

AVALIAÇÃO DE PEQUENAS EMPRESAS UTILIZANDO A METODOLOGIA DO BALANÇO PERGUNTADO E DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Helder Henrique Martins¹
Régio Marcio Toesca Gimenes²

MARTINS, H. H.; GIMENES, R. M. T. Avaliação de pequenas empresas utilizando a metodologia do balanço perguntado e do fluxo de caixa descontado. **Rev. Ciênc. Empres. UNIPAR**, Umuarama, v. 16, n. 1, p. 131-150, jan./jun. 2015.

RESUMO: Este artigo apresenta uma contribuição ao método do fluxo de caixa descontado, utilizando a metodologia do balanço perguntado. Essa metodologia incorpora variáveis de natureza qualitativa e subjetiva ao método tradicional do fluxo de caixa descontado utilizado na avaliação de empresas. Para ilustrar o método proposto foi realizado um estudo descritivo de natureza exploratória, aplicado a uma pequena empresa que comercializa produtos farmacêuticos. Como resultado, o avaliador ajustou o preço do negócio, levando em conta a resultante da mixagem entre as duas metodologias, sendo possível perceber as potenciais contribuições dos ativos considerados intangíveis no valor total da empresa, mesmo não os considerando individualmente.

PALAVRAS-CHAVE: Balanço perguntado; Fluxo de caixa descontado; Ativos intangíveis; Avaliação de empresas.

EVALUATION OF SMALL BUSINESSES USING THE INQUIRED BALANCE SHEET AND DISCOUNTED CASH FLOW METHODOLOGY

ABSTRACT: This paper presents a contribution to the method of discounted cash flow methodology using the Inquired Balance Sheet methodology. This methodology incorporates qualitative and subjective variables into the traditional method of discounted cash flow used in evaluating companies. In order to illustrate the method proposed, an exploratory and descriptive study was applied to a small company that markets pharmaceutical products. As a result, the appraiser adjusted the value of the business using a mixture of the two methodologies, making it possible to take into account the potential contributions of intangible

¹Graduado em Administração pela Universidade Paranaense – Unipar, Mestre em Desenvolvimento Regional

²Pós Doutor em Finanças Corporativas pela FEA/USP – São Paulo, SP, professor titular da Universidade Paranaense. E-mail: toesca@unipar.br

assets in the total value of the company, even without accounting for them individually.

KEYWORDS: Inquired balance sheet; Discounted cash flow; Intangible assets; Business valuation.

EVALUACIÓN DE PEQUEÑAS EMPRESAS QUE UTILIZAN LA METODOLOGÍA DEL BALANCE PREGUNTADO Y DEL FLUJO DE CAJA DESCONTADO

RESUMEN: Este artículo presenta una contribución al método de flujo de caja descontado, utilizando la metodología del balance preguntado. Esa metodología incorpora variables de naturaleza cualitativa y subjetiva al método tradicional de flujo de caja descontado, utilizado en la evaluación de empresas. Para ilustrar el método propuesto se ha realizado un estudio descriptivo de naturaleza exploratoria, aplicado a una pequeña empresa que comercializa productos farmacéuticos. Como resultado, el evaluador ajustó el precio del negocio, teniendo en cuenta el resultado de la mezcla entre las dos metodologías, siendo posible darse cuenta de las posibles contribuciones de los activos considerados intangibles en el valor total de la empresa, mismo no considerándolos individualmente.

PALABRAS CLAVE: Balance Preguntado; Flujo de Caja Descontado; Activos Intangibles; Evaluación de Empresas.

1 INTRODUÇÃO

No Brasil, pode-se perceber que as empresas em geral estão estabelecendo melhorias nos processos para manter sua competitividade em um mercado que tem suas peculiaridades voltadas à transformação contínua e à complexidade.

“Não há apenas mudanças, mas uma aceleração delas”. (KOTLER, 2009, p. 16). Vários fatores contribuem para essa aceleração de mudanças, um deles é a globalização que permite a aproximação entre os países, para fins de permuta de tecnologias e, também, para o comércio de produtos, ou seja, a importação e a exportação.

Neste ambiente de alta competitividade é imperiosa, em determinados mercados, a expansão do negócio como uma forma de conquistar economias de escala e disputar a preferência dos clientes pela maior eficiência na utilização dos ativos da empresa.

O crescimento ora citado depende da capitalização da empresa, o que quase sempre exige a busca de novos investidores, processo um pouco complexo, pelo fato dos mesmos analisarem diversos aspectos da empresa, tais como,

o valor da marca, as projeções dos fluxos de caixa operacionais, a rentabilidade histórica e esperada, em síntese, se o investimento a ser realizado será capaz de criar valor econômico aos potenciais acionistas.

As empresas percebem então que, para crescer e sobreviver é necessário profissionalizar a gestão aumentando o grau de conhecimento técnico, uma vez que os métodos antigos não mais trazem resultados. Esse pensamento incentiva a procura por modelos de gestão inovadores cuja finalidade é ajustar a empresa aos novos cenários.

Os modelos de gestão possuem o mesmo objetivo, qual seja aumentar o valor da empresa e compensar os investidores pelo risco que assumem diante dos seus respectivos custos de oportunidade. Manter e atrair novos investidores depende diretamente do valor da empresa, cuja mensuração pode ser realizada por diferentes métodos.

A escolha do método a ser utilizado para cumprir tal finalidade, de acordo com Martins (2001), deve levar em conta o propósito da avaliação e as características próprias do empreendimento. Os modelos podem utilizar as técnicas comparativas de mercado, as fundamentadas em ativos e passivos contábeis ajustados e o desconto de fluxos futuros de benefícios, entre tantos outros citados na literatura financeira.

Dentre os métodos elencados como adequados para se determinar o valor de uma empresa, destaca-se o denominado fluxo de caixa descontado (FCD), pelo fato de ser o mais utilizado pelos analistas de mercado, constituindo-se de excelente fonte de informação gerencial no sentido de demonstrar com maior precisão os resultados que dizem respeito à criação de riqueza para os acionistas.

No contexto mercadológico, as empresas de grande porte aplicam a avaliação de empresas de maneira completa, com maior quantidade de informações e com maior precisão. Porém, empresas de pequeno porte não estão habituadas a avaliar seu verdadeiro valor e quando procuram realizar esta mensuração, na maioria das vezes, identificam apenas o valor dos ativos tangíveis, esquecendo-se dos intangíveis.

