

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

DENISE FIGUEREDO DA SILVA

**FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UMA PROPOSTA DE AVALIAÇÃO PARA
UMA EMPRESA DO RAMO CERÂMICO SITUADA EM SANTA CATARINA**

CRICIÚMA

2017

DENISE FIGUEREDO DA SILVA

**FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UMA PROPOSTA DE AVALIAÇÃO PARA
UMA EMPRESA DO RAMO CERÂMICO SITUADA EM SANTA CATARINA**

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. Rafael dos Santos

CRICIÚMA

2017

DENISE FIGUEREDO DA SILVA

**FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UMA PROPOSTA DE AVALIAÇÃO PARA
UMA EMPRESA DO RAMO CERÂMICO SITUADA EM SANTA CATARINA**

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

Criciúma, 07 de Julho de 2017.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Rafael dos Santos – Especialista – (UNESC) - Orientador

Prof^a. Marluci de Freitas Bitencourt – Especialista - (UNESC)

Prof. Valcir Mantovani - Especialista - (UNESC)

**Aos meus pais de um modo especial, por
todo o incentivo e carinho.**

**E a todos que de alguma forma contribuíram
para a materialização deste.**

Dedico-lhes este trabalho.

AGRADECIMENTOS

À Deus pelo dom da vida, por não me esquecer nos momentos em que mais precisava, por dar-me força para perseguir todos os meus objetivos e nunca me permitir desistir, devo a Ele, também, por todas as pessoas e suas histórias que colocou e coloca em meu caminho, pois são minhas lições e inspirações.

Aos meus pais Antônio e Jucélia, por não medirem esforços para me ajudar, me motivar, e principalmente por terem me direcionado pelos melhores caminhos, vocês são meus alicerces e certamente são os meus maiores exemplos e incentivadores.

Aos meus irmãos Daniela e Ivan pelos momentos de descontração e por de alguma forma, também, serem exemplos tanto como pessoas quanto profissionais.

Ao meu namorado Fernando, por todo amor, paciência e compreensão com minhas ausências, momentos de estresse, por estar sempre presente nos bons e maus momentos me aconselhando e torcendo por mim. Deus não poderia ter me concedido alguém melhor para ser meu companheiro e sobretudo meu melhor amigo.

Em minhas inseguranças, cansaços, alegrias e vitórias... Vocês sempre estiveram presentes, por isso, minha motivação certamente é fruto do apoio e torcida de vocês, e a vocês devo minhas conquistas.

Agradeço também a todos os professores que tanto ensinaram e contribuíram com minha formação, em especial, ao meu orientador Rafael, que pacientemente me guiou nos momentos de decisões, dúvidas e contribuindo com o desenvolvimento desta pesquisa.

À todos aqueles que cruzaram meu caminho com ensinamentos e conselhos que muito contribuíram com a minha formação, mesmo sem saber tamanha a importância que tiveram, meu muito obrigada.

À todos os amigos que fiz durante estes quatro anos e meio, e por todos os bons momentos vividos dentro e fora das salas de aula, que espero levar para toda a vida, por fim, e ao curso de Ciências Contábeis do qual eu posso falar que faço parte desta história.

“Não é o que você faz, mas quanto amor você dedica no que faz que realmente importa.”

Madre Teresa de Calcutá

RESUMO

SILVA, Denise Figueredo da. **Fluxo de Caixa Descontado: Uma proposta de avaliação para uma empresa do ramo cerâmico situada em Santa Catarina.** 2017. 59 p. Orientador Prof. Esp. Rafael dos Santos. Trabalho de Conclusão do Curso de Ciências Contábeis. Universidade do Extremo Sul Catarinense – UNESC. Criciúma – SC

A avaliação de empresas consiste na mensuração do valor econômico de uma entidade, seja como fonte de informação para compra ou venda, operações de fusão, cisão, entre outras. Não existe um modelo padrão para este tipo de avaliação, e entre as metodologias não há alguma considerada ideal ou que forneça o resultado exato. Este trabalho tem como objetivo determinar o valor da empresa analisada cujo segmento é o ramo cerâmico, por intermédio da avaliação baseada no método de fluxo de caixa descontado. Esta pesquisa caracteriza-se como descritiva e analisará a questão problema de forma quantitativa, empregando como técnica de estudo a análise de conteúdo, realizando um estudo de caso pois o mesmo visa o aprofundamento quanto às variáveis que interferem nos resultados da pesquisa. Os objetivos propostos foram alcançados à medida em que foram realizadas as análises do setor de atuação da empresa e do mercado, bem como seu desempenho, após este estudo é que foi possível definir qual indicador nortearia as projeções para enfim elaborar os instrumentos que levariam à simulação do valor da empresa avaliada e por conseguinte, a materialização do valor da empresa e a obtenção de êxito para concluir os objetivos propostos e responder a questão pesquisa do presente trabalho.

Palavras-chave: Informação. Valor. Fluxo de caixa descontado.

LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Fórmula do Valor Econômico Agregado ou Adicionado - EVA	24
Figura 2 - Fórmula do Valor de Mercado Adicionado - MVA	25
Figura 3 - Equação da avaliação patrimonial contábil	26
Figura 4 - Passos para a elaboração de Valuation.....	33
Figura 5 - Fórmula do valor da empresa	34
Figura 6 - Fórmula do fluxo de caixa livre	35
Figura 7 - Fórmula do valor presente da perpetuidade sem crescimento	39
Figura 8 - Etapas do estudo	43
Figura 9 - Receita Operacional Bruta x Receita Líquida	45
Figura 10 - Resultado Líquido Realizado	45
Figura 11 - Premissas	46
Figura 12 - Demonstrativo de Resultado realizado e projetado (Valores em R\$ 1.000)	47
Figura 13 - Demonstração de Fluxo de Caixa (Valores em R\$ 1.000).....	48
Figura 14 - Balanço Patrimonial – Ativo (Valores em R\$ 1.000)	49
Figura 15 - Balanço Patrimonial – Passivo (Valores em R\$ 1.000).....	50
Figura 16 - Definição do WACC	51
Figura 17 - Fluxo de caixa descontado	53
Figura 18 - Cálculo do valor da empresa	54

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

EBITDA	Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization
EVA	Valor Econômico Adicionado ou Agregado
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCL	Fluxo de Caixa Livre
LAJIDA	Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização
MVA	Valor Agregado de Mercado
NOPAT	Lucro Operacional Líquido Após IR
RLV	Receita Líquida de vendas
TMA	Taxa mínima de atratividade
VE	Valor da empresa
VPP	Valor Presente da Perpetuidade
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	11
1.1 TEMA, PROBLEMA E QUESTÃO PESQUISA	11
1.2 OBJETIVOS	13
1.3 JUSTIFICATIVA	13
1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO.....	14
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	15
2.1 CONCEITO DE <i>VALUATION</i>	15
2.1.1 Partes Interessadas	16
2.1.1.1 Avaliação para fins de alienação: venda ou compra	17
2.1.1.2 Avaliação para fins de fusão, incorporação e cisão	18
2.1.1.3 Avaliação para fins de admissão de novos investidores	19
2.1.1.4 Avaliação para fins de captação de recursos	20
2.1.1.5 Avaliação para fins de encerramento de atividades	21
2.2 MODELOS DE GESTÃO BASEADA NO VALOR DE EMPRESAS	22
2.2.1 Valor Econômico Adicionado - EVA	23
2.2.2 Valor Agregado de Mercado - MVA	24
2.3 MÉTODOS CORRENTES DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS.....	25
2.3.1 Modelo do Valor Contábil	25
2.3.1.1 Balanço de determinação.....	27
2.3.1.2 Goodwill.....	29
2.3.2 Avaliação por Múltiplos	30
2.3.2.1 Múltiplos de Faturamento	30
2.3.2.2 Múltiplos de EBITDA	31
2.3.2.3 Múltiplos de Mercado	32
2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado	32
2.3.3.1 Fluxo de Caixa Livre.....	34

2.4.3.1.3 Taxa de desconto.....	36
2.3.3.1.4 Premissas.....	37
2.3.3.1.5 Análise de Riscos.....	37
2.3.3.1.6 Perpetuidade.....	39
3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	40
3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO.....	40
3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS.....	41
4 ESTUDO DE CASO	42
4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA.....	42
4.2 FINALIDADE DA AVALIAÇÃO.....	42
4.3 ETAPAS DO ESTUDO.....	42
4.4 ANÁLISE DO SETOR E DO MERCADO.....	43
4.5 ANÁLISE DO DESEMPENHO	44
4.6 PREMISSAS E PROJEÇÕES.....	46
4.7 VALUATION.....	51
5 CONCLUSÃO	55
REFERÊNCIAS.....	57

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo será abordado, inicialmente, o tema *Valuation* como método de avaliação de empresa, bem como a questão de pesquisa do presente estudo. Posteriormente, serão evidenciados os objetivos geral e específicos da pesquisa. Por último, expõe-se a justificativa do trabalho, tanto em termos teóricos como práticos, bem como a estrutura do trabalho.

1.1 TEMA, PROBLEMA E QUESTÃO PESQUISA

A avaliação de empresas consiste na mensuração do valor econômico de uma empresa, seja como fonte de informação para compra ou venda, operações de fusão, cisão, entre outras. Não existe um modelo padrão para este tipo de avaliação, e entre as metodologias não há alguma considerada ideal ou que forneça o resultado mais preciso.

Uma das formas de avaliar uma empresa se dá por intermédio do Método do Fluxo de Caixa Descontado, a respeito do tema, Costa, Costa e Alvim (2010), dizem que este modelo é considerado mais abrangente com relação a informações econômicas e financeiras, é também, considerado desafiador pois todos os eventos devem ser modelados corretamente, além de necessitar de muito conhecimento com relação ao objeto de estudo.

A importância de conhecer e mensurar o valor de um negócio para um gestor ou até mesmo para os sócios vai muito além do desejo de vender a empresa, é por meio deste estudo que se pode atestar a eficiência da gestão que vem sendo praticada e seu potencial para geração de riqueza à empresa no futuro.

Padoveze (2009) afirma que a criação de valor é a missão das sociedades empresariais e a contabilidade representa importante papel visto que por meio das informações fornecidas decisões são tomadas e caminhos traçados para cumprir tal missão, o valor da empresa é o espelho de tal informação. Ele também afirma que este valor é demonstrado no balanço patrimonial figurando como Patrimônio Líquido e conseqüentemente dos lucros obtidos.

Pesquisadores e práticos se dedicam cada vez mais, a fim de desenvolver mecanismos para encontrar o valor de uma empresa. Não há um modelo considerado ideal por apresentar um valor exato, entretanto, levando em consideração as

informações da entidade, é possível escolher um modelo que mais se adeque as suas características para estimar seu valor justo.

Por meio deste trabalho, pretende-se apresentar as metodologias de algumas técnicas de *Valuation* para elaborar uma proposta de avaliação para uma empresa do ramo Cerâmico situada em Santa Catarina, tendo em vista que mesmo que não exista a intenção de venda da organização, pode-se utilizar desta informação como ferramenta para gestão. Alguns dos principais métodos de *Valuation* são: o fluxo de caixa descontado, os múltiplos, e o valor contábil.

Santos (2005), define a metodologia do fluxo de caixa descontado e ensina que, a partir da capitalização dos fluxos de caixa da atividade principal, descontados a uma taxa de retorno que corresponda ao risco do negócio, acrescido do valor dos Ativos Não-Operacionais, pode ser determinado o valor da empresa.

Já sobre a metodologia de múltiplos de faturamento, Santos (2005), afirma que o valor da empresa é calculado a partir da multiplicação da Receita Líquida de Vendas do último ano por algum fator que seja comum entre a empresa avaliada e a empresas concorrentes, de porte e atividades similares, e, em seguida, soma-se o valor dos Ativos Não-Operacionais para se chegar ao valor total da empresa.

A terceira técnica de *Valuation* mais utilizada consiste na premissa do valor contábil, sendo que, segundo Santos (2005), essa metodologia admite que o valor da empresa corresponde ao valor do Patrimônio Líquido registrado no Balanço Patrimonial especialmente levantado para atender a esta finalidade.

Entre as técnicas conhecidas para estimar o valor de uma empresa, deve-se escolher o método mais adequado para nortear o estudo de acordo o propósito a ser seguido. Para a elaboração deste projeto, o método escolhido foi o de fluxo de caixa descontado, pois por meio desta técnica analisa-se a capacidade de a empresa gerar riqueza no futuro. Ante o exposto, surge a seguinte questão de pesquisa: Qual o valor de uma empresa do ramo cerâmico, avaliada pelo método do fluxo de caixa descontado?

1.2 OBJETIVOS

Esta pesquisa tem como objetivo geral determinar o valor da empresa analisada cujo segmento é o ramo cerâmico, por intermédio da avaliação baseada no método de fluxo de caixa descontado.

Para obter êxito quanto ao objetivo do estudo, os objetivos específicos definidos são os seguintes:

- a) Identificar as variáveis que compõem a determinação do valor;
- b) Construir um painel de premissas para a constituição dos cenários;
- c) Elaborar instrumentos para aplicação e simulação do estudo de valor.

1.3 JUSTIFICATIVA

A proposta do *Valuation* vem se tornando cada vez mais forte no mundo dos negócios por ser uma ferramenta de grande valia tanto para sócios quanto para os gestores, pois, mesmo sem a intenção de venda da empresa, em posse deste dado pode-se construir uma avaliação se a atual gestão está agregando ou destruindo o valor da entidade, bem como propor alternativas para melhorar seus resultados e assim garantir a perpetuidade dos negócios.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002), as informações sobre a avaliação de uma empresa podem ser utilizadas para fundamentar decisões melhores. Os autores ainda comentam sobre a crença básica que há sobre a concentração de esforços por parte dos administradores na geração de valor ao acionista estruturando-se empresas mais saudáveis e com isso, economias mais sólidas, melhora no padrão de vida, oportunidade de carreira e negócios para os entes envolvidos.

Este trabalho tem como justificativa encontrar o real valor da empresa estudada visto que ela está inserida em um mercado competitivo e marcado por empresas tradicionais. Além disso, visa apresentar uma ferramenta de auxílio aos gestores para que esta informação possa servir como base para o planejamento financeiro e de gestão da entidade, e sendo assim, formar uma gestão baseada em seu valor. Este estudo também tem por intuito servir de base para pesquisa de outros acadêmicos que estejam interessados pelo o tema, para que sejam incentivados a aprofundar os temas aqui abordados.

