

UNIVERSIDADE FEDERAL DA GRANDE DOURADOS – UFGD
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ECONOMIA
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

GUSTAVO HENRIQUE DOS SANTOS NEVES

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: O CASO DA VIA VAREJO S.A.**

DOURADOS/MS

2018

GUSTAVO HENRIQUE DOS SANTOS NEVES

**AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: O CASO DA VIA VAREJO S.A.**

Trabalho de Graduação apresentado à Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia da Universidade Federal da Grande Dourados, como requisito parcial para a obtenção do título de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Régio Marcio

Toesca Gimenes

Banca Examinadora:

Prof.^a Dr.^a. Jane Corrêa Alves Mendonça

Prof. Dr. Rosemar José Hall

DOURADOS/MS

2018

AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: O CASO DA VIA VAREJO S.A.

GUSTAVO HENRIQUE DOS SANTOS NEVES

Esta monografia foi julgada adequada para aprovação na atividade acadêmica específica de Trabalho de Graduação II, que faz parte dos requisitos para obtenção do título de Bacharel em Administração pela Faculdade de Administração, Ciências Contábeis e Economia – FACE da Universidade Federal da Grande Dourados – UFGD.

Apresentado à Banca Examinadora integrada pelos professores:

Presidente

Dr. Régio Márcio Toesca Gimenes

Avaliadora

Dr^a. Jane Corrêa Alves Mendonça

Avaliador

Dr. Rosemar José Hall

Dedico este trabalho ao meu avô Domingos que sempre dizia que “O maior bem que uma pessoa pode ter é a educação, porque ela nunca poderá lhe ser roubada ou tirada”.

AGRADECIMENTOS

A Deus por minha vida, família e amigos.

A esta universidade, seu corpo docente, direção e administração que oportunizaram a janela do conhecimento à mim, meus colegas e aos veteranos que aqui se formaram.

A empresa Via Varejo S.A. que através da transparência quanto as suas demonstrações contábeis permitiu o desenvolvimento deste trabalho.

Ao Prof. Dr. Régio Marcio Toesca Gimenes que me orientou nesse projeto, pelo paciente trabalho de revisão da redação, pela oportunidade, apoio e confiança.

Aos professores Dr^a. Erlaine Binotto e Ms. Eduardo Casarotto que não só foram grandes educadores e inspiradores dentro de sala, mas também amigos os quais desejo levar para toda a vida.

Aos meus avós Domingos e Deolinda que mesmo sem nenhuma formação acadêmica foram os meus maiores educadores sobre os valores da vida. Agradeço por todas as vezes em que me levaram e me buscaram da escola, sem eles eu não estaria aqui.

Aos meus pais Marilza e Rui que diante de todas as dificuldades da vida nunca me deixaram faltar nada e sempre fizeram o possível para que eu me tornasse alguém em vida. Pelo zelo com a minha educação e por estarem sempre ao meu lado.

A minha noiva Beatriz que também foi minha companheira acadêmica, me ajudou com as provas, trabalhos e muito me orientou para que eu concluísse essa monografia.

Meus agradecimentos aos meus amigos, companheiros de trabalho e irmãos na amizade que fizeram parte da minha formação e que vão continuar presentes em minha vida com certeza.

A todos que fizeram parte da minha formação, direta e indiretamente, o meu muito obrigado.

RESUMO

O objetivo desta pesquisa foi de estimar o valor de mercado de uma empresa do comércio varejista de capital aberto, no caso, a empresa Via Varejo S.A., sendo este um fator chave em processos de fusões e aquisições com a finalidade de estimar um valor de referência para negociações futuras. Para o desenvolvimento do trabalho foram obtidas as demonstrações contábeis da empresa entre os anos de 2011 a 2016, disponíveis em página corporativa própria da organização. A avaliação ocorreu através do Método do Fluxo de Caixa Descontado, baseada nos índices históricos de crescimento da empresa e da economia, tendo como pontos-chaves a estimativa dos fluxos de caixa, a determinação de uma taxa de desconto e o tratamento com o valor residual para além do período estimado. O valor de mercado da empresa demonstrou superar o valor contábil em R\$ 222,4 milhões. Apesar de estimada a criação de valor para os acionistas, houve declínio na geração de caixa ao longo da projeção indicando que a empresa precisa encontrar novas alternativas para continuar agregando valor ao negócio. Dentre as conclusões, verificou-se que a técnica do fluxo de caixa descontado é um método aprimorado que traduz a capacidade que as empresas têm em conferir valor aos sócios, à medida que relaciona eficiência da estrutura operacional com fatores de mercado.

Palavras-chave: Avaliação de empresas; Fluxo de Caixa Descontado; Valor de mercado.

ABSTRACT

The objective of this research is to estimate the market value of a publicly traded retail company, in this case Via Varejo SA, which is a key factor in mergers and acquisitions processes with the purpose of estimating a reference value for future negotiations. For the development of the work were obtained the company's financial statements between the years 2011 to 2016, available in the company's own corporate page. The valuation took place through the Discounted Cash Flow Method, based on the historical growth rates of the company and the economy, with key points being the estimation of cash flows, the determination of a discount rate and the treatment with the residual value beyond the estimated period. The market value of the company has proven to exceed its book value by R\$ 222.4 million. Although value creation for shareholders was estimated, there was a decline in cash generation throughout the projection, indicating that the company needs to find new alternatives to continue adding value to the business. Among the conclusions, it was verified that the discounted cash flow technique is an improved method that reflects the companies' ability to value their members, as it relates the efficiency of the operating structure to market factors.

Keywords: Evaluation of companies; Discounted Cash Flow; Market value

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

APT – *Arbitrage Pricing Theory*

CAPM – *Capital Asset Pricing Model*

CMPC – Custo Médio Ponderado de Capital

EMBI+ - *Emerging Markets Bond Index Plus*

EVA – *Economic Value Added*

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FCLE – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

FCLS – Fluxo de Caixa Livre para os Sócios

FCO – Fluxo de Caixa Operacional

IASB - *International Accounting Standards Board*

IFRS - *Internacional Financial Reporting Standards*)

LAJIDA – Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações

NBR – Norma Brasileira de Regulação

PIB – Produto Interno Bruto

WACC – *Weighted Average Capital Cost*

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	10
1.1 PROBLEMÁTICA	11
1.2 OBJETIVOS	11
1.2.1 Objetivo Geral	11
1.2.2 Objetivos Específicos	11
1.3 JUSTIFICATIVA	11
2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	13
2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	13
2.1.1 Avaliação contábil ou patrimonial	14
2.1.2 Avaliação relativa ou por múltiplos	15
2.1.3 Avaliação por EVA (<i>Economic Value Added</i>)	17
2.1.4 Avaliação por opções reais	18
2.1.5 Avaliação por fluxo de caixa descontado	19
2.1.5.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) e Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS)	20
2.1.5.2 Projeções dos Fluxos de Caixa Livre para a Empresa e para os Sócios	21
2.1.5.3 Valor Residual	22
2.1.5.4 Taxa de desconto	23
2.2 CUSTO DE CAPITAL	24
2.2.1 Risco e retorno	24
2.2.2 Custo do capital de terceiros	25
2.2.3 Custo do capital próprio	26
2.2.3.1 Modelo CAPM (<i>Capital Asset Pricing Model</i>)	26
2.2.3.2 Modelo de Gordon	27
2.2.3.3 Modelo APT (<i>Arbitrage Pricing Theory</i>)	28
3 METODOLOGIA	29
3.1 DELINEAMENTO DE PESQUISA	29
3.2 FONTE DE PESQUISA	29
3.3 TÉCNICAS DE COLETAS DE DADOS	29
3.4 COLETAS DE DADOS	30
3.5 TÉCNICAS DE ANÁLISES DE DADOS	30
4 RESULTADOS E DISCUSSÃO	31
4.1 DESCRIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO	31
4.2 PREMISSAS E PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA	31
4.2.1 Desempenho Real e Receita Líquida	31
4.2.2 Projeção da DRE da empresa Via Varejo	33
4.2.3 Projeção do Fluxo de Caixa Livre	33
4.3 CUSTO DOS RECURSOS DE CAPITAL	35
4.3.1 Custo dos Recursos de Terceiros	35
4.3.2 Custo dos Recursos Próprios	36
4.3.3 Custo Médio Ponderado de Capital	37
4.4 VALOR DE MERCADO DA EMPRESA E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO	37
4.4.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a empresa	37
4.4.2 Valor Residual	38
4.4.3 Valor das Operações da Empresa e do Patrimônio Líquido	38
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS	41

REFERÊNCIAS	43
APÊNDICE A FICHA DE AVALIAÇÃO DE TG-II – FACE/UFGD	46
APÊNDICE B TERMO DE CESSÃO DE DIREITOS AUTORAIS E AUTORIZAÇÃO PARA INSERÇÃO DE TRABALHO DE GRADUAÇÃO NOS MEIOS ELETRÔNICOS DE DIVULGAÇÃO DISPONIBILIZADOS E UTILIZADOS PELA UFGD.....	47
ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL	48
ANEXO B – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIOS.....	49
ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIOS PROJETADOS	50
ANEXO D – MÉDIA DAS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIO.....	51

1 INTRODUÇÃO

No ambiente corporativo as empresas estão em constantes transformações, realizando fusões, aquisições ou vendas para outras empresas. Diante desses cenários, torna-se relevante estabelecer valores específicos para a concretização de tais processos, fazendo-se necessário a determinação do valor de uma empresa por meio de métodos específicos que garantam a sua estimativa o mais próximo da realidade do negócio (BARROS; RODRIGUES, 2001).

Determinar o valor de uma empresa é primordial nas relações de negócio, para que haja parâmetros de comparação entre uma empresa e outra, aquisição ou fusão de empresas, exame para os acionistas, viabilidade de novos negócios, dentre uma infinidade de aplicações. Tal estimativa servirá de base para alcançar os valores referentes à transação em questão, nesse ponto afere-se um valor justo da empresa, que representará sua capacidade de agregar mais patrimônio a essa empresa em tempos futuros (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Para Copeland, Koller e Murrin (2002) mensurar o preço de um negócio visa empregar tais resultados em sua gestão, aliando-o à sua estratégia para saber se seus objetivos estão sendo alcançados, como também há o aperfeiçoamento nas tomadas de decisões e análise de suas competências.

Damodaran (2007, p. 6) explica “que esses modelos partem de premissas bem diferentes sobre os fundamentos que determinam o valor, mas compartilham algumas características comuns”. Há vários métodos de avaliação de empresas, com níveis de profundidade diferentes, e ao observar o mesmo negócio utilizando metodologias distintas podem-se encontrar valores dessemelhantes.

Uma avaliação de empresas pode ser utilizada como base para a aplicabilidade em diversas áreas da empresa ou negócios relacionados a essa organização, podendo ser utilizada como referência para ações operacionais, de estratégica ou gerenciais. E mesmo que não se tratando de uma aferição absoluta, e sim uma aproximação, pode conduzir as atividades do negócio (FALCINI, 1995).

Sobre avaliação de empresas Martins (2001, p. 264) explica que, “o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro.”, e orienta sobre duas formas de avaliar uma empresa, podendo ser realizada através de seu valor contábil e subtraídas as despesas para efetuar essa venda (impostos, comissões entre outros) e subtraídas também os valores devidos a terceiros que seriam honrados com a continuidade da empresa ou; pela estimativa de benefícios no presente e

futuro que serão gerados pela sua capacidade produtiva, no caso, o quanto custariam para continuar suas operações (MARTINS, 2001).

1.1 PROBLEMÁTICA

Levando-se em consideração a importância da avaliação de empresas e a implicação da mesma para a eficiência da atividade empresarial e negociações externas, como em casos de venda, aquisição ou fusão e tendo em conta também que a falta desta avaliação não permite averiguar até que ponto os gestores estão maximizando o valor econômico dos acionistas, pergunta-se:

Qual é o valor de mercado da empresa Via Varejo S.A. pelo método do fluxo de caixa descontado?

1.2 OBJETIVOS

1.2.1 Objetivo Geral

Determinar o valor de mercado de uma empresa do setor varejista pelo método do fluxo de caixa descontado.

