

UNIVERSIDADE TECNOLÓGICA FEDERAL DO PARANÁ
DEPARTAMENTO ACADÊMICO DE GESTÃO E ECONOMIA
MBA EM GESTÃO EMPRESARIAL

ISABELLE CALDAS LORENZI

**COMPARAÇÃO DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS - *VALUATION***

MONOGRAFIA DE MBA

CURITIBA
2018

ISABELLE CALDAS LORENZI

**COMPARAÇÃO DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE
EMPRESAS - *VALUATION***

Monografia apresentada ao Curso MBA em Gestão Empresarial, do Departamento Acadêmico de Gestão e Economia, da Universidade Tecnológica Federal do Paraná - UTFPR, como requisito parcial para obtenção do certificado de Especialista em Gestão Empresarial.

Orientadora: Prof^a. Dr^a. Kátia Regina Hopfer

CURITIBA

2018

TERMO DE APROVAÇÃO

COMPARAÇÃO DOS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - *VALUATION*

Esta monografia foi apresentada no dia 05 de março de 2018, como requisito parcial para obtenção do título de Especialista em MBA em Gestão Empresarial – Departamento Acadêmico de Gestão e Economia - Universidade Tecnológica Federal do Paraná. A candidata Isabelle Caldas Lorenzi apresentou o trabalho para a Banca Examinadora composta pelos professores abaixo assinados. Após a deliberação, a Banca Examinadora considerou o trabalho aprovado.

Prof^a. Dr^a. Kátia Regina Hopfer
Orientadora

Prof. Dr. Antonio Gonçalves de Oliveira
Banca

Prof^a. Dr^a. Luci Inês Basseto
Banca

Visto da coordenação:

Prof. Dr. Paulo Daniel Batista de Sousa

A folha de aprovação assinada encontra-se na coordenação do curso.

Dedico este trabalho à minha família e amigos que sempre estiveram ao meu lado, especialmente durante minha pós-graduação em Gestão Empresarial.

AGRADECIMENTOS

A Deus pelo dom da vida e por iluminar o meu caminho durante mais uma conquista.

Aos meus pais, ao meu irmão e sua esposa pelo apoio, carinho e incentivo em todos os momentos da minha vida.

A minha sobrinha Laura que trouxe alegria e esperança a todos.

A todos os meus amigos e ao Bruno pela compreensão das minhas ausências e, principalmente, pelos momentos de descontração.

A minha orientadora Professora Dra. Kátia Regina Hopfer, e a todos os professores da pós-graduação em Gestão Empresarial da UTFPR por todo conhecimento compartilhado e dedicação.

A todos vocês o meu muito obrigada!

*"Eu estou convencido que a metade do que
separa empreendedores de sucesso dos não
sucedidos é puramente perseverança"*

(Steve Jobs)

RESUMO

LORENZI, Isabelle. Comparação dos Métodos de Avaliação de Empresas - *Valuation*. 2018. 44 f. Monografia (MBA em Gestão Empresarial), Departamento de Gestão e Economia, Universidade Tecnológica Federal do Paraná, 2018.

O objetivo deste trabalho consiste em analisar, com base em pesquisa bibliográfica, os métodos de avaliação de empresa mais utilizados no mercado brasileiro, com ênfase no método do fluxo de caixa descontado (FCD), considerando suas três abordagens, da empresa, do acionista e de dividendos, e avaliação por múltiplos, descrevendo suas premissas, aplicações, principais vantagens e limitações. Uma vez que o mercado de aquisições, fusões, cisões e reestruturações organizacionais apresentou intensa atividade global nas últimas décadas e para a concretização de tais operações foi necessário definir o valor justo desses negócios. O trabalho foi desenvolvido com base em pesquisa bibliográfica, com abordagem qualitativa, para tal foram selecionados e analisado 8 trabalhos publicados em periódicos nacionais. Os resultados deste estudo apontam o fluxo de caixa descontado como o método mais utilizado no mercado brasileiro, em qualquer setor e porte, devido a facilidade de manipulação e obtenção dos dados necessários à avaliação. O método de avaliação por múltiplos apresentou-se como satisfatório para empresas de grande porte e de capital aberto, é também um excelente balizador dos demais métodos. Quanto às oportunidades para pesquisas futuras destaca-se o teste empírico dos métodos apresentando neste trabalho, bem como dos demais métodos de avaliação de empresas, em empresas dos diversos setores da economia brasileira.

Palavras-chave: Avaliação de empresas. Fluxo de caixa descontado. Avaliação por múltiplos. Valor justo.

ABSTRACT

LORENZI, Isabelle. Comparison of Valuation Methods. 2018. 44 f. Monografia (MBA em Gestão Empresarial), Departamento de Gestão e Economia, Universidade Tecnológica Federal do Paraná, 2018.

The objective of this study is to analyze, based on bibliographical research, the methods of valuation of companies most used in the Brazilian market, with emphasis on the discounted cash flow method (CDF), considering its three approaches, the company, the shareholder and of dividends, and valuation by multiples, describing its premises, applications, main advantages and limitations. Since the market for acquisitions, mergers, split-up of partnerships and organizational restructuring has shown intense global activity in the last decades and for the accomplishment of such operations it was necessary to define the fair value of these businesses. The work was developed based on bibliographical research, with a qualitative approach, for which eight papers published in national journals were selected and analyzed. The results of this study indicate the discounted cash flow as the most used method in the Brazilian market, in any sector and size, due to the ease of manipulation and obtaining the necessary data for the valuation. The valuation by multiples method presented as satisfactory for large and public companies, it is also an excellent indicator to other methods. Regarding the opportunities for future research, we highlight the empirical test of the methods presented in this paper, as well as other methods of valuation, in companies of different sectors of the Brazilian economy.

Keywords: Valuation. Discounted cash flow. Valuation using multiples. Fair value.

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Figura 1 - Valor da Empresa	22
Figura 2 - Ilustração FCDE.....	24
Figura 3 - Ilustração FCDA.....	266

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Estrutura FCDE.....	23
Tabela 2 - Estrutura FCDA.....	255
Tabela 3 - Artigos selecionados para leitura exploratória.....	34
Tabela 4 - Artigos selecionados para leitura seletiva.	35
Tabela 5 - Síntese da Pesquisa Bibliográfica.....	40

LISTA DE ABREVIATURAS, SIGLAS E ACRÔNIMOS

ANPAD	Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração
CAPEX	do inglês <i>Capital Expenditure</i> (Investimentos em Bens de Capital)
CSLL	Contribuição Social sobre o Lucro Líquido
EBITDA	do inglês <i>Earnings Before Interests, Taxes, Depreciations and Amortization</i> (Lucros antes de Juros, Impostos, Depreciação e Amortização)
FCO	Fluxo de Caixa Operacional
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCDA	Fluxo de Caixa Descontado dos Acionistas
IRPJ	Imposto de Renda – Pessoa Jurídica
FCDE	Fluxo de Caixa Descontado das Empresas
NOPAT	do inglês <i>Net Operating Profit After Taxes</i> (Lucro Operacional Líquido após os Impostos)
PL	Patrimônio Líquido
WACC	do inglês <i>Weighted Average Capital Cost</i> (Custo Médio Ponderado do Capital)

SUMÁRIO

1. INTRODUÇÃO	13
1.1. TEMA	13
1.2. DELIMITAÇÕES DA PESQUISA	15
1.3. PROBLEMA	15
1.4. OBJETIVO	15
1.4.1. Objetivo geral.....	15
1.4.2. Objetivos específicos.....	16
1.5. JUSTIFICATIVA	16
1.6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	16
1.7. EMBASAMENTO TEÓRICO	17
1.8. ESTRUTURA DO TRABALHO.....	17
2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	19
2.1. A GESTÃO BASEADA EM VALOR	19
2.2. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - <i>VALUATION</i>	20
2.2.1. Método do fluxo de caixa descontado	21
2.2.2. Método de avaliação por múltiplos	29
3. METODOLOGIA DA PESQUISA	32
3.1. TIPO DE ESTUDO	32
3.2. SUJEITOS, PROCEDIMENTOS E DESCRIÇÃO DOS DADOS.....	33
4. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS	36
4.1. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	36
4.2. SÍNTESE DOS RESULTADOS.....	40
5. CONSIDERAÇÕES FINAIS	41
REFERÊNCIAS	433

1.

2. INTRODUÇÃO

Nesta seção, faz-se a contextualização da importância da avaliação de empresas no âmbito da gestão empresarial com base na bibliografia pertinente ao assunto.

