

UNIVERSIDADE DO EXTREMO SUL CATARINENSE - UNESC

CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS

MAEVY FRELLO CANDIDO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA EMPRESA BURGER KING BRASIL**

CRICIÚMA

2018

MAEVY FRELLO CANDIDO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA EMPRESA BURGER KING BRASIL**

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

Orientador: Prof. Esp. Realdo de Oliveira da Silva

CRICIÚMA

2018

MAEVY FRELLO CANDIDO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA EMPRESA BURGER KING BRASIL**

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, 4 de julho de 2018.

BANCA EXAMINADORA

Prof. Realdo de Oliveira da Silva - Especialista - (UNESC) - Orientador

Prof. Valcir Mantovani - Especialista - (UNESC)

Prof. Luiz Henrique Tibúrcio Daufembach - Especialista - (UNESC)

Dedico esta pesquisa aos meus pais, que não mediram esforços para que eu chegasse até aqui.

AGRADECIMENTOS

Agradeço primeiramente a Deus, por iluminar meu caminho durante esses anos de curso.

Aos meus pais, Maristela e Dilmar, por me incentivarem e ajudarem em todos os momentos. Obrigada mãe por tudo que tens feito por mim até hoje, e obrigada pai estejas onde estiveres, sei que sempre estarás comigo, meu maior expectador.

Ao meu noivo Emerson, que sempre esteve ao meu lado, por todo amor, carinho, compreensão e paciência.

Agradecer ao meu orientador Realdo de Oliveira da Silva, pelo tempo dedicado a auxiliar-me e passar seu conhecimento. E aos demais professores que contribuíram para minha formação.

Às minhas amigas e colegas de faculdade, pelo companheirismo e, a todos que de alguma forma contribuíram para que este trabalho se realizasse, tornando esse sonho possível.



AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO DA EMPRESA BURGER KING BRASIL

Maevy Frello Candido¹

Realdo de Oliveira da Silva²

RESUMO: A determinação do valor de empresas é essencial para negociações ou acompanhamento da geração do valor. O objetivo geral desta pesquisa consiste em estimar o valor da empresa analisada pelo método de fluxo de caixa descontado no período de 2018 a 2022. A pesquisa se caracteriza como descritiva, de abordagem qualitativa, e desenvolvida por meio do estudo de caso e análise documental. A empresa escolhida para o estudo é listada no mercado de capitais, foram utilizadas informações financeiras e públicas. Esta análise aplicou o método de FCD e chegou as seguintes conclusões: i) o valor obtido com o *valuation* é inferior ao valor de mercado da companhia; (ii) o múltiplo do EBITDA da empresa é inferior ao múltiplo do EBITDA setorial; (iii) o valor encontrado no FCD não ocorreu desde dezembro de 2017. Sendo assim foi possível avaliar por meio da pesquisa que a empresa estudada está superavaliada, visto que seu valor no mercado é maior que o valor obtido na avaliação.

PALAVRAS-CHAVE: Fluxo de caixa descontado. Avaliação de empresas. *Valuation*. Valor de mercado.

ÁREA TEMÁTICA: Contabilidade Gerencial

1 INTRODUÇÃO

Nenhuma avaliação é capaz de resultar o valor exato de um negócio. Os métodos fornecem apenas estimativas que servem como base para estabelecer um valor confiável. É de interesse dos sócios e investidores o crescimento do negócio para que haja criação de valor.

Existem vários métodos de avaliação de valor de empresas, como por exemplo, o *Economic Value Added* (EVA), múltiplos de faturamento e fluxo de caixa descontado. O fluxo de caixa descontado é o método mais utilizado no cálculo de *valuation* (termo em inglês), pois analisa a capacidade da empresa de gerar caixa no futuro a valor presente. É fundamental avaliar qual o melhor modelo de projeção para cada empresa e as premissas que serão utilizadas.

O método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado avalia a riqueza econômica de uma empresa de acordo com o fluxo de caixa futuro descontado a uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade de investidores (SCHMIDT; SANTOS, 2005).

¹ Acadêmica do curso de Ciências Contábeis da UNESC, Criciúma, Santa Catarina, Brasil.

² Especialista, UNESC, Criciúma, Santa Catarina, Brasil.



Gambetta (2016) aplicou o método de fluxo de caixa descontado e o método de valor patrimonial contábil, comparando os dois métodos de avaliação de empresas em uma micro empresa de instrumentos musicais. A pesquisa conclui que a abordagem do valor patrimonial é limitada, pois não reflete os ganhos que os ativos e passivos geram quando em conjunto. E o fluxo de caixa descontado demonstra ser dinâmico, pois considera os riscos, as incertezas e as expectativas na geração de resultados futuros, sendo uma das melhores ferramentas de avaliação.

Levando em consideração a questão da importância do valor estimado da empresa este estudo se propõe a responder a seguinte questão: Qual o valor da empresa Burger King Brasil, utilizando o método de fluxo de caixa descontado?

O objetivo geral dessa pesquisa consiste em determinar o valor da empresa analisada pela técnica de avaliação de empresas, utilizando o método de fluxo de caixa livre descontado (FCLD). Para atingir o objetivo geral tem-se os objetivos específicos: a) Apresentar a metodologia de fluxo de caixa descontado (FCD); b) Aplicar um estudo de caso na empresa Burger King Brasil Operação e Assessoria a Restaurantes S.A.; c) comparar o resultado com valor de mercado apresentado na Bolsa, Balcão (B3); e, d) apresentar o cálculo do múltiplo EBITDA.

O presente trabalho se justifica por buscar a real avaliação de valor da empresa, considerando que a avaliação não serve apenas para negociações de compra e venda, mas também como ferramenta de gestão e planejamento financeiro. No âmbito acadêmico a pesquisa se justifica, pois oferece subsídios aos acadêmicos de ciências contábeis e a demais interessados da área de finanças, apresentando informações reais referentes a avaliação de empresas.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

O princípio fundamental de um investimento sólido é que o investidor não pague pelo ativo mais do que ele vale. Mesmo ao final da avaliação mais precisa, haverá incerteza quanto aos números finais, é inadequado exigir certeza absoluta em avaliações, pois os fluxos de caixa projetados e as taxas de descontos utilizadas, são estimadas com erros (DAMODARAN, 2007).

Considerando que a percepção de valor é subjetiva, para a realização de avaliação, deve-se contemplar o perfil desse usuário, a natureza das decisões e o ambiente em que a decisão seria tomada. Não existe um valor correto para o negócio, pois é determinado para um propósito específico (LIMA et al., 2010).

Os gestores estão sempre em busca de aumentar a rentabilidade de seus investimentos, utilizando vários instrumentos como apoio na tomada de decisão. Dentre esses instrumentos inclui-se o método de avaliação econômico-financeira de empresas que pode ser chamado de *valuation*, o objetivo é ter um valor justo de mercado por meio de modelos de avaliação (GAMBETTA, 2016).

