



AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA PELO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO NA VIA VAREJO S.A.

EVALUATION OF A COMPANY BY DISCOUNTED CASH FLOW METHOD: A CASE STUDY IN THE VIA VAREJO S.A.

Gustavo Henrique dos Santos Neves, UFGD, Brasil, Gustavo.is.henrique@gmail.com

Régio Márcio Toesca Gimenes, UFGD, Brasil, Regiogimenes@ufgd.edu.br

Eduardo Luis Casarotto, UFGD, Brasil, Eduardocasarotto@ufgd.edu.br

Rosemar José Hall, UFGD, Brasil, Rosemarhall@ufgd.edu.br

Jane Corrêa Alves Mendonça, UFGD, Brasil, Janemendonca@ufgd.edu.br

Resumo

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

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

Abstract

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

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

1. INTRODUÇÃO

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

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

Para Copeland, Koller e Murrin (2002) mensurar o preço de um negócio visa empregar tais resultados em sua gestão, aliando-o à sua estratégia para saber se seus objetivos estão sendo alcançados, como também há o aperfeiçoamento nas tomadas de decisões e análise de suas competências. Damodaran (2007, p. 6) explica “que esses modelos partem de premissas bem diferentes sobre os fundamentos que determinam o valor, mas compartilham algumas características comuns”.

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

Sobre avaliação de empresas Martins (2001, p. 264) explica que, “o valor de uma empresa depende primordialmente dos benefícios líquidos que se poderá extrair no presente e no futuro”. Também orienta avaliar uma empresa de duas formas, através de seu valor contábil, subtraídas as despesas de vendas (impostos, comissões entre outros) e também os valores devidos a terceiros que seriam honrados com a continuidade da empresa; e pela estimativa de benefícios no presente e futuro que serão gerados pela sua capacidade produtiva, no caso, quanto custaria para continuar suas operações (Martins, 2001).

Levando-se em consideração a importância da avaliação de empresas e a implicação da mesma para a eficiência da atividade empresarial e negociações externas, como em casos de venda, aquisição ou fusão, bem como, que a falta desta avaliação não permite averiguar até que ponto os gestores estão maximizando o valor econômico dos acionistas, pergunta-se: Qual é o valor de mercado da empresa Via Varejo S.A. pelo método do fluxo de caixa descontado?

Nesse sentido o objetivo do estudo é estimar o valor de mercado de uma empresa do comércio varejista de capital aberto, no caso, a empresa Via Varejo S.A. A pesquisa se justifica pela perspectiva do conhecimento em que a possibilidade do aprendizado sobre os procedimentos de avaliação e estimativa de valor de uma empresa é importante para a difusão dos métodos já estabelecidos (Müller & Teló, 2003). É importante, também, estimular a composição de novos métodos que possam agregar ainda mais a esses modelos já existentes, que por meio da análise levem a novos pressupostos e a caminhos mais completos e precisos na mensuração de valor (Trizi, 2004).

As pesquisas nesse campo da administração buscam alcançar novas considerações para a formação do valor, agregando a esses modelos, considerações de dados intangíveis de

uma organização, que deem de fato escopo para as ocorrências do mundo real e não apenas estimadas no papel (Martinez, 1999).

2. REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

2.1 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

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

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

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

Tem-se vasto número de métodos de avaliação de empresas, de modo que cada um observa um ponto específico em sua avaliação. Entretanto, um método pode complementar outro, podendo ser utilizados de forma concomitante, como demonstra Martins (2001), ao afirmar sobre a aplicabilidade e integração dos métodos de avaliação e sua realização totalmente provável, na teoria e na prática. Nesse mesmo caminho, Martelanc et al. (2010) apresentam a ideia de que apenas um negócio competente na geração de riqueza irá agregar-lhe valor.

Há vários meios de avaliação da empresa entre eles, a Avaliação Contábil ou Patrimonial que é baseada nas demonstrações financeiras da empresa, através dos seus valores contábeis, onde seu valor é apurado por meio do patrimônio líquido, que é dado pela diferença entre o valor total dos ativos e o valor total das obrigações com terceiros, também conhecido por Avaliação Patrimonial ou *Book Value* (Martins, 2001).

Outro método é o de Avaliação Relativa ou por Múltiplos, múltiplos são medidas padronizadas de valores das empresas, que propiciam realizar comparações com outras empresas. Dessa forma, a partir de empresas já avaliadas, havendo uma similaridade de negócios, realiza-se o processo de avaliação relativa (Martelanc et al., 2010).

