

**UNIJUI – UNIVERSIDADE REGIONAL DO NOROESTE DO ESTADO DO RIO
GRANDE DO SUL
DACEC – DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTÁBEIS,
ECONÔMICAS E DA COMUNICAÇÃO
CURSO DE PÓS GRADUAÇÃO *LATU SENSU* EM FINANÇAS E MERCADO DE
CAPITAIS**

***VALUATION:*
UM ESTUDO DE CASO VOLTADO PARA
A ABERTURA DE CAPITAL**

RAFAEL KAPP

**IJUÍ / RS
2015**

**UNIJUI – UNIVERSIDADE REGIONAL DO NOROESTE DO ESTADO DO RIO
GRANDE DO SUL
DACEC – DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS, CONTÁBEIS,
ECONÔMICAS E DA COMUNICAÇÃO
CURSO DE PÓS GRADUAÇÃO *LATU SENSU* EM FINANÇAS E MERCADO DE
CAPITAIS**

***VALUATION:*
UM ESTUDO DE CASO VOLTADO PARA
A ABERTURA DE CAPITAL**

Trabalho de Conclusão de Curso na
modalidade de monografia, apresentado
no Curso de Pós-Graduação em Finanças
e Mercado de Capitais.

RAFAEL KAPP

ORIENTADOR: PROF. DR. DANIEL KNEBEL BAGGIO

**IJUÍ / RS
FEVEREIRO DE 2015**

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO.....	5
1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO.....	7
1.1 Apresentação do tema.....	7
1.2 Problematização	8
1.3 Objetivos.....	8
1.3.1 Objetivos gerais.....	9
1.3.2 Objetivos específicos	9
1.4 Justificativa	9
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	11
2.1 O sistema financeiro nacional	11
2.1.1 Comissão de valores mobiliários	12
2.1.2 Bolsa de valores do Brasil.....	13
2.1.2.1 Mercado primário e secundário.....	14
2.2 Quando as empresas resolvem abrir o seu capital	15
2.2.1 Os processos necessários para abertura do capital.....	16
2.3 Oferta pública inicial - IPO.....	19
2.4 Análises de investimentos.....	20
2.4.1 Análise técnica.....	20
2.4.2 Análise fundamentalista.....	20
2.5 Indicadores contábeis ou financeiros.....	21
2.5.1 Índice de liquidez corrente	22
2.5.2 Índice de liquidez geral	22
2.5.3 Índice de liquidez imediata	23
2.5.4 Índice de liquidez seca	23
2.5.5 Índice de endividamento geral.....	24
2.5.6 Grau de imobilização do patrimônio líquido.....	25
2.5.7 Retorno sobre o capital próprio	25
2.5.8 Retorno e giro do ativo total.....	26
2.5.9 Giro e retenção dos estoques	27
2.5.10 Prazo médio dos recebimentos	28
2.5.11 Prazo médio dos pagamentos	29
2.5.12 EBITDA ou LAGIDA.....	30
2.5.13 Índice de cobertura de juros	31
2.5.14 Índice de cobertura da dívida.....	31

2.6 Indicadores fundamentalistas	32
2.6.1 Fluxo de caixa livre para a firma – FCFF ou <i>Free cash flow to the firm</i>	33
2.6.2 Capital de giro	34
2.6.3 Lucro por ação – LPA.....	35
2.6.4 Valor patrimonial por ação – VPA	36
2.6.5 Índice valor de mercado/valor patrimonial por ação – VM/VPA.....	36
2.6.6 Geração de caixa operacional por ação.....	37
2.6.7 Preço x Lucro – P/L.....	38
2.6.8 Preço x Geração de caixa operacional da ação.....	38
2.6.9 Custo médio ponderado de capital – CMPC ou WACC	39
2.6.10 Valor residual do fluxo de caixa livre – VR ou valor da perpetuidade	40
2.6.11 <i>Enterprise value</i> – EV ou <i>Valuation</i>	41
2.6.12 EV/EBITDA.....	43
2.6.13 <i>Pay out</i>	43
2.6.14 Rendimentos do dividendo - <i>Dividend yield</i> – DY	44
3 METODOLOGIA	46
3.1 Classificação da pesquisa.....	46
3.2 Coleta de dados	47
3.3 Análise e interpretação dos dados	47
4. ELABORAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS	48
4.1 Apresentação das demonstrações contábeis.....	48
4.2 Análise e interpretação dos indicadores contábeis/financeiros	50
4.2 Análise e interpretação dos indicadores fundamentalistas.....	53
4.3 Análise do <i>valuation</i>	54
4.4 Considerações importantes sobre o <i>valuation</i>	56
CONCLUSÃO.....	58
REFERÊNCIAS.....	60

INTRODUÇÃO

Um dos principais desafios de todo o investidor do mercado de capitais é saber qual é o momento correto para investir, ou então, saber qual a empresa correta em que fazê-lo. Há quem diga que é simples: basta comprar na baixa e vender na alta, contudo a questão é saber quando o mercado interpreta que o valor de uma ação, ou o valor de uma empresa, está alto ou baixo.

Neste sentido aproveita-se justamente o momento em que a empresa objeto de estudo está fazendo a abertura de seu capital, para determinar o valor justo de venda de suas ações, na ocasião de sua oferta inicial pública. Para isto se baseará na análise fundamentalista.

Para a empresa em pauta é chegado o momento de ampliar seus investimentos e seguir seu ciclo de expansão e conseqüentemente mostrar-se diante do cenário nacional, ou até mesmo internacional, mesmo que para tal feito necessite de aportes de financiamento maiores que os de costume.

Logo, para dar tal passo rumo à expansão, mais uma vez se faz necessária a captação de recursos para investimento em suas atividades produtivas, e desta vez a alternativa pela qual a empresa optou não foi tomar financiamento de instituições financeiras e nem utilizar de aportes de capital dos sócios atuais, mas sim, efetuar a abertura de seu capital e conseqüentemente negociar suas ações na bolsa de valores. Evidente que a decisão por abrir seu capital não é simples, pois, necessita passar por vários procedimentos e adequações, os quais também serão abordados no decorrer deste estudo.

Face ao exposto, e tendo por base a contabilidade que é a linguagem dos negócios, a presente obra demonstra, através da análise fundamentalista, o valor justo de venda das ações na ocasião de oferta pública inicial e conseqüentemente o valor de mercado da entidade, sendo que todas as informações e dados são extraídos das demonstrações contábeis.

Nesse sentido aborda-se desde os principais indicadores contábeis, até os indicadores considerados mais aprofundados perante a análise fundamentalista, justamente para evidenciar se a entidade possui bons fundamentos voltados para o crescimento econômico, e conseqüentemente atrair os olhares dos investidores, fazendo, dessa forma, que sua oferta pública inicial seja um sucesso.

Pode-se dizer que ao final do estudo, fica evidenciada a real situação da saúde financeira da empresa, determinando dessa forma o valor justo para a comercialização inicial de suas ações no mercado. Em poucas palavras a análise fundamentalista desenvolvida, traz

um retrato da real situação econômica e financeira da empresa em um determinado ponto do tempo, além de evidenciar o valor de mercado justo da companhia, sendo que o modelo trabalhado poderá ser aplicado a qualquer momento pelo leitor em empresas de sua preferência, ou seja, a presente obra poderá servir como um guia para avaliações com propósitos similares.

Neste contexto, no primeiro capítulo apresenta a definição do tema, o problema, os objetivos gerais e específicos, bem como a justificativa. No segundo capítulo evidencia-se o referencial teórico de forma simples, porém bastante clara, proporcionando o entendimento até mesmo para iniciantes nesta área de atuação. Dessa forma ficam contemplados os aspectos introdutórios que levarão o leitor à compreensão de toda a forma de análise apresentada na sequência da obra, podendo então aplicá-la a qualquer outra entidade de sua preferência.

Após, chega-se a metodologia da pesquisa utilizada e na sequência a verificação prática dos indicadores propostos para a empresa objeto de estudo. Por fim, conclusões e bibliografia utilizada para o desenvolvimento da obra.

É de profundo interesse por parte do autor que esse material seja divulgado em todos os meios possíveis de fazê-lo, pois, encontra-se pouco material de autoria nacional disponível sobre esse tema, podendo assim servir de base e inspiração para futuras obras.

1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO

Como se acredita, a contabilidade é um dos instrumentos mais importantes no mundo dos negócios, produzindo as informações mais úteis e decisivas para as tomadas de decisões sendo ela considerada a linguagem do controle dos negócios. Partindo deste princípio, inicia-se o presente trabalho apresentando a contextualização do estudo, contendo a apresentação do tema, problematização, objetivos gerais, específicos e justificativa, para posteriormente aprofundar a análise dos indicadores propostos.

1.1 Apresentação do tema

O principal objetivo de um sistema de distribuição de valores mobiliários é proporcionar liquidez a cada uma das pequenas partes das empresas que ali são negociadas e por sua vez facilitar o seu processo de financiamento. Dito isso, entende-se que o mercado de capitais é de suma importância para a movimentação da economia global.

Logo, existem as bolsas de valores, que estão inseridas nas entranhas do mercado de capitais. Em suas atividades primárias dispõem dos valores negociados ao público em geral, possibilitando assim a captação de recursos para as companhias interessadas. As empresas podem utilizar deste mercado como alternativa estratégica para financiar o seu crescimento em um período menor de tempo e, também, com um custo relativamente menor.

A pessoa jurídica de direito privado, objeto deste estudo, tem seu marco inicial no início da década de oitenta, quando adquiriu seus primeiros equipamentos, iniciando assim sua história de inovação e expansão. Com o passar dos anos e o desenvolvimento do mercado a empresa mudou seu padrão de estrutura para um modelo internacional, o que lhe proporcionam mais agilidade e rentabilidade, passando dessa forma ao atendimento de clientes em toda América do Sul.

Ao longo de sua existência, tornou-se uma empresa sólida e moderna que acompanha o desenvolvimento do setor, investindo fortemente em inovação e tecnologia, consolidando-se no mercado entre as maiores do seu segmento, sendo atualmente a firma que em seu campo possui a estrutura mais nova e moderna de toda a América Latina e entre as entidades que mais investiram em equipamentos em seu setor em toda América.

Com muitas filiais alocadas em pontos estratégicos em todos os países de atuação, dispõe de uma estrutura completa para garantir a eficiência e eficácia no cumprimento de sua missão, que é ser a maior empresa da América em seu segmento nos próximos cinco anos.

Tomando-se em conta o que foi dito acima define-se como tema deste trabalho: análise fundamentalista de investimentos.

1.2 Problematização

Como se sabe existem inúmeras formas de captação de recursos para ampliar a capacidade de produção de uma empresa, buscar recursos no sistema financeiro ou então efetuar uma integralização de capital por parte dos sócios, são alternativas válidas. Contudo, a empresa apresentada julga que é o momento de transformar a empresa de sociedade limitada para uma sociedade por ações, abrindo dessa forma o seu capital para terceiros e captando os recursos necessários para seus investimentos.

Ao abrir seu capital a empresa passa por uma série de transformações e adequações, para que possa ser aprovada pela Comissão de Valores Mobiliários – CVM, para somente após ser listada junto à bolsa de valores, que no Brasil conhecemos por Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros – BM&FBOVESPA, criada em 2008 pela união da Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F) e a Bolsa de Valores de São Paulo (BOVESPA), Juntas atualmente constituem a terceira maior bolsa do mundo em valor de mercado.