A avaliação empresarial pode ser vista de duas formas, a primeira considera a hipótese de descontinuidade da empresa, que pode definir o valor patrimonial. A segunda leva em conta a continuidade da operação, visando definir o valor econômico considerando o potencial de geração de riqueza futura, nesta visão voltada para o futuro, considera-se os riscos e expectativas do negócio, onde



variáveis e projeções resultam o valor final da avaliação (SCHNORRENBARGER et al.; 2015).

Portanto, num cenário de constantes transformações, é necessário conhecer o valor das empresas, para negocia-las ou para conhecer melhor o negócio para poder aumentar o valor dos ativos. Porém, mensurar o valor da organização é algo complexo, para fazer a mensuração precisa-se de um sistema contábil completo, conhecer as técnicas de mensuração de valor e as variáveis para minimizar as incertezas e chegar a um resultado mais próximo da realidade.

2.2 FLUXO DE CAIXA LIVRE

O fluxo de caixa livre, segundo Santos (2005, p. 59), “demonstra a capacidade do negócio de gerar saldos positivos de caixa ao longo do tempo e, por isso, é determinado levando-se em conta as entradas de caixa e as saídas de caixa durante o período projetado”.

O fluxo de caixa livre da empresa, conhecido também como *free cash flow to the firm* (FCFF), é o valor residual após pagar todas as despesas operacionais, as necessidades de investimento e os impostos, antes do pagamento de dívidas. O FCFF representa o rendimento mensal ou anual que pode ser distribuído aos donos do capital, sem que seja reduzido o valor da empresa (MATIAS, 2007).

O Quadro 1 mostra como o fluxo de caixa livre é representado.

Quadro 1- Fluxo de caixa livre

= Lucro Operacional Líquido menos imposto Ajustado
(+) Depreciação e Amortização
(+/-) Variação de Capital de Giro
(-) Investimento em Ativo Imobilizado
= Fluxo de Caixa Livre

Fonte: Adaptado de Schnorrenberger et al. (2015); Matias (2007).

O fluxo de caixa livre tem a finalidade de identificar se a empresa terá problemas de caixa, também representa o valor que a empresa tem disponível para distribuir aos sócios e credores, seus financiadores de capital, ou seja, o resultado além do necessário para financiar seus investimentos.

2.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado é considerado a técnica mais completa e utilizada atualmente. Possui grande aceitação no mercado e é muito utilizada por bancos de investimento, por consultorias e empresários, quando se trata de calcular o valor de uma organização. O fluxo de caixa descontado se fundamenta na ideia da expectativa da geração de fluxos de caixa futuros (BORSATTO JUNIOR; CORREIA; GIMENES, 2015).

Busarello et al. (2013) concluem que o fluxo de caixa descontado é o mais indicado por especialistas, por seguir uma estrutura pré-determinada e utilizar projeções e taxas a fim de auxiliar em decisões de avaliação de empresa. É



considerado uma projeção acerca de horizonte de tempo, fazendo com que o processo seja considerado subjetivo por se tratar de uma estimativa, porém, é o mais indicado na avaliação de empresas.

Na avaliação do fluxo de caixa descontado, o valor do ativo é determinado pelo fluxo de caixa que deve gerar. Acredita-se que cada ativo tem um valor real, porém, não é possível estimar esse valor com certeza, por isso apenas se estima o fluxo de caixa descontado, no entanto, espera-se chegar o mais próximo do valor verdadeiro (DAMODARAN, 2005). A melhor forma de estimar o valor terminal de fluxo de caixa descontado, segundo Damodaran (2007), é pressupor uma taxa de crescimento estável do fluxo de caixa por tempo indeterminado, após o ano terminal. De modo geral, o valor de uma empresa que espera sustentar um crescimento por tempo indeterminado.

O método de fluxo de caixa descontado é representado pela seguinte fórmula como indica Assaf Neto (2012):

Equação 1: Fluxo de caixa livre descontado.

$$Valor = \frac{FCL^1}{(1+K)} + \frac{FCL^2}{(1+K)^2} + \frac{FCL^3}{(1+K)^3} + \dots + \frac{FCL^N}{(1+K)^N}$$

Onde:

Valor - equivale ao valor econômico (presente) do investimento;

FCL - fluxo de caixa livre;

K - taxa de desconto, que representa o custo médio ponderado de capital (CMPC).

Percebe-se que o modelo de avaliação de empresas, pelo método de fluxo de caixa descontado, é o mais completo e utilizado, isso por se basear na ideia de geração de fluxos de caixa futuros, trazendo a valor presente a uma taxa de crescimento estável por tempo indeterminado. Por se tratar da previsão do valor futuro da empresa, não é possível acertar o valor com certeza, mas sim, estimar e tentar chegar mais próximo ao valor real, para uma avaliação adequada.

2.4 HORIZONTE DE PROJEÇÃO E PERPETUIDADE

O período de projeção é a quantidade de intervalos de tempo no qual se pode projetar fluxos de caixa. Este tempo é determinado dependendo da natureza do negócio e da previsibilidade de variáveis relevantes. A identificação de variáveis serve de base para definir cenários prováveis que a empresa pode passar. Na maioria das avaliações o período de projeção é entre cinco e dez anos, dependendo do grau de previsibilidade e das variáveis relevantes. Após o período de projeção se calcula o valor da perpetuidade que pode ser estimado pelo último fluxo de caixa livre projetado. O valor da perpetuidade é representado pela seguinte fórmula (MARTINS, 2001).

Equação 2: Fórmula do valor da perpetuidade.



$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCL * (1 + g)}{CMPC - g}$$

Em que:

FCL - Fluxo de caixa livre

CMPC - custo médio ponderado de capital; e

g - taxa de crescimento

Uma vez realizado o cálculo do fluxo de caixa descontado, é necessário saber o crescimento após o período projetado, ou seja, o valor da empresa na perpetuidade com base no último fluxo de caixa livre descontado do período, considerando que a empresa não tem prazo para encerrar suas atividades.

2.5 CUSTO DE CAPITAL

O custo de capital é uma ferramenta importante na decisão de qualquer investimento. Os investidores têm o custo de capital como meio para obter a taxa de retorno investido, através de uma taxa de risco. As empresas podem ser financiadas por capital próprio ou de terceiros, cada um com seu custo específico, que varia em função do risco corrido pelos investidores, em uma relação de risco e retorno, ou seja, quanto maior o risco da empresa maior a taxa de retorno desejada pelos investidores, e maior será o custo de capital. Quando exigido remuneração superior, há uma preocupação maior na gestão do negócio, pois se houver uma falência a empresa só terá acesso ao patrimônio, após liquidadas as obrigações com terceiros (DOMINGOS, 2018).

O custo médio ponderado de capital (WACC) é obtido pela média ponderada de todos os custos de financiamentos, utilizados por uma empresa para financiar suas atividades (SCHMIDT; SANTOS, 2005). O WACC é a taxa de desconto usada para converter fluxos de caixa livre futuro ao valor presente (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

De acordo com Schmidt e Santos (2005), a fórmula geral do WACC, após impostos, é, simplesmente, a média ponderada do custo marginal após impostos de cada fonte de capital.