1.2.2 Objetivos Específicos

- a) Estimar os fluxos de caixa livres da empresa em estudo;
- b) Identificar a taxa de desconto que permita realizar a aplicação do método proposto;
- c) Avaliar como serão tratados os fluxos de caixa residual;
- d) Comparar e discutir o valor de mercado apurado em relação aos valores contábeis.

1.3 JUSTIFICATIVA

A pesquisa busca contribuir para a demonstração quanto ao processo de aferição do valor de uma empresa, utilizada na tomada de decisão em casos de fusão ou venda de uma empresa em relação ao cenário econômico. Desse modo, observar sua aplicabilidade prática. Sendo uma pesquisa inovadora quanto a sua análise da empresa no cenário atual, em meio a sua proposta de negócio com outra empresa do mesmo ramo.

Pela perspectiva da educação, aprender sobre os procedimentos de avaliação e estimativa de valor de uma empresa é importante para a difusão dos métodos já estabelecidos (MÜLLER; TELÓ, 2003). É importante, também, estimular a composição de novos métodos

que possam agregar ainda mais a esses modelos já existentes, que por meio da análise levem a novos pressupostos e a caminhos mais completos e precisos na mensuração de valor (TRIZI, 2004).

As pesquisas nesse campo da administração buscam alcançar novas considerações para a formação do valor, agregando a esses modelos considerações de dados intangíveis de uma organização, que deem de fato escopo para as ocorrências do mundo real e não apenas estimadas no papel (MARTINEZ, 1999).

Diante do proposto, a pesquisa é de grande importância como ferramenta de amparo para novas pesquisas na mesma temática. E, apesar de haver vários métodos imprecisos na constatação do valor de uma empresa, sendo eles apenas estimativas do valor do negócio, podem oferecer uma base confiável para parâmetros de comparação e valoração do negócio.

Com base no trabalho proposto, torna-se claro o real valor da empresa de modo que esse valor estimado possa contribuir para a gestão baseada no valor e permitir avaliações quanto às decisões estratégicas, financeiras e operacionais da empresa. Podendo o valor estimado servir para operações de fusões, aquisições entre outras aplicabilidades para o negócio.

Espera-se que a pesquisa contribua para o entendimento quanto ao processo de avaliação de empresas e em todo o seu processo quantitativo, bem como compreender como o potencial de geração de riquezas pode ter impacto direto na estimativa de valor da empresa.

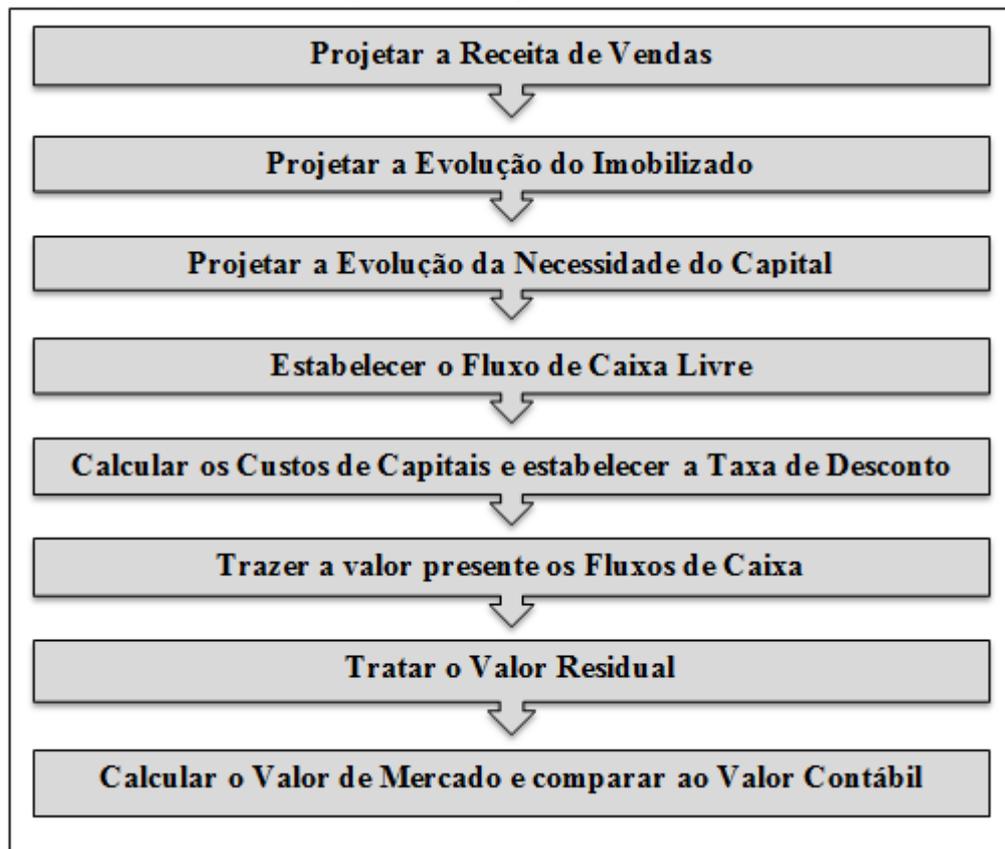
A pesquisa tem a expectativa de contribuir para a diversidade acadêmica, no sentido de fomentar um campo ainda carente em relação à avaliação de empresas no Brasil, e difundir o método da avaliação por fluxo de caixa descontado, buscando contribuir para processos de avaliação de outras empresas brasileiras.

Esse trabalho tem relevância uma vez que se trata de uma discussão com características específicas que aborda questões relacionadas ao risco, custo de capital, avaliação de empresas, entre outras, que são fortemente requeridas por acadêmicos, docentes, especialistas de mercado e por empresas.

2 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Para explicar o modo como se dá a revisão teórica e como advém o método escolhido é preciso de antemão uma breve demonstração dos procedimentos necessários para o tratamento dos dados. Segue Quadro 1 com a descrição dos passos.

Quadro 1 – Processos para Avaliação do Fluxo de Caixa Descontado



Fonte: Elaborado pelo autor.

Os tópicos seguintes têm por objetivo não só a demonstração da metodologia proposta, mas também observar outras técnicas de avaliação e em quais momentos são melhores executadas e o porquê de não serem utilizadas nesse estudo de caso.

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Em finanças corporativas, tem-se a avaliação de empresa como a busca pelo valor econômico de determinado negócio, expressão em valor de sua capacidade de gerar novos recursos. Sendo assim, para Martinez (1999) não há um valor determinado, e sim um valor que alcance a finalidade da avaliação, dependendo aqui de seu caráter específico. Damodaran (2010) ainda completa sobre a capacidade de agregar valor a essa avaliação, onde qualquer grandeza possa ser incorporada ao valor do negócio, mesmo que esse seja apenas uma observação.

Enquanto Martelanc, Pasin e Pereira (2010) constroem a ideia de avaliação de empresas para o encontro de seu valor justo e norteamento para suas transações externas, como compra, venda ou fusão, Copeland, Koller e Murrin (2002) o fazem no sentido oposto, determinando a avaliação de empresas para sua gestão interna de negócios e atividades, embora tratando do mesmo tema, o entendimento apresenta-se para finalidades específicas diferentes.

“Na prática, usualmente, o avaliador utiliza-se de vários métodos e pondera seu resultado para o caso concreto, chegando a um valor que represente a melhor estimativa possível do valor econômico da empresa” (MARTINEZ, 1999, p.3).

Tem-se aqui um vasto número de métodos de avaliação de empresas, de modo que cada um observa um ponto específico em sua avaliação. Entretanto, um método pode complementar outro, podendo ser utilizados de forma concomitante, como demonstra Martins (2001), que afirma sobre a aplicabilidade e integração dos métodos de avaliação e sua realização totalmente provável, na teoria e na prática.

Nesse mesmo caminho, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) apresentam a ideia de que apenas um negócio competente na geração de riqueza irá agregar-lhe valor. A seguir apresentam-se vários métodos de avaliação de empresas, na busca do mais completo e científico, para a maior aproximação do valor justo de uma empresa e de seus negócios.

2.1.1 Avaliação contábil ou patrimonial

A Avaliação Contábil é baseada nas demonstrações financeiras da empresa, através dos seus valores contábeis, onde seu valor é apurado por meio do patrimônio líquido, sendo ele dado pela diferença entre o valor total dos ativos e o valor total das obrigações com terceiros, sendo também conhecido por Avaliação Patrimonial ou *Book Value*. (MARTINS, 2001).

Martins (2001) apresenta a equação (5) para determinar o valor de uma empresa, a partir do método de avaliação contábil.

$$\text{Valor da empresa} = \text{Patrimônio Líquido} = \text{Ativos Contábeis} - \text{Passivos Exigíveis} \quad (5)$$

Assaf Neto (2010, p. 659), sobre a avaliação contábil ou patrimonial, expressa a seguinte opinião:

O custo histórico possui diversas limitações como conceito a ser aplicado na avaliação patrimonial e sua aceitação ampla ocorre de preferência no âmbito da contabilidade tradicional (princípio contábil aceito), dada sua relação bastante próxima com a receita realizada na operação do resultado contábil. Uma importante restrição ao método decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (ocorridos), e não em expectativas futuras de resultados.

Martins (2001) ressalta que para a utilização do método de avaliação contábil é preciso que os valores mensurados pelos princípios contábeis estejam próximos do seu real valor de mercado e que apresentem *Goodwill* não significativos. Este método não leva em consideração a capacidade de gerar benefícios líquidos futuros.

Como suas contas, ativos e obrigações, não estão refletidos no seu valor de mercado, já que são mensuradas com base em valores contábeis, pode haver variações entre tais valores que levarão a precificação incorreta da empresa e prejuízos quanto a sua avaliação. (ASSAF NETO, 2010).

Martins (2001) afirma que para a correta avaliação é preciso ajustar os valores, corrigindo e atualizando os valores de ativos e passivos futuros para o tempo presente, para que o valor contábil possa refletir com maior exatidão o valor de mercado. Desse modo, no caso do passivo, para o ajuste é necessário trazer a valor presente o exigível a curto e longo prazo, utilizando uma taxa de desconto acordada entre o credor e o devedor.

O modelo ajustado pode ser observado, matematicamente, pela equação (6), conforme Martins (2001).

$$VP_a = AT_a - OT_A \quad (6)$$

Onde:

VP_a = Valor Patrimonial (Patrimônio Líquido) Ajustado

AT_a = Ativo total ajustado; e

OT_a = Obrigações com terceiros ajustadas.

2.1.2 Avaliação relativa ou por múltiplos

Os múltiplos são medidas padronizadas de valores das empresas, que propiciam realizar comparações com outras empresas. Dessa forma, a partir de empresas já avaliadas, havendo uma similaridade de negócios, realiza-se o processo de avaliação relativa (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Assaf Neto (2010) explica quanto ao múltiplo, que o mesmo é determinado a partir da precificação de empresas que possam ser equiparadas, salientando quanto à predisposição do mercado em pagar pela empresa avaliada.

Para a execução da avaliação por múltiplos podem ser utilizados alguns métodos, dentre eles: múltiplos de vendas ou receitas, múltiplos de fluxos de caixa, múltiplos de LAJIDA (Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciações e Amortizações), múltiplos do lucro

líquido, entre muitos outros. Sendo que cada um deles, precifica a empresa com base em critérios pré-determinados de acordo com as características organizacionais.

É preciso, primeiramente, encontrar um conjunto de empresas com característica semelhantes, na sequência levanta-se os valores de venda de tais empresas similares e com isso forma-se um valor médio de venda. A partir daí atribui-se uma relação quantitativa entre o valor de mercado e algum indexador de referência e, posteriormente, atribui-se um peso, no caso o múltiplo, que possibilitará a avaliação (MARTINS, 2001).

Damodaran (2016) apresenta padrões para avaliar empresas similares no mercado, podendo, por exemplo, utilizar a relação lucro por ação, valor contábil, geração de caixa ou algum outro indexador específico da empresa ou setor ao qual faça parte. Entretanto, Damodaran (2016, p. 72), acrescenta:

Na avaliação relativa, assumimos que, embora os mercados cometam erros em relação a determinadas ações individualmente consideradas, eles estão corretos em média. Em outras palavras, quando avaliamos uma nova empresa [...] em comparação com outras pequenas empresas, assumimos que o mercado, em média, precificou corretamente essas empresas, mesmo que tenha cometido erros na precificação de cada uma delas isoladamente.