Geralmente, quando é feita uma avaliação de empresas, o objetivo é se aproximar o máximo possível do valor de mercado. Porém, o valor da empresa para Martins (2001, p. 263) “[...] é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados”. Então, o valor de mercado da empresa depende da perspectiva de um vendedor ou de um comprador, ou seja, de quem quer vender ou comprar a empresa.

Este estudo busca novos conhecimentos sobre a avaliação de empresas, uma vez que esse assunto interessa a presidentes, diretores, conselheiros, acionistas, estudiosos e proprietários de pequenas e grandes empresas.

A partir daí, seu objetivo é demonstrar para a empresa que o seu valor

não se resume apenas em quanto vale seus bens tangíveis, mas que seus bens intangíveis podem assumir um valor expressivo em relação aos seus ativos totais. Essa avaliação permite também, identificar a diferença entre o valor de mercado e o valor contábil da empresa.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

2.1 Avaliação por fluxo de caixa descontado

A avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado é hoje uma das mais utilizadas, pois por meio desse método é possível demonstrar a real capacidade de geração de riqueza de um negócio. De acordo com Martins (2001, p. 275):

Como indicador da capacidade de geração de riqueza, encontramos no fluxo de caixa a evidência da eficiência esperada de determinado negócio. Assim, são superadas algumas das dificuldades existentes no lucro contábil. Ele propõe-se a retratar o potencial econômico dos itens patrimoniais de determinado empreendimento, inclusive o *goodwill*.

Outro motivo que demonstra a importância do método do fluxo de caixa descontado, segundo Damodaran (2010, p. 11), é a de que “[...] esta é a base sobre a qual se constroem todas as outras abordagens”.

O método do fluxo de caixa descontado tem sua fundamentação de acordo com Damodaran (2010, p. 12), “na regra de ‘valor presente’, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperados”.

O cálculo para se encontrar o valor do fluxo de caixa descontado é dado pela seguinte fórmula:

$$Valor = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Em que: n = vida do ativo; FC_t = fluxo de caixa no período t; e, r = taxa de desconto que reflete o risco ligado aos fluxos de caixa estimados.

O método do fluxo de caixa descontado dispõe de dois caminhos, que Damodaran (2010, p. 12), assim sugere:

Existem dois caminhos para a avaliação por fluxo de caixa descontado: o primeiro é avaliar apenas a participação acionária do negócio, enquanto o segundo é avaliar a empresa como um todo, que inclui, além da participação acio-

nária, a participação dos demais detentores de direitos da empresa (detentores de bônus, acionistas preferenciais, etc.).

2.1.1 Fluxo de caixa livre para o acionista

Damodaran (2010) acredita que o fluxo de caixa do acionista é o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais e de qualquer desembolso de capital para manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados.

Para encontrar o valor do fluxo de caixa livre do acionista, Pacheco (2004, p. 16), apresenta o procedimento demonstrado no Quadro 1 a seguir:

Quadro 1: Demonstrativo do fluxo de caixa livre do acionista

(=) Receitas
(-) Despesas operacionais
(=) Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA)
(-) Depreciação e amortização
(=) Lucro antes de juros e impostos (EBIT)
(-) Despesas com juros
(=) Lucro antes dos impostos
(-) Impostos
(=) Lucro líquido
(+) Depreciação e amortização
(-) Investimentos
(=) Fluxos de caixa provenientes de operações
(-) Dividendos preferenciais
(-) Variação do capital de giro
(-) Pagamentos de principal
(+) Entradas de caixa decorrentes de novas dívidas
(=) Fluxo de caixa líquidos do acionista (FCLA)

Fonte: Pacheco (2004, p. 16).

2.2 Custo médio ponderado de capital

Para Silva (2006, p. 25), “o custo médio ponderado de capital pode ser definido como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos das fontes de capital [...]”. Desta forma, o custo médio ponderado de capital representa os custos com financiamentos de longo prazo que a empresa realiza.

Segundo Martins (2001, p. 217):

[...] por uma série de motivos (risco financeiro, restrições impostas por órgãos deliberativos, contratos etc.), as empresas convivem com alguns limites associados a sua estrutura de financiamento. Em outras palavras, geralmente existe a necessidade de manter a relação entre passivos exigíveis e não exigíveis dentro de determinadas faixas. Por isso, a comparação dos projetos com as fontes específicas de financiamento pode não favorecer a escolha das melhores inversões de recursos.

Por isso, o custo médio ponderado de capital (CMPC) ou *weighted average cost of capital (WACC)* deve ser utilizado dentro das empresas uma vez que por meio dele é possível obter uma estrutura de capital ideal ou possível.

De acordo com Damodaran (2010, p. 77), o custo médio ponderado de capital pode ser calculado da seguinte forma:

$$WACC = k_s (E/[E+D+PS]) + k_d (D/[E+D+PS]) + k_{ps} (PS/[E+D+PS])$$

Em que: WACC = custo médio ponderado do capital; k_e = custo do patrimônio líquido; k_d = custo das dívidas após impostos; k_{ps} = custo das ações preferenciais; $(E/[E+D+PS])$ = proporção em valor de mercado do patrimônio líquido em relação ao valor do *mix* de financiamento; $(D/[E+D+PS])$ = proporção em valor de mercado da dívida em relação ao valor do *mix* de financiamento; e, finalmente, $(PS/[E+D+PS])$ = proporção em valor de mercado das ações preferenciais em relação ao valor do *mix* de financiamento.

2.3 Valor residual

O valor residual nada mais é que o valor de um ativo após a sua vida útil. Suponha-se que uma empresa tenha uma máquina que possui vida útil de dez anos, durante esse período de tempo essa máquina já terá depreciado o seu valor, então o valor de venda após os dez anos de depreciação é o valor residual. Pacheco (2004, p. 24), afirma que “o valor residual é considerado como se ocorresse no último período projetado no modelo, portanto, para ser incorporado ao valor empresarial ou do patrimônio líquido deve ser trazido a valor presente como se fosse um fluxo de caixa adicional ocorrendo no último período.”