Este estudo revela sua importância pois, ao definir o valor da empresa e identificar se a gestão atual está agregando ou depreciando o valor da sociedade, busca-se aperfeiçoar os processos e controles a fim de aumentar a riqueza gerada e, conseqüentemente, aumentar os níveis de empregabilidade, geração de tributos e interação com a sociedade ao seu redor.

1.4 ESTRUTURA DO TRABALHO

Este trabalho está estruturado em cinco etapas, sendo esta, introdutória, a primeira, em que foi feito um retrato inicial do que será desenvolvido ao longo de todo o estudo, bem como definida a questão de pesquisa e a justificativa do mesmo.

O capítulo 2 destina-se a fundamentação teórica, onde será abordado o que já foi estudado, debatido e escrito sobre *Valuation* pelos teóricos e práticos.

No capítulo 3 desenvolve-se a metodologia de pesquisa, onde se delimitam os procedimentos para coleta e análise dos dados.

Posteriormente tem-se o capítulo 4 em que se apresenta o estudo de caso, que consiste em determinar o valor da empresa escolhida, utilizando-se do método de fluxo de caixa descontado.

O presente trabalho se encerra pela conclusão, onde se encontram as observações, conclusões e considerações acerca do tema desenvolvido e dos objetivos propostos.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Uma empresa cuja pretensão seja aprimorar suas vantagens perante a concorrência conhecendo melhor de que forma pode expandir seu crescimento por meio de novos projetos, aquisição de outras empresas ou outros investimentos, pode utilizar deste meio: o *Valuation*, que vem ganhando espaço no mundo dos negócios como auxílio para tomada de decisões.

Este capítulo tem como propósito apresentar os conceitos para melhor compreender o *Valuation* e a apresentação de alguns modelos, com enfoque no Fluxo de Caixa Descontado, bem como as práticas do mercado com relação a matéria de estudo e, tomando como base para tal fundamentação, pesquisas em produções bibliográficas a fim de que sirvam como subsídio para o estudo de caso proposto.

2.1 CONCEITO DE VALUATION

Valuation é um termo derivado do inglês, tem por significado avaliar, no contexto em que se insere, consiste em estimar o valor de uma empresa mediante aplicação de métodos. Entende-se por avaliação o ato de atribuir valor a determinada coisa, seja por meio de algum método ou simplesmente estimando com base em conhecimentos empíricos, desta forma, deve-se ater que a concepção de valor é individual, o perfil do usuário e o ambiente que está inserido devem ser contemplados para tornar o resultado o mais fidedigno possível.

A relevância do processo de avaliação vem desde os tempos antigos, antes mesmo do surgimento da moeda, onde as transações comerciais eram realizadas por meio do escambo, a determinação do valor das coisas já era questionada para que as trocas fossem realizadas, mostrando o quão antiga é a atividade de avaliar e sua necessidade ao longo do tempo bem como sua importância para embasar decisões (MARTINS *et al.*, 2013).

Apesar do princípio que fundamente os investimentos seja que não se pague por um ativo mais do que ele valha realmente, esta premissa por vezes é esquecida. Quando refere-se a ativos, as razões estéticas e emocionais não devem ser relevantes para considerar seu valor, e sim, os fluxos de caixa que espera-se receber em troca, ou seja, o valor a ser estimado deve ser sustentado pela realidade (DAMODARAN, 2007).

Martins (2001), ensina que há vários fatores subjetivos que influenciam o processo de avaliação, e cada agente responsável pela avaliação pode ter um entendimento diferente perante o mesmo empreendimento, pois para a elaboração da análise podem ser destacadas ameaças, possibilidades de implementação de ajustes estratégicos, e tanto o objeto avaliado quanto o avaliador tem influência sobre o resultado final.

Ornelas (2001), sintetiza as discussões que permeiam este tema, que envolvem o valor econômico, os fluxos financeiros em relação ao tempo e, também, os valores a serem investidos perante os riscos, indecisões, e considerando a teoria da utilidade.

É crescente a necessidade de as empresas conhecerem seu valor, inseridas em um cenário econômico de constantes transformações, é importante aprimorar as estratégias competitivas e planejar o futuro. Assim sendo, elaborar uma boa avaliação, além de analisar em detalhes todos os fatores influentes no resultado do processo e as peculiaridades da entidade, conhecer as técnicas de mensuração do valor, a complexidade e a eficiência de cada método são fundamentais para minimizar incertezas e obter um resultado satisfatório.

2.1.1 Partes Interessadas

A avaliação de empresas consiste em uma tarefa útil e aplicável a uma série de atividades que demandam desta informação e, sendo assim, para cada objetivo atende desempenhando diferentes, porém, importantes papéis, de acordo com o estágio em que a organização se encontra.

Palepu e Healy (2016) comentam que por meio de análises dos negócios e seus demonstrativos, várias questões podem ser abordadas a fim de atender a diferentes agentes, como por exemplo, analistas de investimento, agentes de crédito, consultores empresariais, gestores e auditores independentes.

Cabe destacar algumas das variadas finalidades para se utilizar do estudo de valor, aqui descritas por Ornelas (2001), que menciona que a avaliação é um importante instrumento quando se trata de:

- a. Alienação: venda ou compra;
- b. Fusão, incorporação e cisão;
- c. Admissão de investidores;

- d. Captação de recursos de para implementação da capacidade operacional;
- e. Reembolso de capital;
- f. Apuração e haveres;
- g. Encerramento de atividades.

Martins *et al.* (2013), complementa que dentre os muitos motivos pelos quais uma avaliação se faz necessária destacam-se as aquisições, os investimentos e desinvestimentos, concessão de crédito, planejamento estratégico, dissolução de empresas, engenharia tributária, transações entre sócios, falência, recuperação judicial e, também, para fins de elaboração de demonstrações contábeis nas quais uma avaliação a valor justo tenha sido exigida ou permitida.

Santos (2005) menciona que por meio da coleta e observação de informações detalhadas do negócio há a tendência de prover sinergias, redução da carga tributária, promover a competitividade e a expansão da empresa investidora, além de garantir melhor economia de escala, ou seja, se apresenta como uma forma de a empresa se fortalecer diante da expansão e internacionalização das operações corporativas.

Sendo assim, entende-se que além de servir de apoio para fundamentar decisões de compra e venda, contar com uma atividade de avaliação bem elaborada se mostra importante, também, para avaliar o potencial de projetos e negociações, além de ser utilizado como instrumento de controle gerencial visando maximização de resultados e definição de estratégias.

2.1.1.1 Avaliação para fins de alienação: venda ou compra

Para que haja uma negociação justa entre a parte vendedora e a compradora, a bibliografia ensina que há a possibilidade de uma avaliação cuja finalidade seja a de demonstrar uma série de fatores ligados a empresa visando a alienação da sociedade cujo interesse são de ambas as partes.

Com relação ao processo avaliatório com a finalidade de analisar aquisições, Schmidt e Santos (2005) lecionam que trata-se de um procedimento fundamental e possui importante papel, pois tanto vendedor quanto investidor precisam entrar em um consenso para estabelecer um valor justo da entidade a fim de negociá-la.

Ornelas (2001) ilustra que o vendedor tem como interesse demonstrar as vantagens do negócio com relação ao valor investido à sua futura rentabilidade, e assim comparar ao preço de venda estimado para a entidade. Com relação ao comprador, ele diz que o interesse está em mensurar a probabilidade dos ganhos, considerando o recurso aplicado para avaliar qual a melhor opção de investimento a ser realizado.

Damodaran (2007), argumenta que em uma análise de aquisições, o papel da avaliação deveria ser considerado como central, pois antes de ser feita a oferta, a decisão de um valor justo a ser sugerido por parte do proponente para a empresa objeto da negociação, deve ser razoável frente a expectativa da empresa objeto para a decisão de aceitar ou rejeitar a oferta.

Deste modo, entende-se que a avaliação em casos de alienação é um instrumento importante pois acaba tornando-se um referencial para fundamentar a negociação de ambas as partes. Entretanto, deve-se ater ao cuidado de que não se pode ser excessivamente otimista ou pessimista com relação ao estudo do valor para que estas expectativas não influam no resultado pela pressão ao avaliador.

2.1.1.2 Avaliação para fins de fusão, incorporação e cisão

O processo avaliatório é um instrumento que pode ser utilizado para fins de estudo em possíveis combinações de negócios acompanhando as tendências de mercado, na bibliografia ensina que este estudo pode ser utilizado até mesmo em operações de fusão, incorporação e cisão.

No que concerne às operações de fusão e incorporação, Ornelas (2001) diz que desconsiderando os aspectos jurídicos e considerando apenas os aspectos econômicos que levam a operações de sinergia, podem ser citados alguns objetivos que são buscados quando se fala em operações de fusão ou de incorporação, que podem ser:

- a. Racionalização da produção e da circulação de produtos e serviços;
- b. Agregação de tecnologia;
- c. Reorganização da estrutura administrativa e gerencial;
- d. Eliminação de concorrência;
- e. Redução de custos administrativos.

Damodaran (2007) diz que em sinergias, espera-se que ocorra o aumento no valor da sociedade, pois a empresa resultante da operação é capaz de realizar mais atividades que a que opera individualmente. Entretanto, antes de tomar a decisão com relação à oferta, devem ser considerados os efeitos sobre o valor da operação e o valor da mudança administrativa e da reestruturação da empresa, além de ser levado em conta quando tomada a decisão do preço justo.

Com relação às operações de cisão que basicamente são divisões de sociedades, Ornelas (2001) comenta que partes do patrimônio da entidade podem ser transferidas para outra entidade já existente ou instituída para atender esta finalidade, e que esta operação pode ser provocada para descentralizar atividades ou grandes sociedades, especializar atividades, dentre outros motivos.

Entretanto, ao realizar uma avaliação com a finalidade de promover sinergias (no meio empresarial caracteriza-se como tal, a união de empresas visando um propósito em comum), deve-se considerar o possível surgimento de tendências e, conforme Schmidt e Santos (2005), as empresas que visam adquirir outras por motivos estratégicos podem fazer com que o analista sinta-se pressionado para que a avaliação reflita um valor estimado condizente com o esperado para apoiar a decisão de realizar o investimento.

Sendo assim, mesmo com a expectativa de eficiência produtiva e valorização da entidade, os efeitos das operações de fusão, incorporação e cisão devem ser bem estudados e avaliados para que a operação seja rentável para todas as partes interessadas.

2.1.1.3 Avaliação para fins de admissão de novos investidores

A avaliação cuja finalidade seja o ingresso de investidores na entidade, é lecionada como um meio de analisar a forma em que os mesmos farão parte do empreendimento e, também, negociar o ingresso destes investidores de um modo mais justo, bem como a participação societária na sociedade.

Neste contexto, Ornelas (2001) trata de pontos básicos, porém relevantes, que devem ser analisados para a avaliação da sociedade e a forma que os novos investidores farão parte do empreendimento:

- a. Se a admissão se dará como acionistas minoritários ou majoritários;

- b. No caso de sociedade anônima, se subscreverão ações ordinárias ou preferenciais;
- c. Se a integralização das suas subscrições se darão em dinheiro ou bens (produtos, tecnologia etc.);
- d. Ou irão participar da administração da sociedade.

Damodaran (2007), trata da importância da avaliação sempre que ocorra o ingresso de um novo sócio ou a retirada de um antigo, e afirma que quando se trata de negócios em conjunto e os proprietários decidem se separar a avaliação torna-se imprescindível.

Portanto, em casos onde haja a necessidade de aporte de capital e ingresso de investidores, entende-se como ideal que todas as ações devem ser tomadas com cautela e uma avaliação deve ser elaborada cuidadosamente, a fim de manter atraente o interesse pela participação por parte dos mesmos, e manter sócios, empreendedores e investidores alinhados, visando a continuidade da empresa.

2.1.1.4 Avaliação para fins de captação de recursos

Na rotina das empresas é comum a necessidade de implementar a capacidade operacional da entidade, seja por meio da ampliação do capital de giro ou bens de produção, o estudo de valor pode ser aplicado nesses casos como uma possibilidade de analisar a viabilidade do projeto.

Ornelas (2001), fala sobre a avaliação objetivando captação de recursos e sua destinação para investimentos em bens de produção, cuja finalidade seja expandir a capacidade operacional da empresa. Ele também destaca, que convém ressaltar que alguns padrões devem ser atendidos, em especial, as garantias ofertadas, o retorno do investimento, a rentabilidade, a viabilidade econômico-financeira do projeto, a análise dos principais indicadores da entidade, e outros fatores.

A avaliação visa atender variadas finalidades em cada estágio das empresas, em pequenos empreendimentos privados em fase de expansão, a avaliação torna-se crucial para abordar investidores de capital de risco e a quantia a ser investida pelos mesmos é proporcional ao valor estimado para a entidade. Ponderando a evolução natural e a opção em se tornar pública, a avaliação determina o valor de oferta ao mercado, fundamenta investimentos, empréstimos, e o retorno do valor aos proprietários são afetados pelo estudo do valor (DAMODARAN, 2007).

Sendo assim, a avaliação é entendida como um instrumento fundamental para embasar as operações das empresas, além de ser um instrumento útil pois é aplicável as mais diversas fases da empresa, e tem como capacidade servir como direcionador de decisões e mostra que uma empresa bem organizada torna-se atrativa aos olhos de investidores.

2.1.1.5 Avaliação para fins de encerramento de atividades

A decisão de constituir uma empresa está cercada, remete, essencialmente, todo o potencial que ela poderá trazer, não somente para os seus investidores, como para o meio em que está inserida. No entanto, muitas organizações não conseguem sobreviver por muito tempo. Há diversos fatores determinantes quando a decisão se trata do encerramento das atividades da empresa, Ornelas (2001) cita alguns:

- a. Prejuízos frequentes e difícil recuperação econômica;
- b. Políticas administrativas que geram encargos incompatíveis com a estrutura da entidade;
- c. Concorrência desleal que não permite a empresa atuar no mercado em parâmetros normais;
- d. Aparecimento de áreas de atuação que se mostrem mais atrativas e rentáveis para a aplicação do capital;
- e. Desilusão do empresário que não consegue realizar seus objetivos;
- f. Baixa rentabilidade do capital aplicado;
- g. Falecimento do principal administrador, especialmente, em sociedades familiares.