A técnica da avaliação por múltiplos pode ser empregada em fusões e aquisições por abrangerem campos e situações muito complexas, sendo este um método mais adaptável, havendo, assim, certa desconfiança pela sua probabilidade de manipulação por quem o analisa (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Para Damodaran (2010) a manipulação do analista está contida no fato de tal método necessitar de uma visão individual, intuitiva e crítica do cenário empresarial, e por esse fato, pode torná-lo incapaz de avaliar sem viés o valor de uma empresa.

Assaf Neto (2010, p. 667) ressalta:

Um dos problemas desse método é que diferentes momentos de vendas implicam diferentes avaliações, e ainda que as características de mercado em que atua cada empresa implicam diferentes potenciais de riqueza futuros.

Martins (2001) afirma que a empregabilidade do método por múltiplos em empresas que não possuem um sistema contábil ou que contam com um sistema contábil muito frágil, pode ser utilizado, quando haja elevado conhecimento de mercado para o perfeito desenvolvimento do método. E que para a melhor eficiência do método é importante à utilização de um ou mais conjuntos de múltiplos.

A justificativa para a utilização desse método é a possibilidade de mensurar o valor da empresa seguindo critérios mais relevantes para quem o avalia, e não desconsiderando outros critérios também relevantes (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

2.1.3 Avaliação por EVA (*Economic Value Added*)

O conceito de EVA para Ehbar (1999, p. 2), apresenta-se nas seguintes palavras:

Aritmeticamente, o EVA é o lucro operacional após pagamento de impostos menos os encargos sobre o capital, apropriado tanto para endividamento quanto para o capital acionário. O que resta é o valor pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para realizar aquele lucro. Este número é o que os economistas denominam lucro residual, que significa exatamente aquilo que implica: é o resíduo que sobra depois de todos os custos terem sido cobertos. Economistas também se referem a isto como lucro econômico. Nós o chamamos de EVA, valor econômico adicionado.

Para Müller e Teló (2003) o EVA é uma forma de medir a rentabilidade do capital investido em uma empresa em um determinado período de tempo, ou seja, neste caso, avalia-se o processo de criação de valor aos proprietários do negócio. Segundo Stewart (2005) o EVA evidencia com singularidade a *performance* da empresa em relação ao seu valor como companhia, servindo assim de *benchmark* para o desempenho, além de progredir na criação de valor para a empresa.

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002) o valor da empresa é formado a partir do capital investido mais um lucro igual ao valor presente do lucro econômico projetado. Conceito que deriva da abordagem do lucro econômico, em que se mede a criação de valor em um determinado período de tempo, e explicitado pela equação (7).

$$EVA = (ROI - CMPC) \times CI \quad (7)$$

Onde:

ROI = Retorno sobre o capital investido;

CMPC = Custo Médio Ponderado de Capital;

CI = Capital Investido.

Para Damodaran (2002) o EVA se faz efetivo por sua simplicidade ao utilizar apenas duas variáveis, Retorno sobre o Capital e Custo do Capital, e uma interação, a diferença entre elas, diferente de métodos com grandes números de variáveis e interações. Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 147) complementam que o método do EVA “é uma medida útil para se compreender o desempenho de uma empresa em qualquer ano”.

Entretanto, ressalva-se, que tal método contempla sua limitação no sentido de que se trata de um modelo contábil que se utiliza de ajustes contábeis tendenciosos, que deixara a desejar se forem realizadas avaliações em empresas com altos valores intangíveis e de capital intelectual (MÜLLER; TELÓ, 2003).

Wernke e Lembeck (2000) afirmam que o EVA como indicador de valor econômico agregado permite avaliar com certeza se o capital investido em uma determinada empresa está sendo bem aplicado.

Brigham, Gapenski e Ehrhardt (2012, p. 68-69) diferenciam o EVA do lucro contábil como sendo:

O EVA representa o lucro residual que permanece depois que o custo de todo o capital, incluindo patrimônio, foi deduzido, enquanto o lucro contábil é determinado sem impor uma despesa para o capital. [...] Se os administradores focam o EVA, isso vai ajudar a assegurar que eles operem de maneira consistente com a maximização do patrimônio dos acionistas.

2.1.4 Avaliação por opções reais

A Teoria das Opções Reais conceitua que em um processo de busca por investimentos ou reinvestimentos financeiros há sempre opções por quais caminhos gerenciais poderão ser tomados, assim, haveria uma capacidade de avaliar a flexibilidade decorrente de determinada decisão. Castro (2000, p. 40-41) explica a opção real como:

[...] a flexibilidade que um gerente tem para tomar decisões sobre ativos reais. À medida que novas informações surgem e as incertezas sobre o fluxo de caixa revelam-se, o gerente pode tomar decisões que influenciarão positivamente o valor final do projeto.[...] Assim, um investimento de capital pode ser considerado um conjunto de opções reais sobre um ativo real.

Nesse contexto, o importante é considerar a capacidade de geração de valor dentre as opções disponíveis e observá-las sobre a ótica de flexibilidade disponível na empresa. Minardi (2000), Santos e Pamplona (2001) determinam as opções para a análise e que irão agregar valor a empresa:

- Opção de adiantar a execução do projeto;
- Opção de abandonar o projeto;
- Opção de redução de escala do projeto;
- Opção de expandir o projeto; e
- Opção de mudar para outro projeto com melhores alternativas.

A avaliação por fluxo de caixa descontado deixa de avaliar as opções disponíveis em uma determinada empresa, não conseguindo identificar os benefícios da flexibilidade da sua gestão estratégica e com isso não conseguem precificá-la (DAMODARAN, 2002; COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002).

Segundo Castro (2000) a Teoria das Opções Reais é uma avaliação que apresenta resultados realistas, já que leva em conta a flexibilidade operacional e gerencial em um projeto de investimento ou em uma empresa ao longo de sua vida útil.

O analista, ao utilizar o Método das Opções Reais, deve ter a capacidade de transformar opções de investimentos e projetos em valor para a empresa, criando valor para a empresa e para os acionistas (MINARDI, 2000).

A avaliação por opções reais, para Assaf Neto (2010), é recomendada para se investir quando há alta flexibilidade no futuro, explicando que:

Um investimento possui flexibilidade quando, ao atingir os ganhos esperados, poderá ter sua duração reduzida ou, até mesmo, ser desativado. Ao contrário, se apresentar um bom desempenho, poderá receber novos investimentos para expansão. Da mesma forma, um investimento com flexibilidade pode ainda ter sua realização adiada por alguns anos, buscando-se o melhor momento de mercado (ASSAF NETO, 2010, p. 667).

Destaca-se que a utilização de tal método tem maior efeito para a precificação de ativos isolados, projetos individuais ou pequenos investimentos, sendo a avaliação de uma empresa, como um todo, ainda pouco difundida e cabendo apenas para complementação da Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado.

Para Martins (2001, p. 14), a respeito da Teoria das Opções, “trata-se com efeito de uma metodologia mais adequada à valoração de uma variedade de estratégias operacionais, bem como das operações presentes em qualquer negócio”, tendo como aspecto operacional a semelhança com o Método da Árvore de Decisão.

2.1.5 Avaliação por fluxo de caixa descontado

O método de avaliação com base no Fluxo de Caixa Descontado (FCD) tem como premissa traçar fluxos de caixas operacionais futuros. Seu objetivo é mensurar o poder de geração de riqueza no futuro e quantificá-lo no momento presente para uma dada empresa sob análise. Este método é considerado o que melhor avalia uma empresa pela Teoria de Finanças, como fica evidenciado nas palavras de Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 85):

Os administradores que usam a técnica do Fluxo de Caixa Descontado para avaliar suas empresas, priorizando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, em última análise, serão recompensados com os preços mais altos de suas ações. As evidências do mercado são conclusivas. Uma abordagem simplista do lucro contábil levará a decisões que destruirão valor.

A avaliação de empresas requer mensurar o valor intrínseco da organização expresso em função dos benefícios esperados do caixa, do risco pertinente a esses benefícios e do retorno exigido pelos sócios ou investidores. Desse modo, a avaliação tem o papel de buscar a melhor representação da realidade da empresa em comparação com o mercado, já que se estimam valores esperados e incertos. Tem-se a avaliação por fluxo de caixa descontado como a avaliação com a melhor exatidão técnica e conceitual para determinar o real valor econômico de uma empresa (ASSAF NETO, 2010).

Assaf Neto (2010) explica como se dá a avaliação por FCD, sinalizando que se deve buscar o valor presente da empresa, projetando-se os fluxos de caixa e descontando-os por

uma taxa mínima de atratividade que represente o custo de oportunidade dos investidores de capital. Matematicamente, o valor presente dos fluxos de caixa, segundo Assaf Neto (2010, p. 669) é dada pela equação (8).

$$Valor = \frac{FCO_1}{(1+k)} + \frac{FCO_2}{(1+k)^2} + \frac{FCO_3}{(1+k)^3} + \dots + \frac{FCO_x}{(1+k)^x} \quad (8)$$

Onde,

Valor = valor econômico presente da empresa;

FCO = fluxo da caixa operacional;

k = taxa de desconto, que representa o custo médio ponderado de capital.

Damodaran (2002, p. 14) conceitua que “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida”.

2.1.5.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a Empresa (FCLE) e Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS)

Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010) existem duas maneiras de avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, sendo que a primeira avaliação leva em consideração a participação societária na empresa (*equity valuation*); e a segunda avaliação contempla a empresa integralmente. Ressalta-se a desigualdade no montante obtido e das taxas de desconto, por mais que ambos utilizem como base a previsão de fluxos de caixa.

O FCLS possibilita a determinação do valor da participação acionária da empresa. Para conhecer o valor presente do FCLS é utilizado o método CAPM, de acordo com as equações (9) e (10), adaptadas de Trizi (2004, p. 14).

$$VP(FCLS) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLS_t}{(1+CCP)^t}, \text{ em geral e} \quad (9)$$

$$VP(FCLS) = \frac{FCLS}{CCP}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLS_t = FCLS \quad \forall \quad (10)$$

O FCLE proporciona determinar o potencial de geração de valor com base nas atividades operacionais da empresa, sendo independente de suas fontes de capital. “O valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados para ela, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital” (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010, p.19).

Para a obtenção do valor presente do FCLE é utilizado o método CMPC (Custo Médio Ponderado de Capital), demonstrado pelas equações (11) e (12), adaptadas de Trizi (2004, p. 14).

$$VP(FCLE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t}, \text{ em geral e} \quad (11)$$

$$VP(FCLE) = \frac{FCLE}{CMPC}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLE_t = FCLE \quad \forall \quad (12)$$

2.1.5.2 Projeções dos Fluxos de Caixa Livre para a Empresa e para os Sócios

Para estimar os fluxos de caixa livre é necessária a projeção do lucro operacional da empresa. Destaca-se a necessidade de evidenciar o NOPAT (*Net Operating Profit After Tax*), em português, o Lucro Operacional após o Imposto de Renda, e a partir dele ajustar o NOPAT para transformá-lo em FCLE. Martelanc, Pasin e Pereira (2010) constataam ajustes necessários para tal transformação:

- a) Some a depreciação e amortização, por serem estimativas do desgaste dos ativos da empresa devido ao seu uso.
- b) Calcule a diferença no Capital de Giro, caracterizado pela mudança no capital de giro líquido, onde se subtrai os ativos e passivos circulantes do último ano com o ano atual.
- c) Descontar o Capex (*Capital Expenditure*), referentes aos investimentos em ativos não circulantes imobilizados que garantem a continuidade da empresa.

Para a obtenção do FCLS é necessário incluir ao cálculo do FCLE a subtração o pagamento dos juros das dívidas com terceiros e incluir o benefício fiscal, uma vez que os juros são dedutíveis do imposto de renda reduzindo o custo da dívida.

O Quadro 2 representa os cálculos referentes ao FCLE e do FCLS.