As transformações societárias que a empresa deverá passar serão abordadas no referencial teórico, destacando de antemão, que uma das maiores dificuldades que a empresa enfrentará nesse processo de convergência é a governança corporativa, pois, atualmente não possui políticas e práticas nesta área. Ter uma boa proposta de governança aumenta a confiabilidade e credibilidade da empresa dentro da bolsa e aos olhos dos investidores.

Nesse sentido o problema para o qual se busca solução é: Qual o preço justo da ação da empresa objeto deste estudo na ocasião de sua oferta pública inicial?

1.3 Objetivos

Os objetivos do presente estudo se fazem presentes nas definições a seguir elencadas.

1.3.1 Objetivos gerais

Identificar o preço justo das ações de determinada empresa em razão da abertura de seu capital.

1.3.2 Objetivos específicos

- Efetuar um referencial teórico simples e de fácil entendimento sobre análise fundamentalista;
- Demonstrar os passos básicos a serem seguidos para abertura de capital;
- Calcular e analisar os principais indicadores da análise fundamentalista;

1.4 Justificativa

Existem duas grandes estratégias que todo o investidor (ou *trader* como também são chamados), observa e aplica, sendo elas a análise técnica e a análise fundamentalista, sendo que a primeira de grande modo preocupa-se com gráficos e seus comportamentos, e a segunda com os fundamentos econômicos de longo prazo e nos indicadores extraídos das demonstrações contábeis das empresas; não tendo qualquer associação uma com a outra.

Frisa-se aqui que ambas as análises acima mencionadas são pilares independentes, não tendo como informar ou garantir qual a melhor, sendo que esse autor tem respeito igualitário pelas duas formas.

Partindo dessa premissa, e tendo por consciência de que o mercado de capitais tem ganhado força e forma nos últimos anos, embora apenas agora se recuperando de uma grande crise financeira, surge por parte do autor da presente obra o interesse de aprofundar os estudos na análise fundamentalista de investimentos, principalmente por ser uma área pouco explorada em nosso país e encontrar nela um grande campo de atuação profissional. Outro ponto que motiva o autor deste trabalho é produzir mais material em língua portuguesa, pois, a maioria é de autoria de estrangeiros, ficando assim mais difícil para iniciantes inserirem-se e compreenderem o tema em questão.

Outro ponto relevante que contribui de forma significativa para o desenvolvimento do presente trabalho é o fato da área de formação do autor ser em ciências contábeis, o que facilita na ocasião da interpretação das demonstrações contábeis e conseqüentemente na elaboração e análise dos indicadores.

Fica ainda o intuito de o presente trabalho, servir de base para outras pessoas interessadas, ou então estimular outros trabalhos na área, compartilhando dessa forma o conhecimento e aumentando a quantidade de material sobre o tema. Já para a empresa objeto de estudo, fica a dica do valor justo para venda das ações na ocasião da oferta ao mercado, o extrato da saúde financeira na data dos cálculos e ainda os passos básicos a serem percorridos para sua listagem junto à bolsa de valores.

Por fim, para os leitores, ficam os passos básicos a serem seguidos e que podem ser adaptados para efetuar uma análise aprofundada em qualquer outra empresa de interesse mesmo não sendo ela de capital aberto.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo contém o referencial teórico, bem como descreve os passos que levarão ao desfecho da avaliação da empresa e conseqüentemente da obra. Aborda-se desde a situação pela qual passa uma empresa que estaria disposta a abrir o seu capital, os conceitos básicos do sistema financeiro Brasileiro, os órgãos que são relevantes para o assunto, e ainda os principais indicadores envolvidos na análise fundamentalista, bem como suas formas de cálculo.

2.1 O sistema financeiro nacional

Para chegar ao alvo da presente obra tem-se como ponto relevante e imprescindível compreender, mesmo que brevemente, o funcionamento e a estrutura do sistema financeiro nacional.

O Sistema financeiro Brasileiro, embora muitas vezes criticado em sua existência, é um dos melhores e mais desenvolvidos do mundo, seja pela rigidez no cumprimento das metas e leis ou pela sua evolução e funcionamento perfeito ao longo dos anos, garantindo a sustentabilidade e o equilíbrio monetário do Brasil. Atualmente o sistema financeiro nacional está dividido em quatro grandes grupos, sendo eles: o mercado monetário, mercado de crédito, mercado cambial e por fim o mercado de capitais, que mais interessa ao presente trabalho.

No Brasil, o sistema financeiro é formado por um conjunto de instituições financeiras voltadas para a gestão da política monetária do governo federal, responsável por formar as estratégias econômicas do país. Para Fortuna (2005, p. 12) o sistema financeiro é conceituado, como “um conjunto de instituições que se dedicam, de alguma forma, ao trabalho de propiciar condições satisfatórias para a manutenção de um fluxo de recursos entre poupadores e investidores”.

A formação do Sistema Financeiro Brasileiro começou em 1808, através da fundação da primeira instituição financeira do país, o Banco do Brasil – na época, uma das poucas instituições da espécie no mundo, ao lado do *Ricks Banck*, da Suécia (1694) e do Banco da França (1800).

Segundo Gitman (2004, p.18) “as instituições financeiras atuam como intermediárias, promovendo a canalização de poupanças de indivíduos, empresas e órgãos de governo para empréstimos e aplicações”.

Segundo Andrezo e Lima (2001) o sistema financeiro nacional foi reestruturado por intermédio da Lei 4.595, de 31 de dezembro de 1964, denominada lei da reforma bancária. Esta passou a ter grande importância devido à enumeração dos componentes do sistema financeiro nacional e a definição da área de competência de cada um.

Dentro desse contexto e com a evolução do sistema, os órgãos que compõem o sistema financeiro nacional atualmente são: Conselho Monetário Nacional – CMN, Conselho Nacional de Seguros Privados – CNSP, Conselho de Gestão da Previdência Complementar – CGPC, Banco Central do Brasil – BACEN, Comissão de Valores Mobiliários – CVM, Superintendência de Seguros Privados – SUSEP, Secretaria da Previdência Complementar – SPC, e demais instituições financeiras, bolsa de valores e outros intermediários financeiros.

Entretanto o ponto mais interessante para a obra; a comissão de valores mobiliários – CVM será abordado individualmente.

2.1.1 Comissão de valores mobiliários

Diante do exposto anteriormente, torna-se fundamental conhecer um pouco sobre esse órgão chamado Comissão de Valores Mobiliários – CVM, ao qual está inserida no sistema financeiro nacional e tem o seu papel principal quando o assunto é o próprio mercado de capitais, sendo responsável por regular e selecionar as empresas que serão listadas junto à bolsa de valores do Brasil.

A Comissão de Valores Mobiliários é mais bem descrita nos seguintes termos:

A Comissão de Valores Mobiliários – CVM é uma autarquia vinculada ao Ministério da Fazenda, instituída pela Lei 6.385, de sete de dezembro de 1976. É responsável por regulamentar, desenvolver, controlar e fiscalizar o mercado de valores mobiliários do país. Para este fim, exerce as funções de: assegurar o funcionamento eficiente e regular dos mercados de bolsa e de balcão; proteger os titulares de valores mobiliários; evitar ou coibir modalidades de fraude ou manipulação no mercado; assegurar o acesso do público a informações sobre valores mobiliários negociados e sobre as companhias que os tenham emitido; assegurar a observância de práticas comerciais equitativas no mercado de valores mobiliários; estimular a formação de poupança e sua aplicação em valores mobiliários; promover a expansão e o funcionamento eficiente e regular do mercado de ações e estimular as aplicações permanentes em ações do capital social das companhias abertas (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS - CVM).

Logo, evidencia-se que para uma empresa estar listada na bolsa de valores e consequentemente operar no mercado de capitais, deverá prioritariamente, estar registrada junto à Comissão de Valores Mobiliários – CVM, que por sua vez tem como obrigação assegurar a funcionalidade eficiente deste mercado, proteger os titulares dos valores mobiliários contra irregularidades ou fraudes e assegurar o acesso público a todas as informações das companhias ali inseridas. Os passos para que a empresa opere no mercado de capitais serão dispostos na sequência do trabalho, entretanto aqui deve ficar claro que o órgão regulador e máximo do mercado de capitais é a Comissão de Valores Mobiliários – CVM, tendo os mais amplos poderes neste mercado e guardando todas as informações das companhias listadas.

2.1.2 Bolsa de valores do Brasil

Como já mencionado anteriormente, a BM&FBovespa S.A. — Bolsa de Valores, Mercadorias e Futuros, está entre as maiores bolsas do mundo em valor de mercado e é líder na América Latina. É o principal mecanismo de intermediação para as operações de mercado de capitais no Brasil. Por meio de sua atuação, disponibiliza e facilita as operações das companhias, além de garantir a liquidez de todos os ativos e valores mobiliários ali negociados, garantindo sua legitimidade e eliminando os riscos e fraudes.

Neste sentido:

A BM&FBOVESPA (BVMF) foi criada em maio de 2008 com a integração da BM&F (bolsa de derivativos) e da Bovespa (bolsa de ações). Atualmente, é a única bolsa de valores mobiliários do Brasil. É também provedora tanto de serviços de contraparte central, como de custódia de títulos. Além disso, a BM&FBOVESPA ocupa posição destacada entre as maiores bolsas do mundo em valor de mercado e a segunda colocação no ranking das Américas (BM&FBovespa).

Entretanto para chegar a essa união e tornar-se uma das maiores, muitos anos se passaram desde suas criações, pois a BM&F nasceu em Janeiro de 1986, já a Bovespa teve seu marco inicial em 1890, quando na oportunidade chama-se Bolsa Livre que perdurou até 1960, onde naquela oportunidade assumiu a característica de bolsa, passando a se chamar Bovespa.

Logo, pode ser dito de forma simples e direta que a BM&FBovespa, tem como função primordial, possibilitar que as companhias ali listadas possam captar recursos diretamente do público com o intuito de viabilizar o financiamento de suas atividades, assegurando que as operações sejam de fato realizadas, seja por meio de obtenção de garantias ou depósitos antecipados. Para melhor entender a forma como a bolsa opera se faz necessário conhecer o mercado primário e o mercado secundário dos quais se trata a seguir.

2.1.2.1 Mercado primário e secundário

Como dito, as operações dentro do mercado de capitais podem ocorrer no chamado mercado primário ou no mercado secundário. Sendo assim, pode-se dizer que no mercado primário é onde os valores mobiliários, ou as ações propriamente ditas de uma determinada companhia, que acaba de abrir seu capital, são negociadas, ou seja, a operação se dá entre a companhia e os investidores. Os recursos obtidos são destinados para os projetos de investimento da empresa ou para o seu caixa.

Já o mercado secundário é o local onde os investidores apenas transferem entre si a propriedade de parcelas (ações) de uma empresa anteriormente adquirida, ou seja, é a venda das partes das companhias a outros interessados, sendo que a empresa emissora desses títulos não participa mais deste processo. O mercado secundário subdivide-se em mercado de pregão e mercado de balcão a seguir evidenciado.

Segundo Jaffe (2008, p. 36) tem-se que o “mercado primário é utilizado quando o governo e as empresas fazem a venda inicial de títulos. As empresas fazem dois tipos de vendas no mercado primário: oferta pública e colocações fechadas”.

Já Pinheiro (2001, p. 99) complementa dizendo que “o mercado primário cumpre seu papel de obter novos sócios e canalizar seus recursos para execução de projetos de investimentos”.