O valor residual pode ser encontrado mediante o seguinte cálculo:

$$VR = \frac{FC_{t+1}}{r - g_t}$$

Em que: FC_{t+1} = fluxo de caixa do último período; r = taxa de desconto; e, g_t

= taxa de crescimento do fluxo de caixa na mesma perpetuidade que deve ser menor que r .

2.4 Determinação do valor da empresa

O valor da empresa, segundo Mendoza (2008), pode ser expresso como o valor presente dos fluxos de caixa líquidos esperados, sendo calculado por meio da seguinte fórmula:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=a} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t}$$

Em que: $FCFF_t$ = fluxo de caixa líquido da empresa esperado no período t ; e, $WACC$ = custo médio ponderado de capital.

A quantia total do endividamento da empresa não interfere no seu fluxo de caixa uma vez que o mesmo irá anteceder as dívidas. Porém, quando se fala em alavancagem, esse valor pode sofrer algumas alterações devido ao custo médio ponderado de capital. De acordo com Damodaran (2010, p. 136), “à medida que uma empresa assume maior parcela de endividamento, a média ponderada do custo de capital pode mudar, fazendo com que o valor da empresa também se altere. Se a média ponderada do custo de capital decrescer, o valor da empresa crescerá”.

3 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

De acordo com Vergara (2005), as pesquisas podem ser classificadas por dois critérios primários: quanto aos fins e quanto aos meios. Os fins dessa pesquisa tem caráter explicativo. “Estendem a aplicação de teorias bem desenvolvidas ou melhoram nosso entendimento dos principais conceitos.” (COOPER; SCHINDLER, 2003, p. 61).

No que se refere aos meios foi utilizado um estudo de caso que permitiu explorar os objetivos propostos. Sobre isso, afirma Yin (2005, p. 20):

[...] a clara necessidade pelos estudos de caso surge do desejo de se compreender fenômenos sociais complexos. Em resumo, o estudo de caso permite uma investigação para se preservar as características holísticas e significativas dos acontecimentos da vida real – tais como ciclos de vida individuais, processos organizacionais e administrativos, mudanças ocorridas em regiões urbanas, relações internacionais e a maturação de setores econômicos.

O método do estudo de caso permitiu coletar várias informações importantes para o desenvolvimento da análise necessária ao cumprimento dos objetivos do estudo, trazendo assim resultados satisfatórios para as considerações finais e recomendações aos gestores da empresa.

As limitações da pesquisa estão concentradas nas dificuldades de obtenção dos demonstrativos financeiros da Empresa Beta. A respeito dessa limitação, Queiroz (1988, p. 48) afirma o seguinte:

[...] antes, porém, vale observar que qualquer análise, sobretudo do ponto de vista do analista externo, é limitada em suas conclusões pelo volume e qualidade das informações disponíveis. Porém, para a tomada de decisões, bastam ao administrador, com muita frequência, apenas as alternativas, as tendências, as aproximações, desde que oportunas. Mais vale uma aproximação oportuna para a tomada de decisão, do que um dado exato após a decisão consumada.

Além da introdução e da fundamentação teórica, este estudo apresenta os resultados do estudo de caso especificamente, as premissas e as projeções necessárias para a avaliação da Empresa Beta e, na última seção, as principais conclusões, além de destacar algumas recomendações aos gestores da empresa.

4 ESTUDO DE CASO

Esta seção apresenta a descrição da empresa, os demonstrativos financeiros, as projeções dos demonstrativos financeiros, o fluxo de caixa livre, o custo de capital, o valor residual, o valor da empresa e *market value added* (MVA).

4.1 Descrição do objeto de estudo

A empresa estudada, denominada Beta, é um comércio varejista de medicamentos, situada na cidade de Umuarama-PR, que iniciou suas atividades no ano de 1974. Com o mercado em expansão e a dificuldade de conquistar um nicho considerável, devido ao fato de existir uma grande quantidade de farmácias na cidade, os sócios resolveram adquirir a franquia da Empresa Beta, em 2008, o que contribuiu para o seu crescimento.

As grandes vantagens da franquia para pequenas empresas é que a empresa trabalhará com a marca da franquia que já é consagrada no mercado, terá melhores preços e prazos para a compra de produtos, promoções, propagandas e também maior facilidade de acesso a empréstimos e financiamentos.

No Brasil existem aproximadamente duzentas lojas da Empresa Beta distribuídas entre os estados de Santa Catarina, Paraná, Mato Grosso, Mato

Grosso do Sul e São Paulo.

4.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras são relatórios contábeis que contribuem para a tomada de decisão dos gestores da empresa. Dos relatórios contábeis existentes, os mais importantes para a gestão são o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício e a demonstração do fluxo de caixa.

Devido à escassez de dados e de informações financeiras, o balanço patrimonial (BP) foi elaborado pelo método denominado balanço perguntado ou balanço inventariado. Assim, o balanço inventariado ou balanço perguntado, pode ser levantado diretamente das transações e do testemunho do proprietário da empresa, adotando-se critérios simples e objetivos, sendo os mais próximos possíveis da realidade econômica da empresa.

De acordo com o balanço patrimonial da Empresa Beta, 93% de seus recursos (do ativo) fazem parte do capital de giro, ou seja, quase todo o recurso da empresa está aplicado no giro da empresa, o que obriga os gestores, muitas vezes, a buscar recursos de terceiros de curto prazo. Porém, o ativo circulante possui um valor consideravelmente maior do que o passivo circulante, o que permite a empresa cumprir com as suas obrigações de curto prazo. Sua estrutura de capital é composta de 28,45% de recursos próprios e 71,55% de recursos de terceiros, sendo que do total de recursos de terceiros, pouco mais de 22% são de longo prazo.

Ter a maior parte de recursos de terceiros causa um maior risco financeiro, mas em contrapartida, os recursos de terceiros permitem que a empresa amplie ou pelo menos mantenha suas operações. Os dados mostram também que há pouca imobilização do patrimônio líquido, cerca de R\$ 0,26 para cada R\$ 1,00 de capital próprio, o que permite que mais capital próprio seja aplicado no giro. Também, deve-se lembrar que o custo de capital de terceiros geralmente é menor que o custo de capital próprio.