Quadro 2 – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa e para os Sócios

(=)	Receitas
(-)	Tributos sobre as receitas
(-)	Custos
(-)	Despesas Operacionais
(=)	LAJIDA
(-)	Depreciação e Amortização
(=)	Lucro Operacional
(-)	IR sem operações
(=)	Lucro Operacional após IR
(+)	Depreciação e Amortização
(-)	Imobilizações
(+/-)	Variação do Capital de Giro
	Fluxo de Caixa Livre para a Empresa
(=)	(FCLE)
(-)	Juros
(+)	IR sem juros (Benefício Fiscal)
(=)	Fluxo de Caixa Livre para os Sócios (FCLS)

Fonte: Adaptado de Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 24)

2.1.5.3 Valor Residual

Para utilizar o método de avaliação por FCD é preciso separar o cálculo em duas partes:

1. Valor Presente dos Fluxos de Caixa do Período Projetado; e
2. Valor Presente do Valor Residual

Como as empresas possuem uma vida útil indeterminada, fica impossível projetar os fluxos de caixa para sempre, dessa forma projeta-se os fluxos de caixa até certo momento e depois se estima um valor que corresponda ao valor da empresa naquele momento. Sendo assim, o valor residual é o valor da empresa em um dado momento que não foi coberto pela projeção do fluxo de caixa (DAMODARAN, 2010).

Martelanc, Pasin e Pereira (2010, p. 45) afirmam que o valor residual corresponde a uma parcela que não precisa ser totalmente detalhada ou que, por seu horizonte de projeção, não conseguem ser calculadas e complementam dizendo que “o valor da empresa será a soma dos valores presentes de seu fluxo de caixa e de seu valor terminal”.

A principal forma de apresentar o valor residual é através do método da perpetuidade, que se refere ao fluxo de caixa para o acionista, ou seja, contemplando a geração de caixa operacional menos o custo do financiamento de terceiros do investimento, apresentada na equação (13).

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{r' - g} \quad (13)$$

Onde,

VR = Valor Presente do Valor Residual;

FC n+1 = Fluxo de Caixa Ajustado no período n+1;

r' = Taxa de desconto na fase de perpetuidade; e

g = Taxa de crescimento anual dos fluxos de caixa na perpetuidade.

2.1.5.4 Taxa de desconto

A taxa de desconto utilizada na Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado é calculada através do *Weighted Average Capital Cost* (WACC), ou em português Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC).

Copeland, Koller e Murrin (2002) afirmam que para a obtenção do WACC é preciso fazer o levantamento da estrutura de capital da empresa, de modo que se possa conhecer quem a financia, sendo o WACC, como o próprio nome sugere a média ponderada dos custos das fontes de capital de uma empresa. Sendo assim é calculada através da junção de dois componentes:

- a) Custo dos capitais próprios calculado, pelo método CAPM;
- b) Custo dos capitais de terceiros.

Sendo o WACC dado pela equação (14).

$$WACC = K_e \times \left[\frac{E}{E+D} \right] + K_d \times (1 - T) \times \left[\frac{D}{E+D} \right] \quad (14)$$

Considerando:

Ke = Custo do capital próprio;

Kd = Custo do capital de terceiros;

T = Alíquota dos impostos sobre o lucro;

E = Valor de mercado do capital próprio; e

D = Valor de mercado do capital de terceiros.

Para efetivar a avaliação por meio do Método de Fluxo de Caixa Descontado se faz a soma dos fluxos de caixa e do valor residual, descontados a taxa de desconto apropriada ao formato de fluxo de caixa projetado.

2.2 CUSTO DE CAPITAL

Segundo Gitman (2004) o custo de capital de uma empresa é capaz de determinar uma taxa de retorno esperada sobre suas aplicações, de modo a manter seu valor de mercado. Martins (2001) afirma que o custo de capital de uma empresa tem a função de limitar o mínimo exigido para recompensar seus investimentos, devendo ser atrelado a sua valorização, dessa forma, projetos com taxas de retorno inferiores ao custo de capital das fontes de financiamento utilizadas pela empresa, diminuirão seu valor; por outro lado, quando as taxas de retorno forem superiores ao referido custo de capital, haverá um aumento do valor.

Ross, Westerfield e Jaffe (2015, p. 425) conceituam custo de capital da seguinte forma:

[...] a taxa de desconto, muitas vezes, é chamada de *retorno exigido* de um projeto. Esse é um nome apropriado, já que o projeto só deve ser aceito se gerar um retorno acima do que é exigido. Também se diz que a taxa de desconto do projeto é seu *custo de capital*. Esse nome também é apropriado, pois o projeto precisa render o suficiente para pagar seus fornecedores de capital.

2.2.1 Risco e retorno

O risco está associado à possibilidade de um investimento apresentar uma expectativa imprevisível quanto ao seu retorno, podendo este investimento apresentar tanto bons resultados, superior ao que se esperava, ou ruins, inferior ao que se esperava (DAMODARAN, 2010).

Gitman (2004, p. 188) afirma que “a análise de sensibilidade recorre a diversas estimativas dos retornos possíveis para oferecer uma noção da variabilidade dos resultados”. Ou seja, o risco de um investimento relaciona-se com a avaliação de um cenário específico de modo a apresentar a possibilidade de ocorrer retornos esperados ou não.

Assaf Neto (2010, p. 193-194) apresenta o risco como sendo:

A ideia de risco, de forma mais específica, está diretamente associada às probabilidades de ocorrência de determinados resultados em relação a um valor médio esperado. É um conceito voltado para o futuro, revelando uma possibilidade de perda. [...] Existe risco sempre que a probabilidade de um evento ocorrer for menor que 100%. Assim para um contexto determinístico em que a probabilidade de um evento for 100% (certeza total), não há risco.

“Em um mercado dominado por investidores avessos ao risco, os títulos mais arriscados devem ter maiores taxas esperadas de retorno, como estimado pelo investidor marginal, do que os títulos menos arriscados” (BRIGHAM; GAPENSKI; EHRHARDT 2012, p.183). Desse modo, os investidores que assumirem maiores riscos tendem a ter maiores

retornos esperados, do que aqueles que optarem por menores riscos, o qual tenderá a ter menores retornos esperados.

Assaf Neto (2010) discorre sobre duas modalidades de risco, o risco sistemático e o risco não sistemático. O risco sistemático está relacionado a eventos com impactos indiretos ao investimento, causados, por exemplo, por mudanças políticas, quadros econômicos entre outros, desse modo, o investimento é abalado pelo sistema ao qual faz parte. Já o risco não sistemático está relacionado às características do próprio investimento, atreladas a decisões internas dos responsáveis pelo ativo, como, por exemplo, o risco pela tomada de decisões por ativos, o grau de endividamento de uma empresa, entre outras. E complementa sobre a existência do risco total, caracterizado por ser a soma dos riscos sistemáticos e não sistemáticos.

Damodaran (2016, p. 40) explica:

Quando se avalia a empresa, considera-se o risco das operações da empresa. Quando se avalia o patrimônio líquido, considera-se o risco do investimento do capital próprio na empresa, que é determinado em parte pelo risco do setor de atividade e em parte [...], pela estrutura de capital da empresa.

2.2.2 Custo do capital de terceiros

Capital de terceiros é o capital concedido por meios de créditos, como empréstimos, e financiamentos bancários, identificado nas contas do exigível, conhecida também por capital de empréstimos (NBR – 14653-4, 2001).

Assaf Neto (2010, p. 428) destaca que o custo do capital de terceiros “é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa, [...] representa [...], um custo explícito [...]” devido aos credores da empresa.

Seguindo os mesmos preceitos caracteriza-se o custo do capital de terceiros como as taxas cobradas por instituições financeiras para a concessão de financiamentos e empréstimos, apurado do custo da dívida (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010). Para determinar o custo do capital de terceiros Martins (2001) sugere utilizar a equação (1).

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

Em que:

K_i = Custo do capital oneroso de terceiros líquido

K = Custo do capital de terceiros antes da tributação

i = Alíquota dos tributos sobre o lucro

A necessidade por identificar o nível do custo de capital de terceiros é um componente expressivo ao reconhecer o grau de alavancagem das empresas. Para Gitman (2004) quanto maior a participação dos recursos de terceiros no ativo total da empresa, maior será, também, o seu grau de alavancagem.

Esses indicadores de alavancagem demonstram como a empresa está posicionada quanto ao uso do capital próprio e o capital de terceiros e sua relação na formação e transformação de tais recursos em ativos (POVOA, 2012).

2.2.3 Custo do capital próprio

O capital próprio é identificado como sendo os recursos dos próprios sócios que foram incorporados ao patrimônio a fim de que exerça as atividades pertinentes à empresa, conhecido também por capital de risco (NBR-14653-4, 2001).

Damodaran (2010) explica que o custo do capital próprio é uma taxa que os investidores ou sócios utilizam como parâmetros para realizar ou não investimentos em uma empresa, a espera de retornos por esse nível de risco, comparados às demais alternativas do mercado.

Dentre os vários modelos que permitem calcular o custo do capital próprio destacam-se o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) e o Modelo de Avaliação de Crescimento Constante, conhecido como Modelo de Gordon.

2.2.3.1 Modelo CAPM (*Capital Asset Pricing Model*)

O modelo CAPM, em português, Modelo de Apreçamento de Ativos de Capital, foi desenvolvido por Sharpe (1964; 1970) e Lintner (1965) em concordância com os trabalhos de Markowitz (1952; 1959), e evidenciam o retorno esperado por um investimento, ação, ativo, negócio em função de um índice β (beta), de uma taxa livre de risco e a diferença entre o retorno do ativo livre de risco e do ativo analisado.

A fórmula do CAPM é dada pela equação (2).

$$(R_i) = R_f + \beta_{im} (R_m - R_f) \quad (2)$$

Onde:

R_i = o retorno esperado das ações de uma empresa;

R_f = o retorno do ativo livre de risco;

R_m = o retorno esperado para uma carteira de mercado; e

β_{im} = a sensibilidade que a ação tem em relação ao mercado de ações.

A taxa livre de risco é o retorno sobre o título ou carteira sem risco de inadimplência, podendo ser utilizada as taxas dos títulos de longo prazo do tesouro norte-americano, como referência no modelo CAPM, por sua característica de ativos sem risco (MARTELANC; PASIN; PEREIRA, 2010).

Copeland, Koller e Murin (2002) explicam o prêmio pelo risco de mercado como sendo a diferença entre a taxa de retorno esperado pela carteira de mercado e a taxa de retorno do ativo sem risco, onde nota-se o ganho esperado ao assumir os riscos pertinentes ao ativo.

O coeficiente β (beta) é uma medida que indica a oscilação do retorno de um ativo em comparação ao retorno de mercado. Ross, Westerfield e Jaffe (2015, p. 389) discorrem simplificadaamente que “o *beta* mede a resposta de um título a movimentações da carteira de mercado”.

Assaf Neto (2010, p. 260) comenta sobre a aplicação do CAPM:

O CAPM encontra grandes aplicações no campo das finanças. Inicialmente, o modelo permite determinar, de maneira consciente com o retorno esperado, o risco de um ativo. O retorno de um ativo, conforme foi comentado, é formado pela taxa livre de risco mais um prêmio de mercado pelo risco. Em extensão, ainda, o modelo permite o cálculo do risco de uma carteira, obtido pela média ponderada dos betas de cada componente.

Ross, Westerfield e Jaffe (2015, p. 436) concluem sobre duas vantagens do CAPM, “a primeira é se ajustar explicitamente ao risco, e a segunda é que ele pode se aplicar a empresas que não pagam dividendos ou cujo dividendo é difícil de estimar”.

2.2.3.2 Modelo de Gordon

Gordon (1962) desenvolveu um modelo para avaliação do custo do capital próprio, chamado de Modelo de Avaliação de Crescimento Constante ou Modelo de Gordon, em que o valor de uma ação é igual ao total de dividendos futuros, levando em consideração seu valor presente, e que possam crescer a uma taxa anual fixa por um período indeterminado. A aplicação do modelo se dá pela expressão de cálculo na equação (3).

$$Re = \frac{D^1}{Px} + g \quad (3)$$

Em que,

Re = Custo do capital próprio

D¹ = Dividendo esperado no final do ano 1

Px = Valor da ação ordinária

g = Taxa de crescimento constante dos dividendos

Segundo Gitman (2004, p. 410) “o Modelo de Gordon não considera o risco, usa o preço de mercado como reflexo das preferências dos investidores em relação ao risco e retorno esperado”, diferente do modelo CAPM que considera diretamente o risco da empresa, ao determinar o custo do capital próprio.