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

Também é possível avaliar uma empresa pelo método de avaliação da Teoria das Opções Reais, conceituada com o processo de busca por investimentos ou reinvestimentos financeiros. Por essa teoria, há sempre opções de caminhos gerenciais que poderão ser tomados, assim, há uma capacidade de avaliar a flexibilidade decorrente de determinada decisão. De acordo com Castro (2000), a flexibilidade de tomada de decisão sobre ativos

reais, de acordo com as incertezas sobre o fluxo de caixa da empresa são reveladas, permitindo a tomada de decisão que influenciarão positivamente o valor final do projeto. Assim, um investimento de capital pode ser considerado um conjunto de opções reais sobre um ativo real.

Outra forma de avaliação de empresas é por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Como se trata do tema desse estudo a avaliação pelo referido método será melhor descrita no item seguinte.

2.2 AVALIAÇÃO POR MEIO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO (FCD)

O método de avaliação com base no Fluxo de Caixa Descontado (FCD) tem como premissa traçar fluxos de caixas operacionais futuros. Seu objetivo é mensurar o poder de geração de riqueza no futuro e quantificá-lo no momento presente para uma empresa sob análise. Este método é considerado o que melhor avalia uma empresa pela Teoria de Finanças, como evidenciado por Copeland et al. (2002) ao ponderarem que o uso da técnica do fluxo de caixa descontado pelos gestores para avaliar empresas visando o aumento do fluxo de caixa de longo prazo, tendem a valorizar as ações.

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

Para obter o FCD de uma empresa são necessários vários cálculos anteriores, entre eles o fluxo de caixa livre da empresa. Segundo Martelanc et al. (2010) existem duas maneiras de avaliar uma empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, sendo que a primeira, considera a participação societária na empresa (*equity valuation*) e a segunda contempla a empresa integralmente. Ressalta-se a desigualdade no montante obtido e das taxas de desconto, por mais que ambos utilizem como base a previsão de fluxos de caixa.

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

Dessa forma para utilizar o método de avaliação por FCD é preciso separar o cálculo em duas partes: Valor Presente dos Fluxos de Caixa do Período Projetado; e Valor Presente do Valor Residual. O valor residual corresponde a uma parcela que não precisa ser totalmente detalhada ou que, por seu horizonte de projeção, não conseguem ser calculadas, assim, “o valor da empresa será a soma dos valores presentes de seu fluxo de caixa e de seu valor terminal” (Martelanc et al., 2010, p.45).

Outro cálculo necessário para apurar o FCD é a taxa de desconto, obtida por meio do *Weighted Average Capital Cost* (WACC), ou em português Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC). Para efetivar a avaliação por meio do Método de Fluxo de Caixa Descontado se faz a soma dos fluxos de caixa e do valor residual, descontados a taxa de desconto apropriada ao formato de fluxo de caixa projetado.

Para a obtenção do WACC é preciso fazer o levantamento da estrutura de capital da empresa, de modo que se possa conhecer quem a financia, sendo o WACC, como o próprio nome sugere a média ponderada dos custos das fontes de capital de uma empresa. Sendo

assim é calculada através da junção de dois componentes: Custo dos capitais próprios calculado, pelo método CAPM; e Custo dos capitais de terceiros (Copeland et al., 2002).

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

Já os custos do capital próprio é uma taxa que os investidores ou sócios utilizam como parâmetros para realizar ou não investimentos em uma empresa, a espera de retornos por esse nível de risco, comparados às demais alternativas do mercado (Damodaran, 2010). Dentre os modelos que permitem calcular o custo do capital próprio destacam-se o Modelo de Precificação de Ativos (CAPM – *Capital Asset Pricing Model*) e o Modelo de Avaliação de Crescimento Constante, conhecido como Modelo de Gordon.

3. METODOLOGIA

O artigo, quanto ao objetivo, se caracteriza como descritiva, que tem como finalidade descrever os fatos e fenômenos que ocorrem em um ambiente, nesse tipo de pesquisa os fatos são observados, registrados, analisados, classificados e interpretados sem que o pesquisador interfira neles (Gil, 2002). Quanto aos procedimentos à pesquisa é documental, em que se utilizou dos demonstrativos contábeis da empresa. A pesquisa documental de acordo com Gil (2002) é aquela que usa de fontes de informação que não receberam tratamento de forma mais analítica entre elas os relatórios de empresas, tabelas estáticas, relatórios contábeis. Quanto à abordagem do problema o estudo caracteriza-se como sendo quantitativo, no que tange a sua forma quantitativa, caracterizando-se pela sua objetividade, métodos específicos, análise explícita e imparcial, bem como a precisão na coleta dos mesmos (Strieder, 2009).