2.1. TEMA

A administração financeira é fundamental para a organização das empresas. Decisões relacionadas à orçamento de capital, estrutura de capital e administração de capital de giro compreendem as funções do administrador financeiro. O orçamento de capital envolve o planejamento e a gestão de investimentos a longo prazo, enquanto a estrutura de capital refere-se à combinação de recursos, próprios ou de terceiros, para sustentar os investimentos planejados. Por fim, a administração de capital de giro visa assegurar recursos suficientes para a continuidade das atividades cotidianas das organizações, refere-se, portanto, aos ativos e passivos de curto prazo. (ROSS, WESTERFIELD, JORDAN, 2008)

Por conseguinte, a administração financeira não se limita a maximização do lucro apenas, mas baseia-se principalmente na maximização do valor de mercado do capital dos acionistas, proprietários existentes. (ROSS, WESTERFIELD, JORDAN, 2008)

Em paralelo, o mercado de aquisições, fusões, cisões e reestruturações organizacionais apresentou intensa atividade global nas últimas décadas. No Brasil, devido principalmente ao crescimento econômico da última década, e para a concretização de tais operações foi necessário definir o valor justo desses negócios. Isto significa definir o valor que reflete o retorno esperado baseado em projeções de desempenho futuro coerentes com a realidade do negócio em avaliação (NETO, 2014).

Neste sentido, o crescimento econômico implica na expectativa futura das organizações e no valor de mercado de seus patrimônios, influenciando a diversificação de investidores. Pesquisas internacionais indicam o mercado brasileiro como um mercado potencial para investidores principalmente norte-americanos, tanto no curto, como no longo prazo, com ressalvas em relação à atual instabilidade político-econômica. Salientam que o Brasil, bem como a Índia, possui boas oportunidades a serem exploradas por investidores que buscam diversificar seus investimentos com uma boa rentabilidade. (WENZEL, 2013)

Logo, pode-se afirmar que as empresas são valoradas de acordo com a rentabilidade que fornecem aos seus investidores, motivando a correta avaliação dos seus ativos.

Diante disso, é possível perceber a importância que a avaliação de empresas tem no contexto da administração financeira e a escolha do método mais adequado para realizar uma avaliação é o grande desafio.

A avaliação de empresas depende, na sua maioria, das expectativas futuras de desempenho, da previsão de fluxos de caixa futuros e da consideração de todos os riscos envolvidos nas empresas. Assim como de variáveis subjetivas como credibilidade de mercado e valor da marca da empresa ou de seus produtos, além de depender das influências e expectativas do analista. (NETO, 2014)

Neste contexto, há vários métodos de avaliação de empresas que podem ser usados em conjunto, uma vez que o uso isolado de um método não favorece o desempenho final devido às variáveis subjetivas anteriormente citadas. Por isso, Damodaran (2007) afirma que a qualidade de uma avaliação é diretamente proporcional à qualidade dos dados, informações e do tempo despendido em compreender a empresa avaliada.

Diante do exposto, este trabalho visa identificar e analisar os métodos de avaliação de empresas mais utilizados nas pesquisas acadêmicas brasileiras da ANPAD (Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração) dos últimos 15 anos, descrevendo suas premissas e principais vantagens e desvantagens. Para então responder à questão que norteia este estudo: qual o método de avaliação mais utilizado nas pesquisas acadêmicas brasileiras que traduz o valor justo de venda de uma empresa?

2.2. DELIMITAÇÕES DA PESQUISA

A pesquisa deste trabalho consistirá de um ensaio-teórico, que utiliza pesquisa bibliográfica em livros, publicações científicas e sites, sobretudo em periódicos nacionais e no ANPAD, nos quais buscou-se artigos publicados nos últimos 15 anos para proceder uma revisão da literatura existente.

2.3. PROBLEMA

Diante da importância que a avaliação de empresas tem no contexto da administração financeira e do desafio da escolha do método mais adequado para realizar uma avaliação, pergunta-se: **qual o método de avaliação mais utilizado nas pesquisas acadêmicas brasileiras que traduz o valor justo de venda de uma empresa?**

2.4. OBJETIVO

Nesta seção serão apresentados o objetivo geral e os específicos deste trabalho, relativos ao problema anteriormente descrito.

2.4.1. Objetivo geral

Identificar e analisar os métodos de avaliação de empresas mais utilizados nas pesquisas acadêmicas brasileiras da ANPAD (Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração) dos últimos 15 anos.

2.4.2. Objetivos específicos

- Selecionar e analisar trabalhos acadêmicos publicados nos últimos 15 anos;
- Comparar os métodos utilizados nos trabalhos selecionados para definição das principais premissas, aplicações, vantagens e limitações de cada método.

2.5. JUSTIFICATIVA

O crescente número de fusões e aquisições em uma economia globalizada, o processo brasileiro de privatizações, o grande número de processos judiciais de cisão, dissolução parcial ou total de sociedades, além das oscilações de preços de ações em bolsas de valores no Brasil e no mundo são razões que por si justificam, a elaboração de mais trabalhos acadêmicos sobre avaliação de empresas.

Dada a formação e atuação da autora deste trabalho, bacharel em Engenharia Civil e profissional da área de consultoria com atuação em projetos de avaliação de empresas, finanças corporativas e fusões e aquisições, optou-se pela discussão deste tema para aprofundamento do conhecimento e melhora da sua atuação profissional.

2.6. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

O procedimento metodológico adotado por este trabalho levou em consideração a escolha do tema, a sua relevância e o objetivo geral. Para este fim, foi adotada a pesquisa qualitativa e bibliográfica. Conforme define Gil (2002),

a pesquisa bibliográfica é desenvolvida a partir de material já elaborado, como livros e artigos científicos.

Assim, a pesquisa foi feita a partir da técnica da coleta de dados qualitativa, sendo as fontes revistas especializadas, livros, *sites* na internet, artigos de jornais, trabalhos acadêmicos e periódicos. Posteriormente, foram selecionados e analisados 8 trabalhos publicados em periódicos nacionais e no ANPAD.

2.7. EMBASAMENTO TEÓRICO

Serão utilizados como referencial teóricos os livros *Valuation – Métricas de Valor & Avaliação de Empresas*, NETO, Alexandre A. (2014); *Avaliação de Empresas* DAMODARAN, Aswath (2007); *Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e Gerenciando o Valor das Empresas*, COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN (2002); Jack; *Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento*, Soutes, Dione; Schvirck, Eliandro e Machado, Marcia (2006); entre outras referências identificadas ao longo desta pesquisa.

2.8. ESTRUTURA DO TRABALHO

O trabalho terá a seguinte estrutura.

Capítulo 1 – Introdução: serão apresentados o tema, as delimitações da pesquisa, o problema, os objetivos da pesquisa e justificativa, os procedimentos metodológicos, as indicações para o embasamento teórico, e a estrutura geral do trabalho.

Capítulo 2 – Fundamentação Teórica: será abordado os fundamentos dos métodos de avaliação de empresas mais usuais no mercado.

Capítulo 3 – Metodologia: apresentação da metodologia empregada para avaliação dos métodos de avaliação mais usuais no mercado brasileiro, através da pesquisa qualitativa e bibliográfica

Capítulo 4 – Apresentação e Análise dos Resultados: tendo como base os procedimentos metodológicos, neste capítulo serão descritos os resultados obtidos e feitas as devidas análises relacionadas aos objetivos deste trabalho.

Capítulo 5 – Considerações Finais: serão retomados a pergunta de pesquisa e os seus objetivos e apontado como foram solucionados, respondidos, atingidos, por meio do trabalho realizado.

3. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Nesta seção serão apresentados os principais conceitos sobre a temática em questão e encontra-se estruturada da seguinte forma: primeiramente fala-se sobre a tendência de gestão baseada em valor. Na segunda parte, apresentam-se os métodos de avaliação de empresas mais usuais no mercado brasileiro.

3.1. A GESTÃO BASEADA EM VALOR

A gestão das empresas revela importantes avanços na sua forma de atuação, saindo da postura convencional de busca por lucro e rentabilidade para um enfoque voltado à riqueza dos acionistas.

O objetivo de criar valor aos acionistas demanda estratégias financeiras diferentes das usuais, como aumento de preço e de presença de mercado, e novas medidas do sucesso empresarial. Medidas estas que devem ser voltadas à agregação de riqueza aos seus proprietários. De acordo com Neto (2014), criar valor para uma empresa vai além do objetivo de cobrir os custos explícitos identificados nas vendas. Incorpora a remuneração dos custos implícitos (custo de oportunidade do capital próprio investido), não apurado pela contabilidade tradicional nos demonstrativos de resultados, e conseqüentemente a quantificação da riqueza dos acionistas.

