadro 1 – Modelo Demonstrativo de Resultado

RECEITA BRUTA DAS VENDAS E SERVIÇOS
(-) Devoluções
(-) Abatimentos
(-) Impostos
(=) Receita Líquida das Vendas e Serviços
(-) Custo das Mercadorias e Serviços Vendidos
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas com Vendas
(-) Despesas Financeiras (deduzidas das receitas financeiras)
(-) Despesas Gerais e Administrativas
(-) Outras Despesas Operacionais
(+) Outras Receitas Operacionais
(=) Lucro ou Prejuízo Operacional
(+) Receitas não Operacionais
(-) Despesas não Operacionais
(+) Saldo da Correção Monetária
(=) Resultados do Exercício antes do imposto de Renda
(-) Imposto de Renda e Contribuição Social
(-) Participação de Debêntures
(-) Participação de Empregados
(-) Participação de Administradores e Partes Beneficiárias
(-) Contribuições para Instituições ou Fundo de Assistência ou Previdência de Empregados
(=) Lucro ou Prejuízo Líquido do Exercício
(=) Lucro ou Prejuízo por Ação

Fonte: (MATARAZZO, 2010, p. 31)

Entende-se então que o objetivo deste demonstrativo é apresentar de forma resumida as operações da empresa, chegando à formação do resultado líquido da organização durante o exercício social.

2.5.2 Fluxo de Caixa

Trata-se de um demonstrativo com extraordinária utilidade no que se refere à avaliação de empresas, buscando informações importantes na análise de desempenho financeiro, destaca as entradas e saídas de dinheiro.

Matarazzo (2010) explica que através do demonstrativo do Fluxo de Caixa (DFC) podemos verificar a independência financeira da organização; este demonstrativo revela se a empresa foi autossuficiente no financiamento do seu giro e a sua capacidade de utilização de recursos próprios.

Para Santos (2005), a estrutura do DFC onde segregam recebimentos e pagamentos, apresentando-os em 3 grupos de atividades, permite aos investidores, credores e outros usuários avaliar a capacidade financeira da companhia.

Segundo Santos (2005, p. 43) os 3 grupos dividem-se em:

- **Operacional:** que demonstra a capacidade da empresa em gerar caixa em suas operações;
- **Investimento:** que demonstra como estão sendo investidos os recursos gerados nas operações da companhia e os obtidos de fontes externas;
- **Financiamento:** que demonstra as fontes externas de financiamento da companhia.

Matarazzo (2010) também afirma que o balanço patrimonial não evidencia quais recursos a empresa utilizou e onde aplicou seus recursos. Por isso a importância do DFC, que apresenta toda a movimentação de cada variável no caixa, a necessidade de capital de giro, movimentações de investimentos ou desmobilização, financiamentos ou amortizações, dentre outras movimentações no caixa da organização.

O quadro 2 apresenta a demonstração da estrutura da DFC quando elaborada pelo método indireto.

Quadro 2 – DFC pelo método indireto

DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA – MÉTODO INDIRETO**Fluxo de caixa das atividades operacionais:**

Lucro líquido antes do imposto de renda e da contribuição social

Ajustes:

Depreciação e amortização (+)

Provisão para devedores duvidosos (+)

Aumento/diminuição em fornecedores(+/-)

Aumento/diminuição em contas a pagar (+/-)

Aumento/diminuição em clientes (+/-)

Aumento/diminuição em estoques (+/-)

Imposto de renda e contribuição social pagos (-)

Caixa líquido resultante das atividades operacionais (=)

Fluxos de caixa das atividades de investimento:

Recebimento por venda de imobilizado ou intangível (+)

Pagamento por aquisição de imobilizado ou intangível (-)

Pagamento por aquisição de outras empresas (-)

Caixa líquido resultante das atividades de investimento (=)**Fluxos de caixa das atividades de financiamento:**

Recebimento por empréstimo obtidos (+)

Recebimento por emissões de ações (+)

Pagamento por aquisições de ações próprias (-)

Caixa líquido resultante das atividades de financiamento (=)**Aumento/diminuição do líquido de caixa e equivalentes de caixa****Caixa e equivalentes de caixa – início ano****Caixa e equivalentes de caixa – final do ano**

Fonte: (QUINTANA, 2012, p. 28)

Como apresenta o quadro acima, o método indireto é formado com a demonstração dos recursos provenientes das atividades operacionais a partir do lucro líquido, ajustados pelos itens que afetam o resultado (como depreciação, amortização e exaustão), mas que não alteram o caixa da empresa.

Já o quadro 3 apresenta a elaboração do DFC pelo método direto, evidencia todos os pagamentos e recebimentos das atividades operacionais da empresa, apresentando os componentes do fluxo por seus valores brutos.

Quadro 3 - DFC pelo método direto

DEMONSTRAÇÃO DOS FLUXOS DE CAIXA – MÉTODO DIRETO**Fluxos de caixa das atividades operacionais:**

Recebimento de clientes (+)

Pagamentos de fornecedores (-)

Pagamento a empregados (-)

Pagamento de impostos e outras despesas legais (-)

Recebimento de seguros (+)

Caixa líquido resultante das atividades operacionais (=)**Fluxos de caixa das atividades de investimento:**

Recebimento por venda de imobilizado ou intangível (+)

Pagamento por aquisição de imobilizado ou intangível (-)

Pagamento por aquisição de outras empresas (-)

Caixa líquido resultante das atividades de investimento (=)**Fluxos de caixa das atividades de financiamento:**

Recebimento por empréstimos obtidos (+)

Recebimento por emissão de ações (+)

Pagamento por aquisição de ações próprias (-)

Caixa líquido resultante das atividades de financiamento (=)**Aumento/diminuição do líquido de caixa e equivalentes de caixa (=)****Caixa e equivalentes de caixa – início do ano****Caixa e equivalentes de caixa – final do ano**

Fonte: (QUINTANA, 2012, p. 27)

Quintana (2012) explica que fica a critério da empresa a escolha do método a utilizar, e que os dois modelos possuem vantagens e desvantagens.

A diferença efetiva existente entre o método direto e o indireto é a estruturação do fluxo de caixa das atividades operacionais, pois, no indireto, o resultado do período é ajustado pelas despesas e receitas que não interferem diretamente no caixa ou equivalentes. No método direto, todos os pagamentos e recebimentos relativos aos fluxos de atividades operacionais das empresas são demonstrados. Em consequência, pode-se afirmar que os fluxos de atividades de investimento e de financiamento são iguais tanto no método direto como no indireto. (QUINTANA, 2012, p. 29)

Colocando à disposição da administração toda a movimentação de caixa da entidade, o demonstrativo de fluxo de caixa tem o objetivo de verificar a saúde financeira do negócio, visto que a maioria dos problemas de insolvência e iliquidez são decorrentes de uma má administração do fluxo de caixa.

2.5.3 Balanço Patrimonial

Tido como demonstrativo básico e obrigatório nas organizações, evidencia de forma qualitativa e quantitativa a situação patrimonial e financeira da empresa em um momento específico. Expressa uma apresentação sintética e ordenada do saldo monetário de todos os valores de patrimônio de uma companhia em determinada data. (REIS, 2003).




São apresentados os elementos que compõe o patrimônio em certo período, e conforme a Lei 6404/76 (BRASIL, 1976), o balanço patrimonial é constituído pelo ativo, composto pelos bens e direitos classificados conforme o fim a que se destinam; o passivo compreende as obrigações da companhia e patrimônio líquido que apresenta os recursos próprios da Entidade, conforme figura 1 e 2.

Figura 1 – Estrutura do Balanço Patrimonial



Fonte: Adaptado de Reis (2003)

Figura 2 – Capital de terceiros e capital próprio

ATIVO	PASSIVO + PL	
Circulante - Até 360 dias Disponível Contas a Receber Estoque Despesas Antecipadas	Circulante - até 360 dias Fornecedores a pagar Funcionários a pagar Impostos a pagar Empréstimos a pagar	 CAPITAL TERCEIROS
Não Circulante Realizável a longo Prazo Permanente Investimento Imobilizado Diferido	Passivo não circulante Patrimônio Líquido Capital Social Reservas Lucros Acumulados	  CAPITAL PRÓPRIO

Fonte: Adaptado de Vendruscolo (2010)

Reis (2003) explica que o ativo indica a natureza dos valores nos quais a empresa aplicou os seus recursos, enquanto no passivo se limita a indicar a origem desses recursos, tal como descrito no quadro 4.

Quadro 4 – Ativo e Passivo

$\begin{aligned} \text{Ativo} &= \text{Passivo} \\ \text{Bens} + \text{direitos} &= \text{Obrigações} + \text{Patrimônio Líquido} \end{aligned}$
--

Fonte: Adaptado de Reis (2003, p. 52)

O Balanço patrimonial nada mais é do que uma “foto” da atual situação financeira da entidade, uma ferramenta indispensável para todas as empresas, independente de tamanho, ramo de atividade e forma de tributação, servindo como uma grande contribuição para processo de tomada de decisão.

2.5.4 Ebitda

Utilizado como medida de desempenho do negócio, o Ebitda indica o potencial de geração operacional de caixa de uma organização e representa quanto uma empresa gera em recursos através de suas atividades operacionais, sem contar impostos e outros efeitos financeiros em determinado momento. Assaf Neto (2014) explica que este demonstrativo indica quanto a empresa produz de recursos através de sua atividade, avaliando sua gestão operacional de caixa e a capacidade de geração interna de caixa.