O objeto de estudo foi a empresa Via Varejo S.A. brasileira estabelecida em 2010 a partir da fusão entre Casa Bahia e Pontofrio. Responsável pela administração dessas duas empresas, caracterizadas por serem grandes varejistas de bens duráveis consolidadas no país. Suas ações são negociadas na B3 (bolsa de valores brasileira), com o título VVAR11. A empresa atua com lojas físicas e virtuais. Presente em mais 400 municípios brasileiros, com mais de 900 lojas físicas e 50 mil colaboradores, posiciona-se com uma das maiores varejistas de eletroeletrônicos do mundo, segundo endereço eletrônico da própria empresa. Dando suporte a toda a essa infraestrutura e demanda de lojas e clientes, a empresa Via Varejo mantém uma rede inteligente de logística que suporta uma média mensal de um milhão de entregas. A empresa também proporciona diversas formas de pagamentos e crédito para seus clientes, através de linhas próprias de crédito e em conjunto com outras empresas de crédito.

A coleta dos dados tem por origem a análise documental das demonstrações contábeis, mais explicitamente as demonstrações do período 2011 a 2016 e os dados foram coletados diretamente do site que por ser de capital aberto, obrigatoriamente disponibiliza aos *stakeholders* os relatórios contábeis.

Para fins de elaboração e cálculos do Fluxo de Caixa descontado, apuraram-se os dados dos anos 2011 a 2016 e elaborou-se uma projeção para os próximos dez anos. Calculou-se o FCD de acordo com os seguintes passos metodológicos (Quadro 1):

1. Primeiramente foi obtido o fluxo de caixa livre da empresa;
2. Na sequência optou-se por utilizar o método da perpetuidade com crescimento constante para o cálculo do valor residual, que exprime a geração de riqueza além do horizonte de projeção do fluxo de caixa;
3. Para o cálculo da taxa de desconto foi utilizado o Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC;

4. Para obter o valor do CMPC são necessários os dois modelos de cálculos: Modelo de Precificação de Ativos Financeiros – CAPM para determinar o custo do capital próprio; e Custo líquido da dívida para encontrar o custo do capital de terceiros.
5. Na etapa seguinte ocorreu a definição do valor presente dos fluxos de caixa livre e do valor residual.

Ordem	Técnica de mensuração	Fórmula	Fonte bibliográfica
1º	Fluxo de caixa Livre da empresa	$FCLA = LL + D_{ep}A_{mort} - V_{ar}CG - D_{esemb}C_{ap} - A_{mort}D_{iv} + NED$ <p>Em que: FCLA = Fluxo de Caixa Livre ao Acionista LL = Lucro Líquido D_{ep}A_{mort} = Depreciação e Amortização V_{ar}CG = Variação do Capital de Giro D_{esemb}C_{ap} = Desembolsos de Capital A_{mort}D_{iv} = Amortizações de Dívidas NED = Novas Emissões de Dívidas</p>	Damodaran (2010)
2º	Método da perpetuidade com crescimento constante	$VR = \frac{FC_{n+1}}{r' - g}$ <p>Em que: VR = Valor Presente do Valor Residual; FC n+1 = Fluxo de Caixa Ajustado no período n+1; r' = Taxa de desconto na fase de perpetuidade; g = Taxa de crescimento anual dos fluxos de caixa na perpetuidade.</p>	Damodaran (2010)
3º	Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC	$WACC = K_e \times \left[\frac{E}{E+D} \right] + K_d \times (1 - T) \times \left[\frac{D}{E+D} \right]$ <p>Considerando: K_e = Custo do capital próprio; K_d = Custo do capital de terceiros; T = Alíquota dos impostos sobre o lucro; E = Valor de mercado do capital próprio; e D = Valor de mercado do capital de terceiros.</p>	Copeland et al. (2002)
4º	Modelo de Precificação de Ativos Financeiros – CAPM	$(R_i) = R_f + \beta_{im} (R_m - R_f)$ <p>Onde: R_i = o retorno esperado das ações de uma empresa; R_f = o retorno do ativo livre de risco; R_m = o retorno esperado para uma carteira de mercado; β_{im} = a sensibilidade que a ação tem em relação ao mercado de ações.</p>	Ross, Westerfield e Jaffe (2015)
5º	Custo líquido da dívida	$K_i = K \times (1 - i)$ <p>Em que: K_i = Custo do capital oneroso de terceiros líquido K = Custo do capital de terceiros antes da tributação i = Alíquota dos tributos sobre o lucro</p>	Martins (2001)
6º	Fluxo de Caixa Descontado	$VPFC = \sum_{t=1}^{n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$ <p>VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa n = Vida útil do ativo r = Taxa de desconto FC_t = Fluxo de caixa no período t</p>	Damodaran (2010)