Neste contexto, é importante ressaltar que, nos limites de um determinado período, uma empresa pode agregar valor mesmo sem apresentar lucro neste período. O lucro traz algumas limitações como medida econômica de desempenho (NETO, 2014):

- Não incorpora o risco do negócio;
- Não inclui o custo de oportunidade;
- É apurado pelo regime de competência, e não equivale a um resultado disponível de caixa;
- Ignora o valor do dinheiro no tempo.

O valor de um negócio decorre das expectativas futuras de desempenho. Assim, a atratividade de investir em uma empresa é baseada em sua capacidade futura de gerar riqueza. Em operações de fusões e aquisições de empresas, o fundamento da avaliação recai sobre os benefícios econômicos positivos esperados, isto é, sobre os valores agregados futuros que excedem o custo de capital.

Conforme a literatura de finanças corporativas, o valor deve ser determinado para um propósito específico e deve considerar as perspectivas das partes na transação. DAMODARAN (2007) complementa demonstrando que quaisquer percepções que o analista trazer ao processo de avaliação acabarão por se incorporar ao “valor”.

Por fim, uma gestão baseada em valor prioriza a continuidade da empresa, sua sobrevivência e a capacidade de competir a longo prazo e gerar riqueza aos acionistas. Como destaca Neto (2014), é uma visão ampla que incorpora conceitos e instrumentos de avaliação de diferentes áreas.

3.2. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS - VALUATION

A expressão Avaliação de Empresas provém do termo em inglês *Valuation*, que significa valor justo de um ativo, também conhecido por *fair value*. Isto é, o preço que um ativo efetivamente vale pela sua capacidade esperada em remunerar o investidor refletindo o resultado das várias decisões financeiras, estratégicas de oportunidades futuras de crescimento (NETO, 2014).

A apuração do valor de uma empresa é, hoje, essencial para a tomada de decisões financeiras em relação à investimentos, financiamentos, dividendos, negociações de aquisições, vendas, fusões e cisões, abertura de capital e investimentos em ações.

Portanto, conforme Neto (2014), os métodos de avaliação produzem, segundo seus pressupostos e metodologias adotadas, estimativas de valor econômico da empresa. Porém, por mais rigoroso que sejam os critérios de avaliação, o valor encontrado é entendido como um valor estimado, e não um

valor definitivo (inquestionável) da empresa. Uma vez que, a precificação é desenvolvida a partir de pressupostos presentes em todos os métodos de avaliação, de certa dose de subjetividade, das informações disponíveis, das influências e das expectativas do analista, estando, portanto, sujeita a desvios.

Existem diferentes modelos de avaliação de ativos e a escolha de modelo ou da combinação de modelos representa um desafio para os gestores de empresas e para os analistas financeiros. Essa decisão envolve muitas variáveis, tais como área de atuação da empresa e porte da mesma, capacidade de geração de caixa, presença de negócios similares no mercado e objetivos da avaliação.

Segundo Damodaran (2007) há três abordagens gerais para avaliação de empresas: avaliação pelo fluxo de caixa descontado da empresa, que avalia um ativo baseada no valor presente dos fluxos de caixa projetados para este ativo; avaliação relativa ou avaliação por múltiplos, a qual estima o valor de um ativo analisando a precificação de ativos similares em relação a uma variável comum; e, a avaliação de empresas através dos modelos de precificação de opções reais.

Neste trabalho serão abordados dois métodos de avaliação: Método do Fluxo de Caixa Descontado e Método de Múltiplos de Mercado.

O primeiro projeta os fluxos de caixa futuros e os desconta a valor presente, e o segundo método tem como objetivo balizar o valor de empresas comparando com outras do mesmo setor.

3.2.1. Método do fluxo de caixa descontado

O método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) determina o valor da empresa pelo fluxo de caixa da empresa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que reflita adequadamente o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento, sendo assim, o valor da empresa se dá pela expectativa de rendimentos futuros, ao invés de ser pelo seu passado ou pelo custo de aquisição dos ativos utilizados na produção (NETO, 2014).

O método do FCD para precificar uma empresa compõe-se, de forma resumida, de quatro variáveis fundamentais:

- Fluxo de caixa futuros esperados;
- Taxa de desconto dos fluxos de caixa que deve representar a remuneração mínima exigida pelos provedores de capital, credores e acionistas;
- Risco do negócio;
- Maturidade das projeções, geralmente classificadas em período explícito (previsível) e perpetuidade (continuidade).

O valor presente calculado pelo método do FCD reflete os ativos existentes mais o valor gerado pelos retornos das oportunidades futuras de investimento, conforme formulação de cálculo ilustrada na **Figura 1**, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002)

$$\text{Valor da Empresa (Vo)} = \text{Valor Presente dos Fluxos de Caixa do Período Explícito} + \text{Valor Presente dos Fluxos de Caixa que Ocorrem após o Período Explícito}$$

Figura 1 - Valor da Empresa
Fonte: Copeland, Koller e Murrin (2002).

Conforme Damodaran (2007) o fluxo de caixa pode ser analisado sob três principais abordagens: Fluxo de Caixa Disponível da Empresa, Fluxo de Caixa Disponível do Acionista e Fluxo de Dividendos, a seguir apresentados.

a. Fluxo de Caixa Disponível da Empresa – FCDE

O FCDE também é chamado de fluxo de caixa da firma e abrange todo o fluxo de caixa da empresa a ser distribuído para os credores e acionistas, sob a forma de juros e dividendos. De acordo com Neto (2014):

O Fluxo de Caixa Disponível da Empresa é o excesso operacional de caixa pertencente aos credores e acionistas (proprietários de capital), sendo calculado a partir do resultado operacional líquido do IR (NOPAT – *Net*

Operating Profit After Taxes). É um fluxo de caixa livre por ser calculado após os reinvestimentos em ativos fixos e giro necessários para a continuidade e crescimento futuro da empresa, e desalavancado por ser obtido antes das despesas financeiras (juros sobre dívidas).

Assim, o FCDE é calculado pelo fluxo de caixa operacional (FCO), obtido pela soma do lucro operacional líquido de IRPJ/CSLL e as despesas não desembolsáveis, como a depreciação, e deduzido de todos os investimentos necessários para suportar o crescimento da empresa. A seguir é apresentada a estrutura básica de apuração do FCDE Tabela 1.

Tabela 1 - Estrutura FCDE.

Resultado Operacional Líquido de IR (NOPAT)
(+) Depreciação e Amortização
(=) Fluxo de Caixa Operacional
(-) CAPEX - <i>Capital Expenditures</i>
(-) Variação do Investimento em Giro
(=) Fluxo de Caixa Disponível da Empresa

Fonte: Neto, 2014.

Os reinvestimentos previstos no cálculo do FCDE são o CAPEX (*Capital Expenditures*) e o investimento de giro.

Segundo Neto (2014), o CAPEX representa todos os gastos, dispêndios ou despesas, de capital da empresa, os quais incluem bem tangíveis e intangíveis com vida útil esperada superior a um ano, como edificações, máquinas e equipamentos, gastos com pesquisa e desenvolvimento, patentes, investimentos em tecnologia e sistemas. Estes ativos representam dispêndios de capital realizados na expectativa de que possam gerar benefícios econômicos no futuro, e tem por objetivo a atualização tecnológica da empresa, crescimento dos negócios e de sua capacidade produtiva, modernização e substituição de ativos existentes.

A necessidade de investimento em giro é toda variação que ocorre no Capital Circulante Líquido (CCL) da empresa em razão de alterações no volume de atividade, produção e vendas, e nos prazos operacionais, ciclo de caixa, de acordo com Neto (2014).

Assim, o valor presente do FCDE descontado pelo custo total do capital (WACC), expressa o valor total da empresa, formado pela soma do valor

econômico do patrimônio líquido e o valor das dívidas (passivo), conforme a **Figura 2** a seguir.