[...] o indicador Ebitda como um número que ajuda no processo de clarificação do entendimento da situação da empresa e possibilita detectar oportunidades, verificar a tendência dos acontecimentos e propiciar a convenção da rota pela administração da companhia. (ABREU et al., 2013).

Conforme comenta Assaf Neto (2014), no cálculo desse direcionador não são consideradas a depreciação (amortização e exaustão), por não representarem saída efetiva de caixa, as despesas financeiras (juros de dívidas referentes ao período de apuração), porque não possuem relação direta com a atividade da empresa, e os impostos sobre os lucros (IR e CSLL).

O quadro 5 apresenta a estrutura básica para cálculo do EBITDA.

Quadro 5 – Modelo Estrutura do EBITDA

RECEITAS OPERACIONAIS DE VENDAS	\$\$\$
Custos e Despesas Operacionais Desembolsáveis	(\$\$)
EBITDA(LAJIDA)	\$\$\$
Despesas Não Desembolsáveis (depreciação/amortização/exaustão)	(\$\$)
EBIT(LAJIR)	\$\$\$
IR/CSLL	(\$\$)
NOPAT	\$\$\$

Fonte: (ASSAF NETO, 2014, p. 30)

A utilização deste demonstrativo ganhou importância ao se avaliar um negócio, porque somente se baseando no lucro ou prejuízo da organização não é possível medir a capacidade real do seu desempenho.

Ao utilizar o EBITDA como geração de caixa para *valuation* de uma empresa, admite-se implicitamente que não há impostos sobre os lucros e que, ao contrário do esperado, a empresa passará por um processo de desinvestimento ao longo do tempo, sacrificando sua continuidade. Não há reinvestimentos e também crescimento, a depreciação é retirada pelo caixa, levando a redução de vida da empresa. (ASSAF NETO, 2014, p. 29).

Na avaliação, para se ter uma melhor dimensão da geração de caixa, faz-se necessário um confronto com algum resultado, pois esse demonstrativo é pouco revelador. O Ebtida mede a geração de caixa operacional de uma empresa, logo, não se deve analisá-lo isoladamente, sob pena de induzir o analista em erro.

2.5.5 Retorno Sobre o Investimento ROI

Indicador que apura a rentabilidade do capital como um todo, tanto próprio como de terceiros, e mede a eficácia de administração em gerar lucros a partir dos ativos disponíveis, afirma Martins (2006). Alguns autores preferem chamar esse índice de Retorno Sobre o Ativo Total (ROA).

[...] quanto foi obtido de lucro líquido em relação ao seu ativo. Representa uma medida da capacidade da empresa em gerar lucro líquido e capitalizar-se, além de uma medida de desempenho comparativo da empresa ano após ano. (FLORIANI et al., 2013).

O quadro 6 mostra que o ROI é medido pela relação entre o resultado operacional líquido do IR (NOPAT) e o capital investido no negócio.

Quadro 6 - ROI

$$\text{ROI} = \frac{\text{Nopat}}{\text{Investimento}}$$

Fonte: (ASSAF NETO, 2014, p. 33)

Para Assaf Neto (2014), deve-se comparar o percentual encontrado com alguma outra opção de investimento que o acionista deixou de realizar. Esse índice só se torna atrativo quando exceder o custo de capital da empresa, indicando assim resultados que promovam a criação de riqueza.

Martins (2006) explica que empresas que possuem ativos permanentes mais antigos, onde, por exemplo, efeitos de inflação são ignorados, tendem a apresentar indicadores mais convenientes.

A interpretação deste indicador deve ser entendida como quanto maior, melhor; a análise deste índice mostra como o sócio está recuperando o valor investido no negócio.

2.5.6 Retorno sobre Patrimônio Líquido ROE

Trata-se de um indicador financeiro que mede a rentabilidade do capital próprio investido na empresa. Tem sua interpretação apontada em quanto maior, melhor, e evidencia o retorno alcançado pelo acionista.

Para Assaf Neto (2014), através do valor médio do patrimônio líquido, e excluindo o lucro líquido do exercício, chega-se ao valor do ROE.

Entre a relação do lucro líquido e patrimônio é possível apurar o ROE, como mostra o quadro 7.

Quadro 7 - ROE

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Fonte: (ASSAF NETO, 2014, p. 43)

Comparando o ROE com o custo de oportunidade do acionista, é evidenciada a capacidade da empresa de agregar valor através de seus recursos próprios.

“Além de quanto maior, melhor, existe a necessidade que este indicador se apresente superior ao retorno obtido por outras alternativas de investimentos para evitar o desinteresse em reinvestir recursos.” (FLORIANI et al., 2013, p. 45).

A alavancagem financeira exerce forte influência sobre o ROE. Sempre que a taxa de retorno da empresa supera o custo da dívida, maior alavancagem proporciona mais alto retorno sobre o patrimônio líquido. No entanto, pelo maior risco financeiro trazido pelo endividamento crescente, a alavancagem costuma indicar um limite econômico ótimo, sinalizando um ponto máximo de endividamento que maximiza o valor da empresa. (Assaf Neto, 2014, p. 44)

Esse índice expressa os resultados gerados pela administração na gestão de recursos próprios e de terceiros, gerando retorno aos acionistas. Para efeito de análise financeira, será considerado quanto maior, melhor.

2.6 CUSTO DE CAPITAL

Na busca pela futura geração de riquezas, os investidores buscam uma remuneração mínima que possa justificar o risco do seu investimento. O custo de capital é a expressão econômica do custo de oportunidade, que representará para o investidor o retorno esperado, uma taxa de desconto estimada.

2.6.1 Custo de Capital de Terceiros

Conhecido também como custo da dívida, corresponde ao custo atual que uma empresa está sujeita ao contrair empréstimos e financiamentos, e seria a remuneração dos credores de juros e devolução de capital. Para Schmidt et al. (2006), a taxa referente ao custo do capital varia de acordo com a relação entre credor/devedor, nível de risco e garantias oferecidas.

Já para Assaf Neto (2014), podem haver diversas taxas de juros, já que existem diversas modalidades de dívidas, e as variáveis a serem estudadas para compreender essa taxa devem seguir a linha de pensamento do Centro de Estudos de Mercado de Capitais (CEMEC), como prazos de vencimento, risco de não pagamento e liquidez.

Para uma companhia que não pretenda alterar sua estrutura de financiamento, o custo do capital de terceiros pode ser calculado baseado no retorno esperado dos títulos em sua maturidade. Ao contrário dos dividendos, os pagamentos de juros são dedutíveis para alguns tributos. Portanto o custo de capital de terceiros deve ser sempre apresentado líquido dos efeitos tributários. (MARTINS, 2006, p. 210).

O quadro 8 apresenta a fórmula do custo de capital de terceiros:

Quadro 8 - Fórmula Custos de Capital de Terceiros

$$K_i = K_d \times (1 - ir)$$

Onde:

K_i = custo da dívida após IR

K_d = custo da dívida antes do IR;

ir = alíquota de imposto de renda.

Fonte: Adaptado Assaf Neto (2014, p. 64)

Como pode ser visto no quadro 8, a fórmula do custo de capital de terceiros expurga o imposto de renda. Tal prática é adotada pois as despesas financeiras de empresas tributadas pelo lucro real consistem em uma dedução dos impostos a serem pagos pelo contribuinte.

Schmidt et al. (2006) destacam que o valor a ser utilizado como custo da dívida deve ser somente o exigível a longo prazo, já que ativo e passivo circulantes referem-se a obrigações e não devem ser utilizadas em outros setores da empresa.

O capital de terceiros tende a ser mais barato que o custo de capital próprio, visto que o credor da dívida assume um risco menor que o acionista. Outros aspectos também devem ser levados em consideração no momento determinante para escolha da taxa mínima de retorno, como o risco econômico, de financiamento e aumento na participação das dívidas.

2.6.2 Custo de Capital Próprio

Apresentando um custo financeiro maior do que o custo da dívida, o custo de capital utiliza de recursos próprios para financiar-se integralmente.

Assaf Neto (2014) afirma que também nesta fonte de recurso o custo de oportunidade está presente, demonstrando o retorno mínimo exigido pelos

investidores, neste caso o que assume maior risco, o que faz com que este exija uma maior taxa de retorno do seu investimento.

Schmidt et al. (2006) explicam que, apesar de existirem outras abordagens disponíveis na área de finanças, o mais utilizado é o modelo *Capital Asset Pricing Model* (CAPM). Nele, conforme o nível de risco, se determina o custo do capital próprio baseando-se no retorno esperado pelo investidor.

O modelo do CAPM admite que os acionistas sejam investidores bem diversificados, convivendo somente com a parcela do risco sistemático. A taxa de retorno esperada deve remunerar o risco que não foi eliminado, com o qual o acionista deve conviver, denominado de risco sistemático. (ASSAF NETO, 2014, p. 73)

A seguir, o quadro 9 apresenta a formulação básica da taxa de retorno esperada de uma organização pelo método CAPM.

Quadro 9 – Fórmula Custo Capital Próprio

$$Ke = R_F + \beta [R_M - R_F]$$

$\underbrace{\hspace{10em}}$
 Risco de Mercado
 $\underbrace{\hspace{10em}}$
 Risco de Empresa

Onde:

Ke = custo de capital próprio;
 R_F = taxa de juro livre de risco;
 β = coeficiente beta da ação;
 R_M = retorno da carteira de mercado;
 $R_M - R_F$ = prêmio pelo risco de mercado;
 $\beta \times (R_M - R_F)$ = prêmio pelo risco do ativo;

Fonte: (ASSAF NETO, 2014, p. 73)

Conforme o quadro 9, o CAPM usa em sua formulação a taxa livre de risco associada ao coeficiente beta da ação. O beta deve representar o risco de uma empresa em relação ao risco sistemático (risco do mercado).