Sobre o mercado secundário destaca-se:

A função do mercado secundário, onde atuam as bolsas de valores, é dar liquidez ao investidor possibilitando que, no momento que realizar uma operação de venda, exista o comprador e vice-versa o que viabilizará o crescimento do mercado primário, e a consequente capitalização das empresas via mercado de ações (PINHEIRO, 2001, p.126)

Neste contexto fica visível que ambos os mercados explanados são importantes, entretanto para a empresa objeto de estudo da presente obra, é fundamental saber que após a emissão das ações no mercado primário, elas serão conseqüentemente negociadas no mercado secundário e quanto mais negociações, maior a visibilidade da empresa e sua possibilidade de uma segunda remessa de títulos ao mercado ser um sucesso.

Quanto aos mercados de pregão e balcão evidencia-se que o mercado de pregão é o usual e mais conhecido, onde atuam as bolsas de valores, transferindo entre pessoas físicas e jurídicas os bens negociados, destacando-se a livre concorrência e a facilidade de aquisição e transferência imediata das ações ao público por meio de computadores ou outros mecanismos eletrônicos.

Já no mercado de balcão, as transações ocorrem sempre por intermédio de um agente financeiro e é realizado fora da bolsa de valores, ou seja, não se tem um local específico para a negociação acontecer. Segundo a CVM:

[...] o mercado de balcão é um mercado de títulos sem local físico definido para a realização das transações que são feitas por telefone entre as instituições financeiras. O mercado de balcão é chamado de organizado quando se estrutura como um sistema de negociação de títulos e valores mobiliários podendo estar organizado como um sistema eletrônico de negociação por terminais, que interliga as instituições credenciadas em todo o Brasil, processando suas ordens de compra e venda e fechando os negócios eletronicamente (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM).

Face ao exposto, fica claro que o mercado de balcão não é muito usual e conhecido, e que a empresa ao lançar suas ações na bolsa estará incorrendo em uma participação no mercado primário, mas que as movimentações de seus títulos no mercado secundário dependerão do crescimento e evolução própria, ou seja, fazer com que outros investidores venham a adquirir a renegociar entre eles ações já lançadas no mercado só acontecerá, se a empresa demonstrar boas práticas mercadológicas com vistas à continuidade e rentabilidade futura de seus negócios.

2.2 Quando as empresas resolvem abrir o seu capital

Tomar a decisão de abrir o capital de sua empresa é uma das decisões mais difíceis de tomar, pois o principal impacto de tal atitude é o compartilhamento com terceiros da empresa que sempre foi sua, de sua família ou então de alguns poucos sócios, ou seja, abrir o capital

significa que você está disposto a dividir em pequenas partes um percentual de sua empresa e disponibiliza-la no mercado para que qualquer pessoa possa adquirir; e lembre-se; você não tem o poder de escolher quem são as pessoas que irão se tornar donos de seu negócio juntamente com você.

Entretanto, é chegado um momento em que a empresa por definição e pelo seu tamanho, julga que é necessário crescer mais, e realizar investimentos maiores ainda para continuar seu ciclo de expansão, e tendo por base, não mais fazer da forma convencional e recorrer a instituições financeiras pagando altos encargos para obtenção dos recursos, mas sim disponibilizando parte de seu capital para outros indivíduos através da oferta pública inicial de ações ao mercado (IPO), ganhando assim em diversificação de suas fontes de financiamento, aumento instantâneo em seu caixa, visibilidade no mercado, possibilidade de seus próprios colaboradores fazerem parte desse processo, possibilitando a eles melhor remuneração, aumento da liquidez do patrimônio atual dos sócios, e o principal, baixo custo de captação de recurso. Mas acima de tudo uma empresa abre o seu capital, porque considera e acredita que seu negócio é rentável o suficiente, estando disposta a investir o valor arrecadado em novos projetos buscando dessa forma imortalizar-se ficando visível e acessível a todo o resto do mercado.

2.2.1 Os processos necessários para abertura do capital

Como citado anteriormente, uma oferta pública inicial de ações ao mercado é chamada de OPA, (ou em inglês, IPO – *Initial Public Offering*). Segundo a comissão de valores mobiliários, tal oferta, para que seja bem sucedida deve ser muito bem estruturada e planejada, pois, as exigências deste mercado são mais elevadas que as usualmente praticadas pelas companhias de capital fechado.

O primeiro passo é sem dúvida elaborar a alteração contratual ou estatutária nos moldes da Lei 6.404/76, atualizada pela 11.638/07, e observando ainda a instrução CVM nº 202, para assim transformar-se de sociedade limitada para sociedade por ações. Após o ato deve ser arquivado junto ao órgão de registro. Normalmente a Junta Comercial.

O processo de abertura de capitais de uma empresa irá envolver diversos agentes externos, tais como, auditoria, bancos e consultoria, além de todos os controles internos da

companhia. Neste sentido a Comissão de Valores Mobiliários destaca como sendo obrigatórios os seguintes órgãos, com as funções conforme segue:

Os auditores: têm a função de auditar e revisar as demonstrações financeiras, bem como avaliar se as informações financeiras apresentadas no documento de oferta são apropriadas e consistentes, reduzindo o risco de divulgação de informações divergentes dos registros contábeis que possam ocasionar interpretações incorretas sobre dados financeiros contidos no documento de oferta.

Os advogados: pela elaboração do prospecto, além de estruturas societárias, como transformação de uma sociedade limitada (Ltda.) em uma sociedade por ações (S.A.), alterações na estrutura societária da empresa, bem como estruturar e organizar seu estatuto social.

Os bancos: definem, com a Companhia, as características do IPO, como volume de recursos a ser captado, composição entre primária e secundária, definição da faixa de preço (valor de oferta da ação), *marketing* da oferta, *roadshow* e *bookbuilding* (“precificação” e alocação das ações da oferta).

A consultoria: especializada é capaz não só de assessorar a Companhia na preparação adequada para um processo de abertura de capital, mas também na obtenção do pleno entendimento desse processo, suas respectivas etapas e implicações (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM).

Além das entidades mencionadas, é minimamente necessário que a estrutura interna da companhia esteja alinhada e preparada para suportar tal feito, de modo à demonstrar ao investido interessado seu comprometimento com a continuidade do processo de expansão. Neste aspecto como pontos internos a observar na ocasião da abertura de capitais tem-se:

No que tange à análise e adequação da estrutura interna da companhia, é de relevante importância a revisão e o aprimoramento de processos e estruturas internas, sistemas e controles, formação de comitês e conselhos, aspectos de Governança Corporativa, avaliação dos aspectos tributários e contingências e preparação da companhia para atender às exigências da bolsa de valores, entre outros. Para que a transição nos procedimentos internos ocorra da melhor forma. O ideal é ter parceiros que possam aconselhar, diagnosticar e mapear a gestão antes de se candidatar a oferta pública inicial (COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS – CVM).

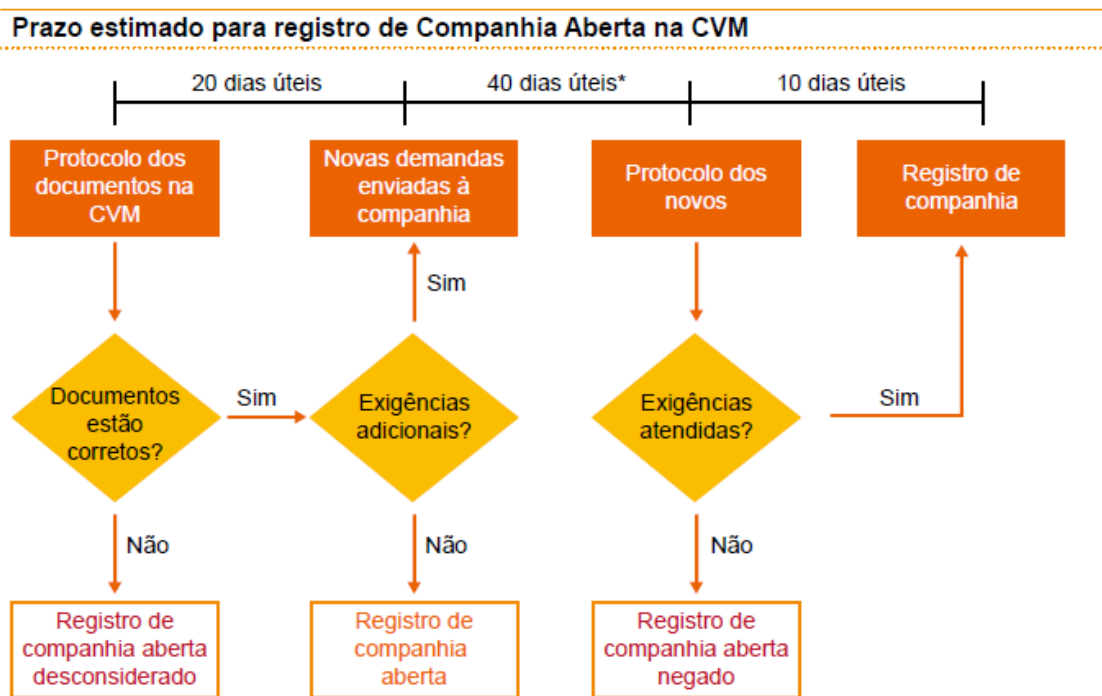
Diante disso, e se observadas as necessidades internas e externas citadas, a empresa estaria diminuindo as chances de sua oferta inicial ser um fracasso, além de cumprir com os requisitos impostos, pois, ter definido as políticas que nortearão a companhia, bem como a proposta de governança corporativa, são pontos que todos os investidores que se baseiam-se na técnica da análise fundamentalista irão observar.

Outro ponto que merece destaque são os custos envolvidos neste processo de captação de recursos através da abertura do capital. Nesse aspecto destacam-se como relevante os custos com taxas, anuidades para o atendimento das exigências legais, custos de publicação, publicidade e *marketing*, custos de intermediação financeira, custos com advogados e

auditores, custos internos da empresa para implementação de canais de atendimento ao investido, melhora nos controles internos e custo com consultores.

Face ao exposto e tendo concluído as exigências internas das empresas; melhorado e aprimorado seus controles, instituído a governança corporativa, a auditoria independente e o canal de relacionamento com o investidor, o próximo passo é solicitar o registro de companhia aberta junto à Comissão de Valores Mobiliários, que normalmente tem os prazos indicados na figura a seguir.

Quadro demonstrativo do fluxograma de processos com respectivos prazos.



*O prazo pode ser prorrogado por mais 20 dias úteis mediante solicitação.

Observação: A CVM poderá interromper a análise do pedido de registro uma única vez, a pedido do emissor, por até 60 dias úteis.

Fonte: Apresentação BM&FBOVESPA

No momento de solicitação do registro como companhia aberta a empresa já deverá solicitar a autorização para a Comissão de Valores Mobiliários para realizar uma venda de ações e conseqüentemente sua listagem junto a BM&FBovespa, definindo neste momento o seu nível de governança corporativa. Tal venda de ações é chamada de oferta pública inicial ou simplesmente OPA.

2.3 Oferta pública inicial - IPO

Concluídas as estruturações na empresa, tais como, implementações dos programas de governança corporativa, auditoria interna e externa, canal de relacionamento com os investidores, adoção das normas contábeis evidenciando as informações financeiras, treinamento do pessoal da contabilidade e finanças para lidar com os investidores, elaboração e montagem de divulgações ao mercado, implementação do conselho de administração, contratação dos intermediários financeiros e assessores externos, e estando de posse do registro junto à Comissão de Valores Mobiliários e da autorização para oferta inicial de ações bem como a listagem na bolsa de valores é chegado o momento de lançar as ações no mercado de capitais.