Equação 3: Fórmula do custo médio ponderado de capital.

$$WACC = (Ke * WPl) + (Ki * WPo)$$

Onde:

WACC - Custo médio ponderado de capital

Ke - Custo do capital próprio

WPL – Patrimônio Líquido/Passivo oneroso + Patrimônio Líquido

Ki - Custo do capital de terceiros

WPo - Passivo Oneroso/Passivo Oneroso + Patrimônio Líquido

Para conseguir gerar riquezas, os investidores buscam o retorno no capital da empresa, para isso calculam a taxa de retorno esperada, em função dos riscos



do investimento. As empresas podem ser financiadas por capital próprio ou por capital de terceiros.

2.5.1 Custo de capital próprio e CAPM

O modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*) permite determinar de maneira coerente com o retorno esperado, o risco de um ativo. Esse modelo permite conhecer a taxa de retorno requerida pelos proprietários da empresa. O CAPM é utilizado em decisões que envolvem orçamento de capital, em empresas com várias unidades de negócios, com diferentes riscos, estimando o retorno desejado e avaliar também seu desempenho econômico em termos de aumento de riqueza (ASSAF NETO, 2012). “Considerada condição essencial no processo de criação de valor para uma empresa é quando sua atividade operacional produz um retorno superior ao seu custo de capital” (ASSAF NETO, 2012, p. 263)

Mamede, Teruel e Ribeiro (2017, p. 5) conceituam custo de capital próprio do seguinte modo, “CAPM é um modelo de precificação de ativos sob condições de risco que relaciona a rentabilidade esperada de um ativo ou bem, em um mercado em equilíbrio, com seu risco não diversificável (risco sistemático) denominado beta”. A mensuração do risco sistemático é essencial para o gerenciamento de riscos e precificação de ativos. Quanto maior o beta maior o risco (JACQUIER; TITMAN; YALCIN, 2010).

O modelo de CAPM estabelecido por Brealey, Myers e Allen (2013) é o seguinte:

Equação 4: Fórmula do CAPM.

$$K_e = R_f + \beta * (R_m - R_f)$$

Em que:

K_e - Custo de capital próprio

R_f - Taxa de juro livre de risco

β - Beta

R_m - Retorno da carteira de mercado

$R_m - R_f$ - Prêmio de mercado

A expectativa de todo acionista é de que a taxa de retorno seja sempre maior do que se espera, porém, o custo de capital próprio é o retorno mínimo esperado e não o desejado pelo acionista.

2.5.2 Custo de capital de terceiros

No estudo de custo de capital é necessário conhecer as fontes de recurso, e calcular a taxa de retorno desejada para as decisões de investimentos. O custo de capital de terceiros é definido de acordo com passivos onerosos, como empréstimos e financiamentos adquiridos pelas empresas (ASSAF NETO, 2012).



O custo de capital de terceiros pode ser calculado a partir do retorno esperado de títulos, deve ser sempre líquido de efeitos tributários (MARTINS, 2001). A expressão de cálculo apresentada por Martins (2001) é a seguinte:

Equação 5: Fórmula do custo de capital de terceiros.

$$K_i = K \times (1 - i)$$

Onde:

K_i - custo de capital de terceiros após efeitos tributários

K - custo de capital de terceiros antes dos efeitos tributários

i - alíquota de tributos sobre o resultado

O custo de capital de terceiros é representado por empréstimos e financiamentos, e outras fontes de recursos que não sejam próprios da empresa.

2.6 AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

O modelo de avaliação por múltiplos ou múltiplos de mercado, conhecido também como avaliação relativa, busca avaliar os ativos a partir dos preços de mercado e compará-los à ativos semelhantes que possam ser comparáveis. Uma empresa comparável é aquela que tem risco, crescimento e geração de caixa semelhantes ao da empresa alvo. Para que o preço seja comparado é preciso padronizar os valores a partir dos múltiplos de mercado, como o fluxo de caixa descontado, as receitas e o valor patrimonial (COUTO; GALDI, 2012).

Os múltiplos são usados frequentemente como substitutos de avaliações abrangentes, pois mostram com maior eficiência a essência de avaliações. São usadas normalmente em empresas do mesmo setor econômico. A avaliação por múltiplos também é usada para complementar e ajustar avaliações e chegar ao resultado final de uma avaliação (LIU; NISSIM; THOMAS, 2002). O Quadro 2 traz os principais e mais utilizados múltiplos de mercado.

Quadro 2 – Modelos de avaliação por múltiplos

Múltiplo	Definição
Preço/valor Patrimonial	Este múltiplo mede o preço por ação e o valor patrimonial por ação, quando seu resultado for maior que 1, significa que o valor de mercado é maior que o seu preço contábil.
Lucro/Preço	Este múltiplo mede o tempo (normalmente ano) necessários para que o lucro gerado acumule até o preço pago pela ação
Dividendo/preço	A relação entre dividendos e preço mede em período de tempo o percentual do preço pago que retornou ao acionista como dividendo pago.

Continua...



... continuação.

Price Sales Ratio	Este expressa a relação entre a receita líquida de vendas por ação e o preço de cada ação.
Valor empresarial/Ebitda	O múltiplo EBITDA, é um importante indicador financeiro em decisões de compra, valor para abertura de capital e/ou aplicações em ações.

Fonte: Adaptado de Matias (2007).

Percebe-se que na avaliação relativa ou avaliação por múltiplos, a comparação deve ser feita entre ativos semelhantes, para que se possa avaliar se seu valor está superavaliado ou subavaliado.

2.7 ESTUDOS SIMILARES

Estudos anteriores mostram a avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado:

Quadro 3 – Estudos similares

Autor	Título	Descrição da Pesquisa
Oliveira, (2015)	Valuation em Empresas de Capital Aberto	O estudo teve como objetivo apresentar métodos utilizados na avaliação de empresas e realizar uma comparação do valor de mercado que empresas de TI que possuem ações B3, com o valor presente do fluxo de caixa descontado calculado utilizando informações de relatórios financeiros. Para os cálculos foram selecionadas 10 empresas de capital aberto. A pesquisa conclui que em 9 empresas o valor presente do fluxo de caixa é maior do que o valor de mercado com base nas ações da B3, que pode ser por conta da falta de conhecimento do investidor no segmento de TI. Uma única empresa apresentou seu valor de mercado maior que o obtido pelo fluxo de caixa descontado, isso pode acontecer por possuir um banco de nome no mercado associado a empresa.
Monte; Araujo Neto; Rêgo, (2009)	Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A	A pesquisa buscou estimar o valor de mercado da empresa Aracruz Celulose S/A pelo método de fluxo de caixa descontado, utilizando informações da B3. O resultado final mostrou que o valor da ação calculado pelo FCD acaba por ser inferior ao registrado pela Contabilidade, apontando um <i>Goodwill</i> negativo. Além disso, há um distanciamento entre o valor da ação calculado pelo FCD e o valor da cotação observada no mercado financeiro (BOVESPA). Alerta-se, contudo, que tal discrepância poderia ser justificada com base no caráter especulativo das negociações observadas no mercado financeiro.