A expectativa de todo acionista é que esta taxa de retorno seja superior ao mínimo esperado, fazendo sentido os investidores realizarem investimentos em certas empresas, lembrando que o custo de capital próprio é o retorno mínimo esperado, e não o desejado pelos acionistas.

2.6.2.1 Custo de capital próprio em empresas de capital fechado

O Modelo do CAPM é utilizado para empresas de capital aberto ou empresas de capital fechado que consigam equiparar as suas operações a empresas de capital aberto. Isto ocorre porque, para efeito do cálculo do CAPM, é preciso encontrar o coeficiente BETA que mede o risco de uma carteira de ações.

Entretanto, apesar de a maioria das empresas serem de capital fechado, a maior parte da teoria financeira está focada sobre o processo de administração das empresas de capital aberto. A inexistência de ações ativamente negociadas em bolsa inviabiliza a estimativa de elementos como o coeficiente de risco sistemático e custo de capital próprio entre outros indicadores, que na maioria das vezes são estimados a partir de dados históricos das empresas. (LACEY et al., 2004, p. 228).

Com a inexistência de valores negociados na bolsa, para estimativa do WACC as empresas devem utilizar os valores constantes nos demonstrativos financeiros. Mas Tomazoni e Menezes (2002) explicam que esse procedimento pode trazer uma série de problemas, pois a falta de informações inviabiliza a estimativa para que se chegue ao coeficiente BETA.

Tomazoni e Menezes (2002) apresentam outras abordagens que podem ser utilizadas para que se possa determinar o beta das empresas de capital fechado.

Utilização de empresas comparáveis: se a empresa de capital fechado a ser avaliada atua num setor em que outras empresas (comparáveis em termos de risco de negócio e alavancagem operacional) têm ações negociadas regularmente na Bolsa de Valores.

Utilização de betas contábeis: o beta contábil é calculado a partir dos lucros em vez dos retornos. Os lucros periódicos da empresa (EBIT) são regredidos contra os lucros agregados do setor ou contra um índice de mercado.

Utilização de fatores fundamentais (regressão múltipla): consiste na combinação de fatores básicos setoriais e da empresa para prever betas. As variáveis utilizadas são encontradas nos demonstrativos de receita e no balanço patrimonial das empresas.

2.6.3 Custo médio ponderado de capital

A partir dos custos do capital de terceiros e do custo do capital próprio é possível calcular o Custo Médio Ponderado de Capital (WACC).

Assaf Neto (2014) explica que o WACC é utilizado como uma medida de referência na avaliação de desempenho econômico e controle operacional, mostrando aos credores e acionistas a eficácia da gestão financeira da entidade em que aplicam seus recursos, sendo adotado como uma taxa mínima de atratividade.

O custo médio ponderado de capital pode ser apurado com base no custo de capital das empresas, que levam em consideração limites associados à sua estrutura de financiamento ideal ou possível.

Martins (2006, p. 217) destaca que o processo de apuração do WACC se divide em três passos:

- 1) cálculo do custo de cada fonte financeira específica;
- 2) determinação da porcentagem de cada fonte financeira no total do financiamento;
- 3) soma dos produtos dos itens 1 e 2.

Conforme o quadro 10, podemos ver a expressão que representa a fórmula adotada para cálculo do custo total de capital.

Quadro 10 – Fórmula WACC

$$WACC = \left(Ke * \frac{PL}{P + PL} \right) + [Ki * (1 - IR) * \left[\frac{P}{P + PL} \right]]$$

Onde:

WACC = custo total de capital (custo médio ponderado de capital);

Ke= custo de oportunidade do capital próprio. Taxa mínima de retorno exigida pelos acionistas considerando o risco do capital investido;

Ki= custo explícito de capital de terceiros (dívidas onerosas);

IR = alíquota de imposto de renda;

P= capital oneroso de terceiros (passivos com juros) a valor de mercado ;

PL = capital próprio a valor de mercado: quantidade de ações emitidas x preço (cotação) de mercado de cada ação;

P + PL= total do capital investido na empresa a valor de mercado;

$\frac{P}{P+PL}$ = participação do capital de terceiros onerosos no montante investido no negócio;

$\frac{PL}{P+PL}$ = participação do capital próprio(patrimônio líquido) no total investido no negócio.

Fonte: (ASSAF NETO, 2014, p. 95)

O Custo médio ponderado de capital é a junção do custo capital próprio e custo capital terceiros, ponderado pela estrutura capital da empresa.

essa medida de agregação de valor é considerada bastante relevante para a avaliação de desempenho e viabilidade de um negócio, uma vez que não somente os custos explícitos são considerados na apuração dos resultados, mas também os custos implícitos (custos de oportunidade) do capital próprio e o sucesso das estratégias financeiras adotadas pela empresa, como maior giro dos investimentos, redução dos riscos do negócio etc. (ASSAF NETO, 2014, p. 94).

Assaf Neto (2014) comenta ainda que a criação de valor econômico ocorre quando o retorno sobre o investimento ultrapassar o custo total de capital.

Para que se chegue à estimativa do WACC, são necessárias algumas ponderações para cada capital, levando em consideração seus valores de mercado. As dívidas sem ônus da empresa, as livres de juros, não estão incluídas neste cálculo.

Nesta metodologia de apuração supõe-se que a empresa mantenha uma estrutura ideal de capital e que ao mesmo tempo consiga alcançar a maximização do valor da organização, aumentando sua atratividade econômica.

2.7 MODELOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existe uma variedade de métodos de valoração de empresas, sempre apresentando características em comum. Neste tópico serão apresentados três métodos de avaliação de empresas: Modelo do Valor Contábil, Modelo dos Múltiplos e Modelo do Fluxo de Caixa Descontado.

2.7.1 Modelo do Valor Contábil

O valor Contábil é o método de avaliação patrimonial contábil que se baseia na soma de ativos e passivos utilizando princípios contábeis tradicionais. (MARTINS, 2006)

Martins (2006) ainda afirma que este modelo de avaliação poderá ser utilizado em organizações que tenham seus ativos mensurados pelos princípios contábeis, desde que não divirjam muito dos seus valores de mercado e que não tenham um *goodwill* significativo.

Muller e Teló (2003, apud ASSAF NETO, 2014, p. 99) cita:

o custo histórico possui diversas limitações como conceito a ser aplicado na avaliação patrimonial e sua aceitação ampla ocorre de preferência no âmbito da contabilidade tradicional (princípio contábil aceito), dada sua relação bastante próxima com a receita realizada na operação do resultado contábil.

Sendo assim, faz com que o uso desse método seja muito restrito, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade e não representando o valor econômico da empresa, tratando-se apenas de um valor matemático.

2.7.2 Modelo dos Múltiplos de Faturamento

O modelo dos múltiplos, também conhecido como avaliação relativa, tem como objetivo mensurar o valor corrente dos ativos, comparando-os com os de outras empresas similares no que tange ao ramo de negócios. Por ser considerado mais claro, simples e ágil, é um método bastante utilizado, tornando-se satisfatoriamente efetivo quando se trata de empresas comparáveis.

Conforme Damodaran (2007 apud ARAUJO et al, 2011, p. 8), as maiores vantagens da abordagem de múltiplos são: i) simplicidade e agilidade na incorporação de informações novas aos cálculos; ii) são mais simples de serem compreendidas; utilizam dados reais (e não projeções); iii) é relativamente simples de calcular; iv) incorpora o valor de todos os ativos operacionais do negócio, quando comparado com a abordagem de ativos. Já as limitações são: i) dificuldade de achar empresas comparáveis em alguns setores; ii) inexistência de premissas explícitas; iii) não é tão flexível ou adaptável conforme outras abordagens; iv) demanda poucas informações.

Dentre os modelos de múltiplos para avaliação de empresas, são obtidos alguns parâmetros no DRE da empresa. Para Assaf Neto (2014, p. 206), “os múltiplos mais utilizados são Lucro Operacional (EBIT²), EBITDA e vendas. Eventualmente, são utilizados múltiplos específicos ao setor de atividade.”

Para Assaf Neto (2014), este modelo apresenta uma vantagem em comparação com outros indicadores, já que pode ser utilizada como referência também no caso da organização apresentar prejuízo.

Já no modelo pelos múltiplos de faturamento, frequentemente utilizado, o lucro contábil é substituído pelo faturamento para obtenção do índice.

Martins (2006, p. 272) afirma que,

[...] a simplicidade do modelo dos múltiplos de faturamento parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias etc.), em que os eventos econômicos associados às operações da entidade possuem baixo nível de complexidade e existe forte homogeneidade no setor.

Por ser um método que exige certa estabilidade, sua aplicação torna-se restrita, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade, pois não representa o valor econômico da empresa, tratando-se apenas de um valor matemático.

2.7.3 Modelo Fluxo de Caixa Livre Descontado (FCD)

Também conhecido como Fluxo de Caixa Disponível (FCD), trata-se do caixa livre da empresa, onde “livre” significa que foi o “excedente” de caixa disponível, utilizando-se assim para pagamentos, distribuição aos proprietários de capital ou também aumento do mesmo, como explica Martins (2006).

Assaf Neto (2014) afirma que o FCD é o resultado de caixa gerado além do necessário para financiar seus investimentos e gerar crescimento da organização, podendo ser classificados em dois tipos: Fluxo de Caixa Disponível da Empresa (FCDE) e Fluxo de Caixa Disponível dos Acionistas (FCDA).