A demonstração do resultado do exercício (DRE) foi elaborada por meio de uma entrevista com o diretor da empresa, colhendo-se as informações necessárias para os cálculos e análises. A DRE, do ano de 2010, apresentou um resultado líquido positivo, identificando que as atividades desse período geraram lucro.

Foram realizadas projeções para o balanço patrimonial e para a demonstração do resultado do exercício para os próximos dez anos utilizando o percentual de 4% ao ano. Este percentual foi escolhido pelo fato das projeções de crescimento do Produto Interno Bruto – PIB da economia brasileira situar-se ao redor deste valor. Acredita-se, portanto que o crescimento da empresa em estudo

acompanhe em tese o crescimento da economia onde está inserida. Na sequência, apresentam-se a projeção do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício até o ano de 2020.

4.3 Projeção das demonstrações financeiras

Na projeção do balanço patrimonial foram utilizadas as taxas médias históricas de crescimento da empresa, qual seja, 4% ao ano, nos últimos cinco anos. O Quadro 2 apresenta a projeção do balanço patrimonial da empresa, para o período de 2011 a 2020.

Quadro 2: Projeções do balanço patrimonial da empresa Beta de 2011 a 2020

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
ATIVO					
Ativo circulante	R\$ 440.440,00	R\$ 458.057,60	R\$ 476.379,90	R\$ 495.435,10	R\$ 515.252,50
Caixa	R\$ 11.960,00	R\$ 12.438,40	R\$ 12.935,94	R\$ 13.453,37	R\$ 13.991,51
Contas a receber	R\$ 64.480,00	R\$ 67.059,20	R\$ 69.741,57	R\$ 72.531,23	R\$ 75.432,48
Estoques	R\$ 364.000,00	R\$ 378.560,00	R\$ 393.702,40	R\$ 409.450,50	R\$ 425.828,52
Ativo não circulante	R\$ 32.240,00	R\$ 3.529,60	R\$ 34.870,78	R\$ 36.265,62	R\$ 37.716,24
Imobilizado	R\$ 32.240,00	R\$ 33.529,60	R\$ 34.870,78	R\$ 36.265,62	R\$ 37.716,24
Ativo total	R\$ 472.680,00	R\$ 491.587,20	R\$ 511.250,69	R\$ 531.700,72	R\$ 552.968,74
PASSIVO					
Passivo circulante	R\$ 272.688,00	R\$ 283.595,52	R\$ 294.939,34	R\$ 306.736,91	R\$ 319.006,39
Empréstimos e financiamentos	R\$ 41.600,00	R\$ 43.264,00	R\$ 44.994,56	R\$ 46.794,34	R\$ 48.666,12
Salários e encargos	R\$ 12.480,00	R\$ 12.979,20	R\$ 13.498,37	R\$ 14.038,30	R\$ 14.599,83
Fornecedores	R\$ 213.200,00	R\$ 221.728,00	R\$ 230.597,12	R\$ 239.821,00	R\$ 249.413,84
Impostos a pagar	R\$ 5.408,00	R\$ 5.624,32	R\$ 5.849,29	R\$ 6.083,26	R\$ 6.326,60
Passivo não circulante	R\$ 78.000,00	R\$ 81.120,00	R\$ 84.364,80	R\$ 87.739,39	R\$ 91.248,97
Empréstimos e financiamentos	R\$ 78.000,00	R\$ 81.120,00	R\$ 84.364,80	R\$ 87.739,39	R\$ 91.248,97
Patrimônio líquido	R\$ 121.992,00	R\$ 126.871,68	R\$ 131.946,55	R\$ 137.224,41	R\$ 142.713,39
Capital social	R\$ 85.280,00	R\$ 88.691,20	R\$ 92.238,85	R\$ 95.928,40	R\$ 99.765,54
Lucros ou prejuízos acumulados	R\$ 36.712,00	R\$ 38.180,48	R\$ 39.707,70	R\$ 41.296,01	R\$ 42.947,85
Passivo total	R\$ 472.680,00	R\$ 491.587,20	R\$ 511.250,69	R\$ 531.700,72	R\$ 552.968,74
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
ATIVO					
Ativo circulante	R\$ 535.862,60	R\$ 557.297,11	R\$ 579.588,99	R\$ 602.772,55	R\$ 626.883,45
Caixa	R\$ 14.551,17	R\$ 15.133,22	R\$ 15.738,54	R\$ 16.368,09	R\$ 17.022,81
Contas a receber	R\$ 78.449,78	R\$ 81.587,77	R\$ 84.851,28	R\$ 88.245,33	R\$ 91.775,15
Estoques	R\$ 442.861,66	R\$ 460.576,12	R\$ 478.999,17	R\$ 498.159,13	R\$ 518.085,50
Ativo não circulante	R\$ 39.224,89	R\$ 40.793,89	R\$ 42.425,64	R\$ 44.122,67	R\$ 45.887,57
Imobilizado	R\$ 39.224,89	R\$ 40.793,89	R\$ 42.425,64	R\$ 44.122,67	R\$ 45.887,57
Ativo total	R\$ 575.087,49	R\$ 598.090,99	R\$ 622.014,63	R\$ 646.895,22	R\$ 672.771,03
PASSIVO					
Passivo circulante	R\$ 331.766,65	R\$ 345.037,31	R\$ 358.838,81	R\$ 373.192,36	R\$ 388.120,05
Empréstimos e financiamentos	R\$ 50.612,76	R\$ 52.637,27	R\$ 54.742,76	R\$ 56.932,47	R\$ 59.209,77
Salários e encargos	R\$ 15.183,83	R\$ 15.791,18	R\$ 16.422,83	R\$ 17.079,74	R\$ 17.762,93
Fornecedores	R\$ 259.390,40	R\$ 269.766,01	R\$ 280.556,66	R\$ 291.778,92	R\$ 303.450,08
Impostos a pagar	R\$ 6.579,66	R\$ 6.842,85	R\$ 7.116,56	R\$ 7.401,22	R\$ 7.697,27
Passivo não circulante	R\$ 94.898,93	R\$ 98.694,88	R\$ 102.642,68	R\$ 106.748,39	R\$ 111.018,32
Empréstimos e financiamentos	R\$ 94.898,93	R\$ 98.694,88	R\$ 102.642,68	R\$ 106.748,39	R\$ 111.018,32
Patrimônio líquido	R\$ 148.421,92	R\$ 154.358,80	R\$ 160.533,15	R\$ 166.954,48	R\$ 173.632,65
Capital social	R\$ 103.756,16	R\$ 107.906,41	R\$ 112.222,66	R\$ 116.711,57	R\$ 121.380,03
Lucros ou prejuízos acumulados	R\$ 44.665,76	R\$ 46.452,39	R\$ 48.310,49	R\$ 50.242,91	R\$ 52.252,62

O fluxo de caixa da empresa pode ser projetado de acordo com o negócio. A literatura financeira, que trata desta temática, sugere uma projeção de oito a dez anos.