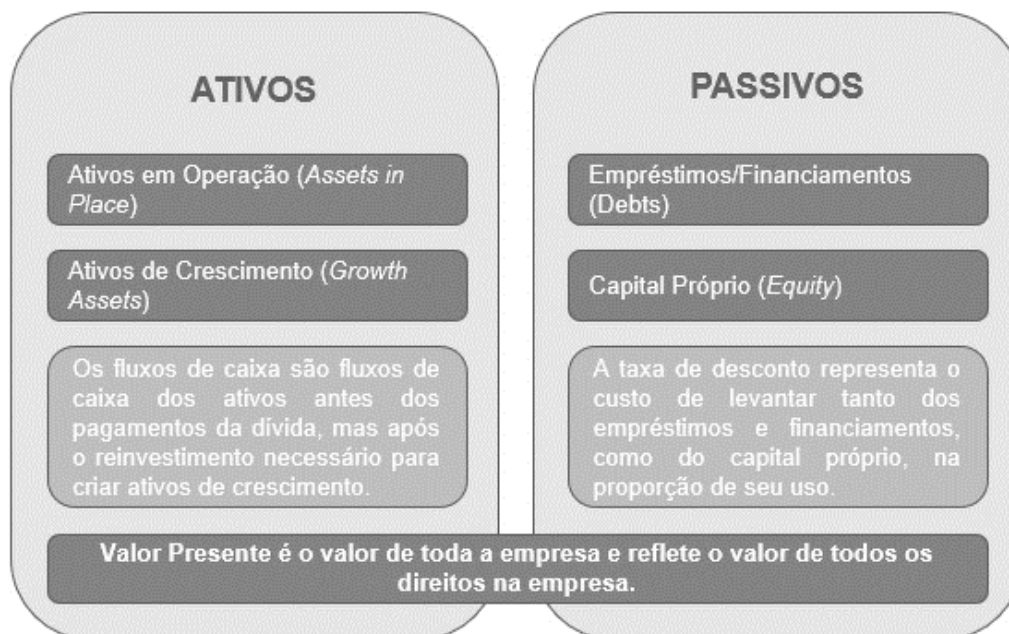


Figura 2 - Ilustração FCDE
Fonte: Damodaran (2007).

Esta é a abordagem de cálculo de valor mais adotada na prática, considerando no fluxo todos os resultados de natureza operacional e na taxa de desconto os custos de capital próprio e de terceiros, conforme fórmula a seguir. (NETO, 2014)

$$\text{Valor da Empresa (Vo)} = \sum \text{FCDE} / (1 + \text{WACC})^t$$

Onde:

Vo = Patrimônio Líquido + Passivos.

WACC = do inglês *Weighted Average Capital Cost* (Custo Médio Ponderado do Capital).

O WACC representa a taxa de atratividade da empresa, a partir da qual pode-se identificar a remuneração mínima a ser exigida na alocação de capital (ASSAF NETO, 2012). Cunha et al. (2014) apresentam cálculo a partir da fórmula a seguir.

$$\text{WACC} = K_e * \text{PL}/(\text{P}+\text{PL}) + K_d * \text{P}/(\text{P}+\text{PL})$$

Onde:

Ke = custo de oportunidade do capital próprio.

Kd = custo do capital de terceiros.

P = Passivo oneroso.

PL = Patrimônio Líquido.

b. Fluxo de Caixa Disponível do Acionista – FCDA

O FCDA, também chamado de Fluxo de Caixa do Patrimônio Líquido, contempla apenas o que sobra do fluxo de caixa da empresa para ser distribuído para os acionistas, após o pagamento das necessidades de desembolso de capital e de juros aos credores. De acordo com Neto (2014):

O Fluxo de Caixa Disponível do Acionista (FCDA) é o caixa livre dos acionistas, calculado a partir do resultado líquido e, portanto, após a dedução das despesas financeiras. O FCDA é também determinado após os reinvestimentos em ativos fixos e giro, sendo um valor livre e disponível aos acionistas. Por ser entendido como o valor que resta ao acionista, após reduzir todos os custos, despesas e retenções de lucros para reinvestimento, o FCDA pode ainda ser interpretado como o montante de dividendos que uma empresa pode e deve distribuir aos seus acionistas.

Assim, o FCDA é o caixa livre líquido destinado aos acionistas, como credores residuais desses resultados. O FCDA é ajustado pelos fluxos de caixa provenientes do endividamento, formados pelo principal e encargos financeiros das dívidas mantidas pela empresa (NETO, 2014). A seguir é apresentada a estrutura básica de apuração do FCDA na Tabela 2.

Tabela 2 - Estrutura FCDA.

Resultado Operacional Líquido de IR (NOPAT)
(+) Depreciação e Amortização
(=) Fluxo de Caixa Operacional
(-) CAPEX - Capital Expenditures
(-) Variação do Investimento em Giro
(=) Fluxo de Caixa Disponível da Empresa
(-) Despesas Financeiras
(+) Benefícios Fiscal
(+) Entradas de Novas Dívidas
(+) Fluxo de Caixa Disponível do Acionista

Fonte: Neto, 2014.

Como apresentado na estrutura básica da formulação, o FCDA é o fluxo de caixa que resta aos acionistas após a cobertura de todas as despesas operacionais, despesas de capital, necessidades adicionais de giro e, ainda, livre dos pagamentos de todas as obrigações financeiras, como encargos financeiros (juros) e principal de dívidas. É o caixa que a empresa pode distribuir a seus acionistas, disponível para dividendos ou recompra de ações.

Assim, se a empresa pagar menos que o FCDA aos seus acionistas, ela deve estar mantendo recursos disponíveis para reforço de sua liquidez ou usando em aplicações fora de sua atividade objeto, como o mercado financeiro. Ao distribuir dividendos em montante maior que o FCDA, a empresa estará usando recursos disponíveis existentes ou captando novos recursos do mercado, na forma de dívidas ou ações (NETO, 2014).

O método do FCDA, do ponto de vista técnico, é considerado um dos modelos de avaliação mais completo. Entretanto, não é tão útil quanto o método do FCDE, pois proporciona menos informações sobre as fontes de criação de valor e não consegue identificar com a eficiência do método do Fluxo de Caixa Disponível da Empresa oportunidades criadoras de valor. A Figura 3 a seguir compreende o FCDA para a parcela de Capital Próprio que financiou a empresa.

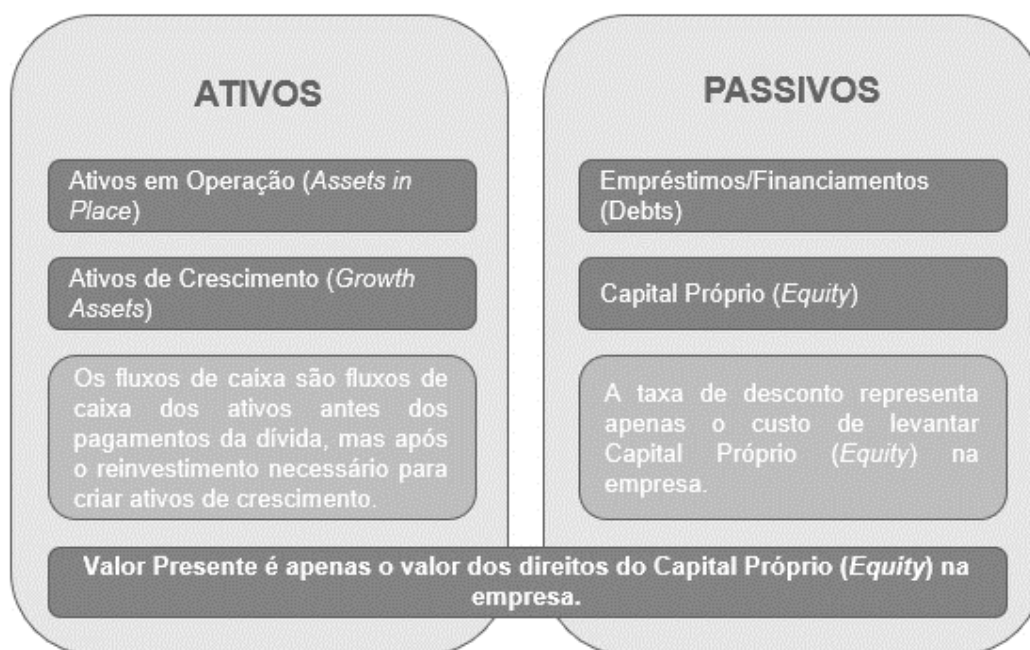


Figura 3 - Ilustração FCDA
Fonte: Damodaran (2007).

Portanto, o método do Fluxo de Caixa Descontado pelo FCDA exclui as dívidas onerosas do valor da empresa (V_0), chega-se então ao valor do Patrimônio Líquido ($PL = V_0 - \text{Passivo}$), conforme fórmula apresentada a seguir (NETO, 2014).

$$\text{Valor do Patrimônio Líquido (PL)} \Sigma = \text{FCDA} / (1 + Ke)^t$$

Onde:

Ke = taxa de desconto que reflete o risco do fluxo para o acionista.

c. Fluxo de Dividendos

Segundo Soutes, Schvirck e Machado (2006), a rentabilidade de um ativo se dá através dos dividendos durante um período em que se conserve o ativo e um preço esperado ao final do período analisado. Como esse preço esperado é determinado pelos dividendos futuros, então o valor do ativo é o valor presente dos dividendos até o infinito.

Assim, no método do Fluxo de Dividendos o valor do investimento é o valor presente de todos os dividendos futuros esperados, trazidos a valor presente pela taxa de custo do capital próprio (SOUTE, 2008).