Continua...



...continuação.

<p>Ferreira e Tiveron (2016)</p>	<p>Estratégias de Avaliação de Investimentos: Por Que Avaliar Empresas?</p>	<p>A pesquisa calculou os resultados financeiros e fez a avaliação do valor da Lojas Renner S.A. através da metodologia de fluxo de caixa descontado, utilizando os modelos de desconto de dividendos, fluxo de caixa livre para o acionista e fluxo de caixa livre para empresa. Estes modelos promoveram resultados semelhantes ao valor patrimonial das ações e baixos com relação ao valor de mercado das ações praticado em 2015. O estudo conclui que de forma geral a avaliação de investimentos é importante para orientar interessados a tomar decisões de investimentos com base no desempenho histórico das empresas e/ou fluxos de caixa futuros estimados.</p>
----------------------------------	---	---

Fonte: Oliveira, (2015); Monte, Araujo Neto e Rêgo, (2009); Ferreira e Tiveron (2016).

De modo geral, os estudos anteriores mostram a importância da avaliação de ativos por meio do método de fluxo de caixa descontado. Percebe-se que o valor final da avaliação pode chegar perto do valor final do ativo, mas não será exato.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

3.1 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

Do ponto de vista da abordagem do problema, a pesquisa é qualitativa, que se caracteriza por analisar dados obtidos no decorrer do estudo. O pesquisador analisa seus dados indutivamente, o processo e seu significado são focos principais da abordagem (PINHEIRO, 2010).

Com relação aos objetivos a pesquisa se caracteriza como descritiva uma vez que descreve o FCLD como método de avaliação de empresas. Para Gil (1996 p. 460), “as pesquisas descritivas tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Quanto aos procedimentos classifica-se como estudo de caso que foi aplicado em uma empresa listada na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão), “o estudo de caso vem contribuir com o conhecimento que temos dos fenômenos individuais, organizacionais, sociais, políticos e de grupo, além de outros fenômenos relacionados” (YIN, 2005, p. 19). O estudo de caso é utilizado em diversas áreas como forma de entender e explicar fenômenos sociais em específico.

Como instrumento de coleta e análise de dados utilizou-se a técnica de análise documental, “a característica da pesquisa documental é que a fonte da coleta de dados está restrita a documentos, escritos ou não, constituindo o que se denomina de fontes primárias” (MARCONI; LAKATOS, 2010, p. 157).

3.2 PROCEDIMENTO DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Para realização da pesquisa foi escolhida a empresa Burger King Brasil, que é uma empresa de capital aberto listada na B3 (Brasil, Bolsa, Balcão). A Burger King Corporation atua no ramo de *fast foods*, com mais de 15 mil lojas em mais de 100



países pelo mundo, só no Brasil são mais de 600 pontos de venda. Cerca de 90% dos restaurantes pertencem a franquias independentes administradas por empresas familiares.

Os dados utilizados foram retirados dos sites Brasil, Bolsa, Balcão (B3), Tesouro Nacional, Damodaran (2018). Estas bases foram utilizadas para obter demonstrativos como balanço patrimonial, demonstrativo de resultado e taxas para cálculo do CMPC, como mostra o Quadro 4.

Quadro 4 – Dados utilizados na pesquisa

Dados da Pesquisa	Fonte
Balanço Patrimonial	B3
Demonstrativo de Resultado	B3
Retorno de mercado	Damodaran (2018c)
Taxa livre de risco	Tesouro Nacional
Beta	Damodaran (2018a)
Valor da ação na B3	B3
EBITDA por setor	Damodaran (2018b)
EBITDA da empresa	Burger King (2017)

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Os dados foram passados para o Excel, foi necessário realizar ajustes nas demonstrações financeiras para facilitar a análise, depois foram realizados cálculos e provisões necessárias para chegar ao valor econômico da empresa e assim fazer comparativos com o valor do mercado. O ano de 2017 foi definido como ano base para projeções dos próximos cinco anos de balanço patrimonial e demonstrativo de resultado. Os dados foram coletados entre abril e maio de 2018. Para encontrar o valor da empresa por ação foi utilizado o valor de fechamento da cotação da B3 do dia 21 de maio de 2018.

4 ANÁLISE DOS RESULTADOS

4.1 PREMISSAS PARA PROJEÇÕES

O Quadro 5 apresenta as premissas utilizadas para as projeções financeiras.

Quadro 5 - Premissas

Premissas	Base	2018	2019	2020	2021	2022
Receita de vendas	Sob ano anterior	12,00%	15,00%	20,00%	20,00%	20,00%
Impostos sobre as vendas	Sob receita de vendas	20,79%	20,79%	20,79%	20,79%	20,79%
Impostos sobre as compras	Sob total das compras	21,25%	21,25%	21,25%	21,25%	21,25%

Continua...



...continuação.

Custo da produção vendida	Sob receita de vendas	30,54%	30,54%	30,54%	30,54%	30,54%
Depreciação	Sob imobilizado anterior	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%	1,00%
Despesas administrativas	Sob ano anterior	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Despesas comerciais	Sob receita de vendas	41,53%	41,53%	41,53%	41,53%	41,53%
Despesas Financeiras		2,50%	2,50%	2,50%	2,50%	2,50%
Imposto de renda (IR) e contribuição social (CSSL)	Sob lucro antes IR	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%	34,00%
Prazo médio de recebimento		22 dias				
Prazo médio de pagamento		30 dias				
Prazo médio de estocagem		15 dias				
Prazo médio de tributos		30 dias				
Prazo médio de despesas gerais		30 dias				

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

As premissas projetadas, para os próximos cinco anos a partir de 2018, foram elaboradas para definir as projeções dos demonstrativos utilizados para realizar o cálculo de *valuation* da empresa Burger King Brasil.

Os percentuais de receitas de vendas foram definidos com base nos dados da associação brasileira de bares e restaurantes tendo um aumento de 12% em 2018 passando para 15% em 2019, o aumento mais significativo que passa de 15% em 2019 para 20% em 2020 continuando com mesmo aumento nos próximos anos projetados.

O custo de produção e as despesas administrativas, comerciais e financeiras se mantêm estável ao longo do período projetado, com base no histórico da empresa estudada retirado das demonstrações publicadas.

4.2 PROJEÇÕES FINANCEIRAS

O Quadro 6 mostra a projeção do demonstrativo do resultado do exercício da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos, considerando o ano de 2017 como ano base.

Quadro 6 – Projeção de demonstração de resultado

Em mil (R\$)	Base	2018	2019	2020	2021	2022
Receita de vendas	2.252.095	2.522.347	2.900.699	3.480.839	4.177.007	5.012.408
(-)Deduções	468.257	524.448	603.116	723.739	868.487	1.042.184
Receita líquida	1.783.838	1.997.899	2.297.583	2.757.100	3.308.520	3.970.224
(-)CPV	687.871	770.416	885.978	1.063.173	1.275.808	1.530.970
Lucro Bruto	1.095.967	1.227.483	1.411.605	1.693.927	2.032.712	2.439.254

Continua...