Planejar o futuro, conhecer seus pontos fortes e fracos, conhecer a concorrência e o mercado em que se pretende atuar são pontos que entendem-se como essenciais para a continuidade da sociedade. Pois, não são raras as vezes em que a omissão destes critérios acarreta em outros fatores que contribuem para a mortalidade das empresas, como desilusões, baixa rentabilidade e falta de estratégias para enfrentar a concorrência, por exemplo.

2.2 MODELOS DE GESTÃO BASEADA NO VALOR DE EMPRESAS

A prática da gestão que se baseia no valor da entidade é relativamente recente no meio financeiro, consiste no direcionamento da administração para o crescimento de seu valor em favor dos investidores. Implementar este tipo de gestão que se fundamenta na maximização do valor da empresa significa para os gestores tomar decisões que venham contribuir com o crescimento e a continuidade dos negócios.

Com relação ao exposto, Costa, Costa e Alvim (2010, p. 6), dizem que:

A avaliação da empresa ajuda a estabelecer uma medida fundamental de desempenho e ao mesmo tempo força que todas as unidades de negócios e atividades da empresa trabalhem em função de um mesmo objetivo básico, que é maximizar o valor da empresa para os acionistas.

As decisões tomadas pelos administradores com relação a investimentos, formas de financiamento dos investimentos e, também, o caixa a ser devolvido para os proprietários da empresa são fatores determinantes para se estipular o valor do negócio (DAMODARAN, 2007).

Costa, Costa e Alvim (2010), ainda complementam falando que dentre as decisões que os gestores tenham a disposição, a melhor escolha a ser feita é aquela que mantenha o equilíbrio financeiro e que tenha capacidade de gerar maior valor econômico, ou seja, que sua geração de fluxo de caixa operacional seja capaz de cobrir o pagamento de juros, amortização do principal e realização de investimentos.

Administrar tendo em vista o valor gerado para o acionista se tornou um objetivo estratégico importante para os administradores. Muitas empresas bem-sucedidas avaliam a geração de valor econômico total para a empresa tanto em relação a seus negócios principais quanto em relação à recompensa adequada à sua equipe de administração. Neste contexto, a empresa é avaliada periodicamente através de várias técnicas para determinar os resultados em relação ao desempenho planejado e para definir as recompensas apropriadas. (HELFFERT, 2000, p. 294)

Neste segmento, serão apresentados os conceitos de Valor Econômico Adicionado ou Agregado (EVA) e o Valor Agregado de Mercado (MVA), que são medidas de desempenho consideradas eficientes quando se trata da avaliação da construção de valor das empresas.

2.2.1 Valor Econômico Adicionado - EVA

O EVA parte do fundamento de que o objetivo da empresa seja proporcionar um retorno que remunere as expectativas de rendimento de seus investidores, ou seja, é conhecido por expressar a parcela de ganho da empresa acima de seu custo de capital. Em outras palavras, é entendido como o resultado econômico que supera a remuneração mínima exigida pelos detentores de capital (credores e acionistas).

Santos (2005), registra que o conceito de Valor Econômico Adicionado foi desenvolvido por Stern Stewart no começo da década de 1980, recuperando a ideia antiga de lucro econômico (ou lucro residual) e diz que consiste em uma medida de desempenho que visa aferir o valor criado por uma empresa ou adicionado ao patrimônio dos proprietários em dado exercício.

Padoveze (2009) simplifica o conceito de EVA apresentando-o como sendo o emprego da concepção de custo de oportunidade do capital e também concepção de preservação do capital financeiro da entidade.

O modelo de EVA (*economic value added*) tem sido considerado atualmente o melhor para a avaliação da criação ou não de valor para as empresas. Ele pode ser aplicado genericamente para a empresa como um todo, como pode também a unidade de negócios, linhas de produtos ou atividades. [...] ele busca confrontar o lucro contábil com um custo de oportunidade de capital. (PADOVEZE; BENEDICTO, 2011, p. 248).

Costa, Costa e Alvim (2010), ainda acrescentam que para uma gestão baseada em valor para o acionista, o EVA pode trazer importante contribuição, isto porque conflitos de interesses entre acionistas e agentes (administradores) podem ser resolvidos com uma remuneração baseada no EVA, ou seja, a parte variável dos gestores pode ser atrelada ao desempenho do EVA. Desta forma, os interesses dos acionistas serão garantidos e as ações administrativas serão voltadas para a elevação deste índice.

A fórmula para o cálculo do EVA pode ser representada da seguinte forma:

Figura 1 - Fórmula do Valor Econômico Agregado ou Adicionado - EVA

$$\text{EVA} = \text{NOPAT} - (\text{C}\% * \text{TC})$$

Fonte: Martins (2001, p. 245) adaptado pela autora.

Onde:

NOPAT = Resultado Operacional Líquido Após os Impostos;

C% = Custo percentual do capital total (próprio e de terceiros);

TC = Capital Total investido.

Como a fórmula representa, o EVA pode ser entendido como uma forma de expressar o valor criado pelo investimento, ou como o lucro residual, que excede da remuneração sobre o investimento, quando o resultado for positivo, significa que a riqueza está sendo maximizada, sendo um bom indicador pois a atual gestão está agregando valor, quando o EVA for negativo, indica que há destruição da riqueza da empresa, servindo como sinal de alerta para mudanças nas estratégias da empresa.

2.2.2 Valor Agregado de Mercado - MVA

Outro índice encontrado na bibliografia para se medir a eficiência da gestão da empresa é o MVA, ele confronta o valor de mercado do capital total da empresa (capital próprio e capital de terceiros) com o capital investido na empresa.

A maximização da riqueza do acionista ocorre quando o valor de mercado do capital dos acionistas se apresenta superior ao montante de capital investido pelos mesmos na empresa e que esta diferença é o Valor de Mercado Agregado (MVA), metodologia elaborada por Stern Stewart visando aferir as expectativas dos investidores em relação à capacidade futura da empresa de cobrir dívidas, gerar fluxos de caixa operacionais e aumentar a riqueza dos proprietários (SANTOS, 2005).

Para descobrir se os administradores têm criado ou destruído valor em um determinado momento, comparamos o *valor de mercado* do capital total da empresa (incluindo tanto o capital próprio quanto o capital de terceiros) ao volume de capital que os acionistas e credores investiram na empresa (o capital aplicado na empresa). A diferença entre esses dois valores é o

chamado **valor de mercado adicionado** da empresa, ou simplesmente **MVA**. (HAWAWINI; VIALLET, 2010, p. 466).

Esta medida de desempenho estudada nesta sessão busca medir os resultados das decisões da administração desde o começo da empresa, quanto maior for o MVA encontrado após o emprego da técnica de mensuração significa afirmar que está sendo realizado um bom trabalho por parte dos gestores.

A fórmula para encontrar o MVA de uma empresa pode ser representada da seguinte forma:

Figura 2 - Fórmula do Valor de Mercado Adicionado - MVA

$$\text{Valor de mercado adicionado (MVA)} = \text{Valor de mercado do capital} - \text{Capital aplicado}$$

Fonte: Hawawini; Viallet, (2010, p. 466) adaptado pela autora.

Desta forma, o MVA representa a diferença entre o capital próprio e o valor de mercado, quando positivo, representa criação de valor, quando negativo, indica que há destruição do valor da empresa, para medir sua evolução ao longo do tempo pode ser calculada a variação durante o passar dos períodos.

2.3 MÉTODOS CORRENTES DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Não há como entrar no debate de qual a melhor metodologia para avaliar uma empresa, ou a superioridade de uma perante a outra porque os princípios de avaliação patrimoniais nada mais são do que distintas visões sobre o mesmo objeto de estudo: o patrimônio da empresa, e as diferentes premissas ou indicadores utilizados tem resultados completamente distintos. Nesta seção serão apresentados alguns métodos de avaliação de empresas.

2.3.1 Modelo do Valor Contábil

O valor contábil consiste no valor, tanto de ativos como passivos, que estão registrados nos demonstrativos de uma empresa. Este modelo de avaliação pelo valor contábil, baseia-se no valor da empresa como sendo o valor do patrimônio líquido da

entidade demonstrado no balanço patrimonial. Conforme Martins (2001, p. 269) “está baseado na soma algébrica do ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais.”

Helfert (2000), refere-se a esta metodologia de avaliação como sendo equivalente ao que está demonstrado no balanço patrimonial, cujo registro atende aos princípios e objetivos contábeis e, sendo assim, este valor tem pouca relação com o valor econômico corrente visto que foi distorcido pelo tempo, pode-se considerar seu valor como histórico e que não representa mais o valor de mercado dos bens.

PADOVEZE E BENEDICTO (2011, p. 252), lecionam que o valor contábil “é o valor da empresa dado pelos princípios fundamentais de contabilidade, representado pelo total do patrimônio líquido constante das demonstrações financeiras”.

Figura 3 - Equação da avaliação patrimonial contábil

Valor da empresa	=	Ativos contábeis	-	Passivos exigíveis contábeis	=	Patrimônio líquido
---------------------	---	------------------	---	------------------------------------	---	-----------------------

Fonte: Martins (2001, p. 269) adaptado pela autora.

A maior crítica com relação a este modelo por parte de estudiosos se dá pela subjetividade dos critérios contábeis adotados que são impostos pela legislação. Neiva (1997), versa sobre o assunto que para fins de avaliação, as constantes oscilações no poder de compra do dinheiro em função do tempo influenciam no valor dos bens escriturados. E, também, deve-se ater em casos de empresas em continuidade ao fato de que se deve avaliar o conjunto como um todo como fonte originária da receita.

Santos (2005) aduz que como esta metodologia baseia-se no valor do custo, o fato de realizar os ativos e amortizar as dívidas não considerando as condições de mercado, acaba se tornando um ponto desfavorável para este método. O autor também cita o fato de os avanços da tecnologia que impactam fortemente no valor dos ativos não serem refletidos nos valores contábeis apresentados, as necessidades de investimento em capital de giro e imobilizações para manter a competitividade da empresa também não são considerados tornando-se, assim, pontos negativos.

A desatualização dos valores apresentados no balanço patrimonial é um dos pontos fracos deste método. Martins (2001), ainda afirma que para adoção deste modelo de avaliação, os ativos mensurados com base nos princípios contábeis não devem apresentar divergências exorbitantes de seus valores de mercado e que não possuam *goodwill* significativo. Sendo assim, é considerada uma forma de avaliação limitada.

Esta metodologia, apesar de não considerar a evolução da empresa ao longo do tempo, a valorização ou desvalorização da moeda, dentre outros fatores importantes, pode tornar a avaliação subjetiva e questionável na maior parte dos casos. Entretanto, a facilidade para sua compreensão pode ser considerada como um ponto forte deste método.

2.3.1.1 Balanço de determinação

Este tipo de procedimento é considerado uma demonstração contábil especial, onde a evidenciação dos elementos se dá a valores de mercado, e tem como ponto de partida os demonstrativos contábeis da entidade que está sendo avaliada, esta avaliação é comumente utilizada com a finalidade de determinar a soma dos haveres que corresponde ao sócio que falecido ou que está se retirando da sociedade.

Brasil (2002), dispõe sobre o balanço de determinação em seu artigo 1.031:

Nos casos em que a sociedade se resolver em relação a um sócio, o valor da sua quota, considerada pelo montante efetivamente realizado, liquidar-se-á, salvo disposição contratual em contrário, com base na situação patrimonial da sociedade, à data da resolução, verificada em balanço especialmente levantado.

O balanço de determinação é a materialização do sistema operacional que suporta o conceitual, é desenvolvido pelo perito em contabilidade nomeado em função judicial e seu objetivo é apresentar o montante dos recursos que são de direito do sócio que se retira da sociedade ou dos herdeiros do sócio falecido (ORNELAS, 2001).

Hoog (2007) trata o balanço de determinação e o balanço especial como sinônimos, e sobre o fundamento legal que trata do assunto sendo o art. 1.031 do Código Civil de 2002 que diz que deve-se proceder à elaboração deste demonstrativo quando o assunto é a apuração de haveres e a quantia a ser reembolsada por parte do sócio que se desliga da sociedade.

Para caracterizar o balanço de determinação abordado neste tópico, Hoog (2007) leciona que o mesmo consiste em um relatório circunscrito cuja função é revelar a real situação estática da entidade, nível da situação econômica e financeira do empresário, da sociedade no geral em determinada data, podendo ser determinada pela justiça.

Brasil (2007), em sua Lei 11.638/07, artigo 183, regulamentou alguns critérios com relação à avaliação:

I - as aplicações em instrumentos financeiros, inclusive derivativos, e em direitos e títulos de créditos, classificados no ativo circulante ou no realizável a longo prazo:

a) pelo seu valor de mercado ou valor equivalente, quando se tratar de aplicações destinadas à negociação ou disponíveis para venda; e
b) pelo valor de custo de aquisição ou valor de emissão, atualizado conforme disposições legais ou contratuais, ajustado ao valor provável de realização, quando este for inferior, no caso das demais aplicações e os direitos e títulos de crédito;

VII – os direitos classificados no intangível, pelo custo incorrido na aquisição deduzido do saldo da respectiva conta de amortização;

VIII – os elementos do ativo decorrentes de operações de longo prazo serão ajustados a valor presente, sendo os demais ajustados quando houver efeito relevante.

d) dos instrumentos financeiros, o valor que pode se obter em um mercado ativo, decorrente de transação não compulsória realizada entre partes independentes; e, na ausência de um mercado ativo para um determinado instrumento financeiro:

1) o valor que se pode obter em um mercado ativo com a negociação de outro instrumento financeiro de natureza, prazo e risco similares;
2) o valor presente líquido dos fluxos de caixa futuros para instrumentos financeiros de natureza, prazo e risco similares; ou
3) o valor obtido por meio de modelos matemático-estatísticos de precificação de instrumentos financeiros.

§ 2º A diminuição do valor dos elementos dos ativos imobilizado, intangível e diferido será registrada periodicamente nas contas de:

§ 3º A companhia deverá efetuar, periodicamente, análise sobre a recuperação dos valores registrados no imobilizado, no intangível e no diferido, a fim de que sejam:

I – registradas as perdas de valor do capital aplicado quando houver decisão de interromper os empreendimentos ou atividades a que se destinavam ou quando comprovado que não poderão produzir resultados suficientes para recuperação desse valor; ou

II – revisados e ajustados os critérios utilizados para determinação da vida útil econômica estimada e para cálculo da depreciação, exaustão e amortização.