A simplicidade no cálculo e a lógica intuitiva são os grandes atrativos deste método. No entanto, o método limita-se a empresas estáveis e que pagam altos dividendos aos seus acionistas.

d. Maturidade da Avaliação

A avaliação de empresas pelo método do Fluxo de Caixa Descontado considera dois períodos de caixa: o explícito e o contínuo (perpetuidade).

Os fluxos de caixa explícitos cobrem um período previsível da empresa, nos quais se tem uma razoável capacidade de prever as variáveis relevantes de seu comportamento, como preços, demanda, custos, necessidades de investimento, entre outros. Esse período tem duração determinada e se estende normalmente

até atingir sua estabilidade operacional, a qual varia segundo o setor de atividade da empresa, segundo Neto (2014).

No Brasil, as avaliações de empresas são realizadas admitindo um período de previsão médio entre 10 e 12 anos, ainda segundo Neto (2014).

Os fluxos de caixa desse período determinado são descontados individualmente a valor presente pela taxa de custo de capital, apurando-se o Valor Explícito da empresa. Assim, para um período explícito de n períodos, tem-se a seguinte formulação:

$$V_{EXPL} = [FCD/(1+K) + FCD/(1+K)^2 + FCD/(1+K)^3 + \dots + FCD/(1+K)^n]$$

Onde:

V_{EXPL} = Valor Explícito.

FCD = Fluxo de Caixa Disponível.

K = Taxa de Desconto (custo de capital).

O período de perpetuidade (contínuo) da empresa inicia-se ao final do período de projeção (explícito). Segundo Neto (2014), o valor presente desses fluxos indeterminados de caixa é denominado de valor da perpetuidade, valor contínuo ou valor residual da empresa e é obtido pela formulação a seguir, admitindo-se uma taxa de crescimento constante “ g ”.

$$\text{Valor Residual (Momento Atual)} = [(FCD_n + 1) / (K - g)] / (1 + K)^n$$

Onde:

$FCD_n + 1$ = Fluxo de caixa disponível normalizado pelo previsto para o ano imediatamente seguinte ao final do período explícito.

g = Taxa de crescimento constante anual dos fluxos de caixa.

n = número de anos do período explícito.

$(1 + K)^n$ = valor residual em valor presente.

A empresa pode continuar crescendo na perpetuidade, mas a taxa não deve se distanciar acima da variação do PIB da economia (NETO, 2014).

Assim, a formulação do valor total da empresa apresenta a seguinte estrutura (NETO, 2014):

$$V_o = \text{Valor Explícito} + \text{Valor Residual (atual)}$$

3.2.2. Método de Avaliação por Múltiplos

O método de avaliação por múltiplos, também conhecido como método de avaliação relativa é definido por Neto (2014) como o método cujo valor corrente do ativo deriva de outros ativos entendidos como comparáveis, padronizados por uma variável comum, isto é, o valor de uma empresa é mensurado utilizando como parâmetro empresas similares. Com isso, a empresa em avaliação replica a forma como as empresas comparáveis foram avaliadas, admitida como correta.

Há dois principais componentes para a avaliação relativa: valor de uma empresa comparável e um padrão de referência, como vendas, lucro, EBITDA, entre outros. Assim, pode-se relacionar o valor da empresa com padrões como lucros, vendas, patrimônio líquido, EBITDA (NETO, 2014).

Empresa comparável (ou similar) é aquela que atua no mesmo setor de atividade e apresenta porte, riscos e retornos similares àquela que está em avaliação. Devido à sua simplicidade, rapidez e intuição de resultados a avaliação relativa é um método bastante popular no mercado. No entanto, algumas dificuldades práticas como a diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, a qualidade das informações, as especificidades de cada transação e o efeito manada, tal efeito decorre quando todo um setor se encontra super ou subavaliado, refletem em algumas imprecisões no resultado (Neto, 2014). Além disto, os resultados podem ser facilmente manipulados.

Apesar da sua popularidade no mercado, a avaliação de múltiplos é utilizada como uma medida adicional, visando confrontá-la com o método do FCD, metodologia mais usual no mercado. Assim, a avaliação relativa é útil para avaliação, porém não definitiva.

Conforme Demodaran (2007), os múltiplos mais usuais são:

- Múltiplos de Vendas/Faturamento;
- Múltiplos de EBITDA;
- Múltiplos de Lucro;
- Múltiplos de Patrimônio.

Por exemplo, o preço de uma empresa pode ser equivalente a 3 vezes o seu faturamento. Logo, se as vendas da empresa atingirem R\$ 15 milhões, seu valor é calculado em R\$ 45 milhões, conforme formulação a seguir.

$$\text{Valor da Empresa (Vo)} = \text{Vendas (R\$)} \times \text{Múltiplo de Vendas}$$
$$\text{Múltiplo de Vendas} = \text{Valor da Empresa Comparável} / \text{Vendas da Empresa Comparável}$$

O **múltiplo de vendas** oferece menos volatilidade, apesar de as vendas nem sempre refletirem a capacidade da empresa de gerar lucro e desconsidera as despesas fixas e variáveis. Por outro lado, este múltiplo pode ser aplicado mesmo em caso da empresa apresentar prejuízo.

O EBITDA é uma medida financeira que revela a capacidade operacional de uma empresa em gerar caixa em determinado período. De acordo com Neto (2014):

No cálculo dessa medida (EBITDA) não se considera: a depreciação (amortização e exaustão), por tratar-se de despesas não desembolsáveis e sem reflexos no caixa; as despesas financeiras (juros de dívidas referentes ao período de apuração), por não terem relação com a atividade operacional da empresa (são determinadas por decisões de financiamento, e não de ativo); e impostos sobre os lucros (IR e CSLL).

O **múltiplo de EBITDA** é globalmente utilizado por permitir uma comparação maior entre as empresas, podendo inclusive ser incluídos padrões de empresas de outras economias, uma vez que desconsidera a depreciação e outras despesas operacionais sem reflexos no caixa, os impostos sobre os lucros e as despesas financeiras provenientes do endividamento da empresa, e por sua fácil obtenção nos demonstrativos de resultados.

Como limitações, este múltiplo pode supervalorizar empresas que necessitam altos investimentos para crescer e não consideram as necessidades de reinvestimentos de lucros para a continuidade da empresa, já que dispensa as estimativas de investimento.

O **múltiplo de lucro** desconsidera os aspectos não recorrentes do resultado e considera o indicador Preço/Lucro (P/L) em um mercado eficiente que geraria uma medida adequada para comparação do valor das ações. Conforme Araújo (2011), quando a relação P/L é elevada, o fluxo de caixa pode crescer e ser considerado um *payback* da ação, isto é, período de retorno do

investimento inicial, permanecendo os fluxos de caixa constantes ao longo do tempo, uma empresa com grande potencial de crescimento.

A vantagem deste indicador é a avaliação de várias empresas que buscam melhores oportunidades de investimentos, logo, o indicador é um filtro para identificar previamente essas oportunidades. Como limitações a utilização do lucro contábil, pressupõe a eficiência de mercado, não considera o valor do dinheiro no tempo, nem os riscos.

Por fim, o **múltiplo de patrimônio** considera o indicador Preço/Patrimônio Líquido (P/PL) que mensura quanto os investimentos dos acionistas valorizaram em relação ao custo de aquisição, viabilizando comparações de super ou subavaliações de ações de setores iguais ou distintos (ARAÚJO, 2011). É recomendado para empresas que tem rentabilidade no nível dos investimentos alocados pelos acionistas.

4. METODOLOGIA DA PESQUISA

Este estudo aborda os métodos de avaliação de empresas mais usuais no mercado brasileiro através da pesquisa qualitativa e bibliográfica.

4.1. TIPO DE ESTUDO

O presente estudo quanto à abordagem é qualitativo e quanto ao procedimento é bibliográfico.

A pesquisa qualitativa considera que os pontos de vista e práticas no campo são diferentes devido às diversas perspectivas e contextos sociais a eles relacionados. Gil (2007) define:

A Pesquisa Qualitativa considera que há uma relação dinâmica entre o mundo real e o sujeito, isto é, um vínculo indissociável entre o mundo objetivo e a subjetividade do sujeito que não pode ser traduzido em números. A interpretação dos fenômenos e a atribuição de significados são básicas no processo de pesquisa qualitativa. Não requer o uso de métodos e técnicas estatísticas. O ambiente natural é a fonte direta para coleta de dados e o pesquisador é o instrumento-chave. Os pesquisadores tendem a analisar seus dados indutivamente. O processo e seu significado são os focos principais de abordagem.

Por fim, o procedimento será a pesquisa bibliográfica, isto é, pesquisa elaborado a partir de material já publicado, livros, artigos de periódicos e material disponibilizado na internet.