Ross, Westerfield e Jaffe (2015) afirmam que a simplicidade é a principal vantagem do Modelo de Gordon, entretanto, ela é útil apenas para estimar o custo de capital próprio em empresas que pagam dividendos regulares, desconsiderando o risco de maneira explícita.

Sobre as limitações do Modelo de Gordon, Damodaran (2010, p. 242-243) se manifesta com as seguintes palavras:

O modelo de crescimento de Gordon é uma forma simples e conveniente de avaliar ações, mas é extremamente sensível aos dados relativos à taxa de crescimento. À medida que a taxa de crescimento converge para a taxa de desconto, o valor vai para o infinito.

2.2.3.3 Modelo APT (*Arbitrage Pricing Theory*)

A Teoria de Arbitragem de Preços (APT – *Arbitrage Pricing Theory*) demonstra que os ativos sofrem interferência dos fatores setoriais e do mercado, de um modo geral, existindo uma correspondência quando um mesmo fator atua sobre dois ativos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2015). Dessa forma, sobre os ativos atuam mais de um tipo de risco, explicando seu comportamento em termos de retorno.

O APT busca complementar o risco de um ativo, agregando a esse risco um novo agente econômico que influencie sua taxa de retorno. Matematicamente, segundo Ross, Westerfield e Jaffe (2015), o modelo pode ser expresso a partir da equação (4):

$$R = R_F + (R_1 - R_F)\beta_1 + (R_2 - R_F)\beta_2 + (R_3 - R_F)\beta_3 + \dots + (R_k - R_F)\beta_k \quad (4)$$

Onde,

R = representa a taxa de retorno aleatória esperada do ativo;

R_F = representa a taxa livre de risco;

(R₁ - R_F) = representa o retorno do mercado que remunera a taxa livre de risco e assim, **(R₂ - R_F,...)**;

B₁ = representa o beta do título em relação ao fator 1, e assim por diante.

Para Ross, Westerfield e Jaffe (2015) o APT mede com maior exatidão os retornos esperados em comparação com o modelo CAPM, entretanto, destaca a dificuldade em determinar quais fatores farão parte da análise e tornarão mais precisos os resultados. E conclui sobre a principal vantagem do modelo APT, com as seguintes palavras:

Uma vantagem da APT é o fato de conseguir lidar com múltiplos fatores, enquanto o CAPM os ignora. [...], ou seja, precisamos considerar vários fatores de mercado e de um setor de atividades antes que o risco não sistemático de um título não tenha correlação com os riscos não sistemáticos de outros títulos (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2015, p. 413).

3 METODOLOGIA

3.1 DELINEAMENTO DA PESQUISA

Foi realizada uma pesquisa explicativa e quantitativa. Explicativa, pois, segundo Gil (2002), a pesquisa tem por objetivo identificar os fatores que determinam ou contribuirão para a ocorrência dos fenômenos, e tem por característica a proximidade com a realidade, já que pontua a razão e os porquês de tal evento.

No que tange a sua forma quantitativa, como demonstra Strieder (2009), caracteriza-se pela sua objetividade, métodos específicos, análise explícita e imparcial dos dados, bem como a precisão na coleta dos mesmos.

Análogo a esse conceito Gil (2002) determina que, a forma quantitativa expõe com exatidão e rigor os dados coletados, utilizando medidas já estabelecidas para a condução dos resultados.

Neste estudo, utilizou-se como técnica de coleta de dados, o estudo de caso, que segundo Yin (2001), é uma análise e investigação que busca mensurar e preservar os dados em vida real para entender questões complexas.

Para Gil (2002) o estudo de caso assume o papel de compreender a complexidade dos objetos estudados, bem como sua análise completa, e assim alcançar resultados minuciosos e construir com mais precisão o conhecimento, estando à frente de outras estruturas metodológicas.

3.2 FONTE DE PESQUISA

Como objeto de estudo definiu-se a empresa Via Varejo S.A; é uma empresa brasileira de varejo estabelecida em 2010 a partir da fusão entre Casa Bahia e Pontofrio. A Via Varejo S.A é responsável pela administração dessas duas empresas, caracterizadas por serem grandes varejistas de bens duráveis consolidadas no país. Suas ações são negociadas na B3 (bolsa de valores brasileira), com o título VVAR11.

3.3 TÉCNICA DE COLETA DE DADOS

A coleta dos dados da pesquisa tem por origem a análise documental das demonstrações contábeis da empresa em questão, mais explicitamente as demonstrações dos últimos cinco anos.

3.4 COLETA DOS DADOS

Os dados foram coletados diretamente no site da empresa em questão, que, como empresa de capital aberto, cujo capital social é formado por ações, necessita serem disponibilizados a todos que se interessam, a fim de garantirem transparência da sua situação contábil e financeira.

3.5 TÉCNICA DE ANÁLISE DE DADOS

Como instrumento de análise e interpretação dos dados foram realizados cálculos a partir do método de avaliação com base no fluxo de caixa descontado, cujos detalhes foram descritos na fundamentação teórica deste estudo.

Primeiramente foi obtido o fluxo de caixa livre da empresa. Na sequência optou-se por ser utilizado o método da perpetuidade com crescimento constante, para o cálculo do valor residual, que exprime a geração de riqueza além do horizonte de projeção do fluxo de caixa.

Para o cálculo da taxa de desconto foi utilizado o Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC, e para encontrá-lo processou-se Modelo de Precificação de Ativos Financeiros – CAPM para determinar o custo do capital próprio e o custo líquido da dívida para o custo do capital de terceiros.

Na etapa seguinte ocorreu a definição do valor presente dos fluxos de caixa livre e do valor residual de acordo com a metodologia utilizada.

4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

4.1 DESCRIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO

A empresa Via Varejo é uma Sociedade Anônima de grande porte que opera no comércio varejista de bens duráveis (móveis eletrodomésticos e eletroeletrônicos), responsável pela administração de duas importantes varejistas, a Casas Bahia e Pontofrio. A empresa atua com lojas físicas e virtuais. Presente em mais 400 municípios brasileiros, com mais de 900 lojas físicas e 50 mil colaboradores, posiciona-se com uma das maiores varejistas de eletroeletrônicos do mundo, segundo endereço eletrônico da própria empresa.

Todas as áreas do negócio têm como objetivo final atender com dedicação, focadas em servir sempre. Dando suporte a toda a essa infraestrutura e demanda de lojas e clientes, a empresa Via Varejo mantém uma rede inteligente de logística que suporta uma média mensal de 1 milhão de entregas. A empresa também proporciona diversas formas de pagamentos e crédito para seus clientes, através de linhas próprias de crédito e em conjunto com outras empresas de crédito.

Nos Anexos A e B são apresentados o Balanço Patrimonial (BP) e a Demonstração de Resultados dos Exercícios (DRE) da empresa Via Varejo S.A. referente aos anos de 2011 a 2016.

As demonstrações financeiras consolidadas apresentam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da empresa Via Varejo, estando eles de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e com as normas internacionais de relatório financeiro IFRS (*Internacional Financial Reporting Standards*), emitidas pelo IASB (*International Accounting Standards Board*).

4.2 PREMISSAS E PROJEÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA A EMPRESA

A seguir apresentam-se as premissas aplicadas para a projeção do fluxo de caixa da empresa Via Varejo S.A. para os próximos dez anos, estimadas com base no comportamento histórico e nas possibilidades de desempenho diante da avaliação. Conforme a sequência da demonstração de resultados segue o detalhamento da projeção.

4.2.1 Desempenho Real e Receita Líquida

A sequência real da receita (Quadro 3 e Tabelas 1 e 2) foi estimada apenas com base no crescimento histórico, visto que, não havia outras informações relevantes para essa projeção. Primeiro foi destacado o Quadro 3 que representa a Receita de Venda de Bens e/ou

Serviços dos anos de 2011 a 2016 e na sequência calculado a variação percentual entre esses anos e encontrado uma média, como disposto na Tabela 1. Com base na média da variação da receita projetou-se a receita de vendas do ano 1 ao ano 10 como disposto na Tabela 2.

Quadro 3 – Demonstrações dos Resultados

Demonstrações do Resultado	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	21.016	22.846	21.755	22.674	19.268	19.819

Fonte: Elaborado pelo autor.

Tabela 1 – Variação da Receita de Vendas

Variação Percentual (%)	2012/2011	2013/2012	2014/2013	2015/2014	2016/2015	Média
Receita de Vendas	8,70%	-4,77%	4,22%	-15,02%	2,86%	-0,80%

Fonte: Resultados da pesquisa.

Tabela 2 – Receita de Vendas Projetadas (em R\$ mi)

	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16
Receita de Vendas Projetadas	19.660	19.502	19.346	19.190	19.037	18.884	18.732	18.582	18.433	18.285

Fonte: Resultados da pesquisa

Vale ressaltar um momento histórico nesse período, que foi o início da crise financeira mundial em 2008, a partir do estopim da crise imobiliária dos Estados Unidos, segundo Freitas (2009). Com o objetivo de minimizar os impactos da crise no Brasil e evitar a tendência a recessão, o Governo instaurou a Medida Provisória nº 451/08, que tinha validade de dezembro de 2008 a março de 2010, e que reduzia os impostos sobre produtos industrializados (IPI). A Medida abrangia a linha branca de eletrodomésticos (fogões, geladeiras, máquinas de lavar entre outros), Franzi (2010) explica sobre os efeitos dessa Medida que poderia elevar o consumo desses bens duráveis pela população.

Em maio de 2012 a Medida foi novamente aplicada e por várias vezes prorrogada até seu fim em dezembro de 2013, nota-se que a Receita de Vendas do período inicial (2012) a Medida é positiva, porém apresenta uma elevada redução para os anos posteriores a 2015 e pode justificar a média negativa.

4.2.2 Projeção da DRE da empresa Via Varejo

A DRE projetada para a empresa Via Varejo S.A. para os próximos dez anos está estruturada no Anexo C, conforme as premissas adotadas. Primeiramente, foi destacado a DRE dos anos de 2011 a 2016 e estabelecido o percentual de representatividade das contas em relação a Receita de Venda de Bens e/ou Serviços, e por fim estabelecido uma média, conforme o Anexo D.

Em seguida foi utilizado o percentual projetado para calcular as contas do ano 1 ao ano 10, apenas com base no desempenho histórico, visto a falta de outras informações que pudessem ser relevantes para o estudo e que viessem a alterar o resultado encontrado, disposto no Anexo C.

Outras despesas incluem depreciações e amortizações, remunerações aos administradores, indenizações, provisões para créditos de liquidação duvidosa e recuperações de créditos em compensação.

4.2.3 Projeção do Fluxo de Caixa Livre

Com as contas de resultados projetados, adequou-se o NOPAT aos efeitos da depreciação, dos investimentos em capital fixo e em capital de giro, que serão detalhados a seguir.

A Tabela 3 mostra a depreciação do imobilizado dos anos anteriores, entre 2011 e 2016, o qual obteve-se a média de depreciação do período com a finalidade de projetar a depreciação dos períodos futuros e variação do imobilizado, conforme Tabela 4.

Tabela 3 – Média de Depreciação

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Imobilizado (em R\$ mi)	911,9	1.027,3	1.149,5	1.313	1.407	1.438	
Depreciações e Amortizações (em R\$ mi)	(-) 133,2	(-) 162,6	(-) 130,2	(-) 139	(-) 173	(-) 177	
Depreciações e Amortizações (em %)	(-) 14,61	(-) 15,83	(-) 11,33	(-) 10,59	(-) 12,3	(-) 12,31	(-)12,83

Fonte: Resultados da pesquisa

Tabela 4 – Evolução do Imobilizado

Em R\$ mi	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Imobilizado	1.426,47	1.415,03	1.403,68	1.392,43	1.381,26	1.370,19	1.359,20	1.348,30	1.337,49	1.326,77
Depreciação Projetada (-)	182,95	181,48	180,02	178,58	177,15	175,73	174,32	172,92	171,53	170,16
Varição do Imobilizado	11,53	11,44	11,35	11,26	11,17	11,08	10,99	10,90	10,81	10,72

Fonte: Elaborado pelo autor.