Quadro 1 – Roteiro de cálculo do Fluxo de Caixa Descontado

A seguir são apresentados os resultados discussões sobre a apuração do Fluxo de Caixa Descontados da Via Varejo S.A.

4. RESULTADOS E DISCUSSÃO

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

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

4.1.1 Desempenho Real e Receita Líquida

A sequência real da receita (Tabela 1, 2 e 3) foi estimada apenas com base no crescimento histórico, visto que, não havia outras informações relevantes para essa projeção. Primeiro foi destacado a Tabela 1 que representa a Receita de Venda de Bens e/ou Serviços dos anos de 2011 a 2016 e na sequência calculado a variação percentual entre esses anos e encontrado uma média, como disposto na Tabela 2. Com base na média da variação da receita projetou-se a receita de vendas do ano 1 ao ano 10 como disposto na Tabela 3.

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

Tabela 1 – Demonstrações dos Resultados (em R\$ mi)

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

Tabela 2 – Variação da Receita de Vendas em %

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

Tabela 3 – Receita de Vendas Projetadas (em R\$ mi)

Vale ressaltar um momento histórico nesse período, que foi o início da crise financeira mundial em 2008, a partir do estopim da crise *subprime* dos Estados Unidos, que afetou vários segmentos da indústria. Com o objetivo de minimizar os impactos da crise e evitar a tendência à recessão, o Governo brasileiro instaurou a Medida Provisória nº 451/08, que reduziu os impostos sobre produtos industrializados (IPI), a medida abrangeu a linha branca de eletrodomésticos (fogões, geladeiras, máquinas de lavar entre outros) (Freitas, 2009), os efeitos dessa medida poderia elevar o consumo desses bens duráveis pela população (Franzoi, 2010).

A MP 451/08, inicialmente, era prevista para o período de dezembro de 2008 a março de 2010. Entretanto, em maio de 2012 a medida foi novamente aplicada e por várias vezes prorrogadas até seu fim em dezembro de 2013. Nota-se (Tabela 1) que a receita de vendas apresenta queda, isso pode ser explicado pelo fim do incentivo fiscal ao setor.

A Demonstração de Resultado do Exercício projetada para os próximos dez anos, foi elaborada com base na média dos valores nos anos de 2011 a 2016 e estabelecido o percentual de representatividade das contas em relação a Receita de Venda de Bens e/ou Serviços, e por fim estabelecido uma média, como pode ser observado na Tabela 4.

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

na Tabela 4. Outras despesas incluem depreciações e amortizações, remunerações aos administradores, indenizações, provisões para créditos de liquidação duvidosa e recuperações de créditos em compensação.