A pesquisa bibliográfica é feita a partir do levantamento de referências teóricas já analisadas, e publicadas por meios escritos e eletrônicos, como livros, artigos científicos, páginas de web sites. Qualquer trabalho científico inicia-se com uma pesquisa bibliográfica, que permite ao pesquisador conhecer o que já se estudou sobre o assunto. Existem, porém pesquisas científicas que se baseiam unicamente na pesquisa bibliográfica, procurando referências teóricas publicadas com o objetivo de recolher informações ou conhecimentos prévios sobre o problema a respeito do qual se procura a resposta (FONSECA, 2002, p. 32).

Assim, o presente estudo, através da pesquisa bibliográfica realizada, buscou trabalhos já publicados para melhor compreender os métodos de avaliação de

empresas no mercado brasileiro e o porquê do uso dominante de alguns métodos.

4.2. SUJEITOS, PROCEDIMENTOS E DESCRIÇÃO DOS DADOS

Para a realização deste estudo foi utilizado o método da pesquisa bibliográfica, anteriormente descrito. Assim o método foi realizado em três etapas principais.

A primeira foi uma revisão da literatura sobre avaliação de empresas, envolvendo conceitos, definições e aplicações, e sobre os métodos mais usuais no mercado brasileiros e suas metodologias, esta parte foi apresentada no capítulo 2 deste trabalho. A segunda parte foi a coleta de fontes bibliográficas, principalmente artigos publicados em periódicos nacionais e no ANPAD (Associação Nacional de Pós-graduação e Pesquisa em Administração) com aplicações práticas ou estudos relacionados aos métodos objeto de estudo deste trabalho: método do fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos. Por fim, foi realizada a coleta de informações contidas nas bibliografias selecionadas.

Para o levantamento foram selecionados artigos publicados em periódicos nacionais e no congresso da ANPAD nos últimos 15 anos (2002-2017). Devido ao aumento de transações em fusões e aquisições neste período no Brasil. Verificou-se então quais os métodos mais estudados e efetivos nestes artigos, com foco nos métodos do fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos. A busca por textos foi realizada a partir das seguintes palavras-chave: avaliação de empresas, *valuation*, método do fluxo de caixa descontado, avaliação por múltiplos, de forma manual, na base de artigos publicados na ANPAD e na base de dados Scielo.

A partir do proposto por Gil (2001), foi feita uma leitura exploratória, verificando se haviam ou não informações a respeito do tema proposto e de acordo com os objetivos deste trabalho. Nessa primeira leitura, foram selecionados 15 artigos, conforme Tabela 3. Em seguida, foi realizada uma leitura seletiva, a partir da qual foi determinado o material que seria utilizado na pesquisa, selecionando as informações pertinentes de acordo, novamente, com

os objetivos deste trabalho. Nesta etapa, foram selecionados 8 dos 15 artigos que abordavam o tema da pesquisa, conforme Tabela 4.

Tabela 3 - Artigos selecionados para leitura exploratória.

Item	Autores e Ano	Publicação
1	Soutes, Schvrick e Machado (2006)	Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento
2	Schnorremberger, Ambros, Gasparetto e Lunkes (2015)	Comparação entre Métodos para Avaliação de Empresas
3	Lima e Santos (2006)	Avaliação de Pequenos Negócios no Ramo de Refeições Ligeiras
4	Júnior e Galdi (2012)	Avaliação de Empresas por Múltiplos Aplicados em Empresas Agrupadas com Análise de Cluster
5	Dalmolin, Bolignon, Medeiros e Weise (2013)	Mensuração do Valor de uma Empresa: Estudo de Caso da Petróleo Brasileiro S/A – Petrobras
6	Saurin e Lopes (2009)	Comparação dos Modelos de Avaliação de Empresas com Base no Fluxo de Caixa Descontado e no Lucro Residual: Estudo de Caso de uma Empresa de Energia Elétrica
7	Júnior, Correia e Gimenes (2014)	Avaliação de Empresas pelo Método Do Fluxo de Caixa Descontado: o Caso de uma Indústria de Ração Animal e Soluções em Homeopatia
8	Werneck (2013)	Avaliação de Empresas: Estudo de Caso Das Lojas Renner
9	Godoy (2007)	Evidenciação Contábil e as Avaliações pelo Fluxo de Caixa Descontado e pela Teoria de Opções: Estudo Aplicado à Indústria Petrolífera Mundial
10	Perez e Famá (2004)	Métodos de Avaliação de Empresas e o Balanço de Determinação
11	Endler (2004)	Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado e os Desvios Causados pela Utilização de Taxas de Desconto Inadequadas
12	Martelanc, Trizi, Pacheco e Pasin (2003)	Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de Uma Pesquisa no Brasil
13	Leal e Santos (2017)	Metodologias para Valoração de Empresas Agroindustriais
14	Neto e Saicali (2013)	Valor do Grupo Raia S/A No Caso de Reestruturação Societária
15	Wenzel (2013)	Características e Utilização das Ferramentas de Administração Financeira na Avaliação de Empresas do Estado do Rio Grande do Sul: Enfoque no Risco x Retorno

Fonte: Autoria Própria.

Tabela 4 - Artigos selecionados para leitura seletiva.

Item	Autores e Ano	Publicação
1	Martelanc, Trizi, Pacheco e Pasin (2003)	Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de Uma Pesquisa no Brasil
2	Endler (2004)	Avaliação de Empresas pelo Método de Fluxo de Caixa Descontado e os Desvios Causados pela Utilização de Taxas de Desconto Inadequadas
3	Soutes, Schvrick e Machado (2006)	Métodos de Avaliação Utilizados pelos Profissionais de Investimento
4	Lima e Santos (2006)	Avaliação de Pequenos Negócios no Ramo de Refeições Ligeiras
5	Saurin e Lopes (2009)	Comparação dos Modelos de Avaliação de Empresas com Base no Fluxo de Caixa Descontado e no Lucro Residual: Estudo de Caso de uma Empresa de Energia Elétrica
6	Júnior e Galdi (2012)	Avaliação de Empresas por Múltiplos Aplicados em Empresas Agrupadas com Análise de Cluster
7	Schnorremberger, Ambros, Gasparetto e Lunkes (2015)	Comparação entre Métodos para Avaliação de Empresas
8	Leal e Santos (2017)	Metodologias para Valoração de Empresas Agroindustriais

Fonte: Autoria Própria.

Dos arquivos selecionados foi realizado uma leitura crítica, com a necessária imparcialidade e objetividade, buscando resposta aos objetivos da pesquisa e, em seguida, uma leitura interpretativa, na qual foram relacionadas as informações dos autores com os problemas para os quais buscavam soluções. Após a realização das leituras, foi elaborado um texto resumo das análises dos dados apresentado a seguir, a partir dos objetivos propostos configurando-se como: objetivo do trabalho, métodos utilizados, limitações dos métodos e conclusões.

5. APRESENTAÇÃO E ANÁLISE DOS RESULTADOS

Nesta seção encontra-se a apresentação e discussão dos resultados da pesquisa. A pesquisa foi baseada em 8 artigos publicados em periódicos nacionais e no ANPAD.

5.1. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

A seguir será apresentado um resumo dos trabalhos publicados no mercado brasileiro e selecionados por este estudo que abordam a avaliação de empresas à luz de diferentes modelos. Vários destes trabalhos foram testados empiricamente, visando conhecer e efetividade deles na definição do valor justo das empresas, considerando vantagens e limitações, a fim de saber qual se adequaria melhor em cada contexto econômico das empresas. Outros trabalhos questionaram os profissionais de instituições financeiras e consultorias em investimentos sobre o uso prático desses métodos e as dificuldades do dia-a-dia da avaliação de empresas no mercado brasileiro.

O trabalho nr. 1 de **Martelanc, Trizi, Pacheco e Pasin (2003)** visa mapear as escolhas metodológicas das instituições financeiras e consultorias em investimentos e de seus respectivos analistas, bem como sua associação com condições específicas de finalidade de avaliação e de tipo de empresa avaliada. O trabalho considerou os métodos de fluxo de caixa descontado e avaliação por múltiplos. Concluiu que 68,1% dos entrevistados utilizam o método de fluxo de caixa preferencial e apenas 25,5% utilizam o método de avaliação por múltiplos, como método principal, no caso de empresas de grande porte ou como medida balizadora nas empresas de pequeno e médio porte. Como limitações do FCD destacou-se a importância da definição da taxa de desconto, deve ser coerente com todo o contexto da avaliação e da empresa; a uso de moeda real ou nominal na taxa de desconto e no fluxo, deve-se usar a mesma para os dois e, por fim, a

falta de informações e qualidade das mesmas afetam diretamente o resultado da avaliação.