...continuação

(-)Desp. administrativas	95.450	104.995	115.495	127.044	139.748	153.723
(-)Desp. comerciais	935.209	1.047.434	1.204.549	1.445.459	1.734.551	2.081.461
(-)Desp. Financeiras	56.264	63.016	72.468	86.962	104.354	125.225
(-)Depreciação	0	10.158	10.056	9.955	9.856	9.757
Resultado antes IR	9.044	1.881	9.038	24.507	44.203	69.088
(-)Ir/Cs	5.225	639	3.073	8.332	15.029	23.490
Lucro do período	3.819	1.241	5.965	16.174	29.174	45.598

Fonte: Adaptado das demonstrações contábeis publicadas na BM&FBOVESPA/B3 (2017).

O demonstrativo do resultado tem como objetivo, apresentar as principais contas que influenciaram no resultado da empresa. Utilizando as premissas estabelecidas no Quadro 5, pode-se ver, no Quadro 6, a evolução significativa do lucro da empresa ao longo do período principalmente, a partir do ano 2020, onde há um aumento maior no volume de receita.

Conforme exposto no Quadro 6, percebe-se que as despesas comerciais consomem uma parcela significativa do lucro da empresa, portanto, merece atenção especial, pois consome mais lucro que o custo do produto vendido.

No Quadro 7 é possível visualizar a projeção do fluxo de caixa da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos.

Quadro 7 – Projeção do fluxo de caixa

Em mil(R\$)	2018	2019	2020	2021	2022
(+) Recebimento de clientes	2.429.162	2.877.577	3.445.386	4.134.463	4.961.356
(-) Pagamento de fornecedores	1.026.881	1.117.619	1.340.414	1.608.667	1.930.400
(-) Pagamento de tributos	312.927	361.936	436.743	529.053	640.284
(-) Pagamento de desp. gerais	1.223.151	1.378.544	1.638.426	1.953.503	2.330.335
(=) Geração de caixa operacional	(133.798)	19.479	29.802	43.239	60.336
(-) Pagamento de financiamentos	0	0	0	0	0
(=) Geração caixa líquido	(133.798)	19.479	29.802	43.239	60.336
(+) Saldo inicial	1.178.729	1.044.931	1.064.410	1.094.213	1.137.452
(=) Saldo final	1.044.931	1.064.410	1.094.213	1.137.452	1.197.788

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Não foram efetuados pagamentos de financiamentos para não alterar a estrutura de capital da empresa, pois não se tem como saber, como a empresa irá se expandir.

A partir da projeção do fluxo de caixa pode-se verificar que a situação financeira da empresa é suficiente, tendo saldos de caixa positivos durante os cinco anos, apesar de a geração de caixa líquido no ano de 2018 ser negativa.

O Quadro 8 traz a projeção do balanço patrimonial da empresa Burger King Brasil, para os próximos cinco anos, considerando o ano de 2017 como ano base.



Quadro 8 – Balanço patrimonial

Em mil(R\$)	Base	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo	2.415.555	2.357.143	2.394.502	2.457.185	2.541.972	2.654.235
Circulante	1.338.448	1.290.193	1.337.609	1.410.247	1.504.890	1.626.910
Disponibilidades	1.178.729	1.044.931	1.064.410	1.094.213	1.137.452	1.197.788
Clientes	60.958	154.143	177.265	212.718	255.262	306.314
Estoques	39.743	32.101	36.916	44.299	53.159	63.790
Outros ativos	59.018	59.018	59.018	59.018	59.018	59.018
Não Circulante	1.077.107	1.066.949	1.056.893	1.046.938	1.037.082	1.027.325
Outros Ativos	61.351	61.351	61.351	61.351	61.351	61.351
Imobilizado	1.015.756	1.005.598	995.542	985.587	975.731	965.974

Passivo	2.415.555	2.357.143	2.394.502	2.457.185	2.541.972	2.654.235
Circulante	263.011	203.358	234.752	281.261	336.874	403.538
Fornecedores	138.997	80.717	94.264	113.286	135.944	163.132
Obrig. tributárias	20.272	26.605	30.485	36.933	44.738	54.141
Contas a pagar	103.742	96.036	110.004	131.042	156.192	186.265
Não Circulante	535.350	535.350	535.350	535.350	535.350	535.350
Financiamentos	535.350	535.350	535.350	535.350	535.350	535.350
Patrimônio líquido	1.617.194	1.618.435	1.624.400	1.640.575	1.669.748	1.715.347
Capital social	895.836	895.836	895.836	895.836	895.836	895.836
Lucros e reservas de capital	721.358	722.599	728.564	744.739	773.912	819.511

Fonte: Adaptado das demonstrações contábeis publicadas na BM&FBOVESPA/B3 (2017).

O balanço patrimonial apresenta números satisfatórios, com ativos suficientes para liquidar todas as dívidas de curto e longo prazo. A conta de disponibilidades, que é a mais representativa, quase não se altera ao longo do período, apresentando estabilidade.

Na conta Outros Ativos, no grupo circulante, incluem tributos a recuperar, instrumentos financeiros derivativos, pagamentos antecipados e demais contas a receber. Já, a conta Outros Ativos, no grupo de não circulante, incluem aplicações financeiras avaliadas a valor justo, depósitos judiciais, demais contas a receber e tributos a recuperar.

Por falta de maiores informações sobre a estrutura de capital da empresa, a conta Financiamentos apresentou saldos inalterados.

4.3 VALUATION

Adequou-se o Lucro Operacional Após IR e CSSL (NOPAT) aos efeitos da depreciação, necessidade de capital de giro e variação de ativos fixos. O Quadro 9 apresenta a necessidade de capital de giro da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos.



Quadro 9 - Necessidade de capital de giro

NCG	Base	2018	2019	2020	2021	2022
Ativo Operacional	159.719	245.262	273.199	316.035	367.438	429.122
(-) Passivo Operacional	263.011	203.358	234.752	281.261	336.874	403.538
NCG	(103.292)	41.905	38.447	34.774	30.565	25.584
Evolução NCG		145.197	(3.458)	(3.673)	(4.209)	(4.981)

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

A necessidade de capital de giro é resultado da diferença de ativo circulante operacional e passivo circulante operacional. Quando o ativo circulante operacional é maior que o passivo circulante operacional, significa que a empresa precisa buscar recursos para financiar sua atividade. Caso contrário significa que ela possui capacidade de suprir suas atividades operacionais (RIBEIRO et al., 2013).

No Quadro 10 mostra a projeção do fluxo de caixa livre da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos.