“Critérios de Avaliação do Passivo

III – as obrigações, encargos e riscos classificados no passivo exigível a longo prazo serão ajustados ao seu valor presente, sendo os demais ajustados quando houver efeito relevante.”

Sendo assim, a elaboração do balanço de determinação se mostra como necessária em casos judiciais ou extra judiciais de apuração e haveres se

apresentando como uma peça de extrema importância elaborada pelo perito em contabilidade.

2.3.1.2 *Goodwill*

O *goodwill*, é exemplificado na literatura como fundo de comércio, é um termo utilizado para nomear determinada quantia que compõe parte do valor intangível da empresa e que não possui relação direta com os ativos e passivos da mesma, será explanado neste tópico, visto que o tema tem relação com o assunto abordado anteriormente, pois quando se fala de avaliação com a finalidade de apuração de haveres, o *goodwill* permeia sobre o assunto.

O *goodwill* é um termo que engloba conceitos como fundo de comércio, marca dos produtos ou da própria empresa, dentre outros. Desta forma, expressa um elemento intangível que agrega valor ao negócio mas não são, por via de regra, mensurados. Consiste em um elemento patrimonial intangível cujo potencial é de gerar ganhos acima do normal para a entidade. PADOVEZE (2013).

Conforme Ornelas (2001), o *goodwill* equivale à competência que determinada empresa possui de construir lucros acima do normal, representa o sobrevalor ou efeito conjunto sinérgico de gerar valor como defendem os juristas.

Santos (2005) trata o tema como a vantagem intangível de uma empresa frente a sua concorrência, seja por sua reputação, forte sinergia entre unidades de negócio ou localização privilegiada. Ele também diz que o *Goodwill* contabilmente pode ser visto como “prêmio” pelo negócio realizado e o mesmo é calculado por meio da subtração do valor de livro (valor contábil) do preço de compra.

Está ligado, então, à empresa como um todo, podendo ser determinado pela diferença entre o valor da empresa como um todo, avaliado pelo potencial de rentabilidade futura, e o valor dos ativos avaliados individualmente, mesmo que estes também sejam avaliados pelo potencial de serviços futuros específico de cada um. (PADOVEZE, 2013, p.68).

O *goodwill*, tema a que se refere este tópico, não pode ser confundido com ágio. Hoog (2008) apresenta os dois termos e exemplifica as diferenças que existem entre os dois. Segundo o autor, a ciência contábil diferencia os dois termos em sentidos e alcances, o ágio corresponde à habilidade de negociação ou resultado da

lei de oferta e procura e, por este motivo, não é sinônimo ou resultante do *goodwill*, que consiste no excesso de lucros e decorre de outros fatores envolvidos.

Desta forma, entende-se que o valor que o fundo de comércio agrega à entidade, deve ser levado em consideração no cálculo do processo avaliatório, mostrando a importância da sua evidenciação.

2.3.2 Avaliação por Múltiplos

A avaliação por múltiplos é entendida como um recurso simples e fácil, resume-se na adoção de parâmetros para se chegar ao valor da empresa objeto por meio da utilização de indicadores. Apesar de simples e fácil, é uma forma de avaliação arriscada pois nem sempre os preceitos escolhidos refletirão a realidade do negócio.

Padoveze e Benedicto (2011), falam que o pressuposto que embasa esta metodologia é o de que pode-se estimar o valor da empresa em função dos múltiplos de outras empresas, mas que estas sejam preferivelmente comparáveis ou similares. Eles ressaltam, também, da utilização deste critério como referencial, pois como não considera a técnica do valor econômico e todos os benefícios que ele apresenta.

Os tópicos seguintes, serão direcionados para demonstrar alguns dos modelos utilizados quando se realiza uma avaliação baseada nos múltiplos, serão apresentadas as metodologias dos múltiplos de faturamento, múltiplos de EBITDA, e por fim, os múltiplos de mercado.

2.3.2.1 Múltiplos de Faturamento

A proposta de avaliação por meio dos múltiplos de faturamento, leva a entender que o valor da empresa é o produto correspondente ao seu faturamento e um múltiplo, onde as informações sobre os demais demonstrativos e resultados da empresa tornam-se irrelevantes. Desta forma, torna-se uma forma de avaliação simples e pode surtir efeitos satisfatórios quando o objeto avaliado não possui um sistema contábil ou que a credibilidade das informações sejam duvidosas.

Martins (2001), diz que por ser um modelo simples parece compatível com pequenos negócios (padarias, farmácias etc.) pois os eventos econômicos e operações do empreendimento possuem baixa complexidade e o setor de atuação é

homogêneo, onde a experiência do avaliador e a subjetividade do multiplicador aplicado tende a não comprometer o valor econômico do empreendimento.

Essa metodologia assume que o Valor da Empresa (**VE**) é calculado baseando-se na multiplicação da Receita Líquida de Vendas (**RLV**) do último ano de atividade operacional, ou de uma média histórica, pelo fator Preço das Ações/Receita média ($F_{P/RLV}$) extraído de empresas concorrentes de porte e atividades similares – trata-se do índice do preço de uma ação em relação à receita por ação. Em seguida, soma-se o valor dos Ativos Não-Operacionais ao Valor Operacional do último ano de atividade operacional ($A_{N-O_Ano\ 1}$), para se chegar ao Valor Total da Empresa (**VE**). (SANTOS, 2005, p. 107)

Desta forma, entende-se que o cálculo da avaliação baseada nos múltiplos de faturamento é realizado a partir da multiplicação do faturamento anual da empresa por um múltiplo ou fator de mercado.

2.3.2.2 Múltiplos de EBITDA

Primeiramente deve-se ater ao significado da sigla EBITDA, vinda do inglês corresponde a *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* é traduzida para o português como sendo: Lucros Antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização – LAJIDA.

Como o EBITDA objetiva aferir a capacidade de geração de receita operacional da empresa, ao adicionar as amortizações e depreciações ao lucro operacional cria-se a definição de lucro operacional bruto, sendo um indicativo imprescindível para aferir a capacidade de geração bruta de lucros e de modo consequente, o caixa (PADOVEZE e BENEDICTO, 2011).

Padoveze e Benedicto (2011) ainda lembram que deve-se ter muita cautela ao elaborar análises de rentabilidade por meio do EBITDA, pois este tipo de avaliação da geração de lucros desconsidera os impostos, sendo assim, afere a rentabilidade bruta previamente aos impostos.

Entende-se, desta forma, que o EBITDA por ser um indicador que objetiva apresentar os resultados operacionais da empresa e uma forma de aferir o potencial de geração de recursos decorrentes da atividade fim do negócio e, assim, reflete o desempenho da empresa frente ao segmento em que atua e uma forma de avaliação de fácil aplicação.

2.3.2.3 Múltiplos de Mercado

Este método é considerado como sendo de simples aplicação. Porém, bastante arriscado, pois pode considerar como base para estimar o valor da empresa transações semelhantes já realizadas ou para uma empresa de capital aberto, considera como valor o preço das ações e o número de ações disponibilizadas ao mercado.

Entre os modelos de avaliação de empresas, destaca-se o de “múltiplos de mercado”, ou simplesmente “múltiplos”, que consiste em um método de avaliação relativa, isto é, um método que se propõe a avaliar ativos com base nos preços de mercado de ativos similares ou comparáveis. (COUTO JÚNIOR e GALDI, 2012, p. 137)

Além de desconsiderar o potencial de geração econômico da empresa, a análise por meio do múltiplo torna-se limitante ao passo que desconsidera as estratégias e investimentos da empresa, bem como os efeitos contábeis e tributários que, também, influem no resultado ao comparar uma empresa com outra.

2.3.3 Fluxo de Caixa Descontado

O fluxo de caixa descontado pode ser entendido como um instrumento de avaliação que diferencia-se dos demais métodos por sua capacidade de avaliar projetos, ou seja, por sua técnica que é capaz de trazer a valor presente os benefícios econômicos que se esperam no futuro e, desta forma, avaliar a capacidade que determinado objeto avaliado tem de gerar riqueza.

Palepu e Healy (2016, p. 214) comentam que a modalidade de abordagem pelo fluxo de caixa descontado “envolve a produção de projeções detalhadas de diversos anos dos fluxos de caixa. As projeções são, então, descontadas pelo custo de capital estimado da empresa a fim de chegar em um valor estimado”

Padoveze e Benedicto (2011) lecionam que os lucros da empresa devem ser projetados levando em consideração o contexto atual como produtos e mercados, e também, a conjuntura futura, analisando a rentabilidade, trazendo os valores para a atualidade por meio da utilização de uma taxa de juros e desconto. Os autores ainda consideram este critério como mais apropriado pois se alicerça no objetivo das empresas que é a capacidade de geração de lucros futuros.

Martins (2001), apresenta o fluxo de caixa como o instrumento de avaliação que melhor manifesta a verdadeira competência para desenvolvimento da riqueza de determinado empreendimento. Como instrumento para mensurar a capacidade de geração de riqueza, o fluxo de caixa tem aptidão como indicador da eficiência que se espera sobre determinado negócio.

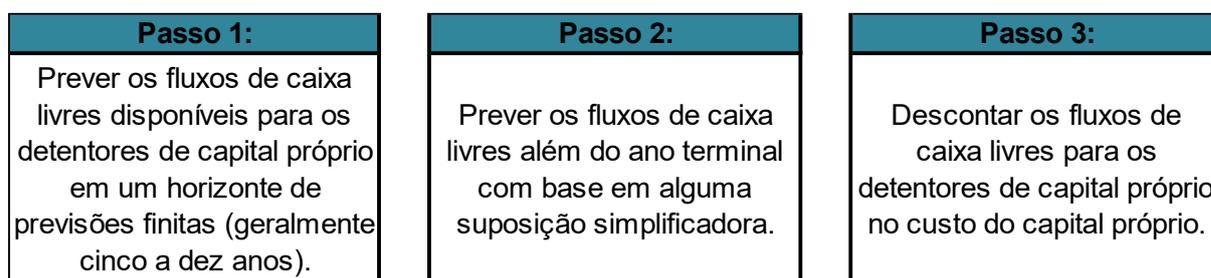
De acordo com Costa, Costa e Alvim (2010, *apud* Stowe et al. 2002), há alguns casos onde a utilização de fluxos de caixa projetados se tornam mais apropriados, sendo alguns deles: empresas que não pagam dividendos em seu estágio inicial; o fluxo de caixa encontra-se alinhado com a lucratividade da empresa durante o período de projeção, onde o analista sente-se confortável; o investidor deseja ter uma perspectiva com relação ao controle da empresa.

Ornelas (2001, p. 38) alude que: “o modelo de *avaliação por fluxo de caixa descontado* possibilita duas alternativas avaliatórias: (a) avaliação do patrimônio líquido; e (b) avaliação de toda a sociedade.”.

Em sua obra, Damodaran (2004), ensina que para a análise por meio do fluxo de caixa descontado sobre os valores de ativos são redescontados os fluxos de caixa que se esperam e uma taxa que reflita o grau de risco do investimento, em outras palavras, o valor real que aquele ativo representa para a empresa.

O estudo de valor com base no fluxo de caixa descontado envolve alguns passos com demonstra a figura a seguir:

Figura 4 - Passos para a elaboração de *Valuation*



Fonte: Palepu e Healy (2016, p. 228) adaptado pela autora.

O valor de um ativo é decorrente dos fluxos de caixa por ele gerados e do crescimento esperado destes fluxos, aliado a vida útil do bem e do grau de risco que se associa ao investimento, ou seja, o valor presente dos fluxos de caixa que se espera sobre o ativo avaliado (DAMODARAN, 2004).

Figura 5 - Fórmula do valor da empresa

$$\sum_{t=1}^{t=N} \frac{PL (\text{Fluxo de Caixa } t)}{(1+r)^t}$$

Fonte: Damodaran (2004, p. 611) adaptado pela autora.

Onde:

N representa a vida em anos do ativo;

r é a taxa de desconto que reflete o grau de risco dos fluxos de caixa e o *mix* de financiamento que utilizado para adquirir o ativo.

Os modelos que se embasam em fluxos de caixa se mostram superiores ante os outros, fazendo com que eles sejam preferidos para a tarefa de avaliação de empresas. Ao mesmo tempo que o método apresenta maiores benefícios, se mostra desafiador, pois todos os eventos econômicos e financeiros dos fluxos de caixa futuros devem ser modelados corretamente, exigindo correta interpretação dos dados da empresa e capacidade de aliar tal interpretação à conhecimentos em economia e estratégia empresarial (COSTA, COSTA E ALVIM, 2010).

Sendo assim, apesar da complexidade deste método, ele acaba se tornando um dos instrumentos que melhor demonstra a capacidade de geração de riqueza de uma entidade, bem como se propõe a representar o potencial econômico dos componentes patrimoniais do objeto estudado, visto que considera dados relevantes para o cálculo além dos cenários econômicos projetados e também o ambiente que a empresa está inserida, desta forma, apesar da incerteza aproxima-se do valor justo de uma forma mais segura.

2.3.3.1 Fluxo de Caixa Livre

O fluxo de caixa livre tem como uma das finalidades identificar se a empresa terá problemas financeiros. Seu resultado representa o valor que se encontra disponível para a empresa após reinvestimentos em ativos fixos e capital de giro, em

outras palavras, representa o excesso operacional de caixa restante após financiar seus investimentos em imobilizado e capital de giro e que pertence a credores e acionistas.

O objetivo do fluxo de caixa livre é demonstrar a capacidade que a entidade possui de apresentar resultados positivos em seus fluxos de caixa no decorrer do tempo. Esta é a razão de considerar as entradas de caixa ou o lucro operacional após ajustes da depreciação e, também, as saídas de caixa, como investimentos, amortizações de dívidas durante as projeções dos períodos (SANTOS, 2005).

A bibliografia apresenta de que forma é elaborado o fluxo de caixa livre (FCL):

[...] é gerado pela empresa após a dedução de impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Em outras palavras, seria o montante disponível para todos os fornecedores de recursos. Por isso, devemos apurá-lo antes dos pagamentos de dívidas (principal e juros). (MARTINS, 2001, p. 280).

Figura 6 - Fórmula do fluxo de caixa livre

<p>Lucro antes dos juros e dos impostos (1 – alíquota de IR) - (Despesas de capital – Depreciação) - Variação no capital de giro não-monetário = Fluxo de caixa livre da empresa</p>

Fonte: Damodaran (2004) adaptado pela autora.