Demonstração do Resultado	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10	Ano 11	Ano 12	Ano 13	Ano 14	Ano 15	Ano 16
Receita de Venda de Bens e/ou Serviços	19.660,08	19.502,43	19.346,05	19.190,92	19.037,04	18.884,39	18.732,96	18.582,75	18.433,74	18.285,93
Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Resultado Bruto	13.576,02	13.467,16	13.359,17	13.252,05	13.145,79	13.040,38	12.935,81	12.832,08	12.729,19	12.627,12
Despesas/Receitas Operacionais	6.084,06	6.035,27	5.986,88	5.938,87	5.891,25	5.844,01	5.797,15	5.750,66	5.704,55	5.658,81
Despesas com Vendas	- 4.900,15	- 4.860,86	- 4.821,88	- 4.783,22	- 4.744,86	- 4.706,82	- 4.669,07	- 4.631,63	- 4.594,49	- 4.557,65
Despesas Gerais e Administrativas	- 3.998,35	- 3.966,29	- 3.934,48	- 3.902,93	- 3.871,64	- 3.840,59	- 3.809,79	- 3.779,25	- 3.748,94	- 3.718,88
Outras Receitas Operacionais	- 626,29	- 621,26	- 616,28	- 611,34	- 606,44	- 601,58	- 596,75	- 591,97	- 587,22	- 582,51
Outras Despesas Operacionais	143,25	142,10	140,96	139,83	138,71	137,60	136,49	135,40	134,31	133,24
Resultado de Equivalência Patrimonial	- 361,52	- 358,62	- 355,75	- 352,89	- 350,06	- 347,26	- 344,47	- 341,71	- 338,97	- 336,25
Resultado Antes do Resultado Financeiro e dos Tributos	1.051,44	1.043,01	1.034,65	1.026,35	1.018,12	1.009,96	1.001,86	993,83	985,86	977,95
Resultado Financeiro	1.183,92	1.174,43	1.165,01	1.155,67	1.146,40	1.137,21	1.128,09	1.119,04	1.110,07	1.101,17
Receitas Financeiras	- 621,02	- 616,04	- 611,10	- 606,20	- 601,34	- 596,51	- 591,73	- 586,99	- 582,28	- 577,61
Despesas Financeiras	157,20	155,94	154,69	153,45	152,22	151,00	149,78	148,58	147,39	146,21
Resultado Antes dos Tributos sobre o Lucro	- 543,29	- 538,93	- 534,61	- 530,33	- 526,07	- 521,86	- 517,67	- 513,52	- 509,40	- 505,32
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre o Lucro	562,89	558,37	553,90	549,46	545,05	540,68	536,34	532,04	527,78	523,54
Corrente	- 201,37	- 199,76	- 198,16	- 196,57	- 194,99	- 193,43	- 191,88	- 190,34	- 188,81	- 187,30
Diferido	- 105,27	- 104,42	- 103,59	- 102,76	- 101,93	- 101,11	- 100,30	- 99,50	- 98,70	- 97,91
Resultado Líquido das Operações Continuadas	- 79,57	- 78,94	- 78,30	- 77,68	- 77,05	- 76,44	- 75,82	- 75,21	- 74,61	- 74,01
Resultado Líquido de Operações Descontinuadas	361,54	358,65	355,77	352,92	350,09	347,28	344,50	341,73	338,99	336,27
Lucro/Prejuízo Consolidado do Período	- 4,53	- 4,50	- 4,46	- 4,43	- 4,39	- 4,35	- 4,32	- 4,28	- 4,25	- 4,22
	357,01	354,15	351,31	348,49	345,70	342,93	340,18	337,45	334,74	332,06

Tabela 4 – Demonstrações dos Resultados dos Exercícios Projetados (em R\$ mi)

4.1.2 Projeção do Fluxo de Caixa Livre

Com as contas de resultados projetados, adequou-se o *Net Operating Profit After Taxes* (NOPAT), indicador financeiro que representa o lucro operacional líquido de um negócio, aos efeitos da depreciação, dos investimentos em capital fixo e em capital de giro, que serão detalhados a seguir.

A Tabela 5 mostra a depreciação do imobilizado nos anos anteriores, entre 2011 e 2016, o qual se obteve a média de depreciação no período com a finalidade de projetar a depreciação nos períodos futuros e variação do imobilizado, conforme Tabela 6.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Imobilizado	912	1.027	1.150	1.313	1.407	1.438	
Depreciações e Amortizações	(-) 133,2	(-) 162,6	(-) 130,2	(-) 139	(-) 173	(-) 177	
Depreciações e Amortizações (%)	(-) 14,6	(-) 15,8	(-) 11,3	(-) 10,5	(-) 12,3	(-) 12,3	(-)12,8

Tabela 5 – Média de Depreciação (em R\$ mi)

EM R\$ mi	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Imobilizado	1.426	1.415	1.404	1.392	1.381	1.370	1.359	1.348	1.337	1.327
Depreciação Projetada (-)	182,9	181,5	180,0	178,6	177,2	175,7	174,3	172,9	171,5	170,2
Varição do Imobilizado	11,5	11,4	11,3	11,3	11,2	11,1	11,0	11,0	10,8	10,7

Tabela 6 – Evolução do Imobilizado (em R\$ mi)

Na projeção das contas do capital de giro, foram levados em consideração os saldos nos anos de 2011 a 2016, com a identificação dos principais itens que apresentam variações relacionadas com o desenvolvimento das operações da empresa. A Tabela 7 mostra a evolução da necessidade de capital de giro.