O trabalho nr. 2 de **Endler (2004)** visa demonstrar o método de avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado a valor presente, suas características básicas, exemplificando, ainda, os principais desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas num processo de avaliação efetuado através do referido método. Concluiu-se que o método de fluxo de caixa descontado é satisfatório, no entanto, o elevado grau de subjetividade intrínseco associado ao processo de avaliação, as premissas e variáveis utilizadas devem ser cuidadosamente analisadas, uma vez que interferem diretamente no resultado produzido. Dessa forma, o autor recomenda a documentação de todas as informações utilizadas no cálculo e as circunstâncias em que ele é realizado para assegurar uma avaliação acurada e justa. Outra limitação destacada pelo autor, em comum com o trabalho anterior, é definição da taxa de desconto que pode resultar em super ou subavaliação da empresa.

O trabalho nr. 3 de **Soutes, Schvirck e Machado (2006)** visa discorrer sobre os modelos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimentos na aferição do valor de uma ação, e quais as aplicações e limitações de cada modelo. Concluiu-se que o modelo de fluxo de caixa descontado é o mais utilizado pelos profissionais do mercado de capitais brasileiro, dentre os métodos deste modelo o mais confiável é o fluxo de caixa descontado da empresa. Constatou-se expressiva utilização da avaliação por múltiplos de EBITDA. Em relação ao FCD para empresas destacou-se a importância da definição da taxa de WACC com base nos valores contábeis e concluiu-se que pode ser utilizado em qualquer situação e setor da economia (comércio, indústria, instituições financeiras, etc.). Entre os múltiplos, optou-se pelo múltiplo de EBITDA, pois desconsidera as necessidades de retenção de recursos em novos investimentos para a continuidade dos negócios., porém seu uso é limitado, concluiu o autor, a empresas maduras.

O trabalho nr. 4 de **Lima e Santos (2006)** visa discorrer sobre o processo de avaliação de empresas de pequena dimensão, isto é, receita operacional bruta anual entre R\$ 1.200.000,00 e R\$ 10.500.000,00. Com a aplicação de um questionário para as empresas pequenas da área de alimentação ligeira, concluiu-se possível analisar a empresa objeto do estudo (empresa de pequeno

porte) pelo método da avaliação por múltiplos, pois criou-se uma base de dados das empresas comparáveis. O estudo indica o múltiplo de vendas como o mais satisfatório, pois não considera o valor de liquidação dos bens da empresa e são informações que todas as empresas de pequeno porte tem facilidade em oferecer. O fator de limitação deste método é obter informações de empresas comparáveis, do mesmo setor e porte.

O trabalho nr. 5 de **Saurin e Lopes (2009)** visa realizar uma análise comparativa entre os modelos de avaliação de empresas com base nos fluxos de caixa da empresa e dos acionistas para verificar se os resultados são equivalentes quando aplicados sobre a mesma base de dados de empresa real. O valor calculado que apresentou mais proximidade ao preço de venda foi o valor calculado com base no método do fluxo de caixa descontado para a empresa. Concluiu-se como coerente a teoria que os métodos devem proporcionar os mesmos resultados, as diferenças encontradas são devido à falta de equivalência nas taxas de desconto e na estimativa dos fluxos de caixa futuros. Constatam-se novamente a taxa de desconto como um fator de limitação do FCD.

O trabalho nr. 6 de **Júnior e Galdi (2012)** visa discorrer sobre o método de avaliação por múltiplos de mercado visando uma adequada seleção das empresas comparáveis, por meio da análise de *cluster*, para obter uma maior precisão na avaliação. O estudo concluiu que a prática difundida no mercado de selecionar as empresas comparáveis com base no seu setor de atuação traz resultados satisfatórios quando comparada com uma técnica mais avançada, que é a análise de *cluster* para a seleção de empresas comparáveis. Em relação aos múltiplos os resultados do estudo indicam que o múltiplo que obtém melhor performance relativa é o EBITDA, tanto para a abordagem “por *cluster*” como para a abordagem “por setor”. Os múltiplos classificados por desempenho relativo, do melhor para o pior são: EBITDA, Patrimônio Líquido, Lucro Líquido e Vendas. A análise foi realizada em diversos setores e empresas de médio e grande porte.

O trabalho nr. 7 de **Schnorremberger, Ambros, Gasparetto e Lunkes (2015)** visa identificar os modelos mais utilizados e aplicação dos mesmos a uma situação real visando identificar o que melhor representou o valor venal da empresa objeto de estudo. Concluiu-se que apesar da teoria afirmar que o valor

final independe do método escolhido, na prática constatou-se que as diferenças existem e são significativas entre os dois métodos estudados. Tal diferença justifica-se pela falta de informações e/ou qualidade das mesmas. A análise de fluxo de caixa descontado considera a continuidade da operação e ativos intangíveis, por inclusão de variáveis de expectativas de retornos futuros (taxa de desconto), variáveis que podem resultar na super ou subavaliação da empresa. Este resultado foi comparado com o valor contábil, facilmente identificável nos demonstrativos de resultado, porém considera a empresa na forma estática, sem perpetuidade.

O trabalho nr. 8 de **Leal e Santos (2017)** visa avaliar os principais métodos de avaliação de empresas (*valuation*) dentro do contexto do agronegócio brasileiro, através dos estudos de caso de duas empresas: JBS S.A. e São Martinho S.A. Os autores concluíram que o uso dos múltiplos é um importante balizador de preço de ativos e deve ser utilizado para “calibrar” outros métodos, como o Fluxo de Caixa Descontado. Quando analisados os resultados, ou seja, abrangendo as duas empresas avaliadas, o método que menos se distanciou do valor de mercado foi o Fluxo de Caixa Descontado. Os demais múltiplos, em ordem crescente em relação à diferença entre o valor calculado neste estudo e o realizado, foram Lucro Líquido, Patrimônio Líquido e EBITDA. Mais uma vez, destacou-se como fatores limitadores a veracidade das informações disponíveis para a avaliação de múltiplos e a definição da taxa de desconto para o FDC.

A partir da análise destes estudos, percebeu-se que muitos autores estudam os modelos de avaliação de empresas no mercado brasileiro, nos últimos anos, seja os métodos de avaliação foco deste trabalho, FCD e múltiplos, seja os demais métodos. Uma vez que, o assunto é cada vez mais relevante devido ao aumento da competitividade do mercado brasileiro que resulta em junção de muitas empresas, além da necessidade de monitoramento do valor das ações das empresas de capital aberto.

O método do fluxo de caixa descontado mostrou-se amplamente utilizado e aceito, desde avaliação de empresas de pequeno porte a empresas de capital aberto, com ressalvas a definição da taxa de desconto que pode resultar na super ou subavaliação das empresas. O método de avaliação por múltiplos também é bastante utilizado no mercado brasileiro, mas preferencialmente para empresas de grande porte e de capital aberto devido a facilidade de encontrar

informações de empresas comparáveis. Sua utilização, no entanto, é mais como um método balizador dos demais métodos, pouco usado como o único de método de uma avaliação.

5.2. SÍNTESE DOS RESULTADOS

A Tabela 5 apresenta a síntese da pesquisa bibliográfica realizada neste estudo quanto ao método utilizado, suas aplicações e limitações.

Tabela 5 - Síntese da Pesquisa Bibliográfica

Método	Aplicação Recomendada	Limitações
Fluxo de Caixa Descontado de Dividendos	Acionistas minoritários	Necessita conhecer o custo de capital próprio do acionista e corre risco de subavaliação quando de recursos financeiros ociosos.
Fluxo de Caixa Descontado dos Acionistas	Qualquer situação, exceto empresas com passivo operacional muito expressivo.	Necessita conhecer o custo de capital próprio do acionista. O acionista deve retirar o capital ocioso da empresa e fazer novos aportes quando a empresa precisar investir.
Fluxo de Caixa Descontado da Empresa	Qualquer situação, exceto empresas com passivo operacional muito expressivo.	Definição da taxa de WACC e utilização da mesma com base nos valores contábeis,
Múltiplos de Lucro	Empresas relativamente maduras e comportamento próximo à média do mercado que se inserem.	Considera o lucro contábil e implícita a ideia de eficiência de mercado. Ignora o valor do dinheiro no tempo e os riscos do negócio.
Múltiplos de EBITDA	Empresas relativamente maduras e comportamento próximo à média do mercado que se inserem.	Desconsidera as necessidades de retenção de recursos em novos investimentos para continuidade da empresa.
Múltiplos de Patrimônio Líquido	Empresas relativamente maduras e comportamento próximo à média do mercado que se inserem.	Fortemente influenciado pelos métodos contábeis adotados e pelos níveis de conservadorismo das empresas.
Múltiplos de Faturamento	Empresas relativamente maduras e comportamento próximo à média do mercado que se inserem, principalmente empresas de pequeno porte.	Desconsidera as diferenças de margens financeiras conforme diferentes níveis de faturamento.