Damodaran (2002a) comenta sobre a finalidade do fluxo de caixa livre como sendo aferir os fluxos de caixa realizados antes dos custos de financiamento, demonstrando o fluxo de caixa operacional. Para a empresa este modelo é utilizado visando atender as necessidades de caixa para os interessados e demonstrar juros e principal aos credores e dividendos e, também, para os investidores patrimoniais as recompras de ações.

Segundo Santos (2005, p. 69):

Resultado da relação entre os saldos das contas: Fluxo de Caixa Bruto, Variação no Capital de Giro Operacional Líquido, Variação no Ativo Imobilizado Bruto, Variação em Outros Ativos de Longo Prazo e Outros Passivos de Longo Prazo e Variação em Outros Itens do Ativo Permanente. Fundamentalmente, essa é a variável mais importante no processo de avaliação de empresas, uma vez que, quanto maiores forem os Fluxos de Caixa Livres projetados, maior será o valor da empresa. Desse modo, a meta

de maximização da riqueza dos acionistas é muito dependente da geração contínua e crescente dos Fluxos de Caixa Livres.

Este fluxo de caixa representa a importância monetária que encontra-se disponível para pagar seus direitos com acionistas e credores, ou seja, financiadores de capital, este modelo refere-se a diferença de entradas e saídas relativas as operações da empresa.

2.4.3.1.3 Taxa de desconto

O investidor que se depara com a possibilidade de um novo investimento tem como objetivo é que tal o proporcione um retorno superior que o investimento realizado, considerando que a mesma aplicação fosse realizada de forma conservadora. Sendo assim, a informação da taxa a ser utilizada para analisar o investimento é imprescindível.

É necessário descontar a valor presente os fluxos de caixa futuros previstos, e o desconto deve ser realizado por taxas que reflitam o custo de financiamento. (DAMODARAN, 2002a).

Existem três meios suscetíveis para serem utilizados com a finalidade de definir a taxa de desconto, sendo eles: o custo de oportunidade, custo de capital e a taxa mínima de atratividade (TMA). Substancialmente todos esses meios representam a expectativa do valor mínimo que o investimento deve render. (CAMLOFFSKI, 2014)

Abaixo, serão apresentadas dois conceitos de taxas de desconto mais utilizados:

CUSTO DE OPORTUNIDADE

“A adoção do custo de oportunidade para os acionistas implica em criar uma área de resultados específica para mensurar a rentabilidade dos acionistas. O custo de oportunidade dos acionistas é o lucro mínimo que eles deveriam receber para justificar seu investimento”. (PADOVEZE, 2009, p. 575)

“Custo de oportunidade é o que se deixa de ganhar por não poder fazer o investimento correspondente àquela oportunidade”. (EHRlich E MORAES, 2005, p. 6)

“O custo de oportunidade seria o rendimento ofertado pela segunda melhor alternativa para a alocação de recursos”. (CAMLOFFSKI, 2014, p. 72)

CUSTO DE CAPITAL

“O custo do capital é um custo composto de financiamento que reflete os custos tanto da dívida quanto do patrimônio e seus respectivos pesos na estrutura de financiamento”. (DAMODARAN, 2002a, p. 46)

“Custo de capital é o custo do dinheiro que foi aportado em um determinado investimento, ou seja, a remuneração que deve ser obtida sobre o capital investido. Compõe-se, em linhas gerais, do custo do dinheiro em si, ou seja, o que se deixa de ganhar no mercado financeiro ou em outro investimento preterido, ou o juro que se paga pelo capital emprestado, mais o prêmio pelo risco do negócio”. (CAMLOFFSKI, 2014, p. 71)

“O custo do capital é um custo composto de financiamento que reflete os custos tanto da dívida quanto do patrimônio e seus respectivos pesos na estrutura de financiamento”. (DAMODARAN, 2002a, p. 46)

Entre as opções disponíveis para estimar a taxa de desconto a ser utilizada para o desconto do fluxo de caixa, deve-se considerar a que mais se adequa às necessidades da empresa para que o resultado refletido seja o mais próximo à realidade.

2.3.3.1.4 Premissas

As premissas constituem-se de dados utilizados para nortear as projeções dos demonstrativos a fim de se chegar aos objetivos propostos, ou seja, são as diretrizes que definirão o caminho a ser traçado para se chegar ao objetivo.

Para poder avaliar uma empresa, três fontes devem ser consultadas a fim de extrair as informações necessárias para realizar o estudo de valor, sendo elas: as demonstrações financeiras atuais da empresa para coletar dados sobre lucratividade dos investimentos, reinvestimentos e os demais dados necessários; o histórico da empresa, como os lucros, preços, e análise do desempenho histórico da empresa e por fim, também, analisar as concorrências bem como seu desempenho e estimar crescimento, riscos, e fluxos de caixa (DAMODARAN, 2002a).

Desta forma, é possível analisar quais os direcionadores que mais se enquadram de acordo com o histórico da empresa analisada a fim de que as projeções reflitam resultados mais próximos a realidade.

2.3.3.1.5 Análise de Riscos

Analisar os riscos que envolvem a avaliação de uma entidade consiste em avaliar todos os eventos que podem acontecer e o impacto que decorrente de tal evento, ou seja, a mensuração de todos os riscos presentes em determinada

atividade. Este fator deve ser levado em consideração pois impacta no resultado da avaliação.

Ornelas (2002) reforça sobre o tema e lembra que as concretização das expectativas de resultados para o futuro são incertas e tais incertezas devem ser transformadas em alternativas de risco que possam ser mensuradas em termos probabilísticos.

Ehrlich e Moraes (2005) tratam do risco como sendo a possibilidade de um evento adverso acontecer em determinado período de tempo, eles exemplificam tais eventos como sendo: um evento desfavorável; a probabilidade percebida de tal evento ocorrer, sendo ela uma percepção do futuro, seja por meio de análise do passado como das projeções para o futuro da ocorrência do evento, e por último, o período de tempo.

Damodaran (2002a) enumera dois tipos de incerteza presentes na avaliação, a primeira refere-se aos títulos, como os bônus cuja promessa são de fluxos de caixa em períodos futuros ao portador, esse tipo de risco é chamado risco de inadimplência, quanto maior for menos valioso será o investimento, há também, o risco considerado pelo autor como mais complexo, o dos fluxos de caixa residuais, quando não há a promessa de fluxos futuros e o investidor tem direito ao fluxo de caixa restante após o cumprimento de todas as obrigações

Ehrlich e Moraes (2005) ainda complementam que o preferível é que a alternativa escolhida traga um maior retorno e menor risco, entretanto, combinar tais fatores acaba sendo muito complexo.

Para Padoveze (2009, p. 601):

a identificação dos riscos de uma empresa passa sempre por um processo de análise dos ambientes interno e externo e consideração das variáveis e entidades que afetam o sistema da empresa. É uma das etapas cruciais no processo de gerenciamento do risco, cada um dos quais deve ser explorado como ele potencialmente evolui através da organização. É preciso assegurar que o risco está cuidadosamente definido e explicado para facilitar análises posteriores; a sua acurada definição é um elemento crítico para o sucesso da gestão do risco.

Sendo o futuro incerto, a definição dos riscos para uma empresa se mostra como uma atividade complexa. Porém de extrema importância sua mensuração, pois aliada aos retornos esperados e todas as outras premissas, proporciona forte impacto à decisão.

2.3.3.1.6 Perpetuidade

Palepu e Healy (2016) lecionam que a perpetuidade ou valor terminal como eles tratam do tema, consiste no valor presente de lucros anormais e fluxos de caixa livres que venham a ocorrer após o ano terminal. Pois, como não é possível prever o desempenho da empresa durante o restante da sua vida, este processo pode ser simplificado.

Desta forma, a perpetuidade é entendida como o valor a ser considerado quando o fluxo de rendimentos é constante, este valor é utilizado em casos onde não há estimativa da vida útil do investimento para ser considerada. Nestes casos, o Valor Presente da Perpetuidade (VPP) pode ser representado por meio da seguinte equação:

Figura 7 - Fórmula do valor presente da perpetuidade sem crescimento

$$\text{VPP} = \frac{\text{PMT}}{i}$$

Fonte: Hoji (2014, p. 78) adaptado pela autora.

Onde:

PMT representa o valor presente da perpetuidade;

i é a taxa de desconto do fluxo.

Geralmente, uma operação financeira tem um prazo finito, isto é, existe uma data de vencimento e é liquidada nesta data. Porém, existem casos em que o valor principal nunca é liquidado e rende juros periódicos, infinitamente. O fluxo de rendimentos futuros chama-se perpetuidade. (HOJI, 2014, p.77).

Damodaran (2007), diz que quando se une o crescimento que se espera da entidade à sua política de investimentos, bem como planejar os reinvestimentos é uma forma prudente de se preservar a consistência interna nas avaliações.

Como mensurar os fluxos de caixa por tempo indeterminado não é possível, e o valor agregado pela perpetuidade acaba tonando-se expressivo, mensurar este valor consiste em uma importante tarefa a ser realizada pelo avaliador que analisa o valor de uma empresa em continuidade.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

A metodologia deve ser entendida como os critérios estabelecidos para se obter êxito com relação aos objetivos do estudo, segundo Michel (2015), entende-se como uma forma pré-estabelecida, respeitando critérios afim de resolver um problema, encontrar uma solução.

O presente capítulo, tem como finalidade apresentar o enquadramento metodológico que envolve esta pesquisa, bem como as técnicas empregadas para analisar os fatores que envolvem o estudo, e por fim, o procedimento utilizado para a coleta e análise de dados para a realização deste projeto.

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

Com relação objetivos, esta pesquisa caracteriza-se como descritiva, pois a base do presente trabalho, concentra-se na observação e identificação de fatos e dados com a finalidade de interpretá-los para formular este estudo. Segundo Andrade (2001), os fatos estudados são analisados, registrados e até mesmo classificados, sem sofrer influência ou manipulação por parte de quem os pesquisa.

No que diz respeito ao problema, tratar-se-á de uma abordagem quantitativa na análise por meio da aplicação dos dados coletados junto à empresa para formulação de cenários e aplicação da metodologia do fluxo de caixa descontado. Este tipo de pesquisa, segundo Michel (2015), parte do pressuposto que tudo pode ser quantificável, por meio da tradução em números das informações coletadas, pois assim haverá melhor entendimento do estudo.

A técnica empregada para este estudo será a análise do conteúdo, pois os dados serão interpretados e avaliados, juntamente com o conteúdo estudado relacionando também os fatores que envolvem a pesquisa. Segundo Michel (2015), nessa técnica, a partir do levantamento de dados uma análise é elaborada, é considerada uma técnica de difícil aplicação, e pode ser utilizada em pesquisas quantitativas e concentra-se na coerência das respostas, e fidedignidade dos dados informados.

3.2 PROCEDIMENTOS PARA COLETA E ANÁLISE DE DADOS

No que concerne aos procedimentos, esta pesquisa se tratará de um estudo de caso, pois tem por objetivo o aprofundamento quanto às variáveis que interferem nos resultados da pesquisa, e na busca da determinação do valor da empresa estudada. Andrade (2001), quando se refere a este tipo de procedimento, diz que este método evita a dissolução prematura dos elementos que compõem o estudo e assim detalha mais profundamente o conhecimento do tema.

Para embasar o presente estudo de mensuração de valor de uma empresa do ramo cerâmico, primeiramente serão coletados os dados influentes na análise, mediante contato com os gestores e assim estruturar as variáveis e cenários que influem no processo avaliatório, também serão coletados os demonstrativos contábeis da empresa com o responsável contábil pela unidade, após esta etapa, as informações coletadas e estruturadas serão aplicadas no método de fluxo de caixa descontado, para assim, avaliar a rentabilidade do negócio a que se refere este estudo.

Quanto aos dados, serão fornecidos pelo objeto da análise e constituem-se dos demonstrativos contábeis da mesma, e informações repassadas pela diretoria da empresa.

Este trabalho pode ser considerado como uma pesquisa ação, pois se fundamentará em uma empresa do ramo cerâmico situada na região sul do estado de Santa Catarina como uma das finalidades deste trabalho consiste também na avaliação da rentabilidade, por isso, têm-se o contato com os gestores e responsáveis, para que após a conclusão do estudo medidas para melhorias possam ser colocadas em prática.

4 ESTUDO DE CASO

Este capítulo destina-se à caracterização da empresa objeto do presente estudo, apresentando o segmento de mercado que a mesma ocupa, e fazendo uma análise da situação da empresa, tanto do setor de atuação, quanto do mercado e do desempenho da empresa.

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

Para atender a finalidade que se propõe a este estudo, a empresa caso será apresentada com o nome fictício de Cerâmica Modelo LTDA, a mesma está inserida no mercado atuando no segmento cerâmico, produzindo e comercializando pisos porcelanatos para todo o Brasil com produtos que se adaptam aos mais diversificados projetos. Consiste em uma empresa de capital fechado, que optou por sua não identificação, tributada pelo Lucro Real e atua no mercado há aproximadamente 10 anos.

4.2 FINALIDADE DA AVALIAÇÃO

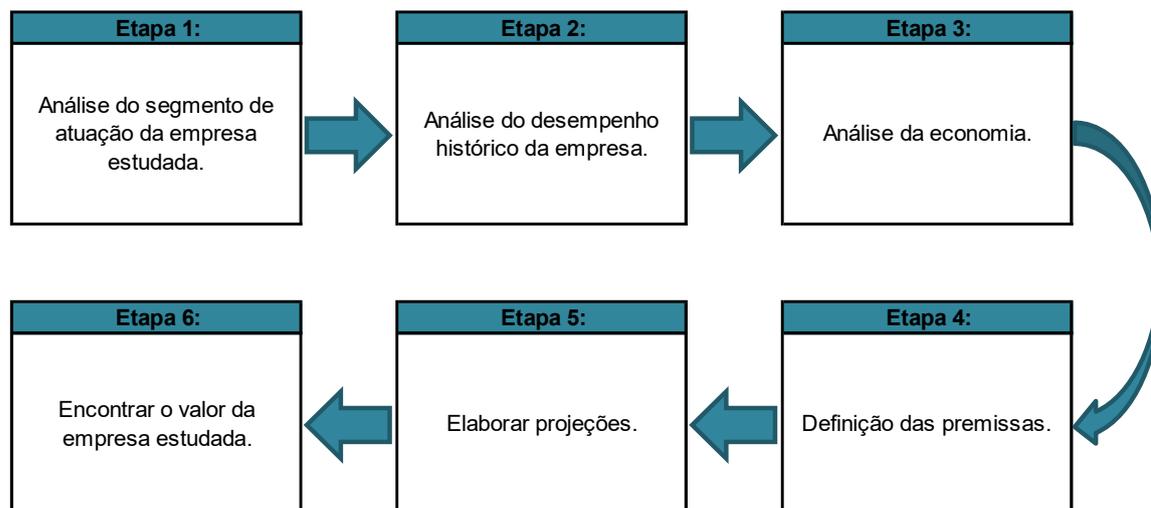
Visto que não há o intuito de venda da empresa objeto de estudo, este trabalho tem como propósito avaliar a Cerâmica Modelo LTDA, a fim de encontrar seu valor, realizando a análise por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado, que demonstra os benefícios financeiros que poderão ser gerados no futuro.