O quadro 11 mostra como é apurado o FCDE:

Quadro 11- Fluxo de Caixa Livre Empresa

Receita operacional líquida
(-) Custo da produção vendida
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas comerciais
(-) Despesas Administrativas
(=) EBITDA
Margem de EBITDA %
(-) Depreciação e Amortização
Ebit
(-) IR e CSSL
(=) Lucro Operacional após IR e CSSL
(+) Depreciação e amortização
(-) Variação da NCG
=Fluxo de Caixa Operacional
Margem de caixa operacional %
(-) CAPEX
(=) Fluxo de Caixa Operacional Livre

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2014, p. 170)

O CAPEX utilizado na apuração acima refere-se a todos os gastos de capital da empresa com ativos que visam o acompanhamento tecnológico, modernização e crescimento do negócio, explica Assaf Neto(2014).

O fluxo de caixa livre utiliza o fluxo proveniente das operações da empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e as variações esperadas no capital circulante líquido. É o total de dinheiro disponível na empresa após serem considerados os investimentos e as necessidades de capital de giro. Devem ser adicionadas também as despesas que não geram saídas de caixa, como a depreciação, amortização e exaustão.

Para Martins (2006), dentre os modelos de avaliação, o Fluxo de Caixa Descontado é considerado pela literatura de avaliação como o que melhor revela a capacidade de geração de riqueza de uma determinada organização.

O método de Fluxo de caixa descontado baseia-se no conceito de que o valor de um ativo é determinado pelo valor presente de seus benefícios futuros esperados de caixa, descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos proprietários de capital. (ASSAF NETO, 2014, p. 182)

Este método se destaca pela possibilidade de aplicação que oferece; de acordo com Assaf Neto (2014), a medida de caixa que se utiliza nesta avaliação é o Fluxo de Caixa Disponível, e o valor presente do FCDE descontado pelo Custo total de capital (WACC) representa o valor total da empresa.

O quadro 12 apresenta a fórmula para cálculo de avaliação através do método por Fluxo de Caixa Descontado.

Quadro 12 – Valor da Empresa

$$VA = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCt}{(1+r)^t}$$

Onde:

n = Vida útil do ativo

r = Taxa de desconto (reflete o risco inerente ao fluxo de caixa estimado)

FCt = Fluxo de caixa no período t

Fonte: (SCHMIDT E SANTOS, 2005, p. 5)

Para Damodaran (2007), o risco no contexto da avaliação “refere-se à probabilidade de obtermos um retorno de investimento que seja diferente do previsto. Assim, o risco inclui não só os maus resultados mas também os bons.”

Esse método é ideal para avaliação de empresas com fluxos de caixa positivos, apresentando maior rigor técnico e conceitual, o que o torna o mais indicado e utilizado nos casos de valoração.

Conforme explicam os autores Schmidt e Santos (2005), em algumas circunstâncias o fluxo de caixa necessitará de alguns ajustes para que não haja distorção de valores na hora da avaliação.

Segundo Schmidt e Santos (2005, p. 6), são estas algumas entidades que necessitam de devidos ajustes para que não haja distorção na hora da valoração.

- Entidades que apresentam prejuízos;
- Entidades que possuem um comportamento que acompanha economia;
- Entidades com ativos não utilizados ou subutilizados;
- Entidades que possuem patentes ou opções de produtos que não geram resultados;
- Entidades em processo de reestruturação;
- Entidades adquiridas em combinações de negócios;
- Entidades que não negociam seus valores no mercado.

Assaf Neto (2014) afirma ainda que este método é muito utilizado para as principais tomadas de decisões dentro de uma organização, sendo recomendado ainda para processos de análises, projetos de investimentos, avaliações de ações e também avaliação econômica para análise de fusões, cisões, vendas e aquisições.

Tendo a organização uma potencialidade de geração de caixa com projeções das demonstrações de resultados e balanços, é possível chegar ao fluxo de caixa esperado trazendo o valor presente por uma taxa ajustada pelo risco atribuído. Essas projeções de desempenho são convertidas em uma estimativa do valor dessa organização ou parte integrante.

2.7.3.1 Período de Projeção

O período de projeção pode ser entendido como o ciclo aplicado para projetar o fluxo de caixa. Esse intervalo de tempo vai depender muito da necessidade da organização, natureza do negócio e o que se pretende analisar com esse fluxo, buscando um nível razoável de perspectivas para futuro da empresa.

Para Martins (2006, p. 283),

[...] as projeções exigem a identificação dos componentes relevantes e o desenvolvimento de hipóteses e perspectivas que sirvam de base para o estabelecimento dos cenários prováveis que serão experimentados pela empresa.

As empresas, em sua grande maioria, utilizam essas projeções para períodos que compreendem 5 a 10 anos, podendo ser utilizado para trimestres ou meses, conforme o grau de previsibilidade das variáveis.

2.7.3.2 Valor da Perpetuidade

Além do período de projeção, as empresas ainda utilizam mais um elemento importante para avaliação. A perpetuidade permite, através do último período de projeção e incremento pelas expectativas de crescimento, apresentar à organização o valor que ela possuíra em perpetuidade.

“O período da perpetuidade da empresa inicia-se no final do período de projeção. O valor presente desses fluxos indeterminados de caixa é denominado valor da perpetuidade.” (ASSAF NETO, 2014, p. 185)

O quadro 13 apresenta a equação da fórmula para perpetuidade, onde utiliza-se o FCL do último período de projeção juntamente com a expectativa de crescimento.

Quadro 13 – Fórmula da Perpetuidade

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

Em que:

FCL(t) - Fluxo de caixa livre do último período de projeção;

CMePC – Custo médio ponderado de capital; e

g – Taxa de crescimento.

Fonte: (MARTINS, 2006, p. 283)

Afirma Martins (2006, p. 283) que “grande parte do valor de uma empresa é explicado por esse conceito. Dependendo da espécie do negócio, esse componente poderá ser maior ou menor.”

Essa expectativa de progressão que a empresa irá estimar por intermédio da taxa de crescimento, pode-se utilizar de taxas diferentes para determinados intervalos.

2.7.3.3 Taxa de desconto

Na utilização para avaliação, utilizando-se o fluxo de caixa descontado e o valor da perpetuidade, se faz necessário o uso de uma taxa de desconto que terá o papel de demonstrar o custo de oportunidade que a empresa projeta para os próximos períodos. Martins (2006, p. 284) descreve que “a taxa escolhida é usualmente o custo médio ponderado de capital, devido à sua capacidade implícita de incorporar os riscos associados a determinado negócio.”

A aplicação desta taxa de desconto tem alto impacto no valor presente; portanto, é necessário conhecer bem a metodologia adequada para se utilizar a taxa mais apurada possível.

2.7.3.4 Vantagens e desvantagens do fluxo de caixa descontado

Descrito anteriormente como um dos métodos mais utilizados em casos de avaliação de empresas, o Fluxo de Caixa Descontado apresenta suas vantagens e desvantagens. Damodaran (2007, p. 127) comenta que “para os crédulos, a avaliação DCF é a única maneira de abordar a avaliação, mas os benefícios podem ser mais sutis do que querem admitir.”

Dentre as desvantagens, podemos dizer que a previsão do fluxo de caixa para o futuro é muito incerta. Dependendo das premissas estabelecidas e da fórmula utilizada, o resultado de uma avaliação pode divergir tremendamente.

Damodaran (2007) também cita como desvantagem que tais avaliações na mãos de analistas negligentes podem ser manipuladas na intenção de gerar falsos valores. Também como desvantagem afirma que tal método pode muito bem superestimar as ações.

Já como vantagens podemos citar:

- o modelo estima com base nos componentes que geram valor à empresa;

- este modelo ajuda a identificar as variáveis com maior impacto na criação de valor;
- pode ser utilizado em diferentes níveis de agregação, isto é, seja um grupo de empresas ou cada empresa estimada individualmente.

Para Damodaran (2007), o lado positivo desse método é que, se feita corretamente, exige que os analistas se inteirem mais sobre o negócio em questão, fazendo com que se questione a sustentabilidade dos fluxos de caixa e do risco.

Por ser um método que utiliza muitas informações, nem sempre esse processo é de fácil análise; as chances de erro podem aumentar de tamanho com o número de premissas e formas utilizadas. Nesse contexto, pode ocorrer que detalhes sem importância acabem sendo ressaltados, e uma informação relevante não seja levada em consideração.

2.7.3.5 Valuation

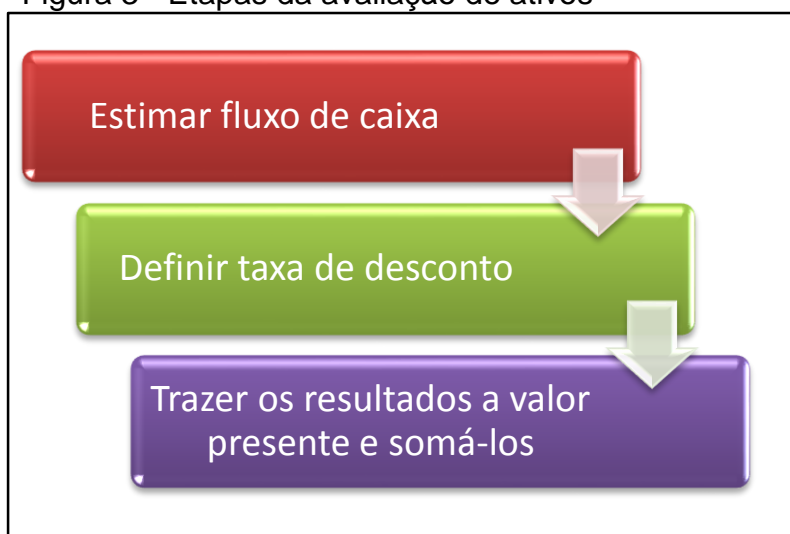
É o processo de estimar quanto vale um negócio, apurando o valor de um ativo, financeiro ou real. A formulação do valor justo apura sempre um valor estimado e não definitivo, tratando-se de uma percepção de mercado. Para tal processo, se faz necessário um conhecimento real e aprofundado da empresa a ser avaliada, para definição das premissas e fonte de dados.

