

# **Avaliação de empresas: um estudo comparativo entre o modelo de capitalização dos lucros e o modelo dos múltiplos do fluxo de caixa**

**Fábio Matiello Neis**

**Sady Mazzioni**

**Omeri Dedonato**

**José Luiz De Castro Neto**

## **Resumo:**

*O debate acerca dos processos de avaliação de empresas está em plena efervescência, instigado pela globalização dos mercados e pelo dinamismo do mundo dos negócios. Os fatores que contribuem de modo mais consistente para isso compreendem desde o interesse nos procedimentos de fusão, incorporação, cisão e alienação até a necessidade da informação para algum objetivo qualquer. O objetivo principal deste estudo é apresentar um enfoque no modelo de capitalização dos lucros comparativamente ao modelo dos múltiplos do fluxo de caixa, evidenciando as peculiaridades de cada proposta. O estudo de caso foi desenvolvido em uma indústria do setor alimentício que atua na produção e comercialização de complementos alimentares. Constatou-se que geralmente o processo de avaliação de empresas reveste-se de subjetividade ao se determinar variáveis, como período de projeção, valor da perpetuidade, taxa de desconto, custo de capital e custo de oportunidade da perspectiva pessoal do avaliador e tal foi constatado na empresa estudada. Verificou-se que os modelos de avaliação são complementares uns dos outros e não excludentes. Conclui-se que o processo de avaliação deve ser composto por um conjunto de métodos, responsáveis por uma avaliação mais completa e com menor risco de imperfeições na determinação final do valor de determinada empresa.*

**Área temática:** *Controladoria*

## **Avaliação de empresas: um estudo comparativo entre o modelo de capitalização dos lucros e o modelo dos múltiplos do fluxo de caixa**

**Fábio Matiello Neis** (Universidade Comunitária Regional de Chapecó - Brasil) [fabio@acasel.com.br](mailto:fabio@acasel.com.br)

**Sady Mazzioni** (Universidade Comunitária Regional de Chapecó - Brasil) [sady@unochapeco.edu.br](mailto:sady@unochapeco.edu.br)

**Omeri Dedonato** (Universidade Comunitária Regional de Chapecó - Brasil) [omeri@unochapeco.edu.br](mailto:omeri@unochapeco.edu.br)

**José Luís de Castro Neto** (Universidade Regional de Blumenau -Brasil) [njcastro@furb.br](mailto:njcastro@furb.br)

### **Resumo**

*O debate acerca dos processos de avaliação de empresas está em plena efervescência, instigado pela globalização dos mercados e pelo dinamismo do mundo dos negócios. Os fatores que contribuem de modo mais consistente para isso compreendem desde o interesse nos procedimentos de fusão, incorporação, cisão e alienação até a necessidade da informação para algum objetivo qualquer. O objetivo principal deste estudo é apresentar um enfoque no modelo de capitalização dos lucros comparativamente ao modelo dos múltiplos do fluxo de caixa, evidenciando as peculiaridades de cada proposta. O estudo de caso foi desenvolvido em uma indústria do setor alimentício que atua na produção e comercialização de complementos alimentares. Constatou-se que geralmente o processo de avaliação de empresas reveste-se de subjetividade ao se determinar variáveis, como período de projeção, valor da perpetuidade, taxa de desconto, custo de capital e custo de oportunidade da perspectiva pessoal do avaliador e tal foi constatado na empresa estudada. Verificou-se que os modelos de avaliação são complementares uns dos outros e não excludentes. Concluiu-se que o processo de avaliação deve ser composto por um conjunto de métodos, responsáveis por uma avaliação mais completa e com menor risco de imperfeições na determinação final do valor de determinada empresa.*

*Palavras chave: Avaliação de empresas, Valor da empresa, Modelos de avaliação.*

*Área temática: Controladoria.*

### **1. Introdução**

É conhecido o processo de modificações econômicas, sociais, tecnológicas, culturais e de conhecimento que a sociedade como um todo vivencia. Tais alterações têm amplas conseqüências que se espalham para toda a sociedade. A Contabilidade tem, desde os primórdios da sociedade, ajudado na orientação do processo de tomada de decisão relacionado ao patrimônio das entidades.

Um dos objetivos da contabilidade é a busca de informações adequadas, precisas e fidedignas que sirvam de base aos gestores na tomada de decisões acerca de seu patrimônio.

Nas últimas décadas, assiste-se à evolução do mundo dos negócios, exigindo habilidade dos profissionais responsáveis pela confecção e tradução das demonstrações contábeis das empresas, dado que a atuação empresarial tem se verificado em mercados e economias diversificadas. As oportunidades de negócio e crescimento são diversas neste ambiente em que a informação é elemento relevante para se obter sucesso nas negociações.

Uma área em pleno crescimento e desenvolvimento na era da economia globalizada é a avaliação de empresas. Os motivos que levam uma empresa a realizar processo de avaliação

estão relacionados à necessidade de negociá-la, submetê-la a processo de fusão, incorporação ou cisão, ou ainda à necessidade dos gestores saberem quanta riqueza foi gerada pela empresa para considerar a distribuição de dividendos aos acionistas.

Pode-se inferir, dessa forma, que o assunto reveste-se de relevância pela capacidade de ser útil aos gestores e/ou tomadores de decisões de uma entidade. Este artigo pretende comparar duas metodologias empregadas na avaliação de empresas - o modelo de capitalização dos lucros e o modelo dos múltiplos do fluxo de caixa, salientando as vantagens e desvantagens de um e de outro. Pretende-se, igualmente, ampliar os conhecimentos dos métodos de avaliação das empresas, das técnicas fundamentais e dos fatores relevantes necessários à formação do valor de uma entidade. Trata-se de assunto atual que está em foco no mundo dos negócios.

Este estudo parte da premissa de que as empresas devem ser avaliadas considerando suas condições mercadológicas atuais com vistas ao futuro, visto que um investimento normalmente é feito visando retorno promissor ao agente da aplicação dos recursos, num tempo futuro já previsto. Assim, a questão que norteia a presente pesquisa é: *quais são as diferenças entre as metodologias do “método de capitalização dos lucros e dos múltiplos do fluxo de caixa”?* Assim, o objetivo central deste estudo é evidenciar as vantagens e desvantagens das metodologias citadas. Para isso, além da revisão bibliográfica sobre avaliação de empresas, faz-se um estudo de caso, com a aplicação das duas metodologias acima mencionadas, em uma indústria do setor alimentício que atua na produção e comercialização de complementos alimentares.

As contribuições do presente artigo residem, principalmente, em evidenciar para os leitores detalhes da aplicação das duas metodologias de avaliação de empresas, tema que passa por considerações diferentes dado as freqüentes modificações na realidade que comumente atingem as empresas em seus negócios. O tema pode servir, também, para conhecimento e atualização dos profissionais da área contábil em diminuir a distância existente entre a teoria e a prática, em que a adoção de métodos não apropriados nos processos de avaliação de empresas tem causado freqüentes imperfeições na atribuição de valor.