Fonte: Autoria Própria.

6. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo teve como objetivo realizar uma comparação das características relacionadas principalmente aos métodos de avaliação de empresas: Fluxo de Caixa Descontado, que determina o valor da empresa pelo fluxo de caixa da empresa trazido a valor presente por uma taxa de desconto que reflita adequadamente o custo de oportunidade e os riscos associados ao investimento, em três abordagens (para o acionista, para a empresa e por dividendos; e Avaliação por Múltiplos, no qual o valor corrente do ativo deriva de outros ativos entendidos como comparáveis, padronizados por uma variável comum, EBITDA, lucro líquido, vendas e patrimônio líquido (NETO, 2014). Apresentou-se as premissas, aplicações, principais vantagens e limitações de cada método. Portanto, foram estudados 8 artigos publicados em periódicos nacionais e no ANPAD nos últimos 15 anos.

O método do fluxo de caixa descontado do acionista pode ser aplicado em qualquer contexto, é um método simples de calcular. A limitação deste método, no entanto, é a estimação do custo do capital próprio. Já o fluxo de caixa descontado da empresa não é satisfatório quando a empresa apresenta alto passivo operacional, e apesar do cálculo ser fácil também, sua limitação é a estimativa do custo médio ponderado do capital (WACC), uma vez que é utilizado de forma estática ao longo da previsão dos fluxos de caixa futuros, enquanto sabe-se que o WACC é variável no decorrer do tempo.

Nos artigos estudados encontrou-se pouca informação relacionada ao método do fluxo por dividendos. Segundo Soutes, Schvirck e Machado (2006), o método é simples e segue uma lógica intuitiva, porém limita-se a empresas estáveis e que pagam altos dividendos aos seus acionistas, sendo, portanto, pouco usual.

O método de avaliação por múltiplos apresentou-se adequado para empresas com fluxos de caixa estáveis e próximos à média setorial, a funcionalidade nos cálculos, a facilidade e a rapidez para incorporar novas informações ao processo de avaliação de empresas mostraram-se como suas maiores vantagens em relação aos demais métodos.

No entanto, em acordo com o que Araújo (2011) afirma em sua tese, o múltiplo de lucro é fundamentado em dados contábeis e não considera o valor do dinheiro no tempo. O múltiplo de EBITDA são alimentados por baixa quantidade de informações, são mais interessantes na existência de várias empresas comparáveis, mas desconsideram investimentos contínuos na produção. O múltiplo de patrimônio líquido são recomendáveis para empresas de pequeno porte. E, por fim, os múltiplos de vendas não consideram as margens financeiras relacionadas a cada nível de faturamento das empresas.

Portanto, este trabalho conclui que o método do fluxo de caixa descontado é o mais utilizado no mercado brasileiro devido a facilidade de manipulação e obtenção dos dados necessários à avaliação. Conforme Neto (2014), é um método funcional, que apesar de comprometido pelo cálculo do custo de capital, desconta o valor do capital a uma taxa de desconto que remunera a estrutura de capital da empresa, além de projetar os fluxos de caixa futuros de uma empresa em continuidade, com destaque para a criação de valor e perpetuidade da empresa.

O valor justo de mercado será aquele resultante das perspectivas das partes interessadas na transação, o vendedor e o comprador. Logo, o valor justo reflete as premissas e experiências acumuladas por cada parte, e do analista avaliador, resultando em um certo grau de subjetividade. Portanto, é importante determinar claramente o propósito específico da avaliação, de uma empresa em liquidação ou em marcha, para evitar super ou subavaliação da mesma.

A limitação deste trabalho é não testar empiricamente os métodos comparados, isto é, a não aplicação dos métodos apresentados para avaliar uma empresa real.

Quanto às oportunidades para pesquisas futuras destaca-se o teste empírico dos métodos apresentando neste trabalho, bem como dos demais métodos de avaliação de empresas, em empresas dos diversos setores da economia brasileira.

REFERÊNCIAS

AMBROS, M.; SCHNORRENBARGER, D. **Avaliação de empresas**: estudo com base nos métodos do balanço patrimonial e do fluxo de caixa descontado. Disponível em: <<http://dvl.ccn.ufsc.br/congresso/anais/5CCF/20140428023933.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

DALMOLIN, A.; BOLIGON, J.; MEDEIROS, F.; WEISE, A. **Mensuração do valor de uma empresa**: um estudo de caso do petróleo brasileiro S.A. – Petrobras. Disponível em: <<http://incubadora.periodicos.ufsc.br/index.php/IJIE/article/viewFile/2546/pdf>>. Acesso em: 25 out. 2017.

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Pearson Prentice Hall, 2ª Edição, 480p. 2007.

ENDLER, L. **Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas**. Disponível em: <<http://seer.ufrgs.br/index.php/ConTexto/article/view/11715/6918>>. Acesso em: 15 out. 2017.

GIL, A. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. São Paulo: Editora Atlas S.A., 4ª Edição, 192p. 2002.

GODOY, C. **Evidenciação contábil e as avaliações pelo fluxo de caixa descontado e pela teoria de opções**: um estudo aplicado à indústria petrolífera mundial. Disponível em: <http://www.portalabpg.org.br/PDPetro/4/resumos/4PD PETRO_7_2_0312-1.pdf>. Acesso em: 10 out. 2017.

JUNIOR, J.; CORREIA, E.; GIMENES, R. **Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado**: o caso de uma indústria de ração animal e soluções em homeopatia. Disponível em: <<https://pt.scribd.com/document/283409090/Avaliacao>>. Acesso em: 15 out. 2017.

JÚNIOR, C.; GALDI, F. **Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de cluster**. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ram/v13n5/v13n5a06.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

LEAL, R.; SANTOS, D. **Metodologias para valoração de empresas agroindustriais**. Disponível em: <<https://www.revistas.uneb.br/index.php/financ/article/viewFile/3440/2448>>. Acesso em: 18 out. 2017.

LIMA, A.; SANTOS, D. **Avaliação de pequenos negócios no ramo de refeições ligeiras.** Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-fica-1459.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

MARTELANC, R.; TRIZI, J.; PACHECO, A.; PASIN, R. **Utilização de metodologias de avaliação de empresas:** resultados de uma pesquisa no Brasil. Disponível em: <<http://sistema.semead.com.br/8semead/resultado/trabalhosPDF/315.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

NETO, A. **Valuation:** métricas de valor e avaliação de empresas. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1ª Edição, 304p. 2014.

NETO, J.; SAICALI, M. **Valor do Grupo Raia S/A no caso de reestruturação societária.** Disponível em: <http://www.simpoi.fgvsp.br/arquivo/2013/artigos/E2013_T00372_PCN09970.pdf>. Acesso em: 20 out. 2017.

PEREZ, M.; FAMÁ, R. **Métodos de avaliação de empresas e o balanço de determinação.** Disponível em: <<https://revistas.pucsp.br/index.php/rad/article/view/686>>. Acesso em: 15 out. 2017.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JORDAN, B. **Fundamentos da administração financeira.** São Paulo: Amgh Editora. 9ª Edição, 782p. 2013.

SAURIN, V.; LOPES, A. **Comparação dos modelos de avaliação de empresas com base no fluxo de caixa descontado e no lucro residual:** estudo de caso de uma empresa de energia elétrica. Disponível em: <<http://www.scielo.br/pdf/ram/v10n1/v10n1a05>>. Acesso em: 25 out. 2017.

SCHNORREMBERGER, D.; AMBROS, M.; GASPARETTO, V.; LUNKES, R. **Comparação entre métodos para avaliação de empresas.** Disponível em: <<http://navus.sc.senac.br/index.php/navus/article/view/222>>. Acesso em: 20 out. 2017.

SOUTES, D.; SCHVIRCK, E.; MACHADO, M. **Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento.** Disponível em: <<http://www.anpad.org.br/enanpad/2006/dwn/enanpad2006-fica-0771.pdf>>. Acesso em: 20 out. 2017.

WERNECK, D. **Avaliação de empresas:** estudo de caso das lojas Renner. Disponível em: <http://modelosfinanceiros.com.br/assets/documentos/avaliacao_de_empresas_-_renner.pdf>. Acesso em: 15 out. 2017.

WENZEL, I. **Características e Utilização das Ferramentas de Administração Financeira na Avaliação de Empresas no Estado do Rio Grande do Sul: Enfoque no Risco x Retorno.** Disponível em: <<http://www.repositorio.jesuita.org.br/bitstream/handle/UNISINOS/4751/IvanWenzel.pdf?sequence=1&isAllowed=y>>. Acessado em 15 de outubro de 2017.