Este método apura o valor econômico de uma empresa através de projeções futuras de seus fluxos de caixas trazidas a valor presente.

Estas projeções devem levar em consideração o plano de negócios estabelecido pela administração da empresa, as expectativas do setor no qual a empresa está inserida e os aspectos macroeconômicos. A metodologia do fluxo de caixa descontado pode ser usada para avaliar qualquer tipo de empresa ou operação que tenha um plano de negócios consistente e viável. (WESTRUP, 2015)

Três etapas devem ser seguidas para avaliação dos ativos, conforme descritas na figura 3.

Figura 3 - Etapas da avaliação de ativos



Fonte: Elaborado pela autora

O quadro14 apresenta a formulação para Cálculo do *Valuation*.

Quadro 14 - Cálculo *Valuation*

CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO

FC Livre para a Empresa (FCFF) projetado
 Valor Residual (perpetuidade)
 Valor Presente do FCFF + VR
 Valor Econômico Operacional da Empresa
 (+) Valor de Mercado dos Ativos Não Operacionais Líquidos
 (-) Valor de Mercado das Dívidas
 (-) Dividendos a Pagar (data-base)
 (=) Valor Econômico da Empresa para o Acionista (\$)

Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2014)

A *Valuation* tem como objetivo mostrar o valor de uma empresa de forma justa, fornecendo aos administradores resultados para que assim, a partir destes, possam ser tomadas as melhores decisões sobre a organização.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo será descrito o enquadramento metodológico do estudo e os procedimentos que serão utilizados para estudo de caso, que terá como objetivo a aplicação do fluxo de caixa descontado para precificação de uma Casa Lotérica na cidade de Criciúma - SC.

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

No que se refere à análise dos dados será utilizada uma abordagem qualitativa.

Para Richardson (1999, p. 80),

os estudos que empregam uma metodologia qualitativa podem descrever a complexidade de determinado problema, e analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais contribuir no processo de mudança de determinado grupo e possibilitar, em maior nível de profundidade, o entendimento das particularidades do comportamento dos indivíduos.

Será assim montado um conjunto de informações a partir do qual poderão ser extraídas conclusões e tomadas decisões.

Em relação aos objetivos, este estudo será em caráter descritivo no que se refere à caracterização da empresa, bem como na apresentação dos dados que servirão de base para este estudo. Afirma Gil (1994, p. 45) “que tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis.”

Quanto aos procedimentos, terá caráter documental. Para Gil (1994, p. 73), “o delineamento experimental consiste em determinar um objeto de estudo, selecionar as variáveis que seriam capazes de influenciá-lo”.

Ainda quanto aos procedimentos, e segundo Gil (1994, p. 78), “o estudo de caso é caracterizado pelo estudo profundo e exaustivo de um ou de poucos objetos, de maneira a permitir conhecimento amplo e detalhado do mesmo.”

Com o uso de pesquisa documental será feita uma coleta de dados para análise das demonstrações da empresa a ser valorada.

3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Quanto aos procedimentos, e servindo-se da pesquisa documental, será possível a realização de um estudo de caso como diagnóstico da valoração da empresa em estudo. Gil (1994, p. 71) destaca que “o elemento mais importante para a identificação de um delineamento é o procedimento adotado para a coleta de dados.” A coleta de dados e análises destes será de suma importância para a elaboração desta análise, identificando os pontos mais relevantes da pesquisa para conclusão deste estudo.

4 ESTUDO DE CASO

Este capítulo tem como objetivo caracterizar a empresa, nosso objeto de estudo, e apresentar as demonstrações projetadas com intuito de calcular o valor econômico de uma casa lotérica.

4.1 A EMPRESA

A empresa escolhida para este estudo de caso faz parte da maior rede de parceiros do Brasil, as casas lotéricas. Hoje já são mais de 13 mil lotéricas no nosso país. Atuam por normas impostas pela Caixa Econômica Federal, sob limite de concessão de 20 anos. Por opção da empresa, utilizaremos o nome fictício “Lotérica Boa Sorte”. Localizada na cidade de Criciúma, a Lotérica Boa Sorte iniciou sua atividade em 1996, e há 5 anos tem novos administradores. Atualmente conta com 7 colaboradores, sendo 6 operadoras de caixa e uma gerente, e ainda dois sócios proprietários. Trata-se de uma empresa limitada, com tributação pelo Simples Nacional. Dispõem de 5 terminais de atendimento chamados TFL, disponibilizados pelo C.E.F. sem custo e com total suporte para atendimento em manutenção. Mesmo com atendimento a centenas de clientes por mês, o faturamento se dá através de relatórios emitidos referente a prestação de contas e cobrança diária de loterias, sendo assim a Caixa Econômica Federal o único cliente da Lotérica para efeitos fiscais.

4.2 PRODUTOS E SERVIÇOS

Os serviços prestados pelas casas lotéricas devem ser iguais em todas as unidades do Brasil, devendo todo o concessionário obedecer às normas e fixações impostas pela C.E.F., mediante punição ao descumprimento.

O quadro 15 apresenta os principais serviços lotéricos.

Quadro 15 - Serviços prestados pela rede lotérica

Pagamentos	Saques
✓ Contas de água e luz	✓ Contas Correntes e poupanças
✓ Tributos	✓ Saque Banco do Brasil
✓ Boletos Bancários	✓ Programas de Benefícios sociais
✓ INSS/GPS	✓ INSS
✓ FGTS/GRRF	✓ Seguro Desemprego
✓ Contribuição Sindical	✓ FGTS
Outros Serviços	
✓ Consulta de Saldos e Extratos FGTS e PIS	
✓ Consulta de saldos de contas Caixa e Banco do Brasil	
✓ Depósitos em contas correntes e poupanças Caixa	
✓ Abertura de Conta e poupanças Caixa Fácil	
✓ Recarga de celulares	

Fonte: Elaborado pela autora

A principal atividade é somente realizada pelas casas lotéricas, as apostas para as loterias federais. Para o lotérico, trata-se do serviço que oferece maior rentabilidade; recebe uma comissão pelos valores das apostas, sendo a comissão diário, diferente do recebimento de faturas, que se dão em decênio. A Figura 4 apresenta as modalidades de loterias federais comercializadas hoje pela Caixa Econômica Federal.

Figura 4 – Loterias Federais



Fonte: Dados da Empresa

Com a venda das apostas das loterias federais, o lotérico recebe receitas diariamente, pois os valores repassados a Caixa Econômica no dia seguinte são

livres das comissões, sendo um serviço com recebimento imediato. E também proporciona ao lotérico um incremento nas receitas em algumas épocas do ano, como a comercialização da “Mega-Sena da Virada”, ocasião de sorteio especial.

4.3 FINALIDADE DA AVALIAÇÃO

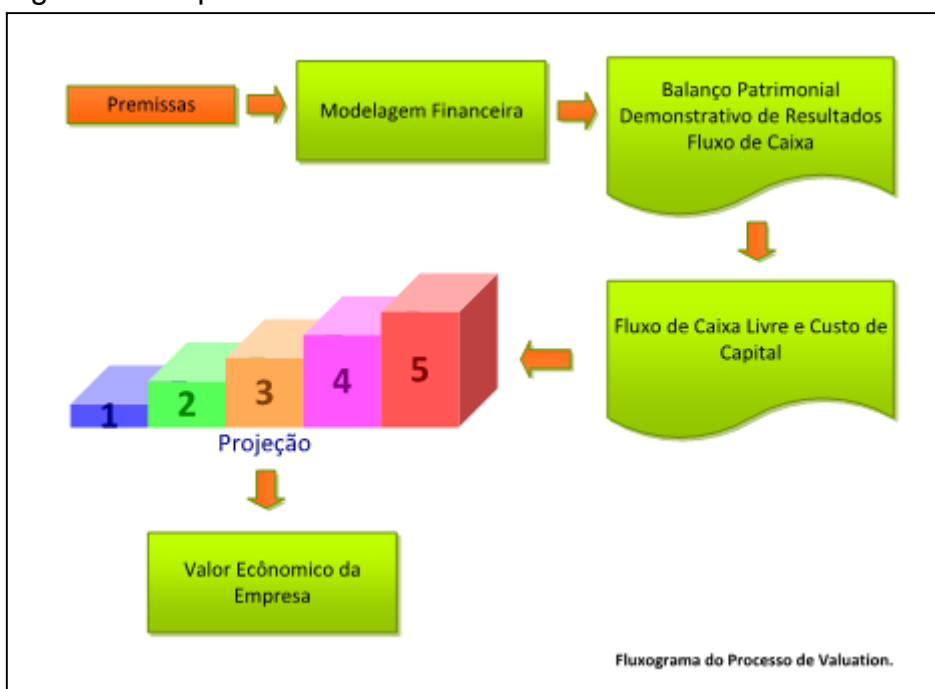
As licitações para novas aberturas de casas lotéricas no Brasil se dão através de pregão eletrônico, o que deixa margem para que o negócio seja superavaliado; desta mesma forma, as lotéricas já existentes são negociadas com base nesses valores de aquisição, ou por quantidade de TFL em atendimento.