Da mesma forma que o balanço patrimonial, a demonstração do resultado do exercício foi projetada a uma taxa média histórica de 4% ao ano. O Quadro 3 apresenta as projeções para o período de 2011 a 2020.

Quadro 3: Projeções das DREs da empresa Beta para o período de 2011 a 2020

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
Receita operacional bruta	RS 130.208,00	RS 135.416,32	RS 140.832,97	RS 146.466,29	RS 152.324,94
(-) Deduções	RS 9.360,00	RS 9.734,40	RS 10.123,78	RS 10.528,73	RS 10.949,88
(=) Receita operacional líquida	RS 120.848,00	RS 125.681,92	RS 130.709,20	RS 135.937,56	RS 141.375,07
(-) CMV	RS 74.984,00	RS 77.983,36	RS 81.102,69	RS 84.346,80	RS 87.720,67
(=) Resultado operacional bruto	RS 45.864,00	RS 47.698,56	RS 49.606,50	RS 51.590,76	RS 53.654,39
(-) Despesas operacionais	RS 12.480,00	RS 12.979,20	RS 13.498,37	RS 14.038,30	RS 14.599,83
(-) Despesas financeiras líquidas	RS 4.472,00	RS 4.650,88	RS 4.836,92	RS 5.030,39	RS 5.231,61
(=) Resultado operacional antes do IR	RS 28.912,00	RS 30.068,48	RS 31.271,22	RS 32.522,07	RS 33.822,95
(-) Imposto de renda	RS 4.336,80	RS 4.510,27	RS 4.690,68	RS 4.878,31	RS 5.073,44
(=) Resultado líquido	RS 24.575,20	RS 25.558,21	RS 26.580,54	RS 27.643,76	RS 28.749,51
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
Receita operacional bruta	RS 158.417,94	RS 164.754,66	RS 171.344,85	RS 178.198,64	RS 185.326,58
(-) Deduções	RS 11.387,87	RS 11.843,39	RS 12.317,12	RS 12.809,81	RS 13.322,20
(=) Receita operacional líquida	RS 147.030,07	RS 152.911,27	RS 159.027,72	RS 165.388,83	RS 172.004,39
(-) CMV	RS 91.229,50	RS 94.878,68	RS 98.673,83	RS 102.620,78	RS 106.725,61
(=) Resultado operacional bruto	RS 55.800,57	RS 58.032,59	RS 60.353,90	RS 62.768,05	RS 65.278,77
(-) Despesas operacionais	RS 15.183,83	RS 15.791,18	RS 16.422,83	RS 17.079,74	RS 17.762,93
(-) Despesas financeiras líquidas	RS 5.440,87	RS 5.658,51	RS 5.884,85	RS 6.120,24	RS 6.365,05
(=) Resultado operacional antes do IR	RS 35.175,87	RS 36.582,90	RS 38.046,22	RS 39.568,07	RS 41.150,79
(-) Imposto de renda	RS 5.276,38	RS 5.487,44	RS 5.706,93	RS 5.935,21	RS 6.172,62
(=) Resultado líquido	RS 29.899,49	RS 31.095,47	RS 32.339,29	RS 33.632,86	RS 34.978,17

4.4 Projeção do fluxo de caixa livre

O fluxo de caixa livre é na verdade o fluxo de caixa operacional, ou seja, é aquele proveniente das operações atuais descontando-se as necessidades adicionais de capital de giro e de investimentos em ativos imobilizados, ou seja, é o fluxo residual, livre para distribuição aos acionistas sem comprometer as operações e o potencial de crescimento da empresa.

Antes de ser realizado o cálculo do fluxo de caixa livre, é necessário encontrar o valor do *net operating profit after tax* - NOPAT que é o valor do lucro operacional líquido depois dos impostos. O Quadro 4 demonstra os cálculos realizados para se encontrar o valor do NOPAT.

Quadro 4: Cálculo do NOPAT da empresa Beta para o período de 2011 a 2020

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
Receita líquida	R\$ 130.208,00	R\$ 135.416,32	R\$ 140.832,97	R\$ 146.466,29	R\$ 152.324,94
(-) Custo operacional	R\$ 74.984,00	R\$ 77.983,36	R\$ 81.102,69	R\$ 84.346,80	R\$ 87.720,67
(-) Despesas operacionais	R\$ 12.480,00	R\$ 12.979,20	R\$ 13.498,37	R\$ 14.038,30	R\$ 14.599,83
(=) Lucro operacional	R\$ 42.744,00	R\$ 44.453,76	R\$ 46.231,91	R\$ 48.081,19	R\$ 50.004,43
(-) Impostos ajustados sobre o LAJIR	R\$ 6.411,60	R\$ 6.668,06	R\$ 6.934,79	R\$ 7.212,18	R\$ 7.500,67
(=) NOPAT	R\$ 36.332,40	R\$ 37.785,70	R\$ 39.297,12	R\$ 40.869,01	R\$ 42.503,77
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
Receita líquida	R\$ 158.417,94	R\$ 164.754,66	R\$ 171.344,85	R\$ 178.198,64	R\$ 185.326,58
(-) Custo operacional	R\$ 91.229,50	R\$ 94.878,68	R\$ 98.673,83	R\$ 102.620,78	R\$ 106.725,61
(-) Despesas operacionais	R\$ 15.183,83	R\$ 15.791,18	R\$ 16.422,83	R\$ 17.079,74	R\$ 17.762,93
(=) Lucro operacional	R\$ 52.004,61	R\$ 54.084,80	R\$ 56.248,19	R\$ 58.498,12	R\$ 60.838,04
(-) Impostos ajustados sobre o LAJIR	R\$ 7.800,69	R\$ 8.112,72	R\$ 8.437,23	R\$ 8.774,72	R\$ 9.125,71
(=) NOPAT	R\$ 44.203,92	R\$ 45.972,08	R\$ 47.810,96	R\$ 49.723,40	R\$ 51.712,33

O NOPAT é uma medida da performance operacional da empresa, quando considera as receitas operacionais deduzindo-se os custos e as despesas operacionais. O NOPAT é utilizado na modelagem do fluxo de caixa livre, desta forma, o mesmo foi projetado para o período das demonstrações financeiras, no caso, dez anos.