Outra finalidade a que se propõe este estudo, é apresentar o valor como uma ferramenta para a gestão da empresa, ou um instrumento a mais para o planejamento financeiro da entidade e análise de investimentos.

4.3 ETAPAS DO ESTUDO

Para realizar os objetivos a que se propõe este trabalho, algumas etapas são estabelecidas e se fazem de necessário cumprimento, tais procedimentos, estão estabelecidos conforme a figura a seguir:

Figura 8 - Etapas do estudo



Fonte: Elaborado pela autora.

Em primeiro momento, é necessário analisar o setor de atuação da Cerâmica Modelo LTDA, a fim de entender de que forma se comporta o mercado que a empresa está inserida.

Logo após, é necessário entender de que forma os índices da empresa em estudo, estão evoluindo ao longo do tempo, para isto, serão analisados os demonstrativos contábeis dos três últimos anos.

A fim de buscar informações sobre as perspectivas do mercado, é que deve ser feita uma análise sobre o ambiente econômico, para logo após, estabelecer as premissas do estudo e realizar as projeções dos demonstrativos.

Após a conclusão destas etapas, será elaborado o cálculo do fluxo de caixa descontado, considerando um período de projeções de dez anos.

4.4 ANÁLISE DO SETOR E DO MERCADO

O Brasil vem se destacando entre os países produtores e consumidores de placas cerâmicas, ocupando o segundo lugar neste *ranking*, o país fica atrás apenas do mercado chinês. São pontos positivos que influenciam na produtividade elevada: os custos de produção baixos, a disponibilidade de insumos, e a expansão do mercado doméstico foram os motivos que a partir dos anos 90, levaram à expansão das indústrias deste ramo.

A maior concentração da produção no Brasil, encontram-se no Sudeste, com destaque para a região de Santa Gertrudes em São Paulo, e no Sul, a maior parte da produção se concentra na região de Criciúma, em Santa Catarina. A região também conta com as maiores empresas brasileiras do ramo, locais onde a infraestrutura, concentração da atividade industrial, densidade demográfica e a distribuição privilegiada de centros de pesquisa, matérias-primas e energia, estabeleceram as duas regiões como os principais pólos produtivos no País.

Os produtos fabricados na região Sul do país, local onde está instalada a empresa objeto deste estudo, caracterizam-se por ser produzidos com a tecnologia via úmida, onde o processo produtivo passa por: mistura de matérias primas variadas, secagem e granulação da massa em um atomizador, dar forma ao produto, decoração e queima. A competição entre empresas concorrentes se dá por suas marcas e pelo *design* dos produtos, a faixa de preço dos produtos também é mais elevada.

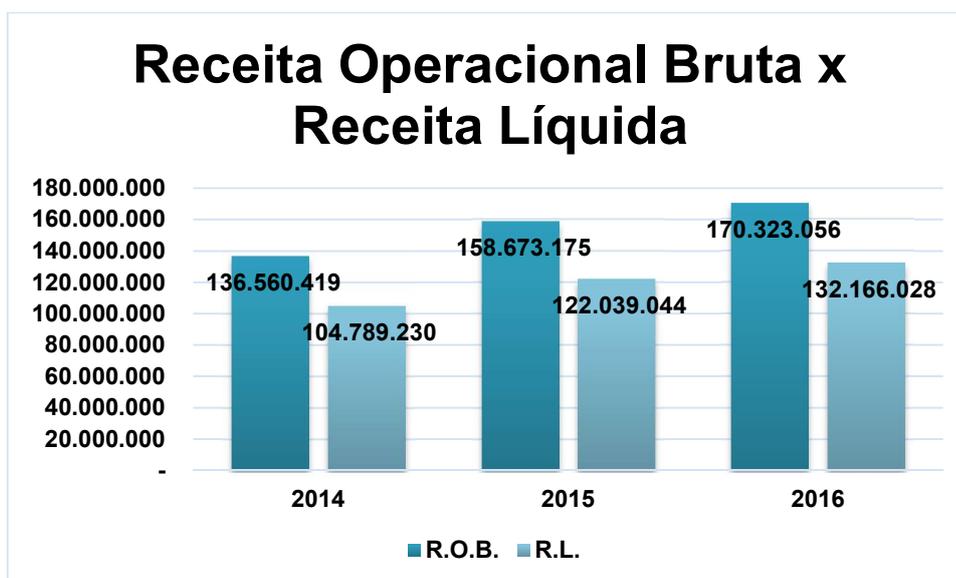
Tanto o mercado nacional quanto o internacional como um todo apresentam uma desaceleração com relação ao crescimento dos negócios, e esta diminuição provoca efeitos sobre a construção civil e, conseqüentemente, gera reflexos na comercialização de revestimentos cerâmicos. Entretanto, este fator não é um impeditivo para a indústria continuar avançando em tecnologia e na busca pela ampliação de seu mercado consumidor.

4.5 ANÁLISE DO DESEMPENHO

Neste segmento, será realizado uma breve análise histórica referente ao desempenho da empresa estudada durante os anos de 2014 a 2016, a fim de destacar os principais pontos relacionados ao crescimento obtido nos últimos anos.

Com relação às vendas, o crescimento se deu devido à atenção dedicada ao desenvolvimento de produtos, aumentando o portfólio ofertado. Outro importante fator que teve grande contribuição com os índices positivos são os investimentos realizados, a empresa obteve resultados crescentes, conforme demonstrado na figura 9 a seguir, que compara a receita operacional bruta e bem como as suas respectivas receitas líquidas de impostos.

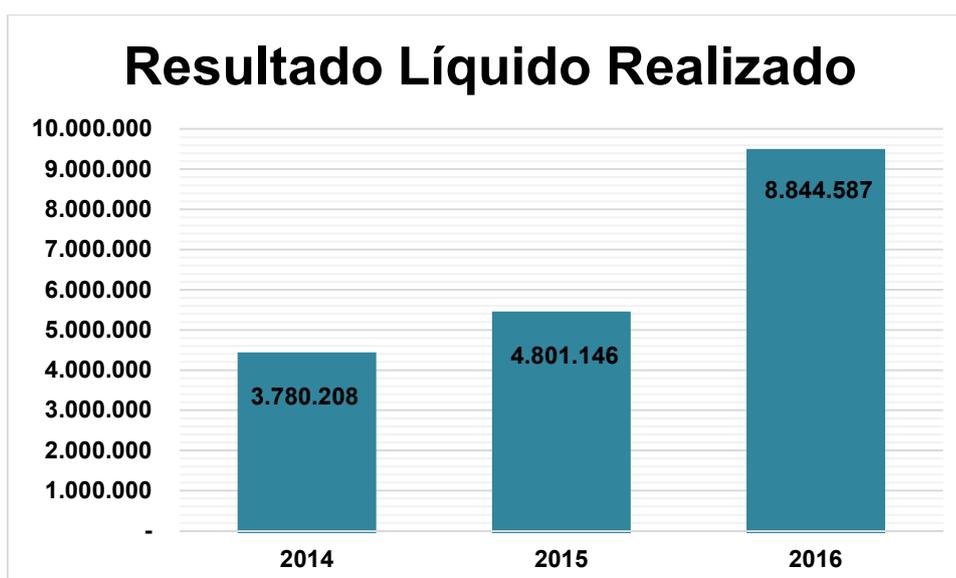
Figura 9 - Receita Operacional Bruta x Receita Líquida



Fonte: Elaborado pela autora.

O lucro líquido da empresa é um ponto positivo e que merece destaque, devido ao seu constante e significativo crescimento, principalmente nos anos de 2015 e 2016, a figura 10 a seguir, retrata o bom desempenho da empresa com relação à geração de lucro.

Figura 10 - Resultado Líquido Realizado



Fonte: Elaborado pela autora.

4.6 PREMISSAS E PROJEÇÕES

As premissas a serem adotadas para embasar o presente estudo de valor constituem-se de informações para realizar as projeções dos valores a fim de nortear os resultados. Os valores que serão apresentados são expressos em reais (R\$).

Tendo em vista que as atividades da empresa avaliada tenham continuidade e o segmento em que se enquadra é um ramo marcado por empresas tradicionais, ou seja, bem estruturadas e estáveis é que foi definido um período de projeção de dez anos. A partir dos dados fornecidos até 2016 é que serão realizadas as projeções de 2017 até 2026.

Considerando o atual cenário político conturbado ao qual o País está atravessando onde a previsão é de piora dos índices de mercado como a inflação e o PIB, este ponto acaba se tornando um limitador com relação a realização das projeções de crescimento da empresa como vendas, investimentos, entre outros.

Desta forma, considerar que a empresa mantenha sua capacidade produtiva para os próximos dez anos, foi a maneira mais prudente para realizar as projeções de crescimento. Para isto, foi utilizado o IPCA, como indicador de projeção futura.

Figura 11 - Premissas

INDICADORES %										
	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Selic (efetiva)	10,3	8,3	8,0	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9	7,9
PIB Industrial (% a.a.)	1,3	3,3	3,9	3,7	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5	3,5
Produção Industrial (% a/a)	2,0	3,3	3,0	2,5	2,5	2,5	3,0	3,0	3,0	3,0
IPCA-IBGE	4,2	4,2	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0

Fonte: Adaptado pela autora, baseado nas projeções divulgadas pelo Banco Santander S.A., em 09/06/2017.

Após a delimitação dos índices que nortearam as projeções, foram realizadas as projeções do demonstrativo de resultado do exercício, balanço patrimonial e fluxo de caixa da empresa.

Salienta-se que os números utilizados são fictícios, uma vez que foi preservada a identidade da empresa. Ademais, estas informações devem ser utilizadas unicamente com cunho acadêmico.

Figura 12 - Demonstrativo de Resultado realizado e projetado (Valores em R\$ 1.000)

	REALIZADO	REALIZADO	REALIZADO	PROJETADO									
DEMONSTRATIVO DE RESULTADO	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	136.560	158.673	170.323	177.477	184.931	192.328	200.021	208.022	216.343	224.996	233.996	243.356	253.090
Venda de Produtos	136.512	158.614	170.282	177.433	184.886	192.281	199.972	207.971	216.290	224.942	233.939	243.297	253.029
Vendas de Sucatas	49	59	41	43	45	47	49	51	53	55	57	59	62
(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA	-31.771	-36.634	-38.157	-39.760	-41.430	-43.087	-44.810	-46.603	-48.467	-50.405	-52.422	-54.518	-56.699
ICMS	-15.274	-16.953	-16.064	-16.739	-17.442	-18.140	-18.865	-19.620	-20.405	-21.221	-22.070	-22.952	-23.870
IPI	-3.569	-4.662	-5.663	-5.901	-6.149	-6.395	-6.651	-6.917	-7.193	-7.481	-7.780	-8.092	-8.415
PIS	-2.087	-2.393	-2.591	-2.700	-2.813	-2.926	-3.043	-3.165	-3.291	-3.423	-3.560	-3.702	-3.850
COFINS	-9.614	-11.023	-11.935	-12.436	-12.958	-13.477	-14.016	-14.576	-15.159	-15.766	-16.397	-17.052	-17.734
Devoluções	-1.227	-1.604	-1.904	-1.984	-2.067	-2.150	-2.236	-2.325	-2.418	-2.515	-2.615	-2.720	-2.829
(=) RECEITA LÍQUIDA	104.789	122.039	132.166	137.717	143.501	149.241	155.211	161.419	167.876	174.591	181.575	188.838	196.391
(-) CUSTO DAS MERCADORIAS E SERVIÇOS	-84.798	-99.366	-105.877	-110.324	-114.957	-119.556	-124.338	-129.311	-134.484	-139.863	-145.458	-151.276	-157.327
Custos com Pessoal	-11.546	-17.210	-17.459	-18.192	-18.957	-19.715	-20.503	-21.324	-22.176	-23.064	-23.986	-24.946	-25.943
Custos com Matérias Primas/Materiais/Embalagens	-63.932	-70.699	-76.284	-79.488	-82.827	-86.140	-89.586	-93.169	-96.896	-100.772	-104.802	-108.995	-113.354
Custos Operacionais	-9.319	-11.457	-12.133	-12.643	-13.174	-13.701	-14.249	-14.819	-15.412	-16.028	-16.669	-17.336	-18.029
(%) Custo/Receita Líquida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) RESULTADO BRUTO	19.991	22.673	26.289	27.393	28.544	29.686	30.873	32.108	33.392	34.728	36.117	37.562	39.064
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	-14.171	-15.309	-16.411	-17.096	-17.806	-18.403	-19.078	-19.836	-20.569	-21.388	-22.240	-23.125	-24.046
Despesas Comerciais	-7.917	-8.967	-9.879	-10.294	-10.726	-11.156	-11.602	-12.066	-12.548	-13.050	-13.572	-14.115	-14.680
Despesas Administrativas	-5.975	-6.057	-6.228	-6.490	-6.762	-7.033	-7.314	-7.606	-7.911	-8.227	-8.556	-8.898	-9.254
Despesa com Depreciação	-278	-285	-304	-312	-317	-214	-162	-164	-110	-110	-111	-112	-112
(%) Despesas/Receita Líquida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) RESULTADO OPERACIONAL 1	5.820	7.364	9.878	10.297	10.738	11.283	11.795	12.272	12.823	13.340	13.877	14.436	15.018
(%) Margem Operacional	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+/-) DESPESAS E RECEITAS FINANCEIRAS	153	-119	256	267	278	289	301	313	325	338	352	366	380
(-) Despesas Financeiras	-412	-546	-183	-190	-198	-206	-215	-223	-232	-241	-251	-261	-272
Juros Passivos	-377	-511	-42	-44	-46	-47	-49	-51	-53	-55	-58	-60	-62
Despesas Bancárias taxas e tarifas	-35	-36	-45	-47	-49	-51	-53	-55	-57	-59	-62	-64	-67
Desconto Concedido	0	0	-96	-100	-104	-108	-112	-117	-122	-127	-132	-137	-142
IOF	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(+) Receitas Financeiras	565	427	439	457	476	495	515	536	557	579	603	627	652
Juros Recebidos	27	35	47	49	52	54	56	58	60	63	65	68	71
Desconto Obtidos	80	87	171	179	186	194	201	209	218	226	236	245	255
Juros Recebidos Aplicação	458	305	220	229	239	248	258	268	279	290	302	314	326
(=) RESULTADO OPERACIONAL 2	5.973	7.244	10.134	10.564	11.016	11.572	12.095	12.584	13.148	13.678	14.229	14.802	15.398
(+/-) OUTRAS RECEITAS/DESPESAS NÃO OPERACIONAIS	-470	-255	-2	-2	-3								
Receitas Não-Operacionais	19	105	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outras Receitas Não-Operacionais	1	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Despesas Não-Operacionais	-389	-360	-2	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Outras Despesas Não-Operacionais	-101	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(=) LUCRO LÍQUIDO ANTES DO IRPJ E CSLL	5.503	6.990	10.132	10.562	11.014	11.569	12.093	12.582	13.145	13.675	14.226	14.799	15.394
(-) Provisão para IRPJ e Adicional	-1.266	-1.608	-940	-979	-1.021	-1.061	-1.104	-1.148	-1.194	-1.242	-1.291	-1.343	-1.397
(-) Provisão para CSLL	-457	-581	-347	-362	-377	-392	-408	-424	-441	-458	-477	-496	-516
(=) RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	3.780	4.801	8.845	9.221	9.616	10.116	10.581	11.010	11.510	11.975	12.458	12.960	13.482
(%) Margem Líquida	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
EBITDA	6.099	7.649	10.182	10.610	11.055	11.497	11.957	12.436	12.933	13.450	13.988	14.548	15.130

Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 13 - Demonstração de Fluxo de Caixa (Valores em R\$ 1.000)

	PROJETADO									
DEMONSTRAÇÃO DE FLUXO DE CAIXA	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
Entradas Operacionais	174.087	181.399	188.654	196.201	204.049	212.211	220.699	229.527	238.708	248.256
Recebimento das Vendas	174.087	181.399	188.654	196.201	204.049	212.211	220.699	229.527	238.708	248.256
Saídas Operacionais	-171.588	-178.859	-186.336	-193.968	-201.778	-210.024	-218.469	-227.251	-236.382	-245.879
Fornecedores	-149.989	-156.353	-162.929	-169.626	-176.461	-183.695	-191.087	-198.773	-206.765	-215.077
Salários e Encargos	-4.075	-4.246	-4.416	-4.593	-4.776	-4.967	-5.166	-5.373	-5.588	-5.811
Impostos e Contribuições	-741	-772	-802	-835	-868	-903	-939	-976	-1.015	-1.056
Outras saídas Operacionais	-16.784	-17.489	-18.188	-18.916	-19.672	-20.459	-21.278	-22.129	-23.014	-23.934
Geração Bruta	2.499	2.539	2.319	2.232	2.271	2.186	2.230	2.276	2.326	2.378
Resultado Financeiro	267	278	289	301	313	325	338	352	366	380
Receita Financeira	457	476	495	515	536	557	579	603	627	652
Despesa Financeira	-190	-198	-206	-215	-223	-232	-241	-251	-261	-272
Geração Operacional	2.765	2.817	2.608	2.533	2.584	2.511	2.568	2.628	2.692	2.758
Investimentos	-718	-729	-493	-374	-376	-253	-254	-255	-257	-258
Empréstimos e Financiamentos	-304	-272	-241	-210	-180	-151	-122	-93	-64	-34
Entradas de Empréstimos										
Juros sobre aplicações	229	239	248	258	268	279	290	302	314	326
Amortizações	-533	-510	-489	-468	-449	-430	-412	-394	-378	-361
Entradas e Saídas Não Operac.	-1.434	-1.495	-1.554	-1.617	-1.681	-1.749	-1.818	-1.891	-1.967	-2.046
Retirada de Sócio	-1.432	-1.492	-1.552	-1.614	-1.678	-1.746	-1.815	-1.888	-1.964	-2.042
Outros Resultados Não Operac.	-2	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3	-3
Outras Despesas										
Geração Líquida de Caixa	309	322	319	332	345	359	374	389	404	420
Saldo Inicial	7.354	7.662	7.984	8.304	8.636	8.981	9.340	9.714	10.103	10.507
Saldo de Caixa	7.662	7.984	8.304	8.636	8.981	9.340	9.714	10.103	10.507	10.927

Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 14 - Balanço Patrimonial – Ativo (Valores em R\$ 1.000)

	REALIZADO	REALIZADO	REALIZADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO
BALANÇO PATRIMONIAL	2014	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$	R\$							
ATIVO	80.630	81.964	92.990	94.565	96.277	98.004	99.865	101.863	103.999	106.277	108.700	111.273	113.998
CIRCULANTE	40.916	39.994	45.112	45.969	46.952	48.186	49.674	51.294	53.178	55.202	57.370	59.685	62.153
DISPONÍVEL	10.882	8.131	7.354	7.662	7.984	8.304	8.636	8.981	9.340	9.714	10.103	10.507	10.927
Caixa e Bancos	2.351	2.455	3.263	3.400	3.543	3.684	3.832	3.985	4.144	4.310	4.483	4.662	4.848
Aplicação de Liquidez Imediata	8.531	5.676	4.091	4.262	4.442	4.619	4.804	4.996	5.196	5.404	5.620	5.845	6.079
CLIENTES	11.191	13.705	16.022	16.695	17.396	18.092	18.816	19.568	20.351	21.165	22.012	22.892	23.808
Clientes a Receber	11.191	13.705	16.022	16.695	17.396	18.092	18.816	19.568	20.351	21.165	22.012	22.892	23.808
ESTOQUES	14.369	14.699	15.459	16.314	17.207	18.130	19.112	20.136	21.222	22.354	23.531	24.758	26.035
Estoque de Matéria Prima	7.610	8.501	9.102	9.484	10.091	10.730	11.159	11.605	12.069	12.552	13.054	13.576	14.119
Estoque de Produtos em Elaboração	2.645	2.023	1.867	1.945	2.027	2.108	2.193	2.280	2.371	2.466	2.565	2.668	2.774
Estoque de Produtos Acabados	2.455	2.517	2.891	3.013	3.139	3.265	3.652	4.057	4.501	4.963	5.445	5.948	6.473
Estoques Diversos	1.659	1.658	1.599	1.871	1.950	2.028	2.109	2.193	2.281	2.372	2.467	2.566	2.668
OUTROS CRÉDITOS	4.474	3.459	6.277	5.297	4.364	3.660	3.110	2.609	2.264	1.969	1.724	1.529	1.383
Outras Contas a Receber	558	449	533	494	542	595	519	539	561	583	607	631	656
Adiantamentos	0	0	2.728	1.943	1.222	561	283	-105	-273	-347	-423	-540	-608
Empréstimos Diversos	1.500	1.460	2.585	2.171	2.032	1.964	1.906	1.787	1.602	1.374	1.198	1.111	1.026
Juros a Receber	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Impostos a Recuperar	2.416	1.549	431	689	568	541	402	388	373	358	343	326	309
NÃO CIRCULANTE	39.714	41.969	47.878	48.596	49.325	49.818	50.192	50.568	50.821	51.075	51.331	51.587	51.845
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	35	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Outros Créditos	35	21	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
IMOBILIZADO	39.679	41.949	47.878	48.596	49.325	49.818	50.192	50.568	50.821	51.075	51.331	51.587	51.845
Imóveis	11.497	11.497	11.497	11.670	11.845	11.963	12.053	12.143	12.204	12.265	12.326	12.388	12.450
Máquinas e Equipamentos	42.068	43.969	45.911	46.600	47.299	47.772	48.130	48.491	48.733	48.977	49.222	49.468	49.715
Veículos	2.257	2.798	2.814	2.857	2.900	2.929	2.951	2.973	2.987	3.002	3.017	3.033	3.048
Computadores e Periféricos	712	836	866	879	892	901	908	915	919	924	928	933	938
Terrenos	300	300	2.107	2.139	2.171	2.193	2.209	2.226	2.237	2.248	2.259	2.271	2.282
Móveis e Utensílios	338	351	351	356	362	365	368	371	373	375	377	378	380
Construção em Andamento	307	307	433	439	446	450	454	457	460	462	464	466	469
Maquinas e Equipamentos em Comodato	374	387	528	536	544	549	553	557	560	563	566	568	571
Imoveis Construção	2.988	2.988	2.989	3.033	3.079	3.110	3.133	3.157	3.172	3.188	3.204	3.220	3.236
(-) Depreciações Acumuladas	-20.230	-20.515	-20.819	-21.132	-21.449	-21.663	-21.826	-21.989	-22.099	-22.210	-22.321	-22.432	-22.545
(-) Bens imobilizados em conserto	-169	-207	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) ICMS Ficha Ciap	-762	-762	-762	-774	-785	-793	-799	-805	-809	-813	-817	-821	-825
Maquinas e equipamentos (juros)			1.963	1.993	2.022	2.043	2.058	2.073	2.084	2.094	2.105	2.115	2.126

Fonte: Elaborado pela autora.

Figura 15 - Balanço Patrimonial – Passivo (Valores em R\$ 1.000)

BALANÇO PATRIMONIAL	REALIZADO	REALIZADO	REALIZADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO	PROJETADO
	2014 R\$	2015 R\$	2016 R\$	2017 R\$	2018 R\$	2019 R\$	2020 R\$	2021 R\$	2022 R\$	2023 R\$	2024 R\$	2025 R\$	2026 R\$
PASSIVO	80.630	81.964	92.990	94.565	96.277	98.004	99.865	101.863	103.999	106.277	108.700	111.273	113.998
CIRCULANTE	35.348	34.408	35.076	35.437	35.860	36.298	36.796	37.353	37.972	38.651	39.393	40.199	41.069
DÉBITOS OPERACIONAIS	35.348	34.408	35.076	35.437	35.860	36.298	36.796	37.353	37.972	38.651	39.393	40.199	41.069
Fornecedores	13.368	10.731	12.026	12.531	13.058	13.580	14.123	14.688	15.276	15.887	16.522	17.183	17.870
Obrigações Tributárias a Pagar	541	658	775	808	842	875	910	947	985	1.024	1.065	1.108	1.152
Salários e Encargos Sociais	2.628	3.117	4.237	4.415	4.600	4.784	4.975	5.174	5.381	5.597	5.820	6.053	6.295
Adiantamento de Clientes	403	578	697	726	756	787	818	851	885	920	957	995	1.035
Contas a Pagar	2.480	2.711	4.103	4.275	4.455	4.633	4.818	5.011	5.211	5.420	5.636	5.862	6.096
Empréstimos e Financiamentos	15.927	16.612	13.239	12.683	12.150	11.640	11.151	10.682	10.234	9.804	9.392	8.998	8.620
NÃO CIRCULANTE	9.950	18.305	17.028	6.829	6.542	6.267	6.004	5.752	5.510	5.279	5.057	4.845	4.641
Fornecedores Diversos	1.374	1.360	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Empréstimos e Financiamentos	8.576	8.945	7.128	6.829	6.542	6.267	6.004	5.752	5.510	5.279	5.057	4.845	4.641
Dividendos a Pagar	0	8.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Adiantamento p/ Futuro Aumento de Capital	0	0	9.900	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	35.332	29.251	40.886	52.298	53.874	55.439	57.065	58.757	60.517	62.347	64.250	66.229	68.287
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	35.332	29.251	40.886	52.298	53.874	55.439	57.065	58.757	60.517	62.347	64.250	66.229	68.287
Capital Social Integralizado	4.869	4.869	4.869	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769	14.769
Adiantamento Integralização Futura	-57	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Reserva Cor Monetária do Capital	17.939	17.939	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Lucros Acumulados	8.978	2.328	28.546	29.740	30.981	32.105	33.329	34.657	35.982	37.418	38.911	40.463	42.078
Retirada do Socio	-178	-686	-1.374	-1.432	-1.492	-1.552	-1.614	-1.678	-1.746	-1.815	-1.888	-1.964	-2.042
Resultado do Exercício	3.780	4.801	8.845	9.221	9.616	10.116	10.581	11.010	11.510	11.975	12.458	12.960	13.482

Fonte: Elaborado pela autora.

4.7 VALUATION

Após a identificação dos resultados futuros esperados para a empresa, foi realizado o desconto dos mesmos a valor presente, utilizando o custo médio ponderado de capital. Esta taxa é comumente a escolhida dos avaliadores devido à sua capacidade de considerar tanto o custo do capital próprio e de terceiros investido na empresa.

Para a definição do custo médio ponderado de capital, utilizado como taxa de desconto dos fluxos de caixa livre, inicialmente foi evidenciado o investimento realizado na empresa, dividido entre capital próprio e de terceiros, o capital próprio corresponde ao patrimônio líquido da entidade, já o capital de terceiros é o passivo oneroso da empresa, os empréstimos. Posteriormente foi identificado o NOPAT que consiste no lucro operacional líquido após o imposto de renda e contribuição social, e também, o custo da dívida que corresponde aos juros desembolsados pela empresa referente ao financiamento de capital, esta informação encontra-se no Demonstrativo de Resultado da empresa em Juros Passivos.

O percentual encontrado como capital próprio corresponde a divisão do NOPAT sobre o total do investimento. Já o capital de terceiros foi obtido ao dividir o custo da dívida líquido de imposto de renda e o passivo oneroso.

Por fim, o WACC ou custo médio ponderado de capital é obtido ao multiplicar o percentual do capital próprio (já evidenciado anteriormente) à divisão entre o patrimônio líquido e o total do investimento, o resultado deve ser somado valor encontrado ao multiplicar o percentual do capital de terceiros à divisão do passivo oneroso e o investimento total.