Para a projeção das contas do capital de giro, foram levados em consideração os saldos dos anos de 2011 a 2016, com a identificação dos principais itens que apresentam variações relacionadas com o desenvolvimento das operações da empresa. A Tabela 5 demonstra a evolução da necessidade de capital de giro.

Tabela 5 – Evolução da Necessidade de Capital de Giro

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Ativo Circulante	10.622,14	10.536,96	10.452,47	10.368,66	10.285,51	10.203,04	10.121,22	10.040,07	9.959,56	9.879,70
Caixa e Equivalentes de Caixa	3.997,68	3.965,63	3.933,83	3.902,29	3.871,00	3.839,96	3.809,16	3.778,62	3.748,32	3.718,26
Caixa e Bancos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a Receber	2.759,69	2.737,56	2.715,61	2.693,84	2.672,24	2.650,81	2.629,55	2.608,47	2.587,55	2.566,80
Clientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	3.029,51	3.005,22	2.981,12	2.957,22	2.933,50	2.909,98	2.886,65	2.863,50	2.840,54	2.817,76
Tributos a Recuperar	576,34	571,72	567,14	562,59	558,08	553,60	549,16	544,76	540,39	536,06
Despesas Antecipadas	22,82	22,63	22,45	22,27	22,09	21,92	21,74	21,57	21,39	21,22
Outros Ativos Circulantes	236,09	234,20	232,32	230,46	228,61	226,78	224,96	223,15	221,36	219,59
Passivo Circulante	11.960,32	11.864,41	11.769,28	11.674,90	11.581,29	11.488,42	11.396,30	11.304,92	11.214,27	11.124,35
Obrigações Sociais e Trabalhistas	473,18	469,38	465,62	461,88	458,18	454,51	450,86	447,25	443,66	440,10
Fornecedores	5.572,95	5.528,26	5.483,94	5.439,96	5.396,34	5.353,07	5.310,15	5.267,57	5.225,33	5.183,43
Obrigações Fiscais	595,19	590,42	585,68	580,99	576,33	571,71	567,12	562,57	558,06	553,59
Empréstimos e Financiamentos	3.503,68	3.475,58	3.447,71	3.420,07	3.392,64	3.365,44	3.338,45	3.311,68	3.285,13	3.258,79
Outras Obrigações	1.815,33	1.800,77	1.786,33	1.772,01	1.757,80	1.743,70	1.729,72	1.715,85	1.702,09	1.688,44
Provisões	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Necessidade de Capital de Giro	1.338,18	1.327,45	1.316,81	1.306,25	1.295,77	1.285,38	1.275,08	1.264,85	1.254,71	1.244,65
Evolução da Necessidade de CG	(-) 10,82	(-) 10,73	(-) 10,64	(-) 10,56	(-) 10,47	(-) 10,39	(-) 10,31	(-) 10,22	(-) 10,14	(-) 10,06

Fonte: Resultados da pesquisa.

Segundo Martelanc, Pasin e Pereira (2010) a evolução da Necessidade de Capital de Giro (NCG) é importante para determinar o comportamento de investimentos em capital de giro que dará sustentação aos negócios da empresa, assim, na medida em que aumenta implica em maiores investimentos em capital de giro e sua diminuição implica em redução desses investimentos.

A Tabela 6 apresenta o fluxo de caixa livre da empresa Via Varejo para os próximos dez anos.

Tabela 6 – Fluxo de Caixa Livre da empresa Via Varejo

Conta (Em R\$ mi)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
(=) NOPAT	781,39	775,12	768,91	762,74	756,62	750,56	744,54	738,57	732,65	726,77
(+) Depreciação	(-) 5,95	1,47	1,46	1,44	1,43	1,42	1,41	1,40	1,39	1,38
(-) Imobilizações	11,53	11,44	11,35	11,26	11,17	11,08	10,99	10,90	10,81	10,72
(-) Variação do CG	(-) 10,81	(-) 10,73	(-) 10,64	(-) 10,56	(-) 10,47	(-) 10,39	(-) 10,31	(-) 10,22	(-) 10,14	(-) 10,06
(=) Fluxo de Caixa para a empresa	774,72	775,88	769,66	763,49	757,37	751,29	745,27	739,29	733,36	727,48

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.3 CUSTO DOS RECURSOS DE CAPITAL

4.3.1 Custo dos Recursos de Terceiros

Após levantamento das despesas financeiras e valores referentes a empréstimos e financiamentos entre os anos de 2011 e 2016, foi estabelecida a média das contas e realizada a diferença entre elas, originando em um resultado bruto o qual se subtraiu o Imposto de Renda e Contribuição Social, estabelecido o valor fixo de 34%, conforme apresentado na Tabela 7.

Tabela 7 – Custo do Capital de Terceiros

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média	
Despesa Financeira (em R\$ mi)	948,10	858,10	814,60	1.036,00	-	-	609,47	
Empréstimos e Financiamentos Bancários (em R\$ mi)	4.360,90	3.791,10	3.962,50	3.706,00	3.259,00	3.939,00	3.836,42	
Resultado Média Desp. Financeira / Empréstimos e Financiamentos								0,158863523
Resultado Bruto								15,89%
Resultado - (IR + CS)								10,48%

Fonte: Resultados da pesquisa.

4.3.2 Custo dos Recursos Próprios

Para estimar o valor de seu beta, utilizou-se a abordagem proposta por Damodaran (2009), para obter-se o coeficiente beta. Considerando a proposta do modelo, a empresa escolhida como comparável foi a Magazine Luiza S.A., empresa também pertencente ao mercado brasileiro e concorrente direta no varejo, fundada em 1957 em Franca-SP.

O Quadro 4 demonstra o cálculo do custo de capital próprio da empresa Via Varejo, onde se utilizou o modelo CAPM e a abordagem de beta de empresas comparáveis. Nesse caso foi preciso desalavancar o beta da empresa Magazine Luiza e realavancar conforme os números da empresa Via Varejo.

Quadro 4 – Custo do Capital Próprio

Variáveis	Exercício 2016
Magazine Luiza	
Beta	1,68
Relação Dívida Onerosa/ Patrimônio Líquido	2,9743
Beta Não-Alavancado	0,5670
Via Varejo	
Relação Dívida Onerosa/ Patrimônio Líquido	1,4028
Beta Alavancado Via Varejo	1,0919
Modelo CAPM	
Taxa Livre de Risco	3,07
Retorno do Mercado de Ações	10,51
Risco-País	3,28
Taxa de Retorno Exigido	14,47

Fonte: Resultados da pesquisa.

Portanto, fez-se necessário definir os parâmetros componentes do modelo, a saber:

- a) **Taxa livre de risco do mercado:** adotou-se como parâmetro para a taxa livre de risco a Taxa T-Bonds, que representa a taxa de retorno dos títulos emitidos pelo Tesouro Nacional dos Estados Unidos, com vencimento em 30 anos;
- b) **Taxa de retorno do mercado de ações:** adotou-se a taxa média do índice Ibovespa dos últimos dez anos, por não haver outro índice confiável que pudesse dar suporte mais adequado a essa pesquisa;
- c) **Risco-país:** optou-se por utilizar o índice EMBI+ (*Emerging Markets Bond Index Plus*), no caso o EMBI+ Brasil, calculado pelo banco de investimentos americano J.P. Morgan para expressar o nível de risco de um país.

4.3.3 Custo Médio Ponderado de Capital

O custo médio ponderado de capital da empresa Via Varejo foi de 12,14% no exercício fiscal de 2016, conforme Tabela 8. A composição dessa taxa é dada pelo custo líquido dos recursos de terceiros a 10,58% ao ano e pelo custo dos recursos próprios ajustados ao risco das atividades da empresa em estudo, cujo valor atingiu 14,47% ao ano.

Tabela 8 – Custo Médio Ponderado de Capital

Variáveis	Fontes (R\$ mi)	Proporção	Taxas	P x T
Custo do Capital de Terceiros	3.939	58,38%	10,48%	6,12%
Custo do Capital Própria	2.808	41,62%	14,47%	6,02%
CMPC	6.747	100,00%	-	12,14%

Fonte: Resultados da pesquisa.

Nota-se que o capital de terceiros equivale a maioria (58,38%) da estrutura de capital da empresa e tem impacto significativo na taxa mínima de retorno exigido.

4.4 VALOR DE MERCADO DA EMPRESA E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

4.4.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a empresa

A partir dos valores de fluxos de caixa livres projetados para os próximos dez anos e do custo médio ponderado de capital calculado, apresenta-se a Tabela 9, onde é demonstrado o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa livre da empresa Via Varejo.

Tabela 9 – Valor presente do fluxo de caixa livre para a empresa

Item (em R\$ mi)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
(=) Fluxo de Caixa para a empresa	774,72	775,88	769,66	763,49	757,37	751,29	745,27	739,29	733,36	727,48
Fator de atualização	1,1214	1,2575	1,4102	1,5814	1,7734	1,9887	2,2301	2,5008	2,8044	3,1449
(=) Valor presente do fluxo de caixa livre	690,85	616,98	545,78	482,79	427,07	377,79	334,19	295,62	261,50	231,32

Fonte: Resultados da pesquisa.

O desconto dos fluxos de caixa livres foi realizado conforme equação apresentada nas Equações 9 e 10 deste trabalho, ou seja, a cada ano, dividiu-se o fluxo de caixa livre pela taxa de desconto (CMPC), que fora acrescida de 1 e elevada a n ano(s), a partir do ano 2.

4.4.2 Valor Residual

Mesmo após o período de estabilidade dos fluxos de caixa, a empresa tende a continuar desenvolvendo, ainda que a uma taxa mais modesta. Portanto, para cálculo do valor residual, adotou-se o método do valor presente da perpetuidade, com crescimento constante, conforme Tabela 10.

Tabela 10 – Cálculo do valor residual

Variáveis	Valor
CMPC (%) - k	12,14
Taxa de crescimento (evolução PIB) - g	3,59
k - g	8,55
Fluxo de caixa livre - Ano 16 (em R\$ mi)	727,48
(=) Valor Residual (em R\$ mi)	8.508,54
Fator de atualização	3,1449
(=) Valor presente do valor residual (em R\$ mi)	2.705,50

Fonte: Resultados da pesquisa.

Para cálculo do valor terminal da empresa Via Varejo, admitiu-se a taxa de 3,59% ao ano, que representa a média da evolução do PIB (Produto Interno Bruto) dos últimos 10 anos, por falta de valor mais confiável que represente o crescimento projetado do setor. Ainda assim, faz-se confiável a utilização da média histórica do PIB para estabelecer o valor do crescimento além do horizonte de projeção.

4.4.3 Valor das Operações da Empresa e do Patrimônio Líquido

Após os cálculos dos fluxos de caixa livres projetados e do valor residual, procede-se a estimativa do Valor das Operações da Empresa (VOe), cujo valor é cerca de R\$ 6,96 bilhões. Destaca-se que o valor presente do fluxo de caixa livre é superior ao valor presente da perpetuidade dos fluxos de caixa, o que indica uma tendência de crescimento para os próximos dez anos.

Tabela 10 – Valor das operações e do patrimônio líquido

Variáveis	R\$ (mi)
VP do fluxo de caixa livre	4.263,9
(+) VP do valor residual	2.705,5
(=) VOe	6.969,4
(+) Ativos não operacionais	0
(=) VTMe	6.969,4
(-) Passivo Oneroso	3.939
(=) VMpl	3.030,4
(-) Valor contábil PL	2.808
(=) MVA	222,4

Fonte: Resultados da pesquisa.

O Valor Total de Mercado da Empresa (VTMe) pode ser obtido pela soma do VOe aos ativos não operacionais, ou ativos em excesso, a medida em que é necessário agregar ao valor das operações da empresa os ativos que não se relacionam com o ciclo operacional da empresa. No caso da empresa Via Varejo não foram identificados os ativos não operacionais o que culminou em zerar tal conta.