Após encontrar-se o valor do NOPAT, deve-se fazer o cálculo das variações do capital de giro. No Quadro 5 apresentam-se os cálculos para o período projetado.

Quadro 5: Variação do capital de giro da empresa Beta do ano de 2011 a 2020

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo C. O.	R\$ 440.440,00	R\$ 458.057,60	R\$ 476.379,90	R\$ 495.435,10	R\$ 515.252,50
(-) Passivo C. O.	R\$ 231.088,00	R\$ 240.331,52	R\$ 249.944,78	R\$ 259.942,57	R\$ 270.340,27
(=) Capital de giro O. L.	R\$ 209.352,00	R\$ 217.726,08	R\$ 226.435,12	R\$ 235.492,53	R\$ 244.912,23
	2011 – 2010	2012 – 2011	2013 – 2012	2014 – 2013	2015 – 2014
Variação do capital de giro	R\$ 8.052,00	R\$ 8.374,08	R\$ 8.709,04	R\$ 9.057,40	R\$ 9.419,70
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo C. O.	R\$ 535.862,60	R\$ 557.297,11	R\$ 579.588,99	R\$ 602.772,55	R\$ 626.883,45
(-) Passivo C. O.	R\$ 281.153,89	R\$ 292.400,04	R\$ 304.096,04	R\$ 316.259,88	R\$ 328.910,28
(=) Capital de giro O. L.	R\$ 254.708,72	R\$ 264.897,07	R\$ 275.492,95	R\$ 286.512,67	R\$ 297.973,17
	2016 – 2015	2017 – 2016	2018 – 2017	2019 – 2018	2020 – 2019
Variação do capital de giro	R\$ 9.796,49	R\$ 10.188,35	R\$ 10.595,88	R\$ 11.019,72	R\$ 11.460,51

A variação do capital de giro demonstra o quanto o capital de giro operacional líquido variou de um período para o outro. Da mesma forma, foram realizados os cálculos para os dez períodos, acompanhando a projeção das demonstrações financeiras da empresa. O cálculo das variações do capital de giro

operacional líquido é necessário pelo fato de fazer parte da modelagem dos fluxos de caixa livres da empresa.

O próximo passo é encontrar a variação do ativo imobilizado líquido. O Quadro 6 apresenta os cálculos para o período de 2011 a 2020.

Quadro 6: Variação do ativo imobilizado líquido da empresa Beta de 2011 a 2020

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
Ativo imobilizado líquido	RS 32.240,00	RS 33.529,60	RS 34.870,78	RS 36.265,62	RS 37.716,24
	2011 - 2010	2012 - 2011	2013 - 2012	2014 - 2013	2015 - 2014
Variação do ativo imobilizado líquido	RS 1.240,00	RS 1.289,60	RS 1.341,18	RS 1.394,83	RS 1.450,62
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
Ativo imobilizado líquido	RS 39.224,89	RS 40.793,89	RS 42.425,64	RS 44.122,67	RS 45.887,57
	2016 - 2015	2017 - 2016	2018 - 2017	2019 - 2018	2020 - 2019
Variação do ativo imobilizado líquido	RS 1.508,65	RS 1.569,00	RS 1.631,76	RS 1.697,03	RS 1.764,91

A variação do ativo imobilizado líquido demonstra a demanda de recursos investidos nos ativos fixos da empresa para dar suporte as suas operações, bem como, aos seus projetos de expansão. Para a modelagem do fluxo de caixa livre, também se faz necessário o cálculo da variação ocorrida em outros ativos e passivos de longo prazo, como também, a variação em outros itens do ativo permanente, porém, esses dados à empresa não possui para se efetuar o cálculo, desta forma, foram apresentados com valor igual a zero. Após se encontrar todos os componentes do fluxo de caixa livre, demonstram-se no Quadro 7 os resultados apurados para o período de 2010 a 2020.

Quadro 7: Fluxo de caixa livre da empresa Beta, de 2011 a 2020, em R\$

PERÍODO	2011	2012	2013	2014	2015
Lucro operacional ajustado (NOPAT)	36.332,40	37.785,70	39.297,12	40.869,01	42.503,77
Variação no capital de giro operacional líquido	- 8.052,00	- 8.374,08	- 8.709,04	- 9.057,40	- 9.419,70
Variação no ativo imobilizado líquido	- 1.240,00	- 1.289,60	- 1.341,18	- 1.394,83	- 1.450,62
Variação em outros ativos e outros passivos de longo prazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variação em outros itens do ativo permanente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fluxo de caixa livre	27.040,40	28.122,02	29.246,90	30.416,77	31.633,44
PERÍODO	2016	2017	2018	2019	2020
Lucro operacional ajustado (NOPAT)	44.203,92	45.972,08	47.810,96	49.723,40	51.712,33
Variação no capital de giro operacional líquido	- 9.796,49	-10.188,35	-10.595,88	-11.019,72	-11.460,51
Variação no ativo imobilizado líquido	-1.508,65	-1.569,00	-1.631,76	-1.697,03	-1.764,91
Variação em outros ativos e outros passivos de longo prazo	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Variação em outros itens do ativo permanente	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Fluxo de caixa livre	32.898,78	34.214,73	35.583,32	37.006,65	38.486,92

Embora os resultados da variação do capital de giro e do ativo imobilizado líquido resultassem em números positivos, na elaboração do fluxo de caixa livre, os resultados foram alocados invertendo-se o sinal. No caso das variações do capital de giro, o sinal negativo significa demanda de recursos adicionais para manter as operações projetadas da empresa. Da mesma forma, no caso das variações do ativo imobilizado líquido o sinal negativo sinaliza necessidade de se realizar investimentos em ativos fixos para manter e até expandir as operações projetadas. O mesmo aconteceria com a variação em outros ativos e passivos de longo prazo, como também, com a variação em outros itens do ativo permanente, que teriam seus sinais invertidos para dar significado ao cálculo do fluxo de caixa livre da empresa.

4.5 Custo de capital

Toda e qualquer empresa tem suas atividades financiadas por capital próprio, capital de terceiros ou um *mix* dos dois tipos de capital. Para cada tipo de capital utilizado há um custo embutido. O custo de capital é então uma taxa de juros que a empresa paga por utilizar qualquer uma das fontes de financiamento, que é colocado à disposição da empresa, considerando-se a participação de cada fonte no financiamento total se suas operações. Para cada empresa existe um percentual que se julga ideal para o financiamento da empresa. É então necessário que cada empresa avalie suas fontes de financiamento para saber qual é o percentual que traz mais retorno aos acionistas. Classificando-se as fontes de capital da empresa Beta apenas entre recursos de terceiros e recursos próprios, identifica-se que 61% são recursos próprios e 39% de terceiros.

O capital de terceiros é uma fonte de recursos utilizada para várias finalidades dentro de uma empresa, dentre elas, destacam-se aquisição de ativos imobilizados, o financiamento do capital de giro, dentre outras.

Para encontrar-se o custo de capital de terceiros da empresa, dividiu-se o valor das despesas financeiras obtidas junto a DRE do exercício de 2010 pelo valor dos financiamentos de longo prazo destacados no balanço patrimonial da empresa para o mesmo exercício social. O valor encontrado é considerado bruto, pois é obtido antes das provisões para o pagamento do imposto de renda e contribuição social. Segundo a metodologia para a apuração do custo de capital, este valor deve ser apresentado em termos líquidos, ou seja, após as provisões de imposto de renda e contribuição social, desta forma, do valor bruto encontrado, deduz-se a alíquota de 15%, dada esta como alíquota utilizada para as provisões na empresa em estudo. O Quadro 8 apresenta o cálculo do custo de capital de terceiros da empresa Beta.

Quadro 8: Custo do capital de terceiros da empresa Beta

Custo do capital de terceiros	
Contas	Valor
Despesas financeiras	R\$ 4.300,00
Empréstimos e financiamentos	R\$ 75.000,00
Custo bruto da dívida	5,73%
Alíquota de imposto de renda	15%
Custo do capital de terceiros	4,87%

Segundo o cálculo realizado, o custo que está sendo pago pela empresa para utilizar os recursos de terceiros é de 4,87% ao ano. Não existe um percentual ideal padrão para esta taxa, haja vista, cada empresa poder captar os recursos em função das ofertas disponíveis no mercado financeiro e de sua capacidade de endividamento. Um dos benefícios para a empresa na utilização de capital de terceiros é o denominado benefício fiscal, que reduz o imposto de renda e contribuição social a pagar, pelo fato da despesa financeira gerada pela dívida reduzir a base de cálculo sobre a qual se calcula os ditos impostos.

O capital próprio nada mais é do que o valor investido pelos sócios ou acionistas na empresa no início ou durante as suas atividades, bem como os lucros que foram gerados e não distribuídos. O custo do capital próprio foi encontrado segundo dados do site do Instituto Assaf - Finanças e Valor (<http://www.institutoassaf.com.br>), onde estão dispostas várias taxas de custo de capital próprio para diversos setores. Assim, o custo de 16,4% ao ano foi utilizado pelo fato da empresa estar classificada no setor de comércio em geral. O valor de 4,15% ao ano corresponde à taxa livre de risco, no caso, os *T-Bonds* que são os títulos do tesouro americano de trinta anos. O prêmio pelo risco do acionista de acordo com o setor é de 3,2% e o risco Brasil foi estimado em 2,01. Todos os dados encontrados foram referentes ao ano de 2010.

O custo médio ponderado de capital - CMPC ou *Weighted Average Cost of Capital* - WACC é o custo de cada fonte de capital, ponderado pela sua participação na estrutura de capital da empresa. No Quadro 9 apresenta-se o valor do CMPC para a empresa Beta.

Quadro 9: Custo médio ponderado de capital da empresa Beta

Custo médio ponderado de capital	
Composição	Valor
Custo do capital próprio	16,4%
Custo do capital de terceiros	4,87%
Participação do capital próprio	61%
Participação do capital de terceiros	39%
Custo médio ponderado de capital	11,90%

A primeira parte do cálculo é o produto do custo do capital próprio (16,4% ao ano) pela sua participação (61%) na estrutura de capital da empresa. Na segunda parte, adiciona-se o valor apurado com o produto do custo do capital de terceiros e sua respectiva participação (39%). O resultado final é o CMPC de 11,90% ao ano. Este percentual representa a taxa que a empresa pagou, em 2010, para utilizar os recursos que compõem sua estrutura de capital. Qualquer modificação no custo do capital próprio e/ou de terceiros, ou mesmo nas respectivas participações resultará na alteração do CMPC. Neste estudo de caso parte-se da premissa que a empresa manterá sua estrutura-meta de capital como a determinada no ano de 2010, bem como, os respectivos custos, ao longo do período projetado.

4.6 Valor residual

O valor residual nada mais é do que o valor do fluxo de caixa da empresa ao término do período de projeção. Existem vários métodos para se calcular o valor residual, sendo um deles o Modelo de Gordon (1968), aliás esse é o mais utilizado pelo mercado financeiro. O Quadro 10 apresenta o cálculo do valor residual da empresa.

Quadro 10: Valor residual da empresa Beta

Valor residual	
Fluxo de caixa do último período	R\$ 38.486,92
Taxa de crescimento da empresa	4%
Custo médio ponderado de capital	11,90%
Valor residual	R\$ 506.663,29

O presente cálculo foi elaborado levando-se em conta a premissa de que

os fluxos de caixa livre, após o período de projeção, continuem crescendo a uma taxa de 4% ao ano. Esse cálculo tem a finalidade de demonstrar ao proprietário o quanto a empresa vale após o último período de projeção, nesse caso, o valor encontrado foi de R\$ 506.663,29.

4.7 Valor da empresa

Após a realização dos cálculos da projeção dos fluxos de caixa livre e do custo de capital, calcula-se o valor das operações da empresa (VOE), o valor total de mercado da empresa (VTME) e o valor de mercado do patrimônio líquido (VMPL).

O valor das operações da empresa (VOE) é o valor dos fluxos de caixa livre (FCL) descontados pelo custo médio ponderado de capital (CMPC). O resultado do VOE é apresentado a seguir:

$$VOE = \frac{FC}{(1+CMPC)^1} + \frac{FC}{(1+CMPC)^2} + \dots + \frac{FC+VR}{(1+CMPC)^n}$$

$$VOE = \frac{27.040,40}{(1+11,90)^1} + \frac{28.122,02}{(1+11,90)^2} + \frac{29.246,90}{(1+11,90)^3} + \frac{30.416,77}{(1+11,90)^4}$$

$$+ \frac{31.633,44}{(1+11,90)^5} + \frac{32.898,78}{(1+11,90)^6} + \frac{34.214,73}{(1+11,90)^7} + \frac{35.583,32}{(1+11,90)^8}$$

$$+ \frac{37.006,65}{(1+11,90)^9} + \frac{38.486,92}{(1+11,90)^{10}}$$

$$VOE = 24.164,79 + 22.458,79 + 20.873,23 + 19.399,60 + 18.030,01$$

$$+ 16.757,12 + 15.574,08 + 14.474,57 + 13.452,69 + 177.098,68$$

$$VOE = \mathbf{R\$342.283,56}$$

Em que: *VOE* = valor das operações da empresa; *FC* = fluxo de caixa do período; *CMPC* = custo médio ponderado de capital; *n* = período; e, *VR* = valor residual.

O presente cálculo demonstra o valor das operações da empresa (VOE) no total de R\$ 342.283,56. Esse valor será utilizado para se determinar o valor total de mercado da empresa (VTME).

O valor total de mercado da empresa (VTME) é a soma do valor atual de suas operações, conforme demonstrado no cálculo anterior, mais o valor dos

ativos não operacionais, caracterizados pelas aplicações financeiras. No caso da empresa Beta, não existem recursos destinados às aplicações financeiras, desta forma, o resultado apurado para o VOE será exatamente igual ao VTME.

O valor de mercado do patrimônio líquido (VMPL) deve considerar o valor das dívidas onerosas e o das ações preferenciais. O VMPL é o VTME subtraindo-se o valor da dívida onerosa e o valor das ações preferenciais. Como a empresa não apresenta os valores referentes ao valor da dívida onerosa e o das ações preferenciais por se tratar de uma empresa limitada, VTME é igual ao VMPL.

É possível verificar que o VOE, o VTME e o VMPL apresentaram o mesmo valor pelo fato da empresa não ter aplicações financeiras em seu ativo circulante e por ser uma sociedade LTDA, ou seja, de capital fechado, portanto sem ações preferenciais cotadas em bolsa de valores.

4.8 Mensuração do market value added (MVA)

O valor adicionado pelo mercado ou *market value added* (MVA) é uma metodologia desenvolvida pela empresa Stern Stewart & Company e representa a diferença entre o valor de mercado da empresa e o seu patrimônio líquido (valor de custo contábil). O cálculo do MVA está demonstrado no Quadro 11.

Quadro 11: Valor adicionado pelo mercado da empresa Beta

Valor de mercado do patrimônio líquido	R\$ 342.283,56
Patrimônio líquido	R\$ 117.300,00
Ações preferenciais	R\$ 0,00
MVA	R\$ 224.983,56

Este cálculo demonstra como um empresário pode cometer equívocos na avaliação do seu negócio quando o mesmo acredita que o valor de uma empresa é determinado pelo valor contábil do seu patrimônio líquido. Caso o proprietário da empresa Beta resolvesse vender o seu negócio usando apenas o valor do patrimônio líquido, ele iria perder o valor de R\$224.983,56.

O Quadro 11 demonstra também, que a empresa Beta possui o valor de mercado quase três vezes maior que o seu patrimônio líquido, isso significa que há boas expectativas para o incremento do valor da empresa se a mesma mantiver um ritmo de crescimento ou pelo menos a taxa média de 4% ao ano.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A realização desse estudo serviu para demonstrar o valor de mercado da Empresa Beta, como também para apresentar a diferença entre o valor contábil

da empresa e o seu valor estimado de mercado.

A avaliação de uma empresa feita por um proprietário que não possui conhecimento qualificado apresenta muitas divergências em relação ao valor de custo contábil apurado pelo patrimônio líquido. Utilizando-se a metodologia de avaliação pelo fluxo de caixa descontado é possível avaliar as potenciais contribuições dos ativos considerados intangíveis, mesmo não os considerando individualmente.

REFERÊNCIAS

BRIGHAM, E. F.; GORDON, M. J. Leverage, dividend policy, and the cost of capital. **The Journal of Finance**, New York. American Finance Association, v. 23, n. 1, p. 85-103, mar. 1968.

COOPER, D. R.; SCHINDLER, P. S. **Métodos de pesquisa em administração**. 7. ed. Porto Alegre: Bookman, 2003.

DAMODARAN, A. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. 2. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2010.

KOTLER, P. **Marketing para o século XXI: como criar, conquistar e dominar mercados**. São Paulo: Edipro, 2009.

MARTINS, E. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

MENDOZA, B. C. **Gestão do valor nas empresas num contexto de risco: estudo de caso de uma empresa do setor não cíclico de alimentos da Bovespa**. 2008. 198 f. Dissertação (Mestrado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2008.

PACHECO, A. A. S. **Avaliação de empresas: uma pesquisa sobre as metodologias e suas aplicações**. 2004. 59 f. Monografia (Bacharelado) – Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

QUEIROZ, A. D. **Integração dos sistemas de produção e finanças: demonstrativos e análise dos fluxos de fundos**. Trabalho Submetido à Comissão Examinadora do Concurso Público na Carreira do Magistério Superior Classe: Professor Titular. Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina, 1988.

SILVA, L. W. M. **Métodos de avaliação de empresas**: casos de práticas adotadas no Brasil. 2006. 113 f. Dissertação (Mestrado) – Faculdade de Economia e Finanças IBMEC, Rio de Janeiro, 2006.

VERGARA, S. C. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. São Paulo: Atlas, 2005.

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