## **2. Metodologia**

Este artigo é desenvolvido baseado em estudo de caso aplicado em indústria do setor alimentício que atua na produção e comercialização de achocolatados, bolinho de chuva, chocolate em pó, condimentos, linha *diet* (gelatina e pudim), amido de milho, *milk shake*, misturas para bolo, refrescos e sobremesas.

Inicialmente, apresentam-se as demonstrações contábeis que servirão de base para o cálculo do valor da empresa segundo as duas metodologias. Para suprir os efeitos da desvalorização da moeda, não evidenciada nas demonstrações contábeis originais, apresentar-se-ão valores históricos e atualizados pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) acumulado.

BALANÇO PATRIMONIAL						
Descrição das Contas	Dados Históricos			Dados Atualizados - INPC Acumulado		
	Período			Período		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>10.272.562,34</b>	<b>7.562.045,94</b>	<b>4.773.458,33</b>	<b>10.272.562,34</b>	<b>8.346.986,31</b>	<b>6.045.584,97</b>
<b>DISPONIBILIDADES</b>	<b>686.195,78</b>	<b>217.935,64</b>	<b>340.011,28</b>	<b>686.195,78</b>	<b>240.557,36</b>	<b>430.624,29</b>
<b>ESTOQUES</b>	<b>3.651.700,55</b>	<b>2.473.862,86</b>	<b>1.382.655,76</b>	<b>3.651.700,55</b>	<b>2.730.649,82</b>	<b>1.751.133,52</b>
<b>CRÉDITOS</b>	<b>5.847.385,43</b>	<b>4.469.769,42</b>	<b>2.967.867,00</b>	<b>5.847.385,43</b>	<b>4.933.731,49</b>	<b>3.758.803,56</b>
Clientes	6.222.308,89	4.681.965,35	3.150.308,09	6.222.308,89	5.167.953,35	3.989.865,20
Provisão - Devedores Duvidosos	(374.923,46)	(212.195,93)	(182.441,09)	(374.923,46)	(234.221,87)	(231.061,64)
<b>OUTROS CRÉDITOS</b>	<b>87.280,58</b>	<b>400.478,02</b>	<b>82.924,29</b>	<b>87.280,58</b>	<b>442.047,64</b>	<b>105.023,61</b>
Aplicações Financeiras	7.070,11	200,73	6.346,36	7.070,11	221,57	8.037,66
Impostos a Recuperar	30.692,00	362.281,32	56.225,14	30.692,00	399.886,12	71.209,14
Outras Contas	28.193,67	6.986,53	3.984,48	28.193,67	7.711,73	5.046,34
Adiantamentos	18.636,58	15.529,20	14.325,12	18.636,58	17.141,13	18.142,76
Despesas a Apropriar	2.688,22	15.480,24	2.043,19	2.688,22	17.087,09	2.587,70
<b>REALIZÁVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>47.962,86</b>	<b>46.502,43</b>	<b>18.782,13</b>	<b>47.962,86</b>	<b>51.329,38</b>	<b>23.787,57</b>
<b>ATIVO PERMANENTE</b>	<b>3.302.600,04</b>	<b>2.975.690,45</b>	<b>2.273.588,88</b>	<b>3.302.600,04</b>	<b>3.284.567,12</b>	<b>2.879.500,32</b>
<b>INVESTIMENTOS</b>	<b>77.966,81</b>	<b>52.786,30</b>	<b>43.820,30</b>	<b>77.966,81</b>	<b>58.265,52</b>	<b>55.498,41</b>
Outras Participações	77.966,81	52.786,30	43.820,30	77.966,81	58.265,52	55.498,41
<b>IMOBILIZADO</b>	<b>3.224.633,23</b>	<b>2.922.904,15</b>	<b>2.229.768,58</b>	<b>3.224.633,23</b>	<b>3.226.301,60</b>	<b>2.824.001,91</b>
Imobilizado em Operação	4.330.345,43	3.434.226,49	2.794.070,67	4.330.345,43	3.790.699,20	3.538.690,50
Adto a Fornecedores de Bens	0,00	42.106,81	0,00	0,00	46.477,50	0,00
(-) Depreciação	(1.113.776,72)	(803.219,87)	(564.302,09)	(1.113.776,72)	(886.594,09)	(714.688,60)
Imobilizado em Andamento	8.064,52	249.790,72	0,00	8.064,52	275.719,00	0,00
<b>TOTAL DO ATIVO</b>	<b>13.623.125,24</b>	<b>10.584.238,82</b>	<b>7.065.829,34</b>	<b>13.623.125,24</b>	<b>11.682.882,81</b>	<b>8.948.872,86</b>
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>4.873.544,08</b>	<b>5.312.378,16</b>	<b>3.507.685,14</b>	<b>4.873.544,08</b>	<b>5.863.803,01</b>	<b>4.442.483,23</b>
<b>FORNECEDORES</b>	<b>3.541.142,88</b>	<b>3.373.367,38</b>	<b>2.282.523,93</b>	<b>3.541.142,88</b>	<b>3.723.522,91</b>	<b>2.890.816,56</b>
Fornecedores	3.541.142,88	3.373.367,38	2.282.523,93	3.541.142,88	3.723.522,91	2.890.816,56
<b>OBRIGAÇÕES SOCIAIS</b>	<b>421.477,26</b>	<b>290.784,41</b>	<b>217.919,79</b>	<b>421.477,26</b>	<b>320.967,83</b>	<b>275.995,41</b>
Obrigações Sociais	421.477,26	290.784,41	217.919,79	421.477,26	320.967,83	275.995,41
<b>OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS</b>	<b>638.295,04</b>	<b>247.285,61</b>	<b>151.729,87</b>	<b>638.295,04</b>	<b>272.953,86</b>	<b>192.165,88</b>
Obrigações Tributárias	638.295,04	247.285,61	151.729,87	638.295,04	272.953,86	192.165,88
<b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b>	<b>224.763,67</b>	<b>1.278.190,25</b>	<b>808.383,91</b>	<b>224.763,67</b>	<b>1.410.866,40</b>	<b>1.023.818,22</b>
Empréstimos e Financiamentos	224.763,67	1.278.190,25	808.383,91	224.763,67	1.410.866,40	1.023.818,22
<b>OUTRAS CONTAS</b>	<b>47.865,23</b>	<b>122.750,51</b>	<b>47.127,64</b>	<b>47.865,23</b>	<b>135.492,01</b>	<b>59.687,16</b>
Diversos	47.865,23	122.750,51	47.127,64	47.865,23	135.492,01	59.687,16
<b>EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>61.000,00</b>	<b>119.801,61</b>	<b>231.217,93</b>	<b>61.000,00</b>	<b>132.237,02</b>	<b>292.837,51</b>
<b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTO</b>	<b>61.000,00</b>	<b>119.801,61</b>	<b>231.217,93</b>	<b>61.000,00</b>	<b>132.237,02</b>	<b>292.837,51</b>
Empréstimos e Financiamentos	61.000,00	119.801,61	231.217,93	61.000,00	132.237,02	292.837,51
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>8.688.581,16</b>	<b>5.152.059,05</b>	<b>3.326.926,27</b>	<b>8.688.581,16</b>	<b>5.686.842,78</b>	<b>4.213.552,12</b>
<b>CAPITAL SOCIAL</b>	<b>530.000,00</b>	<b>330.000,00</b>	<b>330.000,00</b>	<b>530.000,00</b>	<b>364.254,00</b>	<b>417.945,00</b>
Capital Subscrito	530.000,00	330.000,00	330.000,00	530.000,00	364.254,00	417.945,00
Capital	530.000,00	330.000,00	330.000,00	530.000,00	364.254,00	417.945,00
<b>RESERVA DE LUCROS</b>	<b>8.158.581,16</b>	<b>4.822.059,05</b>	<b>2.996.926,27</b>	<b>8.158.581,16</b>	<b>5.322.588,78</b>	<b>3.795.607,12</b>
Reserva de Lucros	8.158.581,16	4.822.059,05	2.996.926,27	8.158.581,16	5.322.588,78	3.795.607,12
Lucros Acumulados	4.650.614,57	2.829.550,20	1.857.750,34	4.650.614,57	3.123.257,51	2.352.840,81
Lucro do Exercício	3.507.966,59	1.992.508,85	1.139.175,93	3.507.966,59	2.199.331,27	1.442.766,32
<b>TOTAL DO PASSIVO</b>	<b>13.623.125,24</b>	<b>10.584.238,82</b>	<b>7.065.829,34</b>	<b>13.623.125,24</b>	<b>11.682.882,81</b>	<b>8.948.872,86</b>

Fonte: (Neis, 2004)

Tabela 1 – Balanço Patrimonial

Na Tabela 1 tem-se o Balanço Patrimonial dos exercícios findos em 31/12/01, 31/12/02 e 31/12/03, apresentados pelos seus valores originais e imediatamente ao lado, os demonstrativos

“atualizados” pelo INPC. A Tabela 2 apresenta a Demonstração do Resultado do Exercício sob a mesma ótica.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO						
Descrição das Contas	Dados Históricos			Dados Atualizados - INPC Acumulado		
				1,0000	1,1038	1,2655
	Período			Período		
	2003	2002	2001	2003	2002	2001
<b>RECEITA OPERACIONAL BRUTA</b>	<b>50.037.151,83</b>	<b>33.117.818,28</b>	<b>20.958.658,78</b>	<b>50.037.151,83</b>	<b>36.555.447,82</b>	<b>26.544.141,34</b>
Venda de Mercadorias	25.075,50	5.003,82	1.064,88	25.075,50	5.523,22	1.348,67
Venda de Produção	48.995.735,77	32.577.349,60	20.876.572,31	48.995.735,77	35.958.878,49	26.440.178,83
(-) Icms RS Pg. Antecip. P/ Cliente	0,00	0,00	(183.410,86)	0,00	0,00	(232.289,85)
Venda para Exterior	1.016.340,56	535.464,86	264.432,45	1.016.340,56	591.046,11	334.903,70
<b>(-) DEDUÇÕES DA RECEITA BRUTA</b>	<b>(8.944.695,70)</b>	<b>(5.713.335,46)</b>	<b>(3.590.026,98)</b>	<b>(8.944.695,70)</b>	<b>(6.306.379,68)</b>	<b>(4.546.769,17)</b>
Icms	(6.145.660,52)	(4.125.391,42)	(2.689.553,45)	(6.145.660,52)	(4.553.607,05)	(3.406.319,44)
Pls s/ Vendas	(799.852,39)	(243.965,64)	(133.550,39)	(799.852,39)	(269.289,27)	(169.141,57)
Cofins s/ Vendas	(1.454.277,17)	(966.536,92)	(616.386,27)	(1.454.277,17)	(1.066.863,45)	(780.653,21)
Vendas Anuladas	(544.905,62)	(364.456,37)	(147.923,45)	(544.905,62)	(402.286,94)	(187.345,05)
Vendas p/ Exportação Anuladas	0,00	(12.985,11)	(2.613,42)	0,00	(14.332,96)	(3.309,90)
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>41.092.456,13</b>	<b>27.404.482,82</b>	<b>17.368.631,80</b>	<b>41.092.456,13</b>	<b>30.249.068,14</b>	<b>21.997.372,17</b>
<b>(-) CUSTO DOS PROD./MERC. VENDIDOS</b>	<b>(29.261.816,37)</b>	<b>(20.181.428,01)</b>	<b>(13.288.648,32)</b>	<b>(29.261.816,37)</b>	<b>(22.276.260,24)</b>	<b>(16.830.073,10)</b>
Custos dos Produtos e Merc. Vendidos	(29.261.816,37)	(20.181.428,01)	(13.288.648,32)	(29.261.816,37)	(22.276.260,24)	(16.830.073,10)
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>11.830.639,76</b>	<b>7.223.054,81</b>	<b>4.079.983,48</b>	<b>11.830.639,76</b>	<b>7.972.807,90</b>	<b>5.167.299,08</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS</b>	<b>(6.251.459,21)</b>	<b>(4.051.377,11)</b>	<b>(2.217.152,35)</b>	<b>(6.251.459,21)</b>	<b>(4.471.910,05)</b>	<b>(2.808.023,45)</b>
DE VENDAS	(5.891.488,83)	(3.826.662,38)	(2.051.328,55)	(5.891.488,83)	(4.223.869,94)	(2.598.007,61)
ADMINISTRATIVAS	(224.136,17)	(63.383,73)	(67.044,49)	(224.136,17)	(69.962,96)	(84.911,85)
DESPESAS TRIBUTÁRIAS	(225.711,57)	(161.331,00)	(98.779,31)	(225.711,57)	(178.077,16)	(125.104,00)
OUTRAS RECEITAS OPERACIONAIS	89.877,36	0,00	0,00	89.877,36	0,00	0,00
<b>RESULTADOS ANTES DE JUROS/EQUIV.I.R.</b>	<b>5.579.180,55</b>	<b>3.171.677,70</b>	<b>1.862.831,13</b>	<b>5.579.180,55</b>	<b>3.500.897,85</b>	<b>2.359.275,63</b>
<b>RESULTADO FINANCEIRO LÍQUIDO</b>	<b>(323.438,66)</b>	<b>(210.480,38)</b>	<b>(172.594,43)</b>	<b>(323.438,66)</b>	<b>(232.328,24)</b>	<b>(218.590,85)</b>
(+) Receitas Não Operacionais	50.717,91	66.449,43	39.073,36	50.717,91	73.346,88	49.486,41
(-) Despesas Financeiras	(374.156,57)	(276.929,81)	(211.667,79)	(374.156,57)	(305.675,12)	(268.077,26)
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>5.255.741,89</b>	<b>2.961.197,32</b>	<b>1.690.236,70</b>	<b>5.255.741,89</b>	<b>3.268.569,60</b>	<b>2.140.684,78</b>
<b>RESULTADO NÃO OPERACIONAL</b>	<b>614,66</b>	<b>353,42</b>	<b>1.007,82</b>	<b>614,66</b>	<b>390,10</b>	<b>1.276,40</b>
RECEITAS OPERACIONAIS	614,66	353,42	9.009,06	614,66	390,10	11.409,97
Receitas Não Operacionais	614,66	353,42	9.009,06	614,66	390,10	11.409,97
(-) DESPESAS NÃO OPERACIONAIS	0,00	0,00	(8.001,24)	0,00	0,00	(10.133,57)
Despesas Não Operacionais	0,00	0,00	(8.001,24)	0,00	0,00	(10.133,57)
<b>RESULTADO ANTES IRPJ / C. S.</b>	<b>5.256.356,55</b>	<b>2.961.550,74</b>	<b>1.691.244,52</b>	<b>5.256.356,55</b>	<b>3.268.959,71</b>	<b>2.141.961,18</b>
(-) Provisão p/ Contribuição Social	(474.622,60)	(267.452,87)	(152.488,74)	(474.622,60)	(295.214,48)	(193.126,99)
(-) Provisão p/ Imposto de Renda	(1.273.767,36)	(701.589,02)	(399.579,85)	(1.273.767,36)	(774.413,96)	(506.067,88)
<b>RESULTADO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>3.507.966,59</b>	<b>1.992.508,85</b>	<b>1.139.175,93</b>	<b>3.507.966,59</b>	<b>2.199.331,27</b>	<b>1.442.766,32</b>

Fonte: (Neis, 2004)

Tabela 2 – Demonstração do Resultado do Exercício

As demonstrações apresentadas acima são relevantes para aplicação dos modelos de avaliação propostos, e de uma forma geral compõem base de análise mínima para qualquer processo de avaliação.

### 3. Avaliação de empresas

As empresas encontram-se inseridas em um ambiente globalizado e de crescente competitividade, em que situações de mudança na estrutura patrimonial podem ocorrer, sendo necessária à avaliação de empresas, em algumas circunstâncias.

Dentre as várias razões para a implantação de um processo de avaliação, Lopo et al. (2001, p. 263) relacionam as seguintes principais:

- compra e venda de negócios;
- fusão, cisão e incorporação de empresas;
- dissolução de sociedades;

- d. liquidação de empreendimentos; e
- e. avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

Sabe-se que proprietários, investidores e estudiosos da área de finanças têm procurado, ao longo do tempo, dar uma resposta a mais técnica possível do valor de uma empresa; sabe-se, contudo, que tal não é tarefa fácil. O valor de uma empresa está condicionado a sua potencialidade econômica, sendo que fenômenos subjetivos e contingentes também intervêm no processo ao lado dos fatores objetivos.

Neves (2002, p. 3) ao observar essa condição descreve: “[...] o valor de uma empresa ou de um bem é o resultado do equilíbrio entre o que os compradores estiverem dispostos a pagar pela aquisição e o que os vendedores aceitarem como preço de venda perante as alternativas que têm”.

Dá-se essa disfunção na possibilidade de mensurar o valor de uma empresa de forma exata pelos fatores já mencionados e também pelo fato de que as percepções podem variar de acordo com o ponto de vista do avaliador. Enquanto alguns podem focar suas atenções nas ameaças proporcionadas pela empresa, outros vislumbram as oportunidades por ela oferecida. Assim, é necessário ao analista conhecer o ambiente em que se processa a avaliação, informando-se acerca de quais os objetivos e as finalidades da avaliação.

A avaliação é um processo utilizado para se determinar o valor de uma empresa, sendo que, ao se buscar mensurar seu valor, deve-se identificar exatamente o que será avaliado, em virtude que alguns destes processos desconsideram pontos relevantes sobre a entidade como um todo. Percebe-se ser importante este procedimento para definir o objeto de avaliação.

Sabe-se que vários são os métodos e modelos que podem ser utilizados como ferramenta para elaboração do trabalho de avaliação. Martins (2001), é defensor da idéia de que não existe uma fórmula exata para mensurar o valor de uma empresa, enfatizando ainda que de muita valia seria obter um resultado científico, exato, objetivo e perfeito, com a utilização dos conhecidos métodos, mas nenhum parece ter alcançado e provavelmente nunca alcançará esse objetivo.

### **3.1 Conceitos de valor**

Para uma abordagem adequada, torna-se conveniente definir, com objetividade, as várias acepções da palavra “valor”. Ela pode ser utilizada em diversos contextos que estarão denotando significados diferentes à mesma. Assim, “valor atual”, “valor de um livro”, “valor real”, “valor intrínseco”, “valor de mercado”, dentre outras expressões, são vocábulos diferenciados e com significado próprio.

O valor de uso de um bem, por exemplo, tem caráter subjetivo e refere-se à utilidade que o mesmo tem para seu proprietário. Em termos econômicos, pode-se estar falando em “valor de troca”, que pode ser medido pela quantidade de outros bens com que aquele pode ser permutado. Quando expresso do ponto de vista monetário, poder-se-ia estar se referindo ao preço do bem no mercado. Entende-se então, que “valor” representa a importância de um bem com base na sua utilidade para cada indivíduo, enquanto “preço” tende a ser mais exato e preciso, refletindo fielmente a mensuração financeira de uma transação.

Assim, Neves (2002, p. 4) oferece a seguinte contribuição:

[...] um computador com um processador 386 não tem valor de troca; portanto, o seu preço ou valor de troca é nulo. No entanto, tem valor de uso, na medida em que, estando em funcionamento, é utilizado para processar textos e folhas de cálculo, pelo que acrescenta valor.

Determinar o valor de um bem isoladamente parece ser difícil, uma vez que existem diferentes formas de valor para um mesmo bem. Muito mais complexo é determinar o valor de uma empresa pelo processo de avaliação, pelo fato de que a empresa apresenta um conjunto de bens e valores destinados a produzir riquezas, envolvidos dentro de diversas conjunturas econômicas e sociais. Pode acontecer que existam opiniões diversas acerca do valor da empresa, podendo em alguns casos estar envolvido o valor pessoal e sentimental, que não são considerados nas cifras.

Dentre as concepções de valor da empresa, Neiva (1992, p.13) destaca as seguintes:

- a. Valor Patrimonial: o valor da empresa é determinado pelo somatório dos bens que constituem o patrimônio da empresa.
- b. Valor Econômico: o valor da empresa decorre do potencial de resultados futuros.

Desenvolve-se, ao longo deste artigo, as duas concepções sobre as metodologias apresentadas, uma vez que as abordagens apresentam fatores embutidos dentro de suas formulações. Alguns bens que compõem o patrimônio são de difícil mensuração, principalmente quando avaliados isoladamente ou, ainda, quando se tratar de intangíveis.

### 3.2 Premissas fundamentais de avaliação

A avaliação de empresas é feita em um determinado período da vida das empresas, fazendo-se útil analisar as circunstâncias em que a empresa, objeto de avaliação, se encontra, podendo enquadrar-se em dois pressupostos: “1. descontinuidade, em desmanche ou liquidação; e 2. continuidade, em marcha ou *going concern*” (MARTINS 1998 apud LOPO et al., 2001, p. 264). Afirma Martins (idem) que há duas formas de se avaliar uma empresa em circunstâncias normais:

- pelo seu valor de liquidação ordenada, ou seja, pelo que valem seus ativos avaliados a preço de venda, diminuídos dos gastos para se efetuar essa venda (comissão, impostos, transportes etc.) e o valor necessário para saldar seu passivo para com terceiros; e
- pelo seu valor de funcionamento, que depende basicamente dos futuros benefícios econômicos que ela é capaz de produzir.

E o valor de uma empresa será, desses dois, o maior. Ninguém venderia uma empresa em funcionamento por menos do que obteria se a fechasse; e ninguém cerraria as portas de uma empresa se ela pudesse ser vendida por valor melhor em pleno funcionamento.

Ao avaliar-se uma empresa em continuidade, deve-se considerar que tenha duração ilimitada, atendendo ao postulado da continuidade. Desta forma, o valor da empresa dependerá dos benefícios líquidos que ela proporciona aos seus proprietários no presente, e que proporcionará no futuro. Ao avaliar-se tal tipo de empresa, estar-se-á avaliando uma empresa que não apresenta interesse em entrar em liquidação.

Na avaliação de empresas em descontinuidade, deve-se observar de que forma se dá o processo de liquidação: se de modo ordenado ou de modo forçado. Neves (2002, p. 7) distingue as duas fases, desta forma:

- a) Uma liquidação ordenada pressupõe que os ativos são vendidos durante um período de tempo razoável com vista a conseguir-se a realização do melhor preço de mercado;
- b) Uma liquidação forçada pressupõe uma venda rápida, normalmente através de leilão público.

Assim, percebe-se que, na avaliação de empresa em descontinuidade, as duas metodologias de

avaliação devem ser consideradas, uma vez que cada modalidade pressupõe tratamento diferenciado, ocasionando valores diferentes.

### **3.3 Propósito da avaliação**

Os propósitos de uma avaliação podem ser diversos, conforme já mencionado, podendo estar vinculados à necessidade de se saber o valor da entidade devido a uma eventual mudança estrutural, patrimonial ou para fins de gerenciamento.

Uma avaliação pode ser realizada com a intenção de se saber o valor de uma empresa para aquisição ou venda, podendo ser ainda voltada a atender os propósitos de uma cisão. Ademais, pode ser necessário avaliar uma empresa, quando houver divergências entre sócios, implicando na saída de um deles, ou ainda entre cônjuges, ou por questões fiscais.

Uma empresa pode ser avaliada, ainda, com o intuito de gerar informações para que sejam utilizadas como ferramenta de gestão, para aperfeiçoar o processo decisório. Observa-se que esse tipo de avaliação acontece devido a um número cada vez mais significativo de empresas, principalmente estrangeiras, que vem focando seus objetivos no sentido de obter a maximização do valor das ações para o acionista. Este enfoque busca o aumento do valor econômico das ações das empresas, devido basicamente ao fator estratégico empresarial, baseado na idéia de que os investimentos e projetos devem ser avaliados com uma relação direta aos retornos econômicos que estes venham a gerar aos investidores ou acionistas. Tal equilíbrio de interesses é que vai garantir a continuidade do empreendimento.

### **3.4 Conhecimento do objeto da avaliação**

Faz-se necessário efetuar um diagnóstico preciso e abrangente da empresa a ser avaliada, buscando inteirar-se das condições econômicas, financeiras e sociais nas quais está inserida. No processo avaliativo, percebe-se ser relevante o conhecimento das condições gerais, do ambiente macroeconômico e das perspectivas que cercam a empresa.

Neves (2002, p. 9-10) propõe um roteiro a ser seguido, objetivando atender a um plano mínimo de informações necessárias e fundamentais para um melhor conhecimento da empresa, objeto de avaliação. O autor recomenda uma pesquisa de informação sobre todos os aspectos relevantes com impacto sobre o valor da empresa, nomeadamente os seguintes: a) diagnóstico estratégico; b) auditoria de marketing e distribuição; c) auditoria de tecnologia e operações; d) auditoria de pessoal e da cultura organizacional; e) auditoria ao imobilizado; f) auditoria financeira; g) auditoria fiscal; h) auditoria legal; i) auditoria ambiental;

Elaborando-se um levantamento preciso que atenda ao roteiro sugerido por Neves (2002), acredita-se que as informações relevantes acerca da atividade fiquem evidenciadas, podendo o avaliador obter conhecimento, assim, da realidade da empresa, objeto de avaliação.

### **3.5 Importância da avaliação de empresas**

Um dos desafios da avaliação de empresas é elaborar-se um modelo na forma de um conceito técnico que permita mensurar de forma eficaz o valor de uma entidade. Definir o valor de um bem ou direito individualmente é uma tarefa que pode ser árdua e difícil, em função principalmente do ambiente que o “objeto” avaliado está inserido. O ponto de vista do avaliador também é uma variável, uma vez que, apesar de todos utilizarem critérios semelhantes, é provável que os resultados sejam discrepantes, em função de diferentes considerações que podem ser utilizadas no processo.

Segundo Hessen (*apud* MARTINS, 2001, p. 15) a definição de valor “pertence ao número daqueles conceitos supremos, como os do ‘ser’, ‘existência’ etc., que não admitem definição. Tudo o que pode fazer-se é simplesmente tentar uma clarificação ou mostração do seu

conteúdo”.

Considerando-se o contexto atual, onde a velocidade das transformações e as modelações do mercado oferecem dificuldades de decisão aos gestores frente às novas situações apresentadas pelo mercado consumidor, faz-se necessário à empresa dispor de informações do mesmo nível, ou seja, informações avançadas e em consonância com a nova realidade do mercado.

O Quadro 1 relaciona os fatos ou informações consideradas relevantes no processo de avaliação.

AUTOR	FATO / INFORMAÇÃO RELEVANTE
Damodaran, (1997, p.5)	A avaliação se faz útil numa larga gama de tarefas. O papel que desempenha, entretanto, é diferente em situações diversas. [...] A Avaliação e a Gestão de Carteiras: A avaliação representa um papel mínimo na gestão da carteira de um investidor passivo, embora desempenhe um papel grande para um investidor ativo.[...] A Avaliação na Análise de Aquisições: A avaliação deve desempenhar um papel central na análise de aquisições.
Copeland, (2000, p. 3)	Pode-se utilizar a avaliação como ferramenta para aperfeiçoar o processo decisório. Por trás das técnicas e dos métodos apresentados está a crença de que maximizar o valor para o acionista é, ou deveria ser, a meta fundamental de todas as empresas.
Lopo et al. (2001, p. 263)	Num contexto de crescente competitividade, em que frequentemente ocorrem fusões, aquisições e privatizações, nenhuma área contábil-financeira tem sido tão palpitante quanto à avaliação de empresas.
Neves, (2002, p. 3)	Gestores, investidores, proprietários e investigadores de finanças de empresa procuram a várias décadas dar resposta técnica à determinação do valor da empresa.
Lemme, (2004)	A partir de meados da década de 90, a questão da determinação do valor das empresas ganhou relevância no Brasil, com a intensificação dos processos de fusões, privatizações e reestruturação de empresas.

Fonte: (Neis, 2004)

Quadro: 1 – Importância da avaliação

Observa-se que o assunto proposto apresenta relevância no mundo corporativo contemporâneo, em função da onda de inovações que o mundo dos negócios vivencia. Por se tratar de assunto em foco nas organizações é que se julga possa servir também aos profissionais.

### 3.6 Modelos da avaliação de empresa

Sabe-se que a literatura oferece considerável número de modelos destinados a avaliar empresas, sendo factível ao avaliador escolher os modelos de acordo com o objetivo e as características próprias do objeto de avaliação. Lopo et al. (2001, p. 268) classifica os modelos da seguinte forma:

- a. técnicas comparativas de mercado;
- b. técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados; e
- c. técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de benefícios (geralmente, caixa).

Cada uma destas abordagens apresenta vários modelos, sendo que cabe ao avaliador escolher o método que representa o valor econômico da empresa da forma mais completa possível, sempre atento às limitações intrínsecas do método escolhido.

Lopo et al. (2001, p. 268) define cada uma das categorias acima da seguinte forma:

Os modelos baseados no mercado procuram aferir o valor do empreendimento por meio da comparação com empresas similares transacionadas no mercado.

Os modelos baseados em ativos e passivos contábeis ajustados visam

alcançar o valor econômico do empreendimento com base na conversão para o valor de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis.

Já os modelos que descontam os fluxos futuros de benefícios partem da premissa de que o valor da entidade deve ser auferido com base em sua potencialidade de geração de riqueza.

Como já mencionado não existe um método ideal na determinação do valor de uma empresa. Deve-se considerar que as diversas alternativas de avaliação, segundo Martins (2001, p. 21-22) “não são conflitantes entre si ou substitutivas umas das outras [...] e sim, complementares umas das outras”.

Dentre as várias metodologias de avaliação de empresas, Martins (2001) relata: Modelo de Avaliação Patrimonial Contábil; Modelo de Avaliação Patrimonial pelo Mercado; Modelo do Valor Presente dos Dividendos; Modelo Baseado no Preço/Lucro de Ações Similares; Modelo de Capitalização dos Lucros; Modelo dos Múltiplos de Faturamento; Modelo dos Múltiplos do Fluxo de Caixa; Modelo Baseado no EVA® (*Economic Value Added*); Modelo de Avaliação com Base no Fluxo de Caixa Descontado.

### **3.7 Fatores básicos na avaliação**

Num processo de avaliação de empresas, alguns fatores são considerados básicos para a correta mensuração do valor da entidade. Variáveis ligadas ao preço dos produtos, ao volume de vendas, ao custo das matérias-primas, às despesas, à macroeconomia, ou mesmo outras, subjetivas, assumem papéis relevantes no contexto de uma avaliação.

As variáveis que influenciam na determinação do valor de uma empresa são em número considerável, indo desde o posicionamento do avaliador até os aspectos macroeconômicos do setor em que a empresa atua.

Conceitualmente, especialistas têm feito observações a respeito de alguns fatores fundamentais na avaliação, tais como: período de projeção, valor da perpetuidade, taxa de desconto, custo de capital e/ou de oportunidade e prêmio de risco. Dependendo do modelo de avaliação escolhido, um ou outro fator pode ser ignorado.

### **4. Modelo de capitalização dos lucros**

Este modelo visa capitalizar os lucros médios ponderados, antes dos juros e tributos, a uma taxa subjetivamente determinada. Tem sua maior limitação vinculada ao fato de utilizar o lucro apurado pela contabilidade tradicional, apurado por valores históricos, tido como defasada. O presente método é considerado de difícil aplicabilidade, visto que não existem fórmulas de cálculo explicitamente definidas, ou um caminho pré-determinado a executar, ensejando possibilidade de se obter diferentes resultados, dependendo do referencial utilizado pelos avaliadores.

Neste estudo, é utilizada forma de capitalização advinda de combinação de fatores, conceitualmente definida como “híbrida”. Esta metodologia, que é uma forma de capitalização dos lucros médios, aplica um multiplicador derivado de uma combinação de taxas, as quais visam remunerar o investidor considerando um prêmio de risco pelo investimento em um negócio menos garantido, acrescido de uma taxa de rendimento livre de riscos. Soma-se a este resultado, o valor equivalente a 40% do valor do ativo ajustado (atualizado, previsto pela versão do método). O modelo prevê a utilização de valores de ativos ajustados. Objetivando demonstrar a escolha do multiplicador a ser aplicado aos lucros médios ponderados, demonstram-se os índices utilizados para composição da taxa de capitalização, de acordo com os critérios considerados condizentes com a situação da empresa. Os critérios utilizados na concepção de Yegge (1996), são:

a = Alta quantidade de ativo e baixo risco no local do negócio  
 b = Média quantidade de ativo e médio risco no local do negócio  
 c = Baixa quantidade de ativo e alto risco no local do negócio

Item	Descrição	a	b	c
A	Rendimento s/investimento livre de risco (bonds do governo) *	4,5%	4,5%	4,5%
B	Prêmio de risco sobre investimentos não gerenciados (bonds corporativos) **	20,0%	20,0%	20,0%
C	Prêmio de risco sobre gerenciamento pessoal ***	4,5%	8,5%	12,5%
D	Somatório (taxa de capitalização)	29,0%	33,0%	37,0%
E	<b>Multiplicador de ganhos</b>	<b>3,4</b>	<b>3,0</b>	<b>2,7</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 3 – Definição dos multiplicadores de ganho

\* Item: A - A taxa de 4,5% a.a foi utilizada baseando-se no rendimento dos Títulos Públicos Federais, que no vencimento de 14/10/2004, pagou 4,71% a.a. Optou-se em ser mais conservador já que esta taxa influencia diretamente na formação do multiplicador do lucro médio.

\*\* Item: B – A taxa escolhida como representativa para remuneração do investidor sob o enfoque de um investimento com maior risco, utilizada neste estudo, foi o Índice Bovespa, que no período de Jun/03 a Mai/04 acumulou uma taxa montante de 45,62% a.a. Quando analisada a média dos últimos três anos, encontra-se uma taxa média de 26,6% a.a, e se utilizada a média dos últimos quatro anos, a taxa média será de 21,3% a.a. Assim, considerando que o mercado brasileiro oscila bastante, foi utilizada a taxa padrão de 20,0% a.a, observando também a necessidade de ser conservador, neste item.

\*\*\* Item: C – Quando o risco de se investir em uma empresa cresce, a remuneração para que o investidor aplique seus recursos nela tende a ser mais atrativa. Assim, subjetivamente, foram utilizadas taxas que aumentam progressivamente à medida que aumenta o risco e diminui a quantidade de Ativo da empresa, já que, uma habilidade maior será exigida do gestor para administrar uma situação de maior risco.

As taxas utilizadas neste modelo, contempladas na Tabela 3, foram definidas de forma coerente com a tendência apresentada pelo mercado. Assim, outras taxas e metodologias podem ser utilizadas e desenvolvidas para definição dos multiplicadores de ganho, para aplicação neste modelo de avaliação.

Com os multiplicadores de ganhos definidos, cabe ao avaliador analisar a situação da empresa, de acordo com os critérios anteriormente citados e determinar qual dos multiplicadores traduz, da melhor forma, a realidade patrimonial e econômica da empresa.

A título de exemplo, supõe-se que a análise identificou uma situação de “alta quantidade de ativo e baixo risco no local do negócio”. Assim o multiplicador que melhor representa a situação da empresa caracteriza-se como sendo 3.4 (três ponto quatro).

O multiplicador de ganhos, anteriormente definido na Tabela 3, deve ser aplicado ao lucro médio ponderado, apurado e apresentado (em R\$), conforme Tabela 4:

Ano	Lucro (atualizado)	Peso atribuído	Total (em R\$)
2001	2.359.275,63	(1)	2.359.275,63
2002	3.500.897,85	(1)	3.500.897,85
2003	5.579.180,55	(1)	5.579.180,55
<b>Totais</b>		<b>(3)</b>	<b>11.439.354,03</b>
		Dividido por:	3
<b>Lucro médio ponderado antes de juros e tributos</b>			<b>3.813.118,01</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 4 – Apuração do lucro médio ponderado

O montante de R\$ 3.813.118,01 é o resultado da média do lucro antes dos juros e tributos, apurado através da utilização de uma média simples e dos valores mensurados pela contabilidade tradicional. A média aproxima-se do resultado obtido no ano de 2002, sendo superior em 62% do valor apurado em 2001 e 32% inferior ao montante apurado em 2003.

A empresa apresenta um bom crescimento de lucratividade nos três anos consultados, sendo esta uma tendência para 2004. Contudo, é preciso ser conservador neste ponto, apesar de a média ser consideravelmente inferior ao valor apurado em 2003, uma vez que os resultados devem ser apresentados em uma base de dados históricos e consistentes, para não prejudicar o resultado final, supervalorizando-o.

Definido o multiplicador e o lucro médio ponderado, faz-se necessário apurar o ativo total médio, para que a ele seja aplicado o percentual de 40%, concluindo-se a aplicação do método. Na Tabela 5 calcula-se o ativo total médio:

Ano	Ativo total (atualizado)	Peso atribuído	Total (em R\$)
2001	8.948.872,86	(1)	8.948.872,86
2002	11.682.882,81	(1)	11.682.882,81
2003	13.623.125,24	(1)	13.623.125,24
<b>Totais</b>		<b>(3)</b>	<b>34.254.880,91</b>
		Dividido por:	3
<b>Ativo total médio</b>			<b>11.418.293,64</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 5 – Apuração do ativo total médio

O ativo total médio apurado é o resultado do cálculo de média simples dos três anos analisados. Definida esta variável, todos os elementos necessários à aplicação do método de capitalização dos lucros estão devidamente expostos, apurados e apresentados, fazendo-se necessário assim, apresentar um painel que demonstre a forma de utilização de cada variável, apurando, por fim, o valor da empresa, a luz deste método de avaliação.

Item	Descrição	Variável	Valor atribuído à empresa (R\$)
A	Ativo total médio	11.418.293,64	
B	Peso atribuído	40,0%	
<b>C</b>	<b>Resultado (A x B)</b>	<b>4.567.317,45</b>	<b>4.567.317,45</b>
D	Lucro médio ponderado antes de juros e tributos	3.813.118,01	
E	Multiplicador de ganhos	3,4	
<b>F</b>	<b>Resultado (D x E)</b>	<b>11.439.354,03</b>	<b>11.439.354,03</b>
	<b>Valor total da empresa pelo método de capitalização dos lucros (C+F)</b>		<b>16.006.671,48</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 6 – Apuração do valor da empresa pela capitalização dos lucros

Utilizando-se este modelo de avaliação, o montante apurado é de R\$ 16.006.671,48 (dezesseis milhões, seis mil, seiscentos e setenta e um Reais e quarenta e oito centavos). Pode-se observar que 72% do valor da avaliação advém dos lucros da empresa; o restante, do patrimônio registrado.

## 5. Modelo dos múltiplos do fluxo de caixa

O método dos múltiplos do fluxo de caixa tem seus fundamentos embasados na premissa de que um multiplicador deve ser definido subjetivamente para aplicar-se ao fluxo de caixa para

se obter o valor da empresa. Por se tratar de um modelo que se assemelha ao modelo de capitalização dos lucros, utiliza-se, aqui, o mesmo multiplicador definido no modelo anterior, por se julgar ser um índice que represente, de forma coerente e tecnicamente bem elaborada, a realidade do mercado econômico e financeiro, uma vez que utiliza índices atualizados e taxas de riscos aceitáveis à realidade exposta.

Sabe-se que o multiplicador está indiretamente ligado ao período de retorno (*payback*), sendo de grande importância relacionar o multiplicador utilizado neste modelo com o *payback* da empresa. O *payback* estima o tempo que a empresa levará para devolver aos seus investidores o capital empregado, sendo um importante indicador da eficácia da gestão dos ativos da empresa.

O fluxo de caixa, ao qual é aplicado o multiplicador, é apurado utilizando-se dos conceitos do *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation, and Amortization*), para o português, lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização. O *EBITDA* é considerado pelos analistas financeiros como o melhor indicador de geração de caixa, visto que mede a potencialidade dos ativos operacionais, considerando em sua apuração apenas os resultados operacionais que realmente afetam o caixa.

A Tabela 7 demonstra o cálculo do *EBITDA* da empresa objeto do estudo de caso para que seja possível formar a base de aplicação do multiplicador anteriormente definido, e assim mensurar o valor da empresa de acordo com a didática da metodologia em questão. Cabe lembrar que os dados estão em Reais, atualizados pelo INPC acumulado.

<b>Exercício encerrado em:</b>	<b>31/12/01</b>	<b>31/12/02</b>	<b>31/12/03</b>
<b>Receita operacional líquida</b>	<b>21.997.372,17</b>	<b>30.249.068,14</b>	<b>41.092.456,13</b>
(-) Custo dos prod./merc. vendidas	16.830.073,10	22.276.260,24	29.261.816,37
<b>(=) Lucro bruto</b>	<b>5.167.299,08</b>	<b>7.972.807,90</b>	<b>11.830.639,76</b>
(-) Despesas com vendas	(2.598.007,61)	(4.223.869,94)	(5.891.488,83)
(-) Despesas administrativas	(84.911,85)	(69.962,96)	(224.136,17)
(-) Despesas operacionais tributárias	(125.104,00)	(178.077,16)	(225.711,57)
(+) Outras receitas operacionais	0,00	0,00	89.877,36
<b>(=) Lucro antes dos juros e Imposto de Renda (LAJIR ou EBIT)</b>	<b>2.359.275,62</b>	<b>3.500.897,84</b>	<b>5.579.180,55</b>
(+) Despesas com depreciação, amortização e exaustão	241.326,86	264.158,97	310.556,85
<b>(=) Lucros antes dos juros, impostos sobre o lucro, depreciação e amortização (LAJIDA ou EBITDA)</b>	<b>2.600.602,48</b>	<b>3.765.056,81</b>	<b>5.889.737,40</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 7 – Apuração do *EBITDA*

Observa-se através da apuração do *EBITDA* da empresa estudada que os resultados são positivos, portanto os ativos operacionais da empresa estão gerando caixa, estão em crescimento. Em 2001, a geração de caixa representou 12% da receita líquida, em 2002 representou 13% e em 2003 foi de 15%, ou seja, um crescimento na geração de caixa em relação à receita líquida de 2001 para 2003, de 25%. Analisando diretamente os valores da geração de caixa, constata-se um crescimento acumulado de 2001 a 2003 de 127%.

Dessa forma, faz-se necessário analisar o *EBITDA* da empresa depois de aplicado um critério de balanceamento destes valores, já que, se escolhido subjetivamente o resultado de qualquer

um dos períodos analisados, estar-se-á provocando imperfeições no processo de avaliação, sob a ótica deste método. Assim, será apurada uma média dos três períodos analisados, com o objetivo de formar uma base de aplicação do multiplicador mais consistente e embasado em resultados históricos.

Ano	EBITDA Total	Peso Atribuído	Total (em R\$)
2001	2.600.602,48	(1)	2.600.602,48
2002	3.765.056,81	(1)	3.765.056,81
2003	5.889.737,40	(1)	5.889.737,40
<b>Totais</b>		<b>(3)</b>	<b>12.255.396,69</b>
		Dividido por:	3
<b>EBITDA Médio</b>			<b>4.085.132,23</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 8 – Apuração do EBITDA Médio

O EBITDA médio apurado (valor total dividido por 3) é base de aplicação do multiplicador anteriormente definido. Pode-se observar que o valor do EBITDA médio intermedia os anos de 2001 a 2003, isto em função da evolução que a empresa apresenta na grande maioria de seus indicadores. O valor apurado na Tabela 8 é, aproximadamente, 57% superior ao EBITDA de 2001 e 31% inferior ao valor de 2003, atingindo-se assim o objetivo de formar uma base mais consistente e conservadora para aplicação do multiplicador.

Conhecidas as variáveis essenciais à aplicação do modelo de avaliação pelo fluxo de caixa, e, revisadas as considerações efetuadas, pode-se demonstrar a determinação do valor da empresa, sob a ótica deste método, conforme Tabela 9:

Item	Descrição	Total (em R\$)
1	EBITDA Médio	4.085.132,23
2	Multiplicador	3,4
<b>3</b>	<b>Valor total da empresa pelo método do fluxo de caixa (1 x 2)</b>	<b>13.889.449,59</b>

Fonte: (Neis, 2004 adaptado de Yegge, 1996)

Tabela 9 – Apuração do valor da empresa pelo fluxo de caixa

Analisando o resultado encontrado sob o enfoque do método de avaliação pelo fluxo de caixa (EBITDA), verifica-se um montante aproximado do resultado encontrado ao aplicar-se o método de avaliação pela capitalização dos lucros, sendo que se deve observar que este último considera 40% do ativo total médio para determinação do valor da empresa. Ao comparar-se o resultado deste método com o da capitalização dos lucros, evidencia-se um valor inferior de 13%.

## 6. Considerações finais

O propósito deste artigo foi responder a questão-problema formulada na Introdução, identificando as diferenças entre as metodologias do “método de capitalização dos lucros” e dos “múltiplos do fluxo de caixa”. Outra metodologia, a do “modelo de avaliação patrimonial”, não desenvolvida neste estudo, forneceria um valor diferente caso fosse aplicada à empresa estudada. Este valor encontra-se comparado aos demais, para efeito de salientar os valores encontrados nas duas metodologias iniciais.

Este trabalho procura evidenciar as vantagens e desvantagens de duas metodologias estudadas, aplicando-as em uma indústria de alimentos. Os resultados encontrados foram:

- Modelo de Capitalização dos Lucros = R\$ 16.006.671,48;
- Modelo dos Múltiplos do Fluxo de Caixa = R\$ 13.889.449,59;
- Modelo Avaliação Patrimonial Contábil = R\$ 8.688.581,16.

Os métodos aplicados têm como característica comum o fato de considerarem os efeitos do lucro para determinação do valor da empresa. Ambos os métodos direcionam o estabelecimento de um valor referencial em torno de R\$ 15.000.000,00 (quinze milhões) à entidade em análise.

Conclui-se que a utilização de mais de um método na avaliação de empresas parece ser útil na medida em que disponibiliza ao gestor que toma decisões, alternativas tecnicamente justificáveis, contribuindo na inibição da possibilidade de imperfeições nos processos de avaliação. Propõe-se dessa forma, que os modelos sejam aplicados em conjunto, sempre observando com cuidado particularidades e fatores básicos, intrínsecos, determinantes de valor, nas metodologias estudadas, a fim de que o processo de avaliação represente, com maior veracidade, a realidade da empresa.

### Referências

- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas “valuation”**. São Paulo: Makron Books, 2000.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- LEMME, Celso Funcia. **Avaliação de empresas: um problema brasileiro**. 22 jun. 2004. Disponível em: <<http://clipping.planejamento.gov.br/Noticias.asp?NOTCod=1312961>>. Acesso em: 17 jul. 2004.
- LOPO, Antonio et al. Avaliação de empresas. In: MARTINS, Eliseu (Org.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- NEIS, Fabio Matielo. **O processo de avaliação de empresas: enfoque no método de fluxo de caixa livre**. 2004. 111 f. Monografia (Graduação em Ciências Contábeis) - Universidade Comunitária Regional de Chapecó, Chapecó, 2004.
- NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa**. São Paulo: Atlas, 1992.
- NEVES, João Carvalho das. **Avaliação de empresas e negócios**. Portugal: McGraw-Hill, 2002.
- YEGGE, Wilbur M. **A basic guide for valuing a company**. Understanding cash flow. Valuation methods and formulas. New York: John Wiley & Sons, Inc., 1996.