Esse estudo tem por finalidade fazer uma avaliação servindo-se das demonstrações contábeis da empresa, baseada nos métodos de valoração mais bem conceituados na área, e procurando obter o valor de mercado aproximado de uma casa lotérica.

4.4 ETAPAS DO ESTUDO

Para que possa ser avaliada a empresa Lotérica Boa Sorte, se faz necessário que algumas etapas sejam cumpridas. Neste estudo, as etapas a serem seguidas são demonstradas na figura abaixo. Analisando-se as perspectivas setoriais e também as estimativas de crescimento natural da empresa, serão estabelecidas as premissas, e logo após serão analisadas as demonstrações financeiras da empresa. Com base nessas demonstrações, teremos então o fluxo de caixa livre da empresa, que será projetado para os próximos 5 anos (2016-2020). Este montante, trazido a valor presente, e somado à perpetuidade, apresentará o valor econômico da empresa, conforme figura 5.

Figura 5 - Etapas do estudo



Fonte: Elaborado pela autora

Analisando-se as perspectivas setoriais e também as estimativas de crescimento natural da empresa, serão estabelecidas as premissas, e logo após serão analisadas as demonstrações financeiras da empresa. Com base nessas demonstrações, teremos então o fluxo de caixa livre da empresa, que será projetado para os próximos 5 anos. Este montante, trazido a valor presente, nos dará o valor econômico da empresa.

4.5 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS INICIAIS

Baseando-se nos conceitos aqui apresentados sobre avaliação de empresas, os demonstrativos contábeis utilizados para o estudo e necessários para as projeções serão o Balanço Patrimonial e DRE, representados abaixo pelos quadro 16 e 17.

Quadro 16 – Balanço Patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL	
Em mil(R\$)	2015
Ativo	170.994
Circulante	38.616
Disponibilidades	30.346
Clientes	389
Estoques	-
Outros Ativos	7.882
Não Circulante	132.378
Investimentos	
Imobilizado	132.378
Passivo	170.994
Circulante	37.894
Fornecedores	2.363
Obrig. tributárias	1.945
Contas a pagar	22.054
Financiamentos de curto prazo	11.533
Outros passivos CP	
Não Circulante	18.055
Financiamentos de longo prazo	13.837
Outros passivos LP	4.217
Patrimônio líquido	115.045
Capital social	50.000
Lucros acumulados	65.045

Fonte: Elaborado pela autora

Exposto acima, o Quadro 16 apresenta o balanço patrimonial do exercício referente a 2015. Como podemos perceber, a empresa não possui movimentos na conta “estoques”, já que toda a movimentação acontece via terminais, como jogos impressos e bolões, e além dos recebimentos de faturas com repasse feito à C.E.F. em D+1, não existem produtos para serem lançados como estoque. Vale ressaltar também que as contas de financiamentos provém da aquisição da empresa pelos novos sócios.

Como base também para as demonstrações, abaixo temos o quadro do Demonstrativo de Resultado referente ao exercício de 2015.

Quadro 17 – Demonstrativo Resultado

DEMONSTRATIVO RESULTADO	
Em mil(R\$)	2015
Receita de vendas	442.729
(-)Deduções	24.291
Receita líquida	418.438
(-) Custo de materiais e serviços	143.799
(-)Outros custos	93.807
Lucro Bruto	180.832
(-)Despesas administrativas	96.653
(-)Despesas comerciais	24.134
(-)Depreciação	
(-)Despesas financeiras	7.763
Resultado antes IR	52.281
(-)Irr/Cs	
Lucro do período	52.281
%	11,81%

Fonte: Elaborado pela autora

Podemos verificar que a empresa encerrou suas atividades em 2015 apresentando um lucro de R\$ 52.281,00, representando 11,81% da receita total.

4.6 PREMISSAS PARA PROJEÇÕES

Analisando o comportamento histórico da empresa, e as expectativas de crescimento no momento da avaliação, ficaram estipuladas algumas premissas para que fossem feitas as projeções, demonstradas no quadro 18.

Quadro 18 – Premissas internas

PREMISSAS PARA PROJEÇÕES DE CENÁRIO					
Premissas Internas	2016	2017	2018	2019	2020
Receita de vendas	8,0%	12,0%	15,0%	20,0%	20,0%
Impostos sobre as vendas	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%	2,8%
Custo dos serviços prestados	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%	33,0%
Outros Custos	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%	22,0%
Desp financ (Juros operacionais)	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%	1,8%
Despesas administrativas	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%	10,0%
Despesas comerciais	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%
Prazo médio de recebimento	0	0	0	0	0
Prazo médio de pagamento	28 dias	35 dias	35 dias	35 dias	35 dias
Prazo médio de tributos	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias
Prazo médio de obrigações sociais	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias
Prazo médio de despesas gerais	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias	30 dias

Fonte: Elaborado pela autora

A administração da empresa prevê um aumento um pouco mais significativo somente em 2019 e 2020, quando poderá contar com comissões um pouco mais expressivas, prevendo um incremento de jogos e também na parte negocial, receita esta que é gerada através de empréstimos e consignados. As demais premissas continuam inalteradas.

4.7 PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Através das premissas estabelecidas, juntamente com as demonstrações financeiras iniciais, foram elaboradas algumas planilhas, mostrando as projeções necessárias para sustentação deste trabalho.

4.7.1 Projeção do DRE

Como importante instrumento de análise econômico-financeiro para tomada de decisões, o demonstrativo de resultado tem como objetivo apresentar as principais contas que influenciaram o resultado da empresa. Por isso, o quadro 19, apresentado logo abaixo, traz a DRE projetada da “Lotérica Boa Sorte” para um quinquênio, tendo como base o ano de 2015.

Quadro 19 – Demonstrativo Resultado Projetado

DEMONSTRATIVO DE RESULTADO					
Em mil(R\$)	2016	2017	2018	2019	2020
Receita de vendas	478.147	535.525	615.853	739.024	886.829
(-)Deduções	13.340	14.941	17.182	20.619	24.743
Receita líquida	464.807	520.583	598.671	718.405	862.086
Custo da Produção Vendida	272.233	316.345	373.571	451.691	546.186
(-) Custo de materiais e serviços	157.789	176.723	203.232	243.878	292.653
(-) Custos Gerais	114.444	139.622	170.339	207.813	253.532
Lucro Bruto	192.574	204.238	225.100	266.714	315.900
(-) Despesas Administrativas	106.319	116.951	128.646	141.510	155.661
(-)Despesas Comerciais	28.689	32.131	36.951	44.341	53.210
(-)Desp financeiras	12.087	10.786	10.777	12.933	15.520
Resultado antes IR	45.479	44.370	48.726	67.929	91.510
%	9,51%	8,29%	7,91%	9,19%	10,32%
Lucro do Período	45.479	44.370	48.726	67.929	91.510

Fonte: Elaborado pela autora

Utilizando as premissas estabelecidas, podemos ver no quadro 19 que a empresa apresenta bom desempenho em todos os anos e uma leve queda nos lucros no ano de 2017, tendo como melhor desempenho o ano de 2020, que nos mostra que a receita teve um aumento de quase 100%, chegando a uma arrecadação de R\$ 886.829 e encerrando o horizonte de projeções com lucro do período de R\$ 91.510.

4.7.2 Projeção do Fluxo de Caixa

Buscando informações importantes no desempenho financeiro da empresa, através das entradas e saídas de dinheiro, o quadro 20 demonstra o fluxo de caixa projetado da empresa em estudo.

Quadro 20 – Fluxo de Caixa Projetado

FLUXO DE CAIXA					
Em mil(R\$)	2016	2017	2018	2019	2020
Entradas Operacionais	478.536	535.525	615.853	739.024	886.829
(+)Recebimento de clientes	478.536	535.525	615.853	739.024	886.829
Saídas Operacionais	420.441	481.343	560.310	661.866	784.290
(-)Pagamento de fornecedores	147.879	171.814	200.654	239.926	287.911
(-)Pagamento de desp. gerais	258.388	294.721	342.660	401.608	471.979
(=)Geração de caixa operacional	58.095	54.182	55.543	77.158	102.539
(-)Pagamento de captações	15.252	15.252	-	-	-
(=)Geração caixa líquido	42.843	38.930	55.543	77.158	102.539
(+)Saldo inicial	30.346	73.188	112.118	167.661	244.819
(=)Saldo final	73.188	112.118	167.661	244.819	347.358

Fonte: elaborado pela autora

Através do DFC, podemos verificar a independência financeira da organização, revelando a projeção que a empresa é autossuficiente no financiamento do seu giro, mostrando saldos positivos e constantes.

4.7.3 Projeção do Balanço Patrimonial

O balanço patrimonial evidencia de forma qualitativa e quantitativa a situação patrimonial e financeira da empresa. No quadro 21 são apresentados os elementos que compõem o patrimônio durante o quinquênio de projeção, representando a evolução do patrimônio total da organização.