Para cálculo do Valor de Mercado do Patrimônio Líquido (VMpl), é necessário subtrair do VTMe o valor da dívida onerosa, sendo essas a soma de todas as dívidas que geram encargos financeiros a empresa (empréstimos e financiamentos a curto e longo prazo).

Tal item deve subtraído do cálculo do VMpl, porque o passivo oneroso corresponde ao capital de terceiros que financia as operações da empresa e que serão exigidos em tempo pertinente.

É possível notar que a empresa Via Varejo se utiliza de um perfil arrojado já que mantém uma estrutura de capital volumosa em relação aos recursos de terceiros, o que muito influenciou no cálculo do VMpl. Por se tratar de uma grande quantia (R\$ 3,93 bilhões), ao comparar o VTMe com o VMpl, houve uma grande redução de 56,51%.

O conceito *Market Value Added* (valor de mercado agregado) é marca registrada da consultoria Stern, Stewart Co. e reflete a riqueza gerada aos acionistas sendo determinada pela capacidade operacional da empresa em gerar resultados superiores ao seu custo de oportunidade (COPELAND; KOLLER; MURRIN, 2002; DAMODARAN, 2007).

Levando em consideração o MVA, verifica-se que a empresa está criando valor para seus acionistas, pois o valor de mercado do patrimônio líquido supera seu valor contábil em R\$ 222,4 milhões.

Nota-se que o MVA positivo representa expectativas otimistas quanto à capacidade de geração de caixa e demonstra que o benefício no longo prazo tende a recompensar os esforços dos investidores, sendo este um método indicado para fins de avaliação de desempenho.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho buscou estimar o valor de mercado da empresa Via Varejo S.A., considerando as expectativas futuras de crescimento do negócio e capacidade de geração de caixas futuros, envolvendo a economia como um todo e considerando os riscos associados, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto apropriada.

Para alcançar o objetivo proposto, foi utilizado como método de avaliação de empresas o Método do Fluxo de Caixa Descontado, onde obtém-se o potencial de crescimento e perspectivas de rentabilidade futura. As informações foram obtidas junto a própria organização por meio de página eletrônica própria, por se tratar de uma empresa de capital aberto e com obrigatoriedade na transparência das informações.

O resultado final indica que o valor de mercado agregado é positivo em R\$ 222,4 milhões, em que o valor de mercado do patrimônio líquido supera o valor contábil, agregando valor aos acionistas. Entretanto, observa-se um grande recuo nos valores dos fluxos de caixa livre no horizonte de projeção. Esses dados expressam que a empresa precisa procurar novos meios para continuar, inovar e prosperar no mercado atual e em outros mercados para não cair em declínio.

Nota-se que a crise de 2008 e as medidas tomadas pelo Governo para contornar tal fenômeno implicou substancialmente nos dados apresentados, bem como, seus resultados, já que a receita projetada baseava-se na média histórica e alcançou o período de crise.

A principal dificuldade foi em obter dados ou informações que pudessem contribuir ainda mais para a pesquisa. Nota-se que essa pesquisa não abordou os valores intangíveis, como marca, redes, alianças estratégicas, tecnologia, capital intelectual, inovação, cultura do ambiente de trabalho entre outras.

Outra limitação advém de incertezas relacionadas a previsões a respeito da economia brasileira, visto que são utilizados alguns indicadores econômicos históricos na falta de índices futuros confiáveis.

Conclui-se que é possível avaliar uma empresa de grande porte, listada em bolsa de valores, através de dados históricos e informações restritas, por meio de um método aprimorado como o FCD. Prova-se que a capacidade do fluxo de caixa livre traduz a capacidade que as empresas têm em conferir valor aos sócios, pois relaciona eficiência da estrutura operacional com fatores de mercado.

Este trabalho contribui com a aplicabilidade de um método que avalie uma empresa de forma eficiente, agregando risco na tomada de decisão, entretanto, mais esforço deve ser feito

para abranger novos indicadores que influenciem na mensuração real dos valores de mercado das empresas e contribua para negociações próprias do mundo real. É preciso que novas pesquisas possam surgir para que outros métodos ainda mais completos preencham essa lacuna

REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSOCIAÇÃO Brasileira de Normas Técnicas. **NBR 653.4-1** Avaliação de Bens- Parte 4- empreendimentos. Rio de Janeiro, 2001.
- BARROS, Betania T.; RODRIGUES, Suzana B. **Fusões, aquisições e parcerias**. São Paulo: Atlas, 2001.
- BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; EHRHARDT, M. C. **Administração financeira: teoria e prática**. 13.ed. São Paulo: *Cengage Learning*, 2012.
- CASTRO, A. L. **Avaliação de investimento de capital em projetos de geração termoelétrica no setor elétrico brasileiro usando teoria das opções reais**. 2000. 106 p. Dissertação (Mestrado em Administração), Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2000.
- COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **A face oculta da avaliação**. São Paulo: Makron Books, 2002.
- _____. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- _____. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.
- _____. **Valuation: como avaliar empresas e escolher as melhores ações**. Rio de Janeiro: LTC, 2016.
- EHRBAR, Al. **EVA – valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação da riqueza**. Rio de Janeiro: Qualitymark. 1999.
- FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática**. São Paulo: Editora Atlas, 1995.
- FRANZOI, Fabrisia. O impacto da redução do IPI do veículos automotores, em virtude da crise financeira. **Revista Direito**, UNIDAVI. N.2, Junho 2012. Disponível em: <<http://www.revistadireito.unidavi.edu.br/edicoes-antteriores/revista-2-junho-2012/oimpactodareducaodoipidosveiculosautomotoresemvirtudedacrisefinanceira>> . Acesso em: 20 fev. 2018
- FREITAS, Maria C. P. de. **Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito**. São Paulo: Estudos Avançados, 23 (66), 2009, p.125-145
- GIL, Antônio C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. São Paulo: Editora Atlas, 2002.

- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. São Paulo: Addison Wesley, 2004.
- GORDON, Myron J. *The investment, financing, and valuation of the corporation*. Illinois: Irwin, 1962.
- INSTITUTO ASSAF. **Indicadores da Economia**. Disponível em: <<http://www.institutoassaf.com.br/2012/indicadoreseconomicos.aspx>>. Acesso em: 10 jan. 2018.
- INVESTING.COM. **Magazine Luiza S.A.** Disponível em: <<https://br.investing.com/equities/magaz-luiza-on-nm>>. Acesso em: 10 jan. 2018.
- IPEADATA. **Embi+ Risco-Brasil**. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=40940&module=m>>. Acesso em: 10 jan. 2018.
- LINTNER, John V. *The Valuation of risk assets and the selection of risky investments in stock portfolios and capital budgets*. **Review of Economics and Statistics**, v. 47, n. 1, p. 13-37, fev. 1965.
- MARKOWITZ, Harry M. *Portfolio Selection*. **The Journal of Finance**. v. 7. n. 1. 1952.
- _____. *Portfolio Selection: efficiency diversification of investments*. New York: Wiley. 1959.
- MARTELANC, R.; PASIN, R.; PEREIRA, F. **Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.
- MARTINEZ, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. **In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**, 23º, Anais... Foz do Iguaçu, 1999.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MINARDI, A. M. A. F. Teoria de opções aplicada a projetos de investimentos. **Revista de administração de empresas - RAE**, São Paulo, v. 40, n. 2, p. 74-79, abr./jun. 2000.
- MÜLLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de avaliação de empresas. **Revista FAE**, Curitiba, v. 6, n. 2, p. 97-112, maio/dez. 2003.
- POVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. São Paulo: Elsevier, 2012.
- ROSS, S. A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Corporate Finance**. 10.ed. Porto Alegre: AMGHI, 2015.
- PORTAL DA CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Câmara dos Deputados**. Disponível em: <<http://www.camara.gov.br/sileg/integras/634961.pdf>>. Acesso em: 20 fev. 2018

- SANTOS, E. M.; PAMPLONA, E. O. Teoria das opções reais: uma abordagem estratégica para análise de investimentos. **In: ENCONTRO NACIONAL DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO**, 21°. Anais... Salvador, 2001.
- SHARPE, N. F. Capital Asset Prices: *A Theory of market Equilibrium Under Conditions of Risk*. *The Journal of Finance*, v. 19, n. 1, 1964.
- _____. *Portfolio theory and capital markets*. New York: McGraw-Hill, 1970.
- STEWART, G. Bennet. *Em busca do valor: o guia de EVA para estrategistas*. Porto Alegre: Bookman, 2005.
- STRIEDER, Roque. **Diretrizes para elaboração de projetos de pesquisa: metodologia do trabalho científico**. Joaçaba: Ed. Unoesc, 2009.
- TRIZI, J. S. **Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil**. 2004. 77 p. Trabalho de conclusão de curso (Monografia). Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.
- WERNKE, R. LEMBECK, M. Valor econômico adicionado (EVA). **Revista Brasileira de Contabilidade**, Brasília, ano XXIX, n. 121, p. 84-90, jan/fev. 2000.
- YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. Porto Alegre: Bookman, 2001.
- VIA VAREJO: RELAÇÕES COM INVESTIDORES. **Informações Financeiras**. Disponível em: <http://ri.viavarejo.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53010>. Acesso em: 02 nov. 2017.

APÊNDICE A FICHA DE AVALIAÇÃO DE TG-II – FACE/UFGD

Título do Trabalho: Avaliação de uma Empresa pelo Método do Fluxo de Caixa

Descontado: o caso da Via Varejo S.A.

Nome do Aluno: Gustavo Henrique dos Santos Neves

Orientador: Dr. Régio Márcio Toesca Gimenes

Avaliador(a):

Itens a serem avaliados	Critérios de Avaliação
Conteúdo do Trabalho. Caráter analítico da monografia. Consistência das conclusões com o corpo do trabalho. Nível e qualidade do referencial teórico.	() Ausente () Incompleto () Satisfatório () Bom
Desenvolvimento lógico do tema (Introdução, desenvolvimento, conclusão). Metodologia adequada aos objetivos estabelecidos.	() Ausente () Incompleto () Satisfatório () Bom
Posicionamento crítico em relação ao tema desenvolvido.	() Ausente () Incompleto () Satisfatório () Bom
Clareza e correção na linguagem. Cumprimento das normas do Regulamento.	() Ausente () Incompleto () Satisfatório () Bom
Apresentação e defesa oral: domínio do conteúdo, utilização de linguagem específica, argumentação, concisão e precisão nas respostas.	() Ausente () Incompleto () Satisfatório () Bom

Legenda: Ausente: Não existe tal aspecto no trabalho apresentado.

Incompleto: O item analisado se apresenta com diversas falhas e faltas.

Satisfatório: O item analisado está satisfatório, porém necessita de melhorias.

Bom: O item analisado atendeu aos requisitos exigidos.

Avaliador:			
Conceito:	() Reprovado	() Aprovado com Ressalvas	() Aprovado
Observações:			() A () B

Legenda: Reprovado: O trabalho não apresenta requisitos mínimos de aprovação, pois, os aspectos analisados estão, em sua maioria, “Ausentes” ou “Incompletos”.

Aprovado com Ressalvas: O trabalho apresenta algumas falhas, aspectos incompletos e, com a devida correção, apresenta condições de aprovação.

Aprovado: (A) O trabalho, na maioria dos aspectos analisados, , avalia-se como “Bom”

(B) O trabalho necessita de correções de formatação, de ortografia, de sugestões e ajustes conforme apontamentos no texto, porém não compromete os resultados. Predominam os aspectos analisados como “Satisfatórios”.

Dourados, ____ de ____ de ____.

Orientador

Membro

Membro

APÊNDICE B**TERMO DE CESSÃO DE DIREITOS AUTORAIS E AUTORIZAÇÃO PARA
INSERÇÃO DE TRABALHO DE GRADUAÇÃO NOS MEIOS ELETRÔNICOS DE
DIVULGAÇÃO DISPONIBILIZADOS E UTILIZADOS PELA UFGD**

Eu, Gustavo Henrique dos Santos Neves, Analista de operações, residente na Rua Ponta Porã, 1815, Vila Planalto, em Dourados-MS, RG nº 2144651 SSP/MS, inscrito sob o CPF nº 891.284.782-15, aluno do Curso de Administração da Universidade Federal da Grande Dourados, matriculado sob número 2014062251101, venho, por meio do presente, **AUTORIZAR** a inserção do meu Trabalho Final de Graduação, Aprovado em banca, intitulado Avaliação de uma Empresa pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Via Varejo S.A; nos meios eletrônicos de divulgação disponibilizados e utilizados pela universidade, bem como em qualquer outro meio eletrônico de divulgação utilizado pela Instituição, para os específicos fins educativos, técnicos e culturais de divulgação institucional e não-comerciais.