Logo, após efetuar a comunicação ao mercado da quantidade disponibilizada e sua expectativa inicial de preço, através de comunicado oficial aprovado pela Comissão de Valores Mobiliários, é só aguardar para arrecadar os recursos necessários para ampliação nas atividades produtivas da empresa.

Diante do exposto, é minimamente necessário conhecer os tipos de ações que podem existir e chegar ao público em geral.

Dito isso, têm-se as ações ordinárias e as preferenciais, sendo:

As ações ordinárias são as que comandam a assembleia de acionistas das empresas, conferindo assim ao titular o direito a voto, tendo poderes de eleger e destituir os membros do conselho fiscal das entidades, bem como decidir sobre o destino dos lucros, reforma nos estatutos, autorizar emissão de mais debentures, entre outras. Cada ação ordinária dá direito a um voto.

As ações preferenciais, por outro lado, não atribuem aos seus detentores direito a voto, porém conferem-lhes direitos preferenciais a: recebimento de dividendos (normalmente a um percentual mais elevado que as outras), prioridade no reembolso do capital na hipótese de dissolução da empresa, sendo que para este, o lucro é mais importante que o controle da companhia (ASSAF NETTO, 2008, p. 49).

Logo fica notável a diferença entre ambas, ou seja, basicamente uma prioriza o controle da companhia com participação menor nos lucros e a outra o inverso desta afirmação, cabendo dessa forma ao investidor avaliar qual se encaixa no seu perfil.

2.4 Análises de investimentos

Dentro do grande campo da análise de investimentos figuram a análise técnica e a análise fundamentalista.

2.4.1 Análise técnica

A análise técnica basicamente observa o comportamento dos gráficos, como principal fator para a tomada de decisões, sendo que na grande maioria das vezes as decisões são tomadas para curto prazo, diferentemente da análise fundamentalista.

Neste sentido, segundo John J. Murphy, (1991): “análise técnica é o estudo dos preços, volumes e contratos em aberto do mercado, principalmente através do uso de gráficos, visando prever as tendências futuras de preços”.

Logo, a análise técnica é o estudo dos movimentos do mercado, principalmente pelo uso de gráficos, com o propósito de prever futuras tendências no preço, partindo da ideia principal de que a história se repete.

Dito isso, essa forma de análise tenta encontrar o comportamento das linhas do gráfico, visando antever quedas ou altas, identificando assim o melhor momento de compra ou venda. Logo, a análise técnica é muitas vezes chamada de análise grafista, justamente por ser voltada exclusivamente para o comportamento destes instrumentos gráficos.

Tal análise embora muito interessante não é o objeto de estudo da presente obra, embora o autor há considere importante e aprecie seus usuários e suas técnicas de aplicação.

2.4.2 Análise fundamentalista

Diferentemente da análise técnica a análise fundamentalista é um instrumento utilizado para verificação quantitativa da empresa, sendo que o analista vai desmembrar todos os indicadores possíveis, no tocante a parte financeira/contábil e econômica, observando ainda o contexto internacional, político, social e o segmento organizacional.

O principal objetivo dessa forma de análise está na verificação dos indicadores para chegar ao chamado preço justo da empresa ou simplesmente *valuation*, sendo possível,

através dele, determinar o valor futuro de mercado ou ainda descobrir como está sua saúde financeira, servindo então como instrumento de gestão para as organizações.

Neste contexto:

A análise fundamentalista busca, basicamente, avaliar a saúde financeira das empresas, projetar seus resultados futuros e determinar o preço justo para as suas ações. Para isso, os analistas levam em consideração os chamados fundamentos da empresa, isto é, todos os fatores macro e microeconômicos que influenciam no seu desempenho (Revista Exame, 2010).

Face ao exposto, Assaf Netto (2000, p. 237) complementa informando que “a análise fundamentalista adota a hipótese de existência de um valor intrínseco para cada ação, com base nos resultados apurados pela empresa emitente”. Logo pode-se concluir que a análise fundamentalista vai evidenciar através do maior número possível de indicadores, como estão os fundamentos da uma dada empresa, determinando assim o seu valor justo de mercado, o que conseqüentemente deixará evidente o valor de cada uma das ações. Dito isso na sequencia serão apresentados os indicadores que este autor julga indispensáveis para compor a análise fundamentalista de investimentos.

2.5 Indicadores contábeis ou financeiros

Os indicadores serão a partir deste ponto divididos em dois grandes grupos, sendo o primeiro chamado de indicadores financeiros ou contábeis e o segundo indicadores fundamentalistas propriamente ditos, sendo que basicamente todos são extraídos das demonstrações contábeis das organizações. Tanto os indicadores considerados financeiros/contábeis como os fundamentalistas se complementam e evidenciam o real desempenho das organizações. Segundo Debastiani e Russo (2008, p. 77) os indicadores extraídos dos “dados calculados a partir do balanço da empresa que, uma vez comparados entre si durante a linha de tempo em que a empresa desenvolve sua atividade, são capazes de demonstrar como foi o andamento dessa atividade”.

Complementando, e reforçando sobre a importância dos indicadores de análises Iudícibus (1998, p. 68), diz que “o uso de indicadores tem como principal finalidade permitir ao analista verificar tendências e compará-los com padrões preestabelecidos. Além de tratar o que aconteceu no passado, fornece bases para intervir o que poderá acontecer no futuro”.

Face ao exposto fica evidente que é de suma importância definir bons indicadores para qualquer tipo de análise que venha ser feita, pois, somente através deles se conseguirá comparar e avaliar os resultados de forma eficiente e eficaz. Dito isso, são explanados indicadores de ativos, de endividamentos, de liquidez, de imobilização, de giro, de rentabilidade, entre tantos outros considerados vitais para uma análise consistente.

2.5.1 Índice de liquidez corrente

Diante do que foi dito, o primeiro indicador contábil explanado é o índice de liquidez corrente, que busca basicamente medir a capacidade de pagamento das obrigações de curto prazo das organizações. É calculado segundo Gitman (2010) pela fórmula a seguir:

$$\text{Índice de liquidez corrente} = \frac{\text{Ativo circulante}}{\text{Passivo circulante}}$$

Partindo dessa ideia, quanto maior o índice de liquidez corrente, mais líquida a empresa, ou seja, um índice igual a 2,00 significa dizer que para cada um real de dívida de curto prazo a empresa possui dois reais de ativos de curto prazo. Um indicador abaixo de 1,00 seria extremamente ruim, pois faltariam recursos circulantes para quitação das exigências de curto prazo.

2.5.2 Índice de liquidez geral

No tocante ao índice de liquidez geral pode ser dito que este por sua vez abrange a forma de observação da liquidez integral da empresa, ou seja, considera o todo e não apenas o curto prazo. Segundo Debastiani e Russo (2008, p. 82) “é uma visão ampliada da capacidade de liquidez da empresa, uma vez que se expande para os ativos e passivos de longo prazo”.

Sendo expresso pela fórmula a seguir:

$$\text{Índice de liquidez geral} = \frac{(\text{Ativo circulante} + \text{Ativo não circulante})}{(\text{Passivo circulante} + \text{Passivo não circulante})}$$

Devido a sua forma abrangente de análise, esse indicador deve ser observado frequentemente, pois, esse índice pode ser considerado como um índice de *stop*, ou seja, se a entidade encerrasse as atividades naquele momento esse índice diria se teria condições de honrar ou não todos os compromissos já estabelecidos. Seu resultado deve ser sempre maior que 1,00 (um).

2.5.3 Índice de liquidez imediata

O índice de liquidez imediata considera apenas os valores do balanço patrimonial que possam ser transformados em valor monetário instantaneamente, em consequência vai mostrar a capacidade de a empresa quitar seus compromissos de curto prazo utilizando apenas suas disponibilidades instantâneas.

Segundo Debastiani e Russo (2008), este é um indicador de extrema importância para avaliar a capacidade de atendimento dos compromissos de curto prazo e sua fórmula é expressa da seguinte maneira:

$$\text{Índice de liquidez imediata} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo circulante}}$$

No que diz respeito às disponibilidades na fórmula acima, é normalmente considerado o saldo da conta de caixa e os saldos das aplicações financeiras que por ventura a empresa mantenha. Não há um índice padrão e que possa ser considerado ideal para essa análise, entretanto quanto maior melhor.

2.5.4 Índice de liquidez seca

Seguindo com os indicadores contábeis ou financeiros, tem-se a liquidez seca, que muitos consideram semelhante à liquidez corrente, entretanto na liquidez seca descontamos o saldo da conta de estoques evidenciado no balanço patrimonial por que:

Muitos tipos de estoques não podem ser facilmente vendidos e convertidos em, disponibilidades, seja porque são itens semiacabados, itens de depósito especiais e assemelhados ou então porque costumam ser vendidos a prazo, o que significa que

vai se tornar uma conta a receber antes de se converter em caixa. A fórmula que evidencia a liquidez seca é a seguinte: (GITMAN, 2010, p. 52).

$$\text{Índice de liquidez seca} = \frac{(\text{Ativo circulante} - \text{Estoques})}{\text{Passivo circulante}}$$

Tendo por base, fica claro que os estoques são as contas menos liquidas do ativo circulante, pois, irão demorar mais tempo até se transformarem em disponibilidades. Tal indicador serve também para medir o grau de excelência financeira, pois, dependendo do ramo de atuação da entidade, os estoques podem ser muito elevados e pouco fáceis de converter em valores monetários instantaneamente, logo a observância do índice de liquidez seca, para empresas que mantem estoques, é considerado importante dentro de qualquer avaliação empresarial.

Para este indicador não se pode definir um numero ideal, contudo um número consideravelmente aceito é 1,00 ou qualquer posição acima disso, contudo vai depender muito do ramo de atuação da empresa analisada.

2.5.5 Índice de endividamento geral

Por outro lado observar indicadores de endividamento, assim como os de liquidez até então descritos, também é de suma importância no tocante à avaliação de uma empresa. Para tanto o índice de endividamento geral consiste basicamente em medir o quanto o ativo está financiado pelos credores da empresa.

Neste contexto tem-se:

A situação do endividamento geral de uma empresa indica o volume de dinheiro de terceiros usado para gerar lucros. De modo geral todo o analista financeiro, está mais preocupado com as dividas de longo prazo porque estas comprometem a empresa com uma serie de pagamentos contratuais ao longo do tempo. Quanto maior o endividamento, maior o risco de que ela seja impossibilitada de honrar seus compromissos (GITMAN, 2010, p. 55).

Segundo os ensinamentos de Gitman a fórmula para chegar a esse indicador é expressa da seguinte maneira:

$$\text{Índice de endividamento geral} = \frac{\text{Passivo total}}{\text{Ativo total}}$$

Diferentemente dos indicadores já vistos, este quanto menor melhor, sendo que este índice basicamente mede a proporção dos ativos financiados pelos credores da empresa, ou seja, evidencia o grau de alavancagem financeira.

2.5.6 Grau de imobilização do patrimônio líquido

O grau de imobilização do patrimônio líquido, também pode ser chamado de grau de imobilização do capital próprio e mostra quanto o patrimônio líquido de uma entidade foi investido em ativos permanentes, ou imobilizado propriamente dito. O alto grau de imobilização com recursos próprios pode comprometer a liquidez da empresa.