Quadro 10 - Fluxo de caixa livre

Em mil (R\$)	2018	2019	2020	2021	2022
Lucro Operacional Após IR e CSSL (NOPAT)	42.832	53.794	73.569	98.048	128.246
(+) Depreciação e Amortização	10.158	10.056	9.955	9.856	9.757
(-) Variação da NCG	145.197	(3.458)	(3.673)	(4.209)	(4.981)
(-) Variação ativos fixos	-	-	-	-	-
FC Livre Projetado	(92.207)	67.308	87.197	112.113	142.984

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

A partir dos demonstrativos de resultado foi elaborado o fluxo de caixa livre, para chegar ao valor do fluxo de caixa livre, calculou-se o *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation And Amortization* (EBITDA), ou, Lucro antes dos Juros, Impostos, Depreciações, Amortizações e Exaustões (LAJIDA), ou seja, o lucro gerado com suas atividades operacionais. Descontando a depreciação chega-se ao NOPAT. Tendo o NOPAT é somado o valor da depreciação e desconta-se a variação da necessidade de capital de giro que foi calculado conforme o Quadro 9.

O fluxo de caixa livre representa o valor que poderá ser distribuído aos sócios. No ano de 2018 a empresa teve resultado negativo de fluxo de caixa livre representado devido a necessidade de capital de giro ser expressiva. A partir do ano de 2019 se percebe uma melhora gradativa, mostrando que a empresa terá recursos além do necessário para financiar seus investimentos.

O Quadro 11 apresenta o cálculo do custo de capital próprio da empresa Burger King Brasil projetado para os próximos cinco anos.



Quadro 11 - Custo de capital próprio

Variáveis	2018
Rf (taxa livre de risco)	5,00
Rm (retorno de mercado)	7,00
β (risco do ativo)	0,68
Rm - Rf (prêmio de mercado)	2,00
Retorno Exigido	6,36

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

O custo de capital próprio da empresa Burger King Brasil será o mesmo para os cinco anos de projeção. Para o cálculo do custo de capital próprio foi utilizada a taxa de expectativa de retorno de 7% calculado por Damodaran (2018c) e a taxa livre de risco de 5% baseada no retorno dos títulos públicos. Com relação ao beta (β) foi usado o valor de 0,68 com base na tabela de betas por setor de Damodaran (2018a).

O Quadro 12 apresenta o cálculo do custo de capital de terceiros da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos.

Quadro 12 - Custo de capital de terceiros

Variáveis	2018	2019	2020	2021	2022
Desp. Financeira (R\$ mil)	63.016	72.468	86.962	104.354	125.225
Passivo oneroso inicial (R\$ mil)	535.350	535.350	535.350	535.350	535.350
K (DF/Poi) (%)	11,77	13,54	16,24	19,49	23
i (aliquota de tributos s/ result.) (%)	34	34	34	34	34
Custo de capital de terceiros (%)	7,77	8,93	10,72	12,87	15,44

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Para o cálculo do custo de capital de terceiros foram consideradas as despesas financeiras de cada ano projetado, o passivo oneroso inicial que são os financiamentos e uma alíquota de 34% de tributos que incluem IR e CSSL.

No Quadro 13 é possível visualizar a projeção do custo de capital e o custo médio ponderado de capital da empresa Burger King Brasil para os próximos cinco anos.

Quadro 13 - Custo de capital

Ano	Fonte	Custo de Capital	Custo Médio	CMPC
2018	Capital de terceiros	7,77%	1,93%	6,71%
	Capital próprio	6,36%	4,78%	
2019	Capital de terceiros	8,93%	2,21%	7,00%
	Capital próprio	6,36%	4,78%	
2020	Capital de terceiros	10,72%	2,64%	7,43%
	Capital próprio	6,36%	4,80%	
2021	Capital de terceiros	12,87%	3,12%	7,94%
	Capital próprio	6,36%	4,82%	
2022	Capital de terceiros	15,44%	3,67%	8,52%
	Capital próprio	6,36%	4,85%	

Fonte: Elaborado pela autora (2018).



Como podemos perceber no Quadro 13 o custo de capital próprio representa 6,36%, ou seja, o retorno mínimo exigido pelos acionistas é de 6,36%, o custo médio do capital próprio em 2018 ficou em 4,78% obtido através do custo de capital próprio multiplicado pela média do patrimônio líquido dividido pelo total do investimento. O custo do capital de terceiros teve uma variação ao longo do período projetado, isso se deve as despesas financeiras que aumentaram cerca de 100% do ano de 2018 ao ano de 2022, em 2018 o custo do capital de terceiros ficou em 7,77%, a média desse custo foi obtida através do custo de capital de terceiros multiplicado pelo passivo oneroso dividido pelo total do investimento. O passivo oneroso é o que gera despesa financeira para a empresa, no caso os financiamentos.

Após obter os resultados do custo médio de capital próprio e custo médio de capital de terceiros são somados resultando o custo médio ponderado de capital, que não possui grandes variações no período projetado ficando em torno de 7%. Todos os cálculos relativos ao custo de capital se aplicam aos demais anos da projeção do Quadro 13.

O Quadro 14 apresenta o fluxo de caixa descontado para os próximos cinco anos da empresa Burger King Brasil.

Quadro 14 - Fluxo de caixa descontado

Em mil (R\$)	2018	2019	2020	2021	2022
FC Livre para a Empresa Projetado	(92.207)	67.308	87.197	112.113	142.984
CMPC	6,71%	7,00%	7,43%	7,94%	8,52%
FC Livre para a Empresa Descontado	(86.409)	58.791	70.322	82.592	95.006

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

Realizado o cálculo do fluxo de caixa livre, é calculado o fluxo de caixa descontado, que parte do resultado do fluxo de caixa livre conforme demonstrado no Quadro 10, descontando a taxa de custo médio ponderado de capital de acordo com o Quadro 13.

No Quadro 15 demonstra o valor econômico da empresa Burger King Brasil.

Quadro 15 - Valor econômico (Em R\$ mil)

(+) Valor presente dos fluxos de caixa livre	220.302
(+) Valor da Perpetuidade	2.538.664
taxa de crescimento	2,50%
taxa de desconto	6,71%
= Valor econômico das Operações	2.758.966
(+) Ativos Não Operacionais	61.351
(-) Dívidas	535.350
= Valor dos ativos para os acionistas	2.284.967

Fonte: Elaborado pela autora (2018)

Após o cálculo dos fluxos de caixa descontados da empresa Burger King Brasil, foi calculado o valor da empresa na perpetuidade. A perpetuidade é calculada a partir do último fluxo de caixa descontado no caso o ano de 2022 que é no valor de



R\$ 95.006, com uma taxa de crescimento de 2,5% e de custo médio ponderado de capital de 6,71% referente ao primeiro período projetado conforme o Quadro 13.

Para chegar ao valor econômico é somado o valor dos fluxos de caixa descontado mais o resultado da perpetuidade chegando ao valor econômico das operações, adicionando os ativos não operacionais e excluindo as dívidas chega-se ao valor dos ativos para o acionista da empresa totalizando um valor de R\$ 2.284.967. O Quadro 16 apresenta o valor da empresa por ação.