Quadro 21 – Balanço Patrimonial Projetado

BALANÇO PATRIMONIAL						
Em mil(R\$)	2015	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo	170.994	213.449	252.378	307.922	385.079	487.618
Circulante	38.616	81.070	120.000	175.543	252.701	355.240
Disponibilidades	30.346	73.188	112.118	167.661	244.819	347.358
Clientes	389	-	-	-	-	-
Estoques	-	-	-	-	-	-
Outros Ativos	7.882	7.882	7.882	7.882	7.882	7.882
Não Circulante	132.378	132.378	132.378	132.378	132.378	132.378
Investimentos	-	-	-	-	-	-
Imobilizado	132.378	132.378	132.378	132.378	132.378	132.378
Passivo	170.994	213.449	252.378	307.922	385.079	487.618
Circulante	37.894	48.707	43.266	50.083	59.312	70.341
Fornecedores	2.363	12.272	17.181	19.759	23.710	28.452
Obrig. tributárias	1.945	1.112	1.245	1.432	1.718	2.062
Obrig. sociais	-	-	-	-	-	-
Contas a pagar	22.054	21.485	24.840	28.893	33.883	39.827
Financiamentos de curto prazo	11.533	13.837	(0)	-	-	-
Outros passivos CP	-	-	-	-	-	-
Não Circulante	18.055	4.217	4.217	4.217	4.217	4.217
Financiamentos de longo prazo	13.837	(0)	-	-	-	-
Outros passivos LP	4.217	4.217	4.217	4.217	4.217	4.217
Patrimônio líquido	115.045	160.525	204.895	253.621	321.550	413.060
Capital social	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000	50.000
Lucros acumulados	65.045	110.525	154.895	203.621	271.550	363.060

Fonte: Elaborado pela autora

Como nas outras demonstrações, o balanço patrimonial também apresenta números positivos e satisfatórios. Sem a necessidade de estoques e vendas a prazo, as contas “clientes” e “estoques” não possuem saldos. Com as projeções do fluxo de caixa podemos perceber o aumento na conta disponibilidades, que chega a 2020 com saldo de R\$ 347.358, não havendo necessidades de financiamentos e sem alterações na conta investimentos.

4.8 CUSTO DE CAPITAL

Este tópico abordará o cálculo para que se encontre o CMPC, que representará o custo médio ponderado de capital no sistema de avaliação.

4.8.1 Custo Médio Ponderado de Capital

O CMPC representa a ponderação do custo de capital próprio (Ke) que representa a expectativa de retorno dos acionistas e o custo de capital de terceiros (Ki), que representa o custo médio da dívida que a empresa possui com terceiros.

A figura 6, demonstra o cálculo do custo médio ponderado de capital para empresa “Lotérica Boa Sorte”.

Figura 6 – CMPC

Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC					
	Ano 01	Ano 02	Ano 03	Ano 04	Ano 05
Custo de Capital Próprio (Ke)	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Expectativa de Retorno	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Taxa livre de Risco	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%	14,00%
Custo de Capital de Terceiros (Ki)					
CF - Custo médio da Dívida	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%	23,40%
CMPC - Custo Médio Ponderado de Capital	27,63%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%

Fonte: Elaborado pela autora

Como podemos perceber na figura 6, o custo de capital próprio representa 28%, ou seja, o retorno mínimo exigido pelos proprietários é 28% ao ano. Esse valor foi calculado dividindo-se o resultado líquido de despesa financeira versus o patrimônio líquido da companhia. Já o custo médio da dívida representado nesta fórmula pelo custo do capital de terceiros é de 23,40%. Este montante originou-se da divisão das despesas financeiras líquidas pelo passivo oneroso da empresa. Entende-se por passivo oneroso todas as obrigações que a empresa possui e que geram despesas financeiras. Obteve-se então um CMPC para o primeiro ano de 27,63% e para os demais de 28,00%.

4.9 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Como proposto neste trabalho, abaixo seguem as próximas etapas para precificação da “Lotérica Boa Sorte”.

4.9.1 Fluxo de Caixa Livre Descontado

Discutido anteriormente, dentre os modelos de avaliação, o fluxo de caixa descontado é considerado o que melhor revela a capacidade de geração de riqueza da entidade. Baseando-se que o valor de um ativo é determinado pelo valor presente dos futuros recebimentos de caixa, o quadro 22 contempla o total de dinheiro disponível na empresa após serem considerados os investimentos e a necessidade de capital de giro, somados às despesas que não geram saídas de caixa.

Quadro 22 – Fluxo de Caixa Descontado

FLUXO CAIXA DESCONTADO						
Em mil(R\$)	Período 1	Período 2	Período 3	Período 4	Período 5	
NOPAT	52.281	57.566	55.156	59.504	80.862	107.029
(+) Depreciação						
(-) Variação NCG	-	8.896	8.397	6.817	9.229	11.029
(-) Variação ativos	-					
(=) Fluxo de caixa livre	52.281	48.670	46.759	52.687	71.633	96.000
CMPC		27,63%	28,00%	28,00%	28,00%	28,00%
Taxa de crescimento		10%	10%	10%	10%	10%
Lucro Líquido a valor Presente	R\$52.281,36	R\$38.132,40	R\$28.539,53	R\$25.122,92	R\$26.685,40	R\$27.939,75

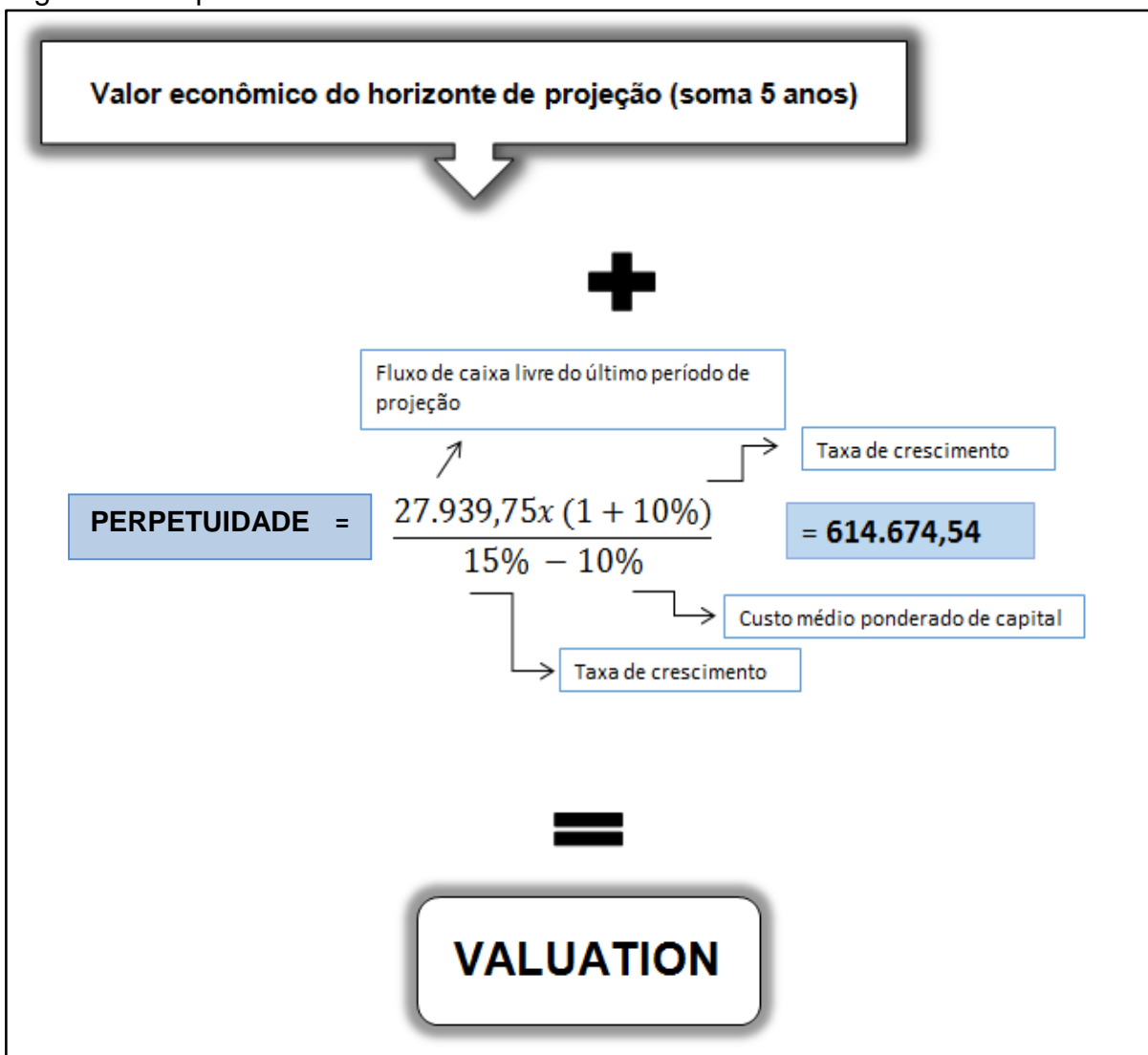
Fonte: Elaborado pela autora

A partir do demonstrativo de resultado, pode ser elaborado o fluxo de caixa livre, ajustando o lucro com a variação da necessidade de capital de giro. Utilizando o CMPC como taxa de desconto, obteve-se o valor presente de cada período projetado, chegando assim, na soma do horizonte de projeções a valor presente, o total de R\$ 146.420,00.

4.9.2 Perpetuidade

Baseando-se que a organização possui vida útil indeterminada, o cálculo da perpetuidade permite apresentar a organização o valor que ela possuirá infinitamente. Abaixo, apresenta se o cálculo da perpetuidade na figura 7.

Figura 7 - Perpetuidade



Fonte: Elaborado pela autora

Como mostra a figura 7, através do último período de projeção e incremento pelas expectativas de crescimento, temos a apresentação do montante de R\$ 614.674,54 que representa o valor econômico que a organização possuirá em sua perpetuidade.