É identificado pela seguinte fórmula:

$$\text{Grau de imobilização do PL} = \frac{\text{Ativo permanente}}{\text{Patrimônio líquido}} \times 100$$

A interpretação correta deste índice convencionou dizer que quanto maior pior, pois, quanto mais à empresa investir no seu ativo permanente, menos recursos próprios sobrarão para o ativo circulante, fazendo com que este último seja financiado por recursos de terceiros, podendo interferir de forma significativa da liquidez da empresa e impactando diretamente em seu fluxo de caixa.

Entretanto, cabe ressaltar que existem atividades que são fundamentais altos números de imobilizados, pois, esses são os responsáveis pela geração das receitas diretas e nestes casos cabe apenas identificar se os demais indicadores de liquidez não estão sendo comprometidos por esse suposto grau de imobilização elevado.

2.5.7 Retorno sobre o capital próprio

O retorno sobre o capital próprio mede basicamente o percentual de retorno, ao final de um determinado período estabelecido, em relação ao patrimônio líquido empregado na entidade.

Segundo (Gitman, 2010, p. 60), “o retorno sobre o capital próprio mede o retorno obtido sobre o investimento dos acionistas ordinários da empresa, sendo que quanto mais alto for seu retorno melhor será para os proprietários”. O retorno sobre o capital próprio pode ser assim calculado:

$$\text{Retorno sobre o capital próprio} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Patrimônio líquido}} \times 100$$

Neste sentido, o retorno sobre o capital próprio evidencia a capacidade que a empresa tem de agregar valor a ela mesma utilizando os seus próprios recursos. Em outras palavras, pode-se dizer que mede a taxa de retorno sobre dos investimentos feitos pelos próprios acionistas ou proprietários.

2.5.8 Retorno e giro do ativo total

Semelhante ao retorno sobre o capital próprio, o retorno dos ativos mede quantas vezes o lucro de um determinado período alcança o valor do ativo total, é um indicador muito importante, pois, de certa forma mede a eficácia geral da administração na geração de lucros a partir dos ativos que lhes foram disponibilizados. É medido em percentual.

Face ao exposto (Gitman, 2010, p. 60) diz que “o retorno sobre o ativo total, muitas vezes chamado de retorno sobre o investimento mede a eficácia geral da administração na geração de seus lucros a partir de seus próprios ativos disponíveis. Quanto mais elevado for o retorno sobre o ativo de uma empresa, melhor, sendo evidenciado pela seguinte fórmula”.

$$\text{Retorno sobre o ativo total} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Ativo total}} \times 100$$

Com isso, fica claro que ao administrador que melhor se desempenhar em gerar lucros em um determinado exercício com os mesmos ativos disponíveis alcançará de forma bastante abrangente seu reconhecimento.

Dentro deste contexto, outro ponto que deve ser observado inerente aos ativos totais é o seu giro operacional, ou seja, quantas vezes os ativos giram em relação às vendas da empresa. Com isso se evidenciará a eficiência com que a empresa utiliza ou utilizou seus ativos, sendo que quanto mais alto o giro total de um ativo, maior sua eficiência.

Dito isso, (Gitman, 2010, p. 54), diz que “essa medida tende a ser de grande interesse da administração, pois, indica se as operações foram financeiramente eficientes”.

Calcula-se utilizando a seguinte fórmula:

$$\text{Giro do ativo total} = \frac{\text{Vendas}}{\text{Ativo total}}$$

Em face, para um resultado aplicando a formula acima de 0,5, significa dizer que a empresa gira seus ativos 0,5 vezes no ano. Outro ponto importante a ser considerado é quanto à aquisição de novos ativos, ou seja, sempre que isso ocorre e entram novos ativos de maior valor que os existentes o giro destes últimos acaba sendo mais baixo, fazendo com que a média do giro da empresa seja reduzida.

2.5.9 Giro e retenção dos estoques

Dentro desta sistemática, outros fatores que são determinantes para uma empresa obter bons ganhos com suas atividades principais e conseqüentemente diminuir a sua necessidade de capital de giro, são os indicadores de prazos médios das contas a receber, das suas contas a pagar, e ainda o giro de seus estoques.

No caso dos estoques um alto giro significa dizer (se fosse uma indústria) que os produtos estão sendo comprados, transformados e vendidos rapidamente o que é positivo para o negocio da empresa, entretanto o giro dos estoques só pode ser levado em consideração e comparado com outras empresas do mesmo segmento ou ainda com os seus próprios indicadores de períodos passados.

Diante disso:

A gestão do capital de giro é frequentemente o componente chave do gerenciamento de risco de caixa e liquidez. Uma medida da eficiência de giro é a magnitude de estoques e contas a receber relativa ao custo anual das vendas (DAMODARAN, 2003, p. 110).

Neste sentido é notável o quão importante é conhecer o ciclo operacional de uma empresa, pois, sua eficiente gestão proporcionará altos retornos. Dito isso, para calcular o giro dos estoques usamos a seguinte equação:

$$\text{Giro dos estoques} = \frac{\text{Custo das mercadorias vendidas}}{\text{Estoque}}$$

Apenas para exemplificar, se o resultante da fórmula acima fosse 12,0 (doze) significa dizer que os estoques giram 12 vezes no período de tempo utilizado para cálculo.

Complemento a esse indicador, e para que a análise seja realmente eficaz, é necessário aplicar outra fórmula para evidenciar claramente quantos dias os estoques ficam retidos na empresa. Para tanto se usa:

$$\text{Dias de retenção de estoques} = \frac{365}{\text{Giro dos estoques}}$$

Diante disso pode-se medir os indicadores de estoques em sua totalidade, ou seja, após obter o giro dos estoques utiliza-se a segunda fórmula para chegar aos dias de retenção dos estoques. Exemplificando e admitindo um giro dos estoques igual a 12,0 (doze) significa dizer que a empresa possui 30,4 (trinta e quatro décimos) dias de retenção de seus estoques. A partir dessas medições é extremamente importante monitorar e acompanhar com empresas do mesmo segmento. Logo, simplifica-se dizendo que o giro dos estoques mede a atividade ou a liquidez dos estoques da empresa.

2.5.10 Prazo médio dos recebimentos

Muito semelhante ao indicador de giro dos estoques, o prazo médio do contas a receber, ou prazo médio de recebimentos, como é chamado, traz para a empresa o prazo médio dos seus recebimentos. Segundo (Gitman, 2010, p. 53), “o prazo médio de recebimento, ou a idade média do contas a receber, é útil para avaliar as políticas de crédito e cobrança da empresa”.

Dito isso, se pode calcular o prazo médio dos recebimentos para qualquer entidade estando de posse do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício do período que se queira fazer a análise, pois, tal indicador é constituído pela fórmula abaixo escrita:

$$\text{Prazo médio dos recebimentos} = \frac{\text{Contas a receber (ou clientes)} \times (\text{n}^\circ \text{ de dias})}{\text{Receita líquida do período}}$$

Se estiver fazendo a análise de um período fiscal inteiro (constituído de doze meses) multiplica-se o saldo da conta clientes ou contas a receber do balanço patrimonial por 365 (trezentos e sessenta e cinco) e divide-se pela receita líquida de vendas do ano todo, a qual é obtida da demonstração do resultado do exercício da companhia, neste contexto o número de dias é sempre em relação ao período da análise. Logo se a análise remeter-se há apenas um trimestre multiplica-se o saldo das contas a receber por 90 (noventa) e divide-se pela receita líquida do mesmo período de vendas. O resultado obtido será quantos dias em média demora-se para o recebimento das vendas. A lógica diz que quanto menor melhor.

2.5.11 Prazo médio dos pagamentos

Da mesma forma como demonstrado anteriormente, calcula-se o prazo médio dos pagamentos ou a idade média do contas a pagar, observando as contas do balanço patrimonial e da demonstração do resultado do exercício, contudo, desta vez são outras contas envolvidas.

Neste sentido a equação matemática utilizada é:

$$\text{Prazo médio dos pagamentos} = \frac{\text{Contas a pagar (ou fornecedores)} \times (\text{n}^\circ \text{ de dias})}{\text{Custo dos produtos vendidos}}$$

Face ao exposto, e aplicado à equação, quanto maior o prazo médio de pagamento melhor para a empresa. Segundo (Gitman, 2010, p. 54), “o prazo médio de pagamentos e o prazo médio de recebimentos quando combinados evidenciarão a eficiência da empresa para com a sua política de necessidade de capital de giro”.

Em outras palavras, prazos de recebimentos curtos e prazo de pagamentos longos favorecem a liquidez e o capital de giro necessário para a utilização nas atividades-fins da empresa, sem a necessidade de financiamentos de terceiros.

2.5.12 EBITDA ou LAJIDA

Outro indicador financeiro ou contábil muito utilizado no mundo dos negócios é o chamado EBITDA, sigla em inglês que corresponde a: *earning before interests, taxes, depreciation and amortization*, que traduzindo para o português significa lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização, ou simplesmente LAJIDA.

Conceituando se tem:

O EBITDA representa a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos. Difere do EBIT, conhecido como o lucro na atividade, no que se refere à depreciação e amortização, pois o EBIT considera estes efeitos contábeis (INFOMONEY).

Dito isso, antes de chegar ao EBITDA ou LAJIDA de uma entidade precisamos encontrar o seu lucro operacional ou LAJIR como comumente chamado, pois é a partir dele que se chega a esse indicador. Normalmente o lucro operacional já está estampado nas demonstrações dos resultados de exercício das empresas, contudo caso necessite calculá-lo, ele é obtido basicamente diminuindo da receita líquida o custo das mercadorias ou serviços prestados, as despesas operacionais e financeiras da instituição.

Depois de identificado o lucro operacional da entidade, seja apenas observando na demonstração do resultado do exercício ou calculando-o, chega-se ao EBITDA ou LAJIDA aplicando a primeira, das duas equações a seguir elencadas. Já a segunda serve para obtenção do EBITA a partir do lucro líquido, sendo que este autor tem preferência por esta.

$$\text{EBITDA (ou LAJIDA)} =$$

$$\text{Lucro operacional} + \text{Despesa Financeira} + \text{Depreciação} + \text{Amortização}$$

Ou

$$\text{EBITDA (ou LAJIDA)} =$$

$$\text{Lucro líquido} + \text{Despesa Financeira} + \text{Depreciação} + \text{Amortização} + \text{impostos}$$

O resultado encontrado mediante a aplicação da fórmula estará expresso em reais e para empresas de capital aberto listadas na comissão de valores mobiliários a publicação deste indicador é obrigatória. Dito isso o EBITDA ou LAJIDA evidencia o resultado antes dos

custos de financiamentos e ainda os resultados contábeis aos quais não se tem desembolso efetivo de caixa, trazendo dessa forma o real numero das operações fins da empresa.

Mas cuidado com esse indicador, pois, ele nunca deve ser observado como indicador de liquidez, pois, no final das contas os juros deverão ser pagos e o custo com a depreciação ou amortização são necessários para renovação dos ativos.

2.5.13 Índice de cobertura de juros

Ainda no tocante aos índices contábeis ou financeiros, um dos indicadores que não pode ser esquecido de abordar é o índice de cobertura de juros, que busca em sua essência demonstrar quantas vezes o lucro operacional de uma empresa tem capacidade para cobrir os juros ou despesas financeiras de um determinado período.

A fórmula para cálculo desse índice é assim descrita:

$$\text{Índice de cobertura de juros} = \frac{\text{EBITDA (ou LAJIDA)}}{\text{Despesas financeiras (ou juros)}}$$

Em geral quanto maior melhor, mas espera-se que ele seja superior a 1,0 (um). Valores menores que 1,0 (um) indicam que a empresa não consegue gerar lucro operacional nem para pagar suas despesas financeiras, caracterizando assim uma situação financeira deteriorada, ou seja, se este indicador se repetir por períodos consecutivos, a empresa não resistirá.