	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Ativo Circulante	10.622	10.537	10.452	10.369	10.286	10.203	10.121	10.040	9.960	9.880
Caixa e Equivalentes de Caixa	3.998	3.966	3.934	3.902	3.871	3.840	3.809	3.779	3.748	3.718
Caixa e Bancos	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Aplicações Financeiras	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Contas a receber	2.760	2.738	2.716	2.694	2.672	2.651	2.630	2.608	2.588	2.567
Clientes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	3.030	3.005	2.981	2.957	2.934	2.910	2.887	2.864	2.841	2.818
Tributos a recuperar	576	572	567	563	558	554	549	545	540	536
Despesas Antecipadas	23	23	22	22	22	22	22	22	21	21
Outros Ativos Circulantes	236	234	232	230	229	227	225	223	221	220
Passivo Circulante	11.960	11.864	11.769	11.675	11.581	11.488	11.396	11.305	11.214	11.124
Obrigações Sociais e Trabalhistas	473	469	466	462	458	455	451	447	444	440
Fornecedores	5.573	5.528	5.484	5.440	5.396	5.353	5.310	5.268	5.225	5.183
Obrigações Fiscais	595	590	586	581	576	572	567	563	558	554
Empréstimos e Financiamentos	3.504	3.476	3.448	3.420	3.393	3.365	3.338	3.312	3.285	3.259
Outras Obrigações	1.815	1.801	1.786	1.772	1.758	1.744	1.730	1.716	1.702	1.688
Provisões	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Nec.de de Capital de Giro	1.338	1.327	1.317	1.306	1.296	1.285	1.275	1.265	1.255	1.245
Evolução da NCG	(-) 10,82	(-) 10,73	(-) 10,64	(-) 10,56	(-) 10,47	(-) 10,39	(-) 10,31	(-) 10,22	(-) 10,14	(-) 10,06

Tabela 7 – Evolução da Necessidade de Capital de Giro (em R\$ mi)

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

A Tabela 8 apresenta o fluxo de caixa livre da empresa Via Varejo para os próximos dez anos.

CONTA	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
(=) NOPAT	781	775	769	763	757	751	745	739	733	727
(+) Depreciação	(-) 5,9	1	1	1	1	1	1	1	1	1
(-) Imobilizações	12	11	11	11	11	11	11	11	11	11
(-) Variação do CG	(-) 10,8	(-) 10,7	(-) 10,6	(-) 10,5	(-) 10,5	(-) 10,4	(-) 10,3	(-) 10,2	(-) 10,1	(-) 10,1
(=) Fluxo de Caixa	775	776	770	763	757	751	745	739	733	727

Tabela 8 – Fluxo de Caixa Livre da empresa Via Varejo (em R\$ mi)

4.2 CUSTO DOS RECURSOS DE CAPITAL

4.2.1 Custo dos Recursos de Terceiros

Após levantamento das despesas financeiras e valores referentes a empréstimos e financiamentos entre os anos de 2011 e 2016, foi estabelecida a média das contas e realizada a diferença entre elas, originando um resultado bruto o qual se subtraiu o Imposto de Renda e Contribuição Social, estabelecido o valor fixo de 34%, conforme apresentado na Tabela 9.

	2011	2012	2013	2014	2015	2016	Média
Despesa Financeira (em R\$ mi)	948	858	814	1.036	-	-	609
Empréstimos e Financiamentos bancários (em R\$ mi)	4.361	3.791	3.963	3.706	3.259	3.939	3.836
Resultado Médio Desp. Financeira / Emprést. e Financiamentos							0,15887
Resultado Bruto							15,89%
Resultado - (IR + CS)							10,48%

Tabela 9 – Custo do Capital de Terceiros (em R\$ mi)

4.2.2 Custo dos Recursos Próprios

Para estimar o valor do índice Beta, que serve para a diferenciação de ativos, ofensivos e defensivos, e assim mensurar o nível de risco, utilizou-se a abordagem proposta por Damodaran (2010). Considerando a proposta do modelo, a empresa escolhida como comparável foi a Magazine Luiza S.A., empresa também pertencente ao mercado brasileiro e concorrente direto no varejo, fundada em 1957 em Franca-SP.