Figura 16 - Definição do WACC

	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	52.298.188	53.874.398	55.438.599	57.065.368	58.757.208	60.516.722	62.346.616	64.249.705	66.228.919	68.287.301
PASSIVO ONEROSO	19.511.704	18.692.212	17.907.139	17.155.040	16.434.528	15.744.278	15.083.018	14.449.531	13.842.651	13.261.260
INVESTIMENTO	71.809.892	72.566.610	73.345.739	74.220.408	75.191.736	76.260.999	77.429.634	78.699.237	80.071.570	81.548.560
NOPAT	6.820.225	7.111.231	7.470.731	7.808.591	8.123.460	8.487.232	8.828.301	9.183.026	9.551.952	9.935.648
CUSTO DA DÍVIDA	(43.742,12)	(45.579,29)	(47.402,46)	(49.298,56)	(51.270,50)	(53.321,32)	(55.454,17)	(57.672,34)	(59.979,23)	(62.378,40)
CAPITAL PRÓPRIO (Ke)	9,50%	9,80%	10,19%	10,52%	10,80%	11,13%	11,40%	11,67%	11,93%	12,18%
CAPITAL DE TERCEIROS (Ki)	0,15%	0,16%	0,17%	0,19%	0,21%	0,22%	0,24%	0,26%	0,29%	0,31%
SOMA	9,65%	9,96%	10,36%	10,71%	11,01%	11,35%	11,64%	11,93%	12,22%	12,49%
WACC	6,96%	7,32%	7,74%	8,13%	8,49%	8,88%	9,23%	9,57%	9,92%	10,25%

Fonte: Elaborado pela autora.

O fluxo de caixa livre da empresa parte do EBITDA, que consiste no valor da Receita Líquida, diminuindo o Custo das Mercadorias Vendidas e as Despesas Operacionais, ao resultado, foi somada a Depreciação do período para que os efeitos deste valor fossem desconsiderados da operação.

Após a definição do EBITDA da empresa, foram diminuídos os valores de Impostos sobre o Lucro e os Investimentos a serem realizados pela empresa, chegando que resultou na Geração de Caixa Livre.

Finda esta parte, foi necessário trazer a geração de caixa livre ao valor presente utilizando somente o custo médio ponderado de capital para encontrar o valor atual dos benefícios futuros que foram projetados pela empresa.

Para esta avaliação, não foi utilizada uma taxa de risco juntamente ao custo médio ponderado de capital, devido a área de atuação da empresa, que é um ramo tradicional. Levou-se em consideração, também, o fato de que a Cerâmica Modelo já está estabilizada no mercado e o principal fator considerado foi que não houveram estimativas audaciosas das projeções, a evolução da empresa foi realizada conforme as perspectivas do mercado, e desta forma, pode-se considerar que não há riscos de realização.

Figura 17 - Fluxo de caixa descontado

	PROJETADO									
Avaliação Econômica	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026
EBITDA	10.609.601	11.055.205	11.497.413	11.957.309	12.435.602	12.933.026	13.450.347	13.988.361	14.547.895	15.129.811
(-) Impostos sobre Lucro	-3.583.264	-3.734.770	-3.885.120	-4.041.485	-4.204.105	-4.373.229	-4.549.118	-4.732.043	-4.922.284	-5.120.136
(-) Investimentos	-718.167	-728.940	-493.249	-373.636	-376.439	-252.841	-254.106	-255.376	-256.653	-257.936
Geração de Caixa Livre	6.308.169	6.591.495	7.119.043	7.542.188	7.855.058	8.306.956	8.647.123	9.000.942	9.368.958	9.751.739
Número de períodos	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Índice de Valor Presente = $1/(1+TD)^P$	0,9350	0,8683	0,7996	0,7314	0,6654	0,6003	0,5391	0,4812	0,4270	0,3768
Geração de Caixa Livre a Valor Presente	5.898.138	5.723.395	5.692.387	5.516.356	5.226.756	4.986.665	4.661.664	4.331.253	4.000.545	3.674.455
Taxa de Desconto Total	6,96%	7,32%	7,74%	8,13%	8,49%	8,88%	9,23%	9,57%	9,92%	10,25%
WACC	6,96%	7,32%	7,74%	8,13%	8,49%	8,88%	9,23%	9,57%	9,92%	10,25%

Fonte: Elaborado pela autora.

Para o cálculo da perpetuidade, foi utilizado o valor do fluxo de caixa livre do último ano de projeção, multiplicando-o pela taxa de 2% que é o crescimento da geração de caixa livre proposto para a perpetuidade, o valor obtido, foi multiplicado por um índice de perpetuidade resultante da diferença entre a taxa de desconto do último ano e a taxa de crescimento na perpetuidade, e trazido o resultado a valor presente mediante a aplicação da taxa de desconto referente ao último ano da projeção. A figura a seguir demonstra a realização do *Valuation* da Cerâmica Modelo:

Figura 18 - Cálculo do valor da empresa

CÁLCULO DO VALOR ECONÔMICO - FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	
Valor da Geração de Caixa Livre Anos 1 a 10 em VPL	49.711.615
Resultado a partir do Ano 11	9.946.774
Crescimento da Geração de Caixa Livre na Perpetuidade	2,0%
Índice de perpetuidade	12,1169
Índice de valor presente no Ano 10	0,3768
Valor presente Resultado anual a partir do Ano 11 (Perpetuidade)	45.413.467
Valor Econômico	95.125.082
Endividamento Líquido em 31/05/2017	-16.940.950
Valor Econômico - Endividamento	78.184.132
EBITDA 2017	10.609.601
Múltiplo	7

Fonte: Elaborado pela autora.

O valor econômico da Cerâmica Modelo LTDA, foi obtido somando os fluxos de caixa livres do período projetado trazidos a valor presente, com a perpetuidade, ou seja, o resultado anual após as projeções trazido a valor presente, do resultado obtido foi deduzido o endividamento líquido, o valor do endividamento se deu ao somar as contas a pagar aos empréstimos e financiamentos até a data de 31/05/2017, líquido do saldo de caixa até a data. Desta forma, se chegou ao valor da empresa de R\$ 78.184.132,00, equivalente a 7 (sete) EBITDA.

5 CONCLUSÃO

A competitividade entre as organizações e as constantes mudanças na economia moderna exigem cada vez mais das empresas. Neste cenário, administradores e investidores devem estar antenados à gama de informações disponíveis para auxiliar a tomada de decisão, bem como se utilizar destes meios para como um modo de auxiliar a gestão e como forma de vislumbrar o futuro de seus projetos e o impacto de suas decisões, bem como sua influência sobre o futuro da entidade e a continuidade dos negócios.

O objetivo geral do presente estudo consistia em determinar o valor da empresa analisada, e pode-se afirmar que tal objetivo foi alcançado, ao fim das análises foi encontrado valor da empresa de R\$ 78.184.132,00, o equivalente a 7 (sete) EBITDA, ou seja, o indexador encontrado ficou próximo ao praticado pelo mercado que comumente se utiliza de 7 (sete) EBITDA para avaliar. Desta forma, por não se tratar de uma avaliação cuja finalidade seja a venda da entidade, o resultado obtido entende-se por satisfatório, pois mesmo mantendo sua capacidade operacional e sem obter um crescimento acima dos indicadores de inflação a empresa demonstra boa performance.

O primeiro objetivo específico tratava da identificação das variáveis que compõem a determinação do valor da empresa, este objetivo se materializou nos tópicos que tratavam da análise do setor de atuação e mercado, e do desempenho da empresa avaliada.

O segundo objetivo específico referente ao painel de premissas, cumpriu-se à medida em que foi tratado sobre o tópico de premissas, as mesmas foram de suma importância para nortear as projeções necessárias para compor este trabalho.

Por fim, o terceiro objetivo específico proposto consistia na elaboração de instrumentos para a aplicação e simulação do estudo de valor, tal objetivo proporcionou de forma mais precisa e facilitada a obtenção de êxito para concluir os objetivos demonstrados.

Após a conclusão de todos os objetivos propostos é que foi possível responder a questão de pesquisa ponto de partida para a realização deste estudo que buscava saber qual o valor de uma empresa do ramo cerâmico, avaliada pelo método do fluxo de caixa descontado, o valor encontrado foi de R\$ 78.184.132,00.

Deve-se ressaltar novamente, que por mais completo que seja o modelo de avaliação escolhido, o resultado obtido é apenas um balizador de decisões, por vezes o resultado obtido com a avaliação aproxima-se de forma satisfatória das perspectivas de mercado e cumpre as expectativas das partes interessadas, mas por não ser uma ciência exata pode sofrer com os impactos da interpretação do avaliador perante ao objeto avaliado e as constantes mutações do mercado.

Cabe destacar que o fato de a avaliação de empresas não ser uma ciência exata, os resultados obtidos se submetem a variações, devido às particularidades de cada empresa avaliada. Entretanto, é possível chegar a resultados satisfatórios e próximos à realidade praticada pelo mercado.

Por ser um tema com uma grande gama de informações disponíveis, o processo de avaliação eventualmente acaba sendo apresentado de forma complexa. A proposta deste trabalho consistiu em simplificar o processo de *valuation* a fim de apresentar este instrumento de gestão àqueles que desejam conhecer sobre o assunto. Desta forma, sugere-se a realização de novas pesquisas sobre o tema para buscar o aperfeiçoamento das técnicas utilizadas visando maior precisão para os futuros resultados.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução a metodologia do trabalho científico**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2006. 174 p. ISBN 8522429650
- Brasil. **Lei nº 10.406**, de 10 de janeiro de 2002. Institui o Código Civil. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/2002/L10406.htm>. Acesso em 29 mar. 2017.
- Brasil. **Lei nº 11.638**, de 28 de dezembro de 2007. Altera e revoga dispositivos da Lei no 6.404, de 15 de dezembro de 1976, e da Lei no 6.385, de 7 de dezembro de 1976, e estende às sociedades de grande porte disposições relativas à elaboração e divulgação de demonstrações financeiras. Disponível em: <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/_ato2007-2010/2007/lei/l11638.htm>. Acesso em 26 abr. 2017.
- BRIGHAM, Eugene F.; EHRHARDT, Michael C. **Administração financeira: teoria e prática**. Tradução José Nocolás Albuja Salazar e Suely Sonoe Murai Cucci. São Paulo: Thomson: Cengage Learning, 2006. 1044 p. ISBN 8522104069
- CAMLOFFSKI, Rodrigo. **Análise de investimentos e viabilidade financeira das empresas**. São Paulo: Atlas, 2014. 123 p. ISBN 9788522486557
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3. ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 499 p. ISBN 8534613613
- 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. 376 p. ISBN 9788522459414
- COUTO JÚNIOR, Clovis Grimaldo; GALDI, Fernando Caio. Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de Cluster. **Revista de Administração Mackenzie**, São Paulo, v. 13, n. 5, p. 135-170, set/out 2012. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ram/v13n5/v13n5a06.pdf>>. Acesso em: 18 mai. 2017.
- DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação: avaliação de empresas da velha tecnologia, da nova tecnologia e da nova economia**. São Paulo: Makron Books, 2002a. 466 p. ISBN 8534613842
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. Tradução Sonia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvin. 2. ed. São Paulo: Pearson, 2007. 464 p. ISBN 9788576051053
- DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas aplicadas: manual do usuário**. Porto Alegre: Bookman, 2002b. 111p. ISBN 8573078731

DAMODARAN, Aswath. **Finanças corporativas: teoria e prática**. 2. ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. 796p. ISBN 8536304022

EHRlich, Pierre Jacques. **Engenharia econômica: avaliação e seleção de projetos de investimento**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2005. 177 p. ISBN 852240531

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS; MARTINS, Eliseu (org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001. 414 p. ISBN 8522427305

HAWAWINI, Gabriel A.; VIALLET, Claude. **Finanças para executivos: gestão para criação de valor**. São Paulo: Cengage Learning, 2010. xxii, 574 p. ISBN 9788522107322

HELPERT, Erich A. **Técnicas de análise financeira**. Tradução André Olímpio Mosselman Du Chenoy Castro. 5. ed. Porto Alegre: Bookman, 2000. 411 p. ISBN 8573075139

HOJI, Masakazu. **Administração financeira e orçamentária: matemática financeira aplicada, estratégias financeiras, orçamento empresarial**. 11. ed. São Paulo: Atlas, 2014. xxii, 583 p. ISBN 9788522486281

HOOG, Wilson Alberto Zappa. **Fundo de comércio goodwill em: apuração de haveres, balanço patrimonial, dano emergente, lucro cessante, locação não residencial**. Curitiba, PR: Juruá, 2008. 209 p. ISBN 9788536215587

HOOG, Wilson Alberto Zappa. **Resolução de sociedade & avaliação do patrimônio na apuração de haveres: de acordo com o novo código civil lei 10.406/02**. 3. ed. rev. e atual Curitiba, PR: Juruá, 2007. 203 p. ISBN 9788536215754

MARTINS, Eliseu. (Et al.) FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Manual de contabilidade societária: aplicável a todas as sociedades**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2013. 888 p. ISBN 9788522477173

MICHEL, Maria Helena. **Metodologia e pesquisa científica em ciências sociais: um guia prático para acompanhamento da disciplina e elaboração de trabalhos monográficos**. 3. ed. atual. e ampl São Paulo: Atlas, 2015. xvi, 284 p. ISBN 9788597001136

NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa**. 2. Ed. São Paulo: Atlas, 1997. 96 p. ISBN 8522415803

ORNELAS, Martinho Maurício Gomes de. **Avaliação de sociedades: apuração de haveres em processos judiciais**. São Paulo: Atlas, 2001. 204 p. ISBN 8522428719

PADOVEZE, Clóvis Luís; BENEDICTO, Gideon Carvalho de. **Análise das demonstrações financeiras**. 3. ed. rev. e ampl. São Paulo: Cengage Learning, 2011. 298 p. ISBN 9788522110704

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Contabilidade gerencial**: um enfoque em sistema de informação contábil: conforme as leis n. 11.638/07 e 11.941/09. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2009. 629 p. ISBN 9788522456192

PADOVEZE, Clóvis Luís. **Controladoria estratégica e operacional**: conceitos, estrutura e aplicação. 3 ed. rev. e atual São Paulo: Thomson, 2013. 507 p. ISBN 9788522112302

PALEPU, Krishna G.; HEALY, Paul M. **Análise e avaliação de empresas**: decisões e *valuation* usando demonstrativos financeiros. Tradução FZ Consultoria Editorial. 5. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2016. 372 p. ISBN 9788522125692

SANTOS, José Odálio dos. **Avaliação de empresas**: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático. São Paulo: Saraiva, 2005. 261 p. ISBN 8502051172

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. 209 p. ISBN 852244143