Segundo Gitman, (2010, p. 57), “o índice de cobertura dos juros mede a capacidade da empresa em fazer frente as suas despesas financeiras contratuais. Frequentemente sugere-se um índice superior a 3,0 (três) e próximo a 5,0 (cinco)”.

2.5.14 Índice de cobertura da dívida

Este indicador busca medir quantas vezes a dívida total da empresa alcança o EBITDA, ou seja, quanto tempo de sua geração de lucro operacional é necessário para quitação das obrigações de curto e longo prazo. Neste sentido a fórmula matemática é:

$$\text{Índice de cobertura da dívida} = \frac{\text{Dívida financeira de CP + LP}}{\text{EBITDA (ou LAJIDA)}}$$

Logo, quanto maior for o indicador, pior, pois, significa que maior é a dívida financeira em relação à geração do EBITDA da empresa. O contrário é positivo. Neste sentido um resultado para a equação acima igual a 10,0 (dez) significa dizer que a dívida total da empresa é dez vezes maior que seu EBITDA e conseqüentemente neste ritmo levará dez períodos iguais ao analisado para quitação destas obrigações.

2.6 Indicadores fundamentalistas

Os indicadores fundamentalistas diferem um pouco dos indicadores contábeis ou financeiros, pois, irão evidenciar os seus valores com base nos princípios e nortes adotados pela empresa no decorrer de sua existência. Basicamente todos que aplicam a análise dos fundamentos empresariais buscam obter através destes indicadores o valor justo para uma determinada companhia podendo desta forma comparar com o valor praticado pelo mercado, evidenciando assim o melhor momento para compra de uma ação.

Neste contexto, os principais indicadores que levarão a definir o valor justo de uma empresa de acordo com os conceitos deste autor estão evidenciados a seguir. A partir desse ponto deve ficar claro que não é a quantidade de indicadores que fará com que a análise tenha sucesso, mas sim a qualidade e a forma de análise dos mesmos, sendo que para melhor compreensão, é fundamental ter ao menos um entendimento básico de contabilidade e finanças.

Segundo Iudícibus:

É muito mais útil calcular um certo número selecionado de índices e quocientes, de forma consistente, de período para período, e compará-los com padrões preestabelecidos e tentar, a partir daí, tirar uma ideia de quais problemas merecem uma investigação maior, do que apurar dezenas e dezenas de índices, sem correlação entre si, sem comparações e, ainda, pretender dar um enfoque e uma significação absolutos a tais índices e quocientes. (IUDÍCIBUS, 1998, p. 65).

Face ao exposto, o importante para cada empresa é identificar quais os melhores indicadores e monitora-los frequentemente. Entretanto para uma boa análise fundamentalista os listados a seguir, no ponto de vista deste autor, devem obrigatoriamente estar observados.

2.6.1 Fluxo de caixa livre para a firma – FCFF ou *Free cash flow to the firm*

Uma das formas de precificação de um ativo é através de seu fluxo de caixa gerado em um determinado período de tempo, e suas projeções futuras. Tudo isso, trazido a valores presentes utilizando uma taxa de desconto pré-estabelecida. Dito isso, a análise fundamentalista aplicada à mesma técnica, contudo mais aperfeiçoada, que é chamada de fluxo de caixa livre para a firma – FCFF ou *free cash flow to the firm* como é comumente chamado em inglês, que nada mais é do que o fluxo de caixa disponível para a empresa tendo por base suas operações puramente analisadas.

Dito isso, observa-se o seguinte:

O fluxo de caixa livre não deve ser confundido com o fluxo de caixa tradicional, isto porque, o primeiro conceito é gerado pelas operações correntes e está disponível para a distribuição sem que afete o nível de crescimento empreendimento, então o termo livre, deve ser associado a excedente de caixa disponível para a distribuição do aumento de capital da firma (FIPECAFI, 2001, p. 281).

Logo, a forma mais simples para determinar o fluxo de caixa livre para a firma é evidenciada através da seguinte equação:

$$\begin{aligned} &+ \text{EBITDA ou (LAJIDA)} \\ &(-) \text{ Depreciação} \\ &(-) \text{ Impostos sobre o lucro (IRPJ e CSLL)} \\ &(-) \text{ ou } (+) \Delta \text{ da necessidade de capital de giro (NCG)} \\ &= \text{Fluxo de caixa livre para a firma – FCFF} \end{aligned}$$

Ao aplicar a fórmula se chega ao montante de geração de caixa livre para a empresa, indicador esse que é primordial para levantar o *valuation* ou o valor justo de uma empresa. Alguns leitores podem achar estranho que não são considerados os pagamentos dos juros sobre o capital próprio investido na firma, entretanto para esclarecer tal situação tem-se:

Se o objetivo é calcular quanto vale uma empresa (*valuation*), a qual pertence tanto aos acionistas quanto aos credores, é do capital próprio que sairão os recursos a serem utilizados para financiar as atividades da empresa. No fluxo de caixa livre para a firma, os movimentos relativos à estrutura de capital, como contração/pagamento de dívida, além do lançamento/recompra/cancelamento de ações, não são levados em conta, dentro do conceito da empresa. Portanto todos os investimentos serão feitos com o dinheiro da firma com um todo (credores +

acionistas), perdendo sentido a utilização do fator de participação do capital próprio (PÓVOA, 2012, p. 150).

Dito isso, o leitor pode questionar-se sobre o custo de captação deste capital, logo, ele deverá obrigatoriamente estar inserido no cálculo do *valuation*, e devido ao seu alto grau de importância será abordado mais adiante.

Outro ponto de suma importância e que está nas entranhas da equação acima escrita é a variação da necessidade de capital de giro, a qual também será a seguir evidenciada individualmente.

2.6.2 Capital de giro

O capital de giro das empresas é um dos temas mais importantes e que todo gestor deveria observar continuamente, pois, ele é o “caixa escondido” das empresas e o responsável pelo dia a dia de qualquer entidade.

Neste sentido, Póvoa (2012, p. 26), afirma que “as companhias precisam de capital monetário para que as atividades possam prosseguir. O capital de giro é basicamente formado pelos recursos necessários para o dia a dia. A administração de liquidez ou de capital de giro é fundamental”.

Face ao exposto, para calcular a necessidade de capital de giro das empresas basta fazer a diferença entre seu ativo cíclico e passivo cíclico, ou como citado por alguns autores, ativo circulante operacional menos passivo circulante operacional.

Contudo, para os leitores que não tenham conhecimento a nível contábil, pode ficar difícil identificar dentro da estrutura de um balanço tradicional tal ativo e passivo, uma vez que ele diferencia-se um pouco dos conceitos já explanados anteriormente. Diante disso explica-se que o ativo circulante operacional ou cíclico são as contas que estão diretamente ligadas a operação fim da empresa, desconsiderando, por exemplo, a conta caixa e aplicações financeiras, logo, na estrutura tradicional de um balanço patrimonial considera-se normalmente para esse cálculo o saldo da conta duplicatas a receber, estoques e adiantamento a fornecedores, contudo em cada empresa deve-se observar a existência de mais contas relativas à sua operação fim.

Já para determinação do passivo circulante operacional ou cíclico o conceito é o mesmo, e as principais contas utilizadas em uma estrutura tradicional seria fornecedores, impostos, salários e encargos e adiantamento a clientes.

Dito isso se calcula a necessidade de capital de giro de uma empresa da seguinte maneira:

$$\text{NCG} = \text{ACO} - \text{PCO}$$

Onde:

NCG = Necessidade de capital de giro

ACO = Ativo circulante operacional

PCO = Passivo circulante operacional

Finalizando o tema:

A necessidade de capital de giro normalmente é a regra, já que dificilmente uma empresa consegue crescer sem que o crédito concedido a clientes seja superior que o recebido dos fornecedores. Em fim, uma má administração de capital de giro pode levar a empresa à falência por insolvência, ou seja, o esgotamento do caixa para cumprir obrigações de curto prazo (PÓVOA, 2012, p. 27)

Logo, visar o melhor nível de capital de giro deve ser uma meta constante de todo gestor financeiro de qualquer entidade, contudo tal gestão muitas vezes não é tão simples, pois, as condições de mercado podem fazer com que não se consiga negociar os prazos de pagamentos e recebimentos, sendo que esses impactarão diretamente nos saldos das contas envolvidas neste cálculo.

2.6.3 Lucro por ação – LPA

Seguindo a ótica dos indicadores dos fundamentos empresariais, o indicador de lucro por ação é interessante do ponto de vista que com base no número obtido deste indicador evidencia-se o valor em dinheiro ganho por ação.

Neste sentido, Gitman (2010, p. 59) explica que “o lucro por ação de uma empresa costuma ser de interesse aos acionistas atuantes ou aqueles em potencial para administração, pois representa o número de unidades monetárias ganhas durante um determinado período para cada uma das ações em circulação”. O lucro por ação é calculado como segue:

$$\text{Lucro por ação} = \frac{\text{Lucro líquido}}{\text{Nº de ações em circulação}}$$

Para uma empresa de capital fechado que não tem ações negociadas no mercado, para efetuar o cálculo desse indicador é muito simples, pois, substitui-se na fórmula o número de ações pela quantidade de quotas que o capital social da entidade está dividido.

2.6.4 Valor patrimonial por ação – VPA

Seguindo essa sistemática o indicador valor patrimonial por ação também é importante, pois, fornece uma avaliação de valor baseada no patrimônio líquido da empresa em relação ao montante de suas ações. Uma vez que o patrimônio líquido de uma entidade é o resultado da subtração entre ativos e passivos, o valor patrimonial da ação evidencia puramente o valor de mercado da empresa segundo o seu patrimônio líquido em um determinado período no tempo. Tal valor é obtido aplicando a seguinte equação matemática:

$$\text{Valor patrimonial por ação} = \frac{\text{Patrimônio líquido}}{\text{Nº de ações em circulação}}$$

Dito isso, Gitman (2010, p. 61) afirma que “esse indicador, fornece uma avaliação de como os investidores encaram o desempenho da empresa sendo que para os investidores obterem retornos elevados, em relação aos riscos, esse indicador é comumente observado, tendo assim grande influência”.

Logo, fica claro que ao aumentar o patrimônio líquido aumentaremos o valor patrimonial por ação, e é isso que todos os investidores ou proprietários do capital empregado esperam. Obviamente que o aumento do patrimônio líquido deve ser seguido de lucros.

2.6.5 Índice valor de mercado/valor patrimonial por ação – VM/VPA

Observado o indicador acima, pode-se chegar a um dos indicadores que é muito utilizado junto ao mercado de capitais, sendo este apenas aplicável a empresas cujas ações já estejam listadas em na bolsa de valores e tenham um valor de mercado diário estabelecido

pelo próprio mercado. Tal indicador é conhecido como índice de valor de mercado pelo valor patrimonial da ação, e é medido pela seguinte fórmula:

$$\text{índice valor de mercado/valor patrimonial da ação} = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$$

Para calcular tal índice, basta coletar o valor de mercado da ação, através do valor informado na bolsa de valores (BM&FBovespa) e dividi-lo pelo valor patrimonial por ação, o qual teve sua forma de cálculo demonstrada anteriormente.