DECLARO, dessa forma, que **cedo, em caráter gratuito e por tempo indeterminado**, o inteiro teor do meu Trabalho de Graduação acima identificado, cuja cópia, por mim rubricada e firmada, segue em anexo, **para que possa ser divulgada através do(s) meio(s) acima referido(s)**.

DECLARO, ainda, que sou **autor e único e exclusivo responsável** pelo conteúdo do mencionado Trabalho de Graduação.

AUTORIZO, ainda, a Universidade a **remover** o referido Trabalho do(s) local(is) acima referido(s), a **qualquer tempo e independentemente de motivo e/ou notificação prévia** à minha pessoa.

Em Dourados-MS, 09 de Fevereiro de 2018.

Assinatura:

Nome Completo: Gustavo Henrique dos Santos Neves

ANEXO A – BALANÇO PATRIMONIAL

Ativo	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Ativo Total	11674,9	12082,5	13457,8	16004	16288	17527
Ativo Circulante	8402	8512,5	8984,6	10717	10671	10708
Caixa e Equivalentes de Caixa	1425,8	2581,1	3508,9	4448	5580	4030
Caixa e Bancos	266,2	134,9	111,7	188	0	0
Aplicações Financeiras	1159,6	2446,2	3397,1	4260	0	0
Aplicações Financeiras	0	0	24,5	0	0	0
Contas a Receber	3616,5	2403,2	2239,9	2338	1915	2782
Clientes	3443,6	2222,7	2136,1	0	0	0
Outras Contas a Receber	173	180,5	103,8	0	0	0
Estoques	2688,1	2697,5	2336	2984	2578	3054
Tributos a Recuperar	449,4	614,9	579	486	296	581
Despesas Antecipadas	39,5	29,3	46,7	0	33	23
Outros Ativos Circulantes	182,6	186,4	249,7	461	269	238
Ativo Não Circulante	3273	3570	4473,2	5287	5617	6819
Ativo Realizável a Longo Prazo	2157,1	2327,1	1836,9	2107	3008	3980
Contas a Receber	145,4	134,5	136,3	105	98	182
Tributos Diferidos	793,8	698,1	349,9	87	286	295
Despesas Antecipadas	1	0,2	0,3	0	0	0
Créditos com Partes Relacionadas	396,5	314,3	306,2	391	408	549
Outros Ativos Não Circulantes	820,5	1180	1044,1	1524	2216	2954
Investimentos	97	92,5	669,3	809	122	144
Imobilizado	911,9	1027,3	1149,5	1313	1407	1438
Intangível	106,9	123	817,5	1058	1080	1257
Passivo e Patrimônio Líquido						
Passivo Total	11674,9	12082,5	13457,8	16004	16288	17527
Passivo Circulante	6877,5	7439,3	7809,4	9719	9468	12057
Obrigações Sociais e Trabalhistas	383	312,4	314,6	395	465	477
Fornecedores	2857,5	3132,5	3149,9	4132	3783	5618
Obrigações Fiscais	240,3	461	528,4	503	489	600
Empréstimos e Financiamentos	2858,7	2791,8	3055	3409	2679	3532
Outras Obrigações	32,6	114,5	54,4	1280	2052	1830
Provisões	505,4	627	706,3	0	0	0
Passivo Não Circulante	2121,9	1647,5	1697,6	1570	2574	2662
Empréstimos e Financiamentos	1502,2	999,3	906,7	297	580	407
Outras Obrigações	459,7	480,2	415,2	701	1188	1335
Tributos Diferidos	0	3,4	3,2	3	27	14
Provisões	160,1	164,7	372,5	569	779	906
Patrimônio Líquido Consolidado	2675,5	2995,6	3950,8	4715	4246	2808
Capital Social Realizado	2895,5	2895,5	2895,5	2895	2895	2895
Reservas de Capital	42,1	44,2	271	369	507	-886
Reservas de Lucros	25	15,1	15,1	1451	894	799
Lucros/Prejuízos Acumulados	-325,9	0	769,3	0	0	0
Ajustes Acumulados de Conversão	0	0	0	0	-50	0
Participação dos Acionistas Não Controladores	38,9	40,9	0	0	0	0

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXO B – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIOS

Demonstração do Resultado (em milhões de reais)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	21.016,7	22.846,2	21.755,9	22.674,0	19.268,0	19.819,0
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	- 14.967,8	- 16.497,8	- 15.055,8	- 15.319,0	- 13.095,0	- 13.113,0
Resultado Bruto	6.048,9	6.348,4	6.700,1	7.355,0	6.173,0	6.706,0
Despesas/Receitas Operacionais	- 5.198,7	- 5.134,5	- 4.462,8	- 5.264,0	- 5.466,0	- 5.993,0
Despesas com Vendas	- 3.769,3	- 3.734,6	- 4.419,0	- 4.557,0	- 4.440,0	- 4.814,0
Despesas Gerais e Administrativas	- 938,2	- 925,9	- 537,5	- 531,0	- 502,0	- 630,0
Outras Receitas Operacionais	24,2	54,8	854,7	20,0	-	-
Outras Despesas Operacionais	- 531,3	- 528,4	- 376,1	- 199,0	- 339,0	- 362,0
Resultado de Equivalência Patrimonial	15,9	0,5	15,1	3,0	- 185,0	6.519,0
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	850,2	1.213,9	2.237,4	2.091,0	707,0	713,0
Resultado Financeiro	- 691,9	- 677,4	- 550,7	- 679,0	- 627,0	- 776,0
Receitas Financeiras	256,2	180,7	263,9	357,0	-	-
Despesas Financeiras	- 948,1	- 858,1	- 814,6	- 1.036,0	-	-
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	158,3	536,5	1.686,6	1.412,0	80,0	63,0
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	- 54,5	- 214,4	- 512,0	- 474,0	- 66,0	- 32,0
Corrente	- 121,4	- 115,4	- 188,0	- 287,0	-	-
Diferido	67,0	99,0	324,0	187,0	-	-
Resultado Líquido das Operações Continuadas	103,9	322,2	1.174,6	938,0	14,0	95,0
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	-	-	- 30,1	-	-	-
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	103,9	322,2	1.144,5	938,0	14,0	95,0

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXO C – DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIOS PROJETADOS

	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16
Demonstração do Resultado (em milhões de reais)										
Receta de Venda de Bens e/ou Serviços	19.660,08	19.502,43	19.346,05	19.190,92	19.037,04	18.884,39	18.732,96	18.582,75	18.433,74	18.285,93
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	13.576,02	13.467,16	13.359,17	13.252,05	13.145,79	13.040,38	12.935,81	12.832,08	12.729,19	12.627,12
Resultado Bruto	6.084,06	6.035,27	5.986,88	5.938,87	5.891,25	5.844,01	5.797,15	5.750,66	5.704,55	5.658,81
Despesas/Receitas Operacionais	4.900,15	4.860,86	4.821,88	4.782,22	4.744,86	4.706,82	4.669,07	4.631,63	4.594,49	4.557,65
Despesas com Vendas	3.998,35	3.966,29	3.934,48	3.902,93	3.871,64	3.840,59	3.809,79	3.779,25	3.748,94	3.718,88
Despesas Gerais e Administrativas	626,29	621,26	616,28	611,34	606,44	601,58	596,75	591,97	587,22	582,51
Outras Receitas Operacionais	143,25	142,10	140,96	139,83	138,71	137,60	136,49	135,40	134,31	133,24
Outras Despesas Operacionais	361,52	358,62	355,75	352,89	350,06	347,26	344,47	341,71	338,97	336,25
Resultado de Equivalência Patrimonial	1.051,44	1.043,01	1.034,65	1.026,35	1.018,12	1.009,96	1.001,86	993,83	985,86	977,95
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	1.183,92	1.174,43	1.165,01	1.155,67	1.146,40	1.137,21	1.128,09	1.119,04	1.110,07	1.101,17
Resultado Financeiro	621,02	616,04	611,10	606,20	601,34	596,51	591,73	586,99	582,28	577,61
Receitas Financeiras	157,20	155,94	154,69	153,45	152,22	151,00	149,78	148,58	147,39	146,21
Despesas Financeiras	543,29	538,93	534,61	530,33	526,07	521,86	517,67	513,52	509,40	505,32
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	562,89	558,37	553,90	549,46	545,05	540,68	536,34	532,04	527,78	523,54
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	201,37	199,76	198,16	196,57	194,99	193,43	191,88	190,34	188,81	187,30
Corrente	105,27	104,42	103,59	102,76	101,93	101,11	100,30	99,50	98,70	97,91
Diferido	79,57	78,94	78,30	77,68	77,05	76,44	75,82	75,21	74,61	74,01
Resultado Líquido das Operações Continuadas	361,54	358,65	355,77	352,92	350,09	347,28	344,50	341,73	338,99	336,27
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	4,53	4,50	4,46	4,43	4,39	4,35	4,32	4,28	4,25	4,22
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	357,01	354,15	351,31	348,49	345,70	342,93	340,18	337,45	334,74	332,06

Fonte: Elaborado pelo autor.

ANEXO D – MÉDIA DAS CONTAS DAS DEMONSTRAÇÕES DE RESULTADOS DOS EXERCÍCIO

Demonstração do Resultado (em R\$ mil)	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Média	Percentuais Projetados
Receita de Venda de Bens e ou Serviços	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	100,00%	-
Custo dos Bens e ou Serviços Vendidos	-71,22%	-64,97,80	-72,21%	-69,20%	-67,56%	-67,96%	-66,16%	-69,03%
Resultado Bruto	28,78%	6.348,40	27,79%	30,80%	32,44%	32,04%	33,84%	30,93%
Despesas Receitas Operacionais	-24,74%	-5.134,50	-22,47%	-20,51%	-23,22%	-28,37%	-30,24%	-24,92%
Despesas com Vendas	-17,93%	-3.734,60	-16,35%	-20,31%	-20,10%	-23,04%	-24,29%	-20,34%
Despesas Gerais e Administrativas	-4,46%	-923,9	-4,05%	-2,47%	-2,34%	-502	-3,18%	-3,19%
Outras Receitas Operacionais	0,12%	54,8	0,24%	3,93%	0,09%	0	0,00%	0,73%
Outras Despesas Operacionais	-2,33%	-531,3	-2,31%	-1,73%	-0,88%	-339	-1,83%	-1,84%
Resultado de Equivalência Patrimonial	0,08%	15,9	0,00%	0,07%	0,01%	-185	32,89%	5,35%
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	4,05%	850,2	5,31%	10,28%	9,22%	707	3,60%	6,02%
Resultado Financeiro	-3,29%	-691,9	-2,97%	-2,53%	-2,99%	-627	-3,92%	-3,16%
Receitas Financeiras	1,22%	256,2	0,79%	1,21%	1,57%	0	0,00%	0,80%
Despesas Financeiras	-4,51%	-948,1	-3,76%	-3,74%	-4,57%	0	0,00%	-2,76%
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	0,75%	158,3	2,33%	7,75%	6,23%	80	-0,32%	2,86%
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	-0,26%	-54,5	-0,94%	-2,35%	-2,09%	-66	-0,16%	-1,02%
Corrente	-0,58%	-121,4	-0,51%	-0,86%	-1,27%	0	0,00%	-0,54%
Diferido	0,32%	67	0,32%	-1,49%	-0,82%	0	0,00%	-0,40%
Resultado Líquido das Operações Contínuas	0,49%	103,9	1,41%	5,40%	4,14%	14	-0,48%	1,84%
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	0,00%	0	0,00%	-0,14%	0,00%	0	0,00%	-0,02%
Lucro Prejuízo Consolidado do Período	0,49%	103,9	1,41%	5,26%	4,14%	14	-0,48%	1,82%

Fonte: Elaborado pelo autor.