4.9.3 Valuation

Como última etapa do processo de avaliação da empresa em estudo, a figura 8 contempla o cálculo do valor econômico da “Lotérica Boa Sorte”.

Figura 8 - Valuation

Cálculo Valuation	
Soma do Horizonte de Projeções (2016 à 2020) VPL	R\$ 146.420,00
	+
Perpetuidade	R\$ 614.674,54
	-
Dívidas	R\$ 25.370,00
	=
Valor Econômico da Empresa	R\$ 735.724,56

Fonte: Elaborado pela autora

Utilizando o montante encontrado referente ao fluxo de caixa descontado nos anos de 2016 a 2020, obtivemos um valor de R\$ 146.420,00, acrescido ao valor da perpetuidade de R\$ 614.674,54, apresentado conforme a figura 7; diminuindo-se as dívidas em R\$ 25.370,00, obteve-se então o Valor Econômico da Empresa “Lotérica Boa Sorte” - R\$ 735.724,56 - conforme explícito na figura número 8.

4.10 PARECER SOBRE A ANÁLISE

Concluída a etapa de valoração da “Lotérica Boa Sorte” através do método do fluxo de caixa descontado, chegamos ao montante do seu valor econômico para casos de aquisição - R\$ 735.724,56 (figura 8). Valor este que resultou da projeção das demonstrações contábeis, levando em consideração um horizonte de projeções de 5 anos (2016 a 2020).

Após estabelecidas as premissas e projeções, um passo importante para que fosse concluído este estudo foi o encontro da taxa do Custo Capital Médio Ponderado (27,63%) para o primeiro ano de projeção e 28,00% para os demais anos, utilizada como taxa de desconto para a construção do fluxo de caixa livre. Com a maioria das pesquisas voltadas somente a empresas de capital aberto, com ações listadas na bolsa, o encontro de coeficientes neste caso não se consegue mensurar pela falta de empresas comparáveis.

Utilizando o conhecimento adquirido com a fundamentação teórica, o fluxo de caixa livre descontado foi encontrado trazendo as projeções de 5 anos a valor presente, e chegando a um montante de R\$ 146.420,00 (quadro 22).

Na etapa da perpetuidade (figura 7), utilizou-se uma taxa de crescimento de 15% e um custo médio de capital de 10%; com a soma dos valores residuais do fluxo de caixa livre aplicados à fórmula indicada nesta técnica de valoração se obteve o valor da perpetuidade, R\$ 614.674,54, descontando-se deste as dívidas presente nas demonstrações - R\$ 25.370,00.

Com a soma dos valores encontrados, concluiu-se este estudo de avaliação chegando-se à conclusão de que a “Lotérica Boa Sorte” tem seu valor econômico avaliado em aproximadamente R\$ 736.000,00.

5 CONCLUSÃO

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor é de extrema importância para a tomada de decisão, seja para comprar ou vender, fusões ou cisões e até para investimentos.

Dada a devida importância ao tema, o objetivo principal deste trabalho foi utilizar o fluxo de caixa descontado para mensurar o valor econômico justo de uma lotérica. Uma vez que valor é sinônimo de geração futura de caixa, cada dia mais têm-se a oportunidade de conhecer e utilizar as ferramentas de avaliação. E um modelo que leve em consideração tal variável pode ser apresentado como o mais indicado para valorar um negócio. Foi possível alcançar tal objetivo através do estudo de caso. Na busca pela valoração da empresa, a metodologia do fluxo de caixa descontado foi considerada como a melhor técnica para precificação de ativos.

O primeiro objetivo específico era caracterizar a gestão baseada em valor, obteve-se êxito com parte da fundamentação teórica que explanou sobre a importância da criação de valor. Exaltando a importância de que os esforços da instituição devem estar voltados à agregação de riqueza, ou seja, criação de valor econômico, tal medida pode ser alcançada com a adoção eficiente de estratégias financeiras.

O segundo objetivo específico alcançou-se na apresentação dos métodos de avaliação de empresas mais importantes e utilizados na atualidade, conceituando também sobre a importância da avaliação como ferramenta de gestão. Mesmo assim vale ressaltar que o processo de avaliação é algo complexo e possui uma série de peculiaridades, sendo uma ciência aplicada que, juntamente com outras ferramentas, tende a enriquecer significativamente a tomada de decisão.

O terceiro e último objetivo tratou do estudo de caso e obteve-se êxito, seguindo as etapas do *valuation* para a mensuração do valor econômico justo de uma empresa de capital fechado. Tal estudo exigiu uma pesquisa detalhada sobre o passado das demonstrações da empresa avaliada e deixou evidente que, para se alcançarem as estimativas razoáveis sobre o valor dos ativos, é imprescindível que as premissas e variáveis utilizadas no processo de avaliação sejam cuidadosamente analisadas. Se faz necessário que a obtenção de dados para as projeções financeiras sejam coerentes e fidedignas com o negócio. Somente assim e com o

método de avaliação escolhido podemos fazer uma correta análise do desempenho da instituição, aproximando-se o máximo possível do valor justo.

Não se esgotando os assuntos sobre este tema, pois o tópico avaliação é muito rico, alcançou-se o objetivo de forma satisfatória, mas este estudo deixa claro a necessidade de pesquisas que se voltem à avaliação de empresas de capital fechado.

REFERÊNCIAS

ABREU, Monica C. S. et al. **Avaliação da influência dos stakeholders na proatividade ambiental de empresas brasileiras**. 2013. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/10633/avaliacao-da-influencia-dos-stakeholders-na-proatividade-ambiental-de-empresas-brasileiras>>. Acesso em: 20 fev. 2016.

ARAUJO, Elisson Alberto et al. **Modelos de Avaliação de Empresas**: uma comparação entre fluxo de caixa descontado, de dividendos e múltiplos. XXXI ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO. Inovação Tecnológica e Propriedade Intelectual: Desafios da Engenharia de Produção na Consolidação do Brasil no Cenário Econômico Mundial. 2011. Belo Horizonte. Disponível em: <http://www.abepro.org.br/biblioteca/enegep2011_TN_STO_137_871_17578.pdf>. Acessado em: 12/10/2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Valuation: Métricas de valor & Avaliação de empresas**. São Paulo: Atlas, 2014.

BRASIL. **Lei 6.404**, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por Ações. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em 15 abr. 2016.

COPELAND, T. et al. **Avaliação de empresas – valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Makron Books, 2002.

COSTA Luiz Guilherme Tinoco Aboim; et al. **Valution: Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas**. Atlas: São Paulo, 2010.

DAMODARAN, Aswath. **AVALIAÇÃO DE EMPRESAS**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

FLORIANI, Ricardo et al. **Reflexos das inovações nos índices de rentabilidade de empresas**. 2013. Disponível em <<http://www.uff.br/pae/index.php/pca/article/view/209>> Acesso em: 26 fev. 2016.

FREZATTI, Fábio. **Gestão de Valor na Empresa**: uma abordagem Abrangente do Valuation a partir da contabilidade gerencial. São Paulo: Atlas, 2003.

GIL, Antonio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994.

GROPPELLI, Angelico A.; NIKBAKHT, Ehsan. **Administração financeira**. 3. ed. São Paulo: Saraiva, 2010.

LACEY, Joseph et al. ESTIMATIVA DO CUSTO DE CAPITAL PRÓPRIO DE PEQUENAS EMPRESAS ATRAVÉS DO CAPM. **Alcance: Revista Científica do Programa de Mestrado Acadêmico em Administração - UNIVALI**, Vale do Itajaí,

v. 11, n. 2, p.227-237, maio 2004. Disponível em:
<<http://siaiap32.univali.br/seer/index.php/ra/article/view/1806/1434>>. Acesso em: 25 mar. 2016.

MARTINS, Eliseu (organizador). Fundação Instituto de Pesquisas Contábeis, Atuariais e Financeiras. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. 1 ed. - 5. reimpr. São Paulo: Atlas, 2006.

MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise Financeira de Balanços, Abordagem gerencial**. 7. ed. São Paulo: Atlas, 2010.

QUINTANA, Alexandre Costa. **Fluxo de Caixa**. Demonstrações Contábeis de acordo com a lei 11.638/07. 2. ed. Curitiba: Juruá, 2012.

REIS, Arnaldo. **Demonstrações contábeis, estrutura e análise**. Saraiva, 2003.

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

SANTOS, Cosme dos. **Guia Prático para elaboração do demonstrativo dos fluxos de caixa - DFC** conforme padrões de contabilidade: americano, internacional e brasileiro. Curitiba: Juruá, 2009.

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

SCHMIDT, Paulo et al. **Avaliação de empresas: Foco na Gestão de Valor da Empresa. Teoria e Prática**. São Paulo: Atlas, 2006.

TOMAZONI, Tarcísio; MENEZES, Emílio Araújo. Estimativa do custo de capital de empresas brasileiras de capital fechado (sem comparáveis de capital aberto). **Revista de Administração**, São Paulo, v. 37, n. 4, p.38-48, out. 2002.

WESTRUP, Mario Nazzari. **Valuation: avaliação de valor de empresa do setor metalúrgico do sul de Santa Catarina com base nos preceitos do fluxo de caixa descontado**. 2015. 68 f. TCC (Graduação) - Curso de Ciências Contábeis, Universidade do Extremo Sul de Santa Catarina, Criciúma, 2015.

VENDRUSCOLO, Maria Ivanice. **Analisar Demonstrações Contábeis**. 2010. Disponível em: <http://www.ufrgs.br/napead/repositorio/objetos/analisar-demonstracoes-contabeis/indicadores_estrutura.php>. Acesso em: 15 mar. 2016.