Quadro 16 - Valor da empresa por ação

Dados	Valor B3	Result. Valuation
Número de ações	222.278.169	222.278.169
Valor (mil R\$)	3.580.901	2.284.967
Preço por ação	R\$ 16,11	R\$ 10,18

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

O Quadro 16 representa o valor de mercado da empresa, resultado da multiplicação do valor da ação pela quantidade de ações que a empresa emitiu. Neste caso o mercado está disposto a pagar R\$ 16,11 por ação, porém, se o resultado do valor econômico, representado no Quadro 15, for dividido pelo total de ações * 1000 chega-se ao valor de R\$ 10,18 por ação, que conforme mostrado nos cálculos de *valuation*, seria o valor justo a ser pago, a diferença é ocasionada por conta da volatilidade.

O múltiplo do Quadro 17 demonstra o EBITDA da Burger King Brasil.

Quadro 17 - EBITDA

EBITDA - R\$ Milhões	2017
Lucro (Prejuízo) do período	3,8
(+) Resultado financeiro líquido	56,3
(+) Depreciação e amortização	119,7
(+/-) Imposto de renda e contribuição social	5,2
EBITDA	185

Fonte: Burger King (2017).

Quadro 18 representa a comparação do EBITDA do setor com o EBITDA da Burger King Brasil.

Quadro 18 – Múltiplo de EBITDA

Multiplo EBITDA do setor	13
Multiplo EBITDA Burger King Brasil	12

Fonte: Elaborado pela autora (2018).

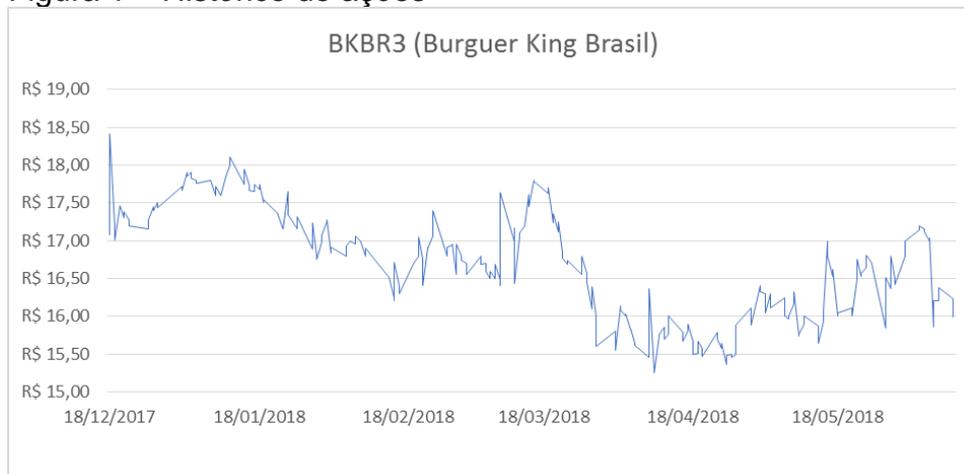
O múltiplo de EBITDA da Burger King Brasil foi obtido por meio do *valuation*, demonstrado no Quadro 15, dividido pelo resultado do Quadro 17 dividido por 1000. Este múltiplo mede a geração de caixa operacional da empresa. Comparando o múltiplo do setor e o múltiplo da Burger King percebe-se que a diferença é mínima,



mesmo assim, o valor do múltiplo de EBITDA do setor é maior que o calculado para a empresa.

A Figura 1 mostra o histórico do valor das ações desde dezembro de 2017 da Burger King Brasil.

Figura 1 – Histórico de ações



Fonte: Adaptado das cotações da BM&FBOVESPA/B3 (2018).

No gráfico pode-se observar a oscilação do preço da ação desde de 18 de dezembro de 2017 até 18 de maio de 2018. As ações da Burger King Brasil são representadas pela sigla BKBR3. O preço das ações representadas no gráfico ficou entre R\$ 15,00 e R\$ 18,50, se comparar ao valor de R\$ 10,18 por ação resultado do *valuation*, conforme Quadro 16, percebe-se que no período demonstrado no gráfico a ação não teve o valor encontrado pelo FCD.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho estimou o valor da empresa Burger King Brasil por meio do *valuation*. Desse modo, o objetivo geral dessa pesquisa foi alcançado, pois determinou o valor da empresa analisada pela técnica de avaliação de empresas, utilizando o método de fluxo de caixa descontado.

De acordo com o primeiro objetivo específico que foi apresentar a metodologia de fluxo de caixa descontado, atingiu-se o objetivo, pois tratou-se do tema no decorrer de toda a pesquisa, para obter o valor do fluxo de caixa descontado.

O segundo objetivo específico era aplicar um estudo de caso na empresa Burger King Brasil, sendo assim, a pesquisa avaliou a Burger King Brasil com dados constantes no mercado de capitais e informações públicas.

O terceiro objetivo específico era comparar o resultado do *valuation* com o valor de mercado. A análise do valor econômico com o valor de mercado, demonstrou que a empresa possui valor de mercado maior que seu FCD e que o valor encontrado pelo FCD não ocorreu desde dezembro de 2018, ou seja, a Burger King Brasil está superavaliada, pois sua ação no mercado está com valor superior ao encontrado pelo *valuation*.



O quarto objetivo específico era o de calcular o múltiplo de EBITDA. O resultado obtido com a avaliação do múltiplo do EBITDA da empresa é menor que o múltiplo do EBITDA do setor.

Desta forma, em resposta a questão de pesquisa do estudo – Qual o valor da empresa Burger King Brasil utilizando o método de fluxo de caixa descontado? – foi possível avaliar por meio da pesquisa que a empresa estudada está superavaliada por seu valor no mercado ser maior que o valor obtido na avaliação.

Algumas limitações da pesquisa podem ser consideradas, como, por exemplo a projeção das variáveis, pois pequenas distorções podem resultar em um *valuation* não coerente com a realidade.

Deve-se ressaltar que por mais completo seja o modelo de avaliação estudado, o resultado encontrado é apenas uma referência para tomar decisões. Mesmo que o resultado obtido com a avaliação se aproximar do valor de mercado, poderá sofrer variações devido à mudanças no mercado.

Como sugestão para pesquisas futuras, indica-se: utilizar outros métodos de avaliação para aplicar na Burger King Brasil e fazer a comparação entre os métodos.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6ed. São Paulo: Atlas, 2012. 762 p.

Associação Brasileira de Bares e Restaurantes. Disponível em: <<http://www.abrasel.com.br/component/search/?searchword=&ordering=newest&searchphrase=all>> Acesso em: 20 abr. 2018

BM&FBOVESPA/B3. **Cotações**. 2018. Disponível em:<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/servicos/market-data/cotacoes/?twidgetsymbol=BKBR3> Acesso em: 20 maio 2018

BM&FBOVESPA/B3. **Demonstrações Financeiras Padronizadas**. 2017. Disponível em:<http://www.bmfbovespa.com.br/pt_br/produtos/listados-a-vista-e-derivativos/renda-variavel/empresas-listadas.htm> Acesso em: 16 abr. 2018.

BORSATTO JUNIOR, J. L.; CORREIA, E. F.; GIMENES, R. M. T. Avaliação de Empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o Caso de uma Indústria de Ração Animal e Soluções em Homeopatia. **Contabilidade Vista & Revista**, v. 26, n. 2, p. 90-113, 2015. Disponível em: <file:///C:/Users/User/Downloads/Borsatto_Correia_Gimenes_2015_Avaliacao-de-Empresas-pelo-Met_37170.pdf>. Acesso em: 04 mar. 2018.