Admitindo um resultado, por exemplo, de 1,4 (um inteiro e quatro décimos), significa dizer que o valor da ação cotada no mercado esta supervalorizada em relação ao valor contábil/patrimonial dela mesma, ou seja, está quarenta por cento (40,0%) acima, o que demonstra que a ação está “cara” para compra. Muitos investidores que utilizam a análise fundamentalista buscam números inferiores a 1,0 (um) no momento da compra.

2.6.6 Geração de caixa operacional por ação

Dando sequência ao estudo, o indicador de capacidade de geração de caixa operacional por ação é útil para medir o quanto cada uma das ações contribui para a operação fim da empresa. Dito isso, e já tendo esclarecido anteriormente que o EBITDA representa apenas a geração operacional de caixa da companhia, ou seja, o quanto a empresa gera de recursos apenas em suas atividades operacionais, sem levar em consideração os efeitos financeiros e de impostos, define-se facilmente a geração de caixa operacional de cada ação utilizando a seguinte fórmula:

$$\text{Geração de caixa operacional por ação} = \frac{\text{EBITDA (ou LAJIDA)}}{\text{Nº de ações em circulação}}$$

Esse indicador é pouco utilizado pelos investidores fundamentalistas, pois, tendo a empresa obtido um bom EBITDA a capacidade de geração de caixa operacional já está evidenciada neste indicador, entretanto conhecer quanto cada uma das ações gera de caixa para a empresa é importante e esse autor julga primordial para investidores iniciantes neste meio.

2.6.7 Preço x Lucro – P/L

O indicador preço x lucro remete aos gestores do capital empregado no negócio o valor que os investidores estão dispostos a pagar para cada real de lucro de uma empresa, neste sentido, quanto maior a relação preço x lucro maior será a confiança do investidor.

Dito isso, complementa-se com o que segue:

O índice preço/lucro (P/L) é muito usado para avaliar a maneira como os proprietários enxergam os preços das ações, ou seja, ele mede o montante que os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro de uma empresa. O nível desse índice indica ainda o grau de confiança que os investidores depositam no desempenho futuro da empresa. Quanto maior mais confiança (GITMAN, 2010, p. 61).

Diante da brilhante conceituação acima, fica evidente a importância da gestão deste índice a níveis mais elevados possíveis, pois, dessa forma atraem-se investidores para a empresa, fazendo com que as ações negociadas na bolsa de valores ganhem volume de negócios e conseqüentemente liquidez. Tal indicador é expresso como segue:

$$\text{Índice preço/lucro (P/L)} = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Lucro por ação}}$$

Para aplicação da equação é extraído o valor de mercado através do preço praticado junto à bolsa de valores e dividido pelo lucro de cada ação o qual já foi ensinado anteriormente como determinar. Entretanto esse cálculo é impossível de ser aplicado com companhias de capital fechado.

2.6.8 Preço x Geração de caixa operacional da ação

Este indicador é muito simples de ser obtido, uma vez que também utiliza do valor de mercado da ação em relação à geração de caixa operacional de cada ação, sendo que esse último já foi explicado como obter. Dito isso a equação para tal é a seguinte:

$$\text{Preço/Geração de caixa operacional} = \frac{\text{Preço de mercado da ação}}{\text{Geração de caixa operacional por ação}}$$

Logo, Este indicador oferece uma informação complementar ao indicador de preço x lucro, sendo visto o tempo teórico de retorno esperado à luz apenas do efeito caixa do resultado do período analisado. Este também se torna impossível de aplicar em companhias de capital fechado.

2.6.9 Custo médio ponderado de capital – CMPC ou WACC

Existem varias forma de uma entidade obter recursos para seus investimentos, podendo ser através de empréstimos bancários e financiamentos, emissão de ações, retenção de lucros, emissão de outros títulos ou ainda o aporte de capital dos sócios, sendo que cada uma das modalidades existentes apresenta um custo de obtenção (encargos) diferente do outro. Dito isso, torna-se necessário calcular o custo médio ponderado do capital – CMPC ou em inglês conhecido como *weighted averange cost of capital – WACC*.

Conceituando, Damodaran (2003, p. 78) diz que “o custo médio de capital é a medida ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento da empresa, incluindo divida, patrimônio títulos híbridos, utilizados para financiar suas necessidades financeiras”.

Complementando o conceito proposto por Damodaran tem-se:

É simples calcular o custo médio ponderado de capital (CMPC). Multiplica-se o custo específico de cada modalidade de financiamento por sua participação na estrutura de capital da empresa e somam-se os valores ponderados, O custo médio do capital reflete o futuro de fundos de longo prazo (GITMAN, 2010, p. 444)

Dito isso o custo médio ponderado de capital é medido pela seguinte fórmula:

$$\text{CMPC} = (W1 \times i) + (W2 \times i) + (W3 \times i) + (Wn \times i)$$

Onde:

W1 = Participação do capital de terceiros em relação ao total dos financiamentos;

W2 = Participação do capital próprio em relação ao total dos financiamentos;

W3 = Participação das ações em relação ao total dos financiamentos;

Wn = Outros financiamentos que a empresa possua (Ex.: lucros retidos);

i = custo médio de cada uma das opções de financiamentos (custo financeiro).

A soma dos das participações dos capitais – W, deve sempre fechar 1,0 (um), ou 100,0 %, pois, é em relação ao total das opções de financiamentos da empresa. Devido ao alto grau de compreensão para os leitores leigos no assunto, está demonstrado a seguir um exemplo:

FONTES DE FINANCIAMENTO	TOTAL	PARTICIPAÇÃO	TAXA DE CUSTO
Capital de Terceiros	3.000,00	0,30	5,00%
Capital Próprio	5.000,00	0,50	12,00%
Ações Disponíveis no mercado	2.000,00	0,20	10,00%
Total das fontes de financiamento	10.000,00	1,00	

Fonte: Elaborado pelo autor.

No exemplo acima, evidencia-se o total de cada uma das operações de financiamento da empresa e sua participação em relação ao total das fontes de financiamento, e ainda ao lado destacamos como exemplo para fins de cálculo, o custo de cada uma das operações. Logo aplicando na formula se tem:

$$\text{CMPC} = (0,30 \times 5,00\%) + (0,50 \times 12,0\%) + (0,20 \times 10,0\%)$$

$$\text{CMPC} = 9,50 \%$$

Feito isso, conclui-se que o custo médio de capital para o exemplo fictício acima demonstrado é 9,50%. Caso a empresa possua outras fontes de captação de financiamentos, estas devem ser consideradas assim como o seus custos de captação.

2.6.10 Valor residual do fluxo de caixa livre – VR ou valor da perpetuidade

O valor residual do fluxo de caixa livre também é conhecido como o valor da perpetuidade, é aquele que o negocio possuirá após as projeções do fluxo de caixa livre da firma.

Neste contexto, se tem:

Geralmente ele é estimado com base no fluxo de caixa livre de ultimo período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento. A perpetuidade pode ser um dos elementos mais relevantes para a avaliação de uma empresa. Em determinadas situações grande parte do valor de uma empresa é explicado por esse conceito. Dependendo da espécie do negocio, esse componente poderá ser maior ou menor. Basicamente o valor da perpetuidade é influenciado pela expectativa de

crescimento após o período de projeção, sendo que a taxa g de crescimento pode ser distinta por intervalo (FIPECAFI, 2001, p.283).

O valor da perpetuidade ou valor residual do fluxo de caixa livre é determinado pela seguinte equação matemática:

$$\text{Valor da perpetuidade (VR)} = \frac{\text{Fluxo de caixa livre} \times (1 + g)}{\text{CMPC} - g}$$

Dito isso, utiliza-se o valor do último fluxo de caixa livre projetado na análise inicial, e aplica-se na fórmula para cálculo da perpetuidade, ou seja, se o analista vai fazer cinco anos de projeção do fluxo de caixa livre ele deverá utilizar o valor obtido no quinto para projetar o valor da perpetuidade.

O “g” constata na fórmula é a taxa de crescimento esperada para os fluxos de caixa da perpetuidade, normalmente esse índice a empresa obtém com base nas projeções das vendas ou através do orçamento para os exercícios futuros. Já o custo médio ponderado de capital – CMPC ou WACC como poderá aparecer em muitos materiais é a taxa de custo médio ponderado do capital para a perpetuidade da empresa, sendo que uma boa série histórica de seu valor poderá ser decisiva para a sua determinação, ou seja, os índices encontrados em cálculos de anos anteriores explicarão facilmente o custo de capital futuro da empresa e a previsão de crescimento esperada.

Muitos analistas levam em conta na realização do cálculo do valor justo da empresa apenas os fluxos de caixa projetados para os próximos anos, contudo parte-se da ideia que a empresa não vai encerrar suas atividades após esse período, muito pelo contrário, a intenção do acionista é que a empresa perdure pela eternidade gerando resultados. Dessa forma o valor da perpetuidade do fluxo de caixa é um dos pontos mais importantes no cálculo do *valuation* e deve sempre ser adicionado ao saldo encontrado nos fluxos de caixa livre do período de análise.

2.6.11 Enterprise value – EV ou Valuation

Enterprise value, valuation, ou então valor justo da firma, são termos comumente encontrados nas poucas bibliografias disponíveis sobre esse tema tão abrangente e

interessante. Dito isso, explica-se neste tópico, como obter o valor justo de uma empresa com base nos princípios da análise fundamentalista.

Segundo Póvoa (2012, p. 323), “o mercado se desenvolve de forma que com o passar do tempo se criem novas formas de análise do valor das empresas ou firmas, sendo que o *valuation* atualmente é calculado somando o valor de mercado da empresa à sua dívida financeira total”.

Face, ao exposto e para melhor compreender a colocação anterior evidencia-se abaixo a fórmula pela qual o analista poderá chegar ao valor justo ou *valuation* da empresa objeto de estudo:

$$\text{Enterprise Value (EV)} = \text{Valor de mercado} + \text{Dívida bruta}$$

Explicando a formulação acima, tem-se que o valor de mercado é obtido através dos fluxos de caixa livre projetados, cuja forma de cálculo já foi destacada anteriormente, e o valor da dívida líquida nada mais é que o valor total da dívida financeira da empresa na posição de encerramento do balanço patrimonial.

Para maior entendimento por parte do leitor, pode-se abrir a fórmula anterior, e destacar como chegar ao valor de mercado da empresa. Diante disso destaca-se:

$$\text{Valor de mercado} = \text{FCFFt}^1 + \text{FCFFt}^2 + \text{FCFFt}^3 + \text{FCFFn} + \text{VR}$$

Onde:

- FCFF = Fluxo de caixa livre para a firma;
- t = Período (exemplo: ano 1, ano 2, ano 3);
- n = Último período do fluxo de caixa livre para a firma antes da perpetuidade;
- VR = Valor residual do fluxo de caixa livre na perpetuidade.

Os melhores analistas e os mais renomados autores afirmam que o último período de projeção dos fluxos de caixa livre para a firma deve ser aquele em que o analista consiga estimar com máxima precisão as taxas de crescimento e as taxas de custo de capital, após, soma-se ao valor da perpetuidade, contudo, para uma boa análise devem-se utilizar no mínimo cinco anos de fluxo de caixa livre para a firma antes da perpetuidade. Não esquecendo que os

fluxos de caixa a partir do segundo ano devem ser trazidos a valor presente, pois, o cálculo do valor justo da empresa é para hoje e não para o futuro. Dito isso, utiliza-se as taxas de descontos praticadas pelo mercado ou então o conceito de custo de oportunidade.

2.6.12 EV/EBITDA

Um dos indicadores mais trabalhados e falados no mundo dos negócios é o EV/EBITDA, sendo que ele ganhou muito prestígio por ser considerado um dos melhores indicadores de valor de mercado de uma empresa. Evidentemente que para calculá-lo é necessário dominar todos os outros conceitos e indicadores anteriormente destacados.

Segundo Póvoa:

Esse indicador é perfeito para convencer os clientes a comprar ou vender ações sem a necessidade de uma explicação mais aprofundada em relação aos diversos aspectos que dão qualidade ao processo de precificação de um ativo, em fim, trata-se de um múltiplo comercialmente muito forte (PÓVOA, 2012, p. 322).

A fórmula para cálculo deste índice é a seguinte:

$$\text{EV/EBITDA} = \frac{\text{EV (ou Valuation)}}{\text{EBITDA (ou LAJIDA)}}$$

Ao aplicar a equação acima, os analistas terão de imediato uma das informações mais importantes em suas mãos, ou seja, saberão quantas vezes o valor justo da empresa alcança a sua capacidade de geração de riqueza operacional. Se o resultado da fórmula acima fosse igual a 10 (dez), significa dizer que a empresa vale dez vezes a sua geração de lucro antes dos juros, impostos depreciação e amortização. Em outras palavras tal indicador relaciona praticamente todas as variáveis de uma empresa e faz um cruzamento indireto de vários dos indicadores já abordados anteriormente.

2.6.13 Pay out

Complementando os indicadores da análise fundamentalista, se traz o *pay out* que para o investidor de longo prazo é de grande validade, pois, evidencia quanto do total dos lucros da empresa estão sendo distribuídos aos acionistas. Todo investidor que usa os nortes da análise

fundamentalista de longo prazo busca primordialmente entidades com altos índices de *pay out*, pois, quanto maior o indicador maior a distribuição aos investidores, possibilitando assim ganhos mais elevados no longo prazo.

Segundo Debastiani e Russo (2008, p. 99) “*Pay out* tem como objetivo demonstrar quanto dos lucros está sendo distribuído”. É calculado pela seguinte fórmula:

$$Pay\ out = \frac{\text{Valor dos dividendos pagos}}{\text{Lucro líquido}} \times 100$$

Supondo que a empresa tenha distribuído 1.000,00 (um mil) de dividendos e seu lucro líquido tenha sido de 4.000,00 (quatro mil) significa dizer que a empresa possui um *pay out* de 25,0 %. Atualmente a legislação vigente obriga as empresas com ações negociadas na bolsa de valores a distribuir no mínimo 25,0 % de seu lucro líquido do exercício (lei 6.404/76, atualizado pela 11.638/07).

2.6.14 Rendimentos do dividendo - *Dividend yield* – *DY*

Assim como o anteriormente evidenciado, este indicador tem sua maior aplicação aos investidores do que para a própria empresa, pois, indica quanto a empresa está distribuindo aos detentores de suas ações no mercado. Obviamente que sua gestão apropriada poderá atrair os olhares do mercado. Segundo Debastiani e Russo (2008, p. 100), “este é um dos indicadores favoritos dos investidores que comprem ações para receber dividendos”. Os rendimentos de dividendos ou *dividend yield* – *DY*, como costumeiramente são chamados em inglês, tem sua fórmula de calculo a seguir:

$$DY = \frac{\text{Dividendos do periodo}}{\text{Preço de mercado da ação}} \times 100$$

Tal indicador foi criado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação aos preços de suas ações, podendo dessa forma ser fonte de comparação para investimentos no mercado de capitais. Um alto percentual de rendimento de dividendos evidencia que a empresa possui uma valorização da ação junto ao mercado, ou então que está

distribuindo poucos dividendos, logo necessariamente esse indicador precisa de um acompanhamento contínuo por parte dos investidores.

Importante também deixar claro que esse indicador somente se aplica àquelas empresas cujas ações estejam precificadas pelo mercado, ou seja, companhias listadas na bolsa de valores, não sendo possível a sua aplicação a uma companhia de capital fechado, pois, não se teria o preço de mercado da ação para cálculo.

3 METODOLOGIA

Neste capítulo, abordam-se os procedimentos metodológicos acerca da obra produzida, Andrade (2003, p. 129) entende que “metodologia é o conjunto de métodos ou caminhos que são percorridos na busca do conhecimento”.

Dito isso, se traz neste tópico a classificação geral da pesquisa, o plano de coleta de dados e por fim sua forma de análise e interpretação.

3.1 Classificação da pesquisa

Do ponto de vista da sua natureza a pesquisa classifica-se como aplicada, pois, segundo Marconi e Lakatos (1996, p. 19) “a pesquisa aplicada caracteriza-se por interesse prático, ou seja, os seus resultados devem ser aplicados ou utilizados, imediatamente, na solução de problemas reais”. Neste caso os dados analisados da empresa serão apresentados para a alta diretoria, a qual aplicará as providências cabíveis.

Do ponto de vista de seus objetivos, a presente obra caracteriza-se como descritivo, pois, estabelece relação direta entre variáveis. Na pesquisa descritiva realiza-se o estudo, a análise, o registro e a interpretação dos fatos do mundo físico sem a interferência do pesquisador. Colaborando para essa ideia Gil (2010), esclarece que “pesquisa descritiva, tem como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis”.

Na mesma perspectiva classifica-se ainda a presente pesquisa quanto aos seus procedimentos práticos como sendo: bibliográfica, documental e estudo de caso, pois, elaborou-se um referencial teórico para possibilitar o entendimento da parte prática da obra.

Todas as análises partiram de documentos reais e por fim elaborou-se um estudo de caso para determinação de algum objetivo previamente estabelecido. Neste sentido Vergara (1998, p. 46) enfatiza que “pesquisa bibliográfica é o estudo sistematizado desenvolvido com base em material publicado em livros, revistas, jornais, redes eletrônicas, isto é, material acessível ao público em geral”.

Ainda colaborando com essa classificação, Gil (2010, p. 30) afirma que “a pesquisa documental, vale-se de toda sorte de documentos, elaborados, com finalidades diversas, tais como assentamento, autorização, comunicação etc.”. Segundo Vergara (1998, p. 47) o estudo

de caso “é aquele circunscrito a uma ou poucas unidades, como uma empresa, por exemplo. Têm caráter de profundidade e detalhamento. Pode ou não ser realizado no campo”.

Em face, quanto aos procedimentos reafirma-se que é a pesquisa corresponde a bibliográfica, documental e estudo de caso.

3.2 Coleta de dados

Os dados obtidos para a aplicação do estudo foram obtidos pelo autor junto à contabilidade da empresa em questão. Dito isso, ressalta-se que todos os dados são reais, contendo em todos os papéis de trabalho a assinatura do contador responsável pela empresa e de seu diretor geral, dando assim legitimidade total aos números apresentados. Contudo, como já informado anteriormente, os dados passaram por um tratamento estatístico antes de serem apresentados, justamente para eliminar qualquer forma de identificação da empresa em questão.

Segundo Gil (2010, p. 119) “os estudos de caso requerem que se utilizem diversa técnicas de coleta de dados, para garantir a profundidade necessária ao estudo e a inserção do caso em seu contexto, além de conferir maior credibilidade aos resultados”. Neste sentido ao se coletar os dados foram feitas ainda entrevistas estruturadas com cinco gerentes de áreas distintas da empresa e ainda três diretores gerais, com o objetivo de identificar o cenário e a situação econômica da empresa.

3.3 Análise e interpretação dos dados

Estando de posse de todos os dados necessários para elaboração dos procedimentos práticos, estes foram analisados e interpretados atingimento do objetivo do estudo.

Segundo Marconi e Lakatos (1996, p. 31) “a análise e interpretação são duas atividades distintas, mas estreitamente relacionadas e, como processo, envolvem duas operações”. Para que tais dados fossem analisados e interpretados aplicaram-se os procedimentos da análise fundamentalista elencados no referencial teórico. Com isso responde-se a todos os objetivos específicos descritos na contextualização do estudo da obra.

4. ELABORAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS DADOS

Abastecidos com os conhecimentos acerca dos procedimentos técnicos necessários para uma boa análise voltada para os fundamentos empresariais, inicia-se a partir deste ponto a parte de análise prática da obra, demonstrando assim os resultados dos indicadores anteriormente elencados. Tendo em conta que a empresa objeto deste estudo está apenas iniciando sua caminhada para a abertura de capital, há assim indicadores que não podem ser calculados, pois, seriam necessárias as cotações de mercado das ações, situação que só existirá após a oferta pública inicial.

4.1 Apresentação das demonstrações contábeis

A seguir apresentam-se as demonstrações contábeis da empresa as quais servirão de base para os cálculos dos indicadores anteriormente apresentados. Como já dito anteriormente, os números a seguir listados passaram por um tratamento estatístico para que impossibilite qualquer forma de rastreamento e identificação da empresa.

Neste ponto da obra cabe explicar que a análise do comportamento dos indicadores dos últimos cinco anos é base fundamental para entendimento e projeção dos fluxos de caixas para os exercícios futuros bem como a correta identificação do valor do fluxo de caixa para a perpetuidade, ou seja, pouco confiável seria a projeção futura sem a análise do passado e do presente.

Diante disto apresentam-se o balanço patrimonial e a demonstração do resultado do exercício dos últimos cinco exercícios fiscais, bem como a análise dos indicadores contábeis/financeiros descritos anteriormente nesta obra.

Figura 1 – Balanço patrimonial

BALANÇO PATRIMONIAL					
	ANO I	ANO II	ANO III	ANO IV	ANO V
ATIVO	35.773.000	47.986.000	71.624.000	88.846.000	89.002.000
CIRCULANTE	5.488.750	6.427.750	11.774.000	14.168.500	14.664.000
Caixa e equivalentes	381.000	601.000	875.000	716.000	684.000
Aplicações financeiras	45.000	146.000	421.000	3.130.000	3.316.000
Estoques	95.000	11.000	146.000	176.000	195.000
Clientes	3.919.000	4.586.000	9.579.000	9.276.000	9.683.000
Adiantamentos a fornecedores	853.000	671.000	24.000	332.000	218.000
Impostos a recuperar	195.750	412.750	729.000	538.500	568.000
NÃO CIRCULANTE	30.284.250	41.558.250	59.850.000	74.677.500	74.338.000
Participação em outras empresas	3.510.000	2.950.000	3.515.000	5.310.000	4.150.000
Depósitos judiciais	68.000	78.000	2.000	95.000	64.000
Impostos a recuperar	587.250	1.238.250	2.187.000	1.615.500	1.704.000
Investimentos	731.000	792.000	805.000	1.170.000	1.594.000
Imobilizado	20.388.000	29.500.000	43.341.000	51.487.000	51.826.000
Intangível	5.000.000	7.000.000	10.000.000	15.000.000	15.000.000
PASSIVO	28.450.000	40.482.000	62.256.000	74.727.000	74.093.000
CIRCULANTE	6.523.000	8.763.000	13.248.000	9.359.000	9.291.000
Fornecedores	1.515.000	1.525.000	4.186.000	3.156.000	3.313.000
Empréstimos	4.384.000	6.567.000	8.116.000	5.095.000	4.902.000
Obrigações trabalhistas	444.000	474.000	740.000	871.000	852.000
Obrigações tributárias	9.000	9.000	14.000	29.000	27.000
Impostos parcelados	171.000	188.000	192.000	208.000	197.000
NÃO CIRCULANTE	21.927.000	24.215.000	39.640.000	51.249.000	49.893.000
Empréstimos	20.735.000	23.033.000	38.621.000	49.932.000	48.735.000
Obrigações tributárias