O Quadro 3 mostra o cálculo do custo de capital próprio da empresa Via Varejo, onde se utilizou o modelo CAPM e a abordagem de beta de empresas comparáveis. Nesse caso foi preciso desalavancar o beta da empresa Magazine Luiza e realavancar conforme os números da empresa Via Varejo.

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

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

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

Quadro 3 – Custo do Capital Próprio (em R\$ mi)

4.2.3 Custo Médio Ponderado de Capital

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

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

Tabela 10 – Custo Médio Ponderado de Capital (em R\$ mi)

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

4.3 VALOR DE MERCADO DA EMPRESA E DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO

4.3.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a empresa

A partir dos valores de fluxos de caixa livres projetados para os próximos dez anos e do custo médio ponderado de capital calculado, apresenta-se na Tabela 11, onde é demonstrado o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa livre da empresa.

Item	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
(=) Fluxo de Caixa para a empresa	774,7	775,9	769,7	763,5	757,4	751,3	745,3	739,3	733,4	727,5
Fator de atualização	1,1	1,3	1,4	1,6	1,8	2,0	2,2	2,5	2,8	3,1
(=) Valor presente do fluxo de caixa livre	690,9	617,0	545,8	482,8	427,1	377,8	334,2	295,6	261,5	231,3

Tabela 11 – Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para a empresa (em R\$ mi)

O desconto dos fluxos de caixa livres foi realizado a partir da equação em que a cada ano, dividiu-se o fluxo de caixa livre pela taxa de desconto (CMPC), que fora acrescida de 1 e elevada a n anos, a partir do ano 2.

4.3.2 Valor Residual

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

conforme Tabela 12.

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

Tabela 12 – Cálculo do Valor de Residual (em R\$ mi)

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

4.3.3 Valor das Operações da Empresa e do Patrimônio Líquido

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

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

Tabela 12 – Valor das operações e do patrimônio líquido (em R\$ mi)

O Valor Total de Mercado da Empresa (VTMe) pode ser obtido pela soma do VOe aos ativos não operacionais, ou ativos em excesso, a medida em que é necessário agregar ao valor das operações da empresa os ativos que não se relacionam com o ciclo operacional. Neste caso, não foram identificados os ativos não operacionais o que culminou em zerar tal conta.

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

Tal item dever subtraído do cálculo do VMpl, porque o passivo oneroso corresponde ao capital de terceiros que financia as operações da empresa e que serão exigidos em tempo pertinente. É possível notar que a empresa se utiliza de um perfil arrojado já que mantém uma estrutura de capital volumosa em relação aos recursos de terceiros, que influenciou no cálculo do VMpl. Por se tratar de alto valor (R\$ 3,93 bilhões), ao comparar o VTMe com o VMpl, houve uma grande redução de 56,51%.

O conceito *Market Value Added* (valor de mercado agregado) é marca registrada da consultoria Stern, Stewart Co. reflete a riqueza gerada aos acionistas sendo determinada pela

capacidade operacional da empresa em gerar resultados superiores ao seu custo de oportunidade (Copeland et al. 2002; Damodaran, 2007).

Levando em consideração o MVA, verifica-se que a empresa está criando valor para seus acionistas, pois o valor de mercado do patrimônio líquido supera seu valor contábil em R\$ 222,4 milhões. Nota-se que o MVA positivo representa expectativas otimistas quanto à capacidade de geração de caixa e demonstra que o benefício no longo prazo tende a recompensar os esforços dos investidores, sendo este um método indicado para fins de avaliação de desempenho.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este estudo tem como objetivo estimar o valor de mercado de uma empresa do comércio varejista de capital aberto, no caso, a empresa Via Varejo S.A., considerando as expectativas futuras de crescimento do negócio e capacidade de geração de caixas futuros, envolvendo a economia como um todo e considerando os riscos associados, trazidos a valor presente por uma taxa de desconto apropriada.

Para alcançar o objetivo proposto, foi utilizado como método de avaliação de empresas o Método do Fluxo de Caixa Descontado, com o qual se obtém o potencial de crescimento e perspectivas de rentabilidade futura.

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

Observa-se que esse estudo não abordou valores intangíveis, como marca, redes, alianças estratégicas, tecnologia, capital intelectual, inovação, cultura do ambiente de trabalho entre outras, fazendo-se disso, um fator limitante a pesquisa. Além do que, outra limitação ocorre pelo fato de existir incertezas relacionadas a projeções a respeito do cenário econômico brasileiro, visto que são utilizados alguns indicadores econômicos históricos por falta de índices futuros confiáveis.

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

Este trabalho contribui com a aplicabilidade de um método de avaliação à uma empresa de forma eficiente, agregando risco na tomada de decisão, entretanto, mais esforços devem ser feitos para abranger novos indicadores que influenciem na mensuração real dos valores de mercado das empresas e contribuam para negociações próprias do mundo real. Diante das contribuições e resultados, espera-se ter contribuído com a ampliação do conhecimento sobre o tema e que novas pesquisas possam ser realizadas a respeito.

REFERÊNCIAS

Assaf Neto, A. (2010). *Finanças Corporativas e Valor*. 5.ed. São Paulo: Atlas.

Barros, B. T.; & Rodrigues, S. B. (2001). *Fusões, aquisições e parcerias*. São Paulo: Atlas.

- Castro, A. L. Avaliação de investimento de capital em projetos de geração termoeletrica no setor elétrico brasileiro usando teoria das opções reais. (2000). Dissertação de mestrado, Pontifícia Universidade Católica do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, RJ, Brasil.
- Copeland, T.; Koller, T.; & Murrin, J. (2002). Avaliação de empresas – *valuation*: calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Pearson Makron Books.
- Damodaran, A. (2007). Avaliação de empresas. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- _____. (2010). Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. 2.ed. Rio de Janeiro: Qualitymark.
- Falcini, P. (1995). Avaliação econômica de empresas: técnica e prática. São Paulo: Editora Atlas.
- Franzoi, F. (2012). O impacto da redução do IPI dos veículos automotores, em virtude da crise financeira. *Revista Direito*, UNIDAVI. N.2, <http://www.revistadireito.unidavi.edu.br/edicoes-antiores/revista-2-junho-2012/oimpactodareducaodoipidosveiculosautomotoresenvirtudedacrisefinanceira> (20 de Fevereiro de 2018).
- Freitas, M. C. P. de. Os efeitos da crise global no Brasil: aversão ao risco e preferência pela liquidez no mercado de crédito. São Paulo: Estudos Avançados, 23 (66), 2009, p.125-145
- Gil, A. C. (2002). Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Editora Atlas.
- Instituto Assaf. Indicadores da Economia, <http://www.institutoassaf.com.br/2012/indicadoreseconomicos.aspx> (10 de Janeiro de 2018).
- Investing.Com. Magazine Luiza S.A. <https://br.investing.com/equities/magaz-luiza-on-nm> (10 de Janeiro de 2018).
- Ipeadata. Embi+ Risco-Brasil, <http://www.ipeadata.gov.br/exibeserie.aspx?serid=40940&module=m> (10 de Janeiro de 2018).
- Martelanc, R.; Pasin, R.; & Pereira, F. (2010). Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e *private equity*. São Paulo: Pearson Prentice Hall.
- Martinez, A. L. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: revisão das metodologias para avaliação dos negócios. In: ASSOCIAÇÃO NACIONAL DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO, 23º, Anais... Foz do Iguaçu, 1999.
- Martins, E. (2001). Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas.
- Müller, A. N.; & Teló, A. R. (2003). Modelos de avaliação de empresas. *Revista FAE*, v. 6, n. 2, p. 97-112.
- Ross, S. A.; Westerfield, R. W.; & Jaffe, J. F. (2015). *Corporate Finance*. 10.ed. Porto Alegre: AMGHI.
- Portal da Câmara dos Deputados. Câmara dos Deputados, <http://www.camara.gov.br/sileg/integras/634961.pdf> (20 de Fevereiro de 2018).
- Stewart, G. B. (2005). *Em busca do valor*: o guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman.
- Strieder, R. (2009). Diretrizes para elaboração de projetos de pesquisa: metodologia do trabalho científico. Joaçaba: Ed. Unoesc.
- Trizi, J. S. Utilização de metodologias de avaliação de empresas: resultados de uma pesquisa no Brasil. (2004). Trabalho de conclusão de curso. Universidade de São Paulo, São Paulo, SP, Brasil.
- Via Varejo: relações com investidores. Informações Financeiras, http://ri.viavarejo.com.br/conteudo_pt.asp?idioma=0&conta=28&tipo=53010 (02 de Novembro de 2017).