BREALEY, Richard A.; MYERS, Stewart C.; ALLEN, Franklin. **Princípios de finanças corporativas**. 10 ed. Porto Alegre: AMGH Ed., 2013. xxiv, 876 p.

Burger King. **Relações com Investidores**. 2017. Disponível em: <<http://burgerking.riweb.com.br/>> Acesso em: 20 abr. 2018



BUSARELLO, C. F.; et al.. Análise do fluxo de caixa descontado: um estudo comparativo entre as projeções segundo dados históricos e dados corrigidos pela inflação. **Contexto - Revista do Programa de Pós-Graduação em Controladoria e Contabilidade da UFRGS**, v. 13, n. 23, p. 77-91, 2013. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/29928>>. Acesso em: 04 mar. 2018.

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.

COUTO, C. G.; GALDI, F. C. 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, 2012. Disponível em: <<http://editorarevistas.mackenzie.br/index.php/RAM/article/view/3590/3728>>. Acesso em: 08 abr. 2018.

DAMODARAN, A. Valuation Approaches and Metrics: A Survey of the Theory and Evidence. **Foundations and Trends® in Finance**, v. 1, n. 8, p 693-784, 2005. Disponível em: <<https://www.nowpublishers.com/article/Details/FIN-013>>. Acesso em: 01 abr. 2018.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2 ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. 464 p.

DAMODARAN, Aswath. **Betas by Sector**. 2018a. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html> Acesso em: 06 maio 2018.

DAMODARAN, Aswath. **Enterprise Value Multiples by Sector**. 2018b. Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/vebitda.html> Acesso em: 21 maio 2018

DAMODARAN, Aswath. **Spreadsheet**. 2018c. Disponível em: <<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>> Acesso em: 04 maio 2018

DOMINGOS, Felisbela Julieta da Costa. **Avaliação do Desempenho Financeiro e a Criação de Valor nas Empresas Portuguesas Exportadoras**. 2018, 65 p. Dissertação (Mestrado em Contabilidade e Finanças) – Instituto Politécnico de Sutúbal, 2018. Disponível em: <<http://hdl.handle.net/10400.26/20858>> Acesso em: 08 abr. 2018.

FERREIRA, F. L. V.; TIVERON, M. Estratégias de Avaliação de Investimentos: Por Que Avaliar Empresas? **Revista Fatec Zona Sul**. v. 2, n. 3. jun. 2016. Disponível em: <<http://www.revistarefas.com.br/index.php/RevFATECZS/article/view/50/75>> Acesso em: 21 maio 2018.



GAMBETTA, M., L. Valuation - cálculo do valor de uma microempresa varejista de instrumentos musicais pelo método de fluxo de caixa descontado. Um estudo de caso em Toledo/PR. **Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR**, v. 17, n. 1, p. 111-130, jan./jun. 2016. Disponível em: <<http://revistas.unipar.br/index.php/empresarial/article/view/6109/3470>>. Acesso em: 15 mar. 2018.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 3 ed. São Paulo: Atlas, 1996. 159 p.

JACQUIER, E.; TITMAN, S.; YALCIN, A. Predicting systematic risk: Implications from growth options. **Journal of Empirical Finance**, v. 17, n. 5, p. 991-1005, 2010. Disponível em: <<https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0927539810000393?via%3Dihub>>. Acesso em: 03 abr. 2018.

LIMA, M. V. A.; et al.. Avaliação de Micro e Pequenas Empresas utilizando a metodologia multicritério e o método do fluxo de caixa descontado. **Revista de Ciências da Administração**, v. 12, n. 26, p. 48-71, 2010. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/4776/avaliacao-de-micro-e-pequenas-empresas-utilizando-a-metodologia-multicriterio-e-o-metodo-do-fluxo-de-caixa-descontado>>. Acesso em: 05 mar. 2018.

LIU, J.; NISSIM, D.; THOMAS, J. Equity valuation using multiples. **Journal of Accounting Research**, v. 40, n. 1, p. 135-172, 2002. Disponível em: <<https://doi.org/10.1111/1475-679X.00042>> Acesso em: 09 abr. 2018.

Mamede, C. O. N.; Teruel, R. L. H.; Ribeiro, K. C. S. Governança Corporativa e o Impacto no Custo de Capital Próprio. **Revista de Finanças Aplicadas**. v. 7, n.4, 2016. pp.1-17. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/44606/governanca-corporativa-e-o-impacto-no-custo-de-capital-proprio-->> Acesso em: 15 mar. 2018.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Fundamentos de metodologia científica**. 7 ed. São Paulo: Atlas, 2010. 297 p.

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

MATIAS, Borges Alberto (Org.) **Finanças Corporativas de Longo Prazo: criação de valor com sustentabilidade financeira**. São Paulo: Atlas, 2007.

MIRANDA, G. J.; REIS, E. A.; LEMES, S. Valor de Empresas: uma abordagem do fluxo de caixa descontado. **Contab. Vista & Rev.**, v.17, n. 3, p. 45-65, 2006. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/25310/valor-de-empresas-uma-abordagem-do-fluxo-de-caixa-descontado>>. Acesso em: 05 mar. 2018.



MONTE, P. A.; ARAÚJO NETO, P. L.; RÊGO, T. F. Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. **Revista Contemporânea de Contabilidade**, v. 6, n. 11, p. 37-58, 2009. Disponível em: <<http://www.spell.org.br/documentos/ver/35401/avaliacao-de-empresas-pelo-metodo-do-fluxo-de-caixa-descontado--o-caso-da-aracruz-celulose-s-a->> Acesso em: 05 mar. 2018.

OLIVEIRA, Eduardo Cezar de. **Avaliações de empresas de Tecnologia da Informação no Brasil que possuem ações na BMF & Bovespa no período de 2009 á 2014**. 2015. 175 f. Dissertação (Mestrado em Ciências Cont. Atuariais) - Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, São Paulo, 2015. Disponível em: <<https://tede2.pucsp.br/handle/handle/1599>> Acesso em: 23 jun. 2018

PINHEIRO, José Maurício. **Da iniciação científica ao TCC: uma abordagem para os cursos de tecnologia**. Rio de Janeiro: Ciência Moderna, 2010. xv, 161 p.

TESOURO NACIONAL. Disponível em: <<http://www.tesouro.fazenda.gov.br/tesouro-direto-precos-e-taxas-dos-titulos>> Acesso em: 21 maio 2018.

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

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. x, 209 p.

SCHNORRENBARGER, D.; et al.. Comparação entre métodos para avaliação de empresas. **NAVUS - Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 5, n. 1, p. 79-92, 2015. Disponível em: < <http://www.spell.org.br/documentos/ver/34273/comparacao-entre-metodos-para-avaliacao-de-empresas->>. Acesso em: 06 mar. 2018.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3 ed. Porto Alegre: Bookman, 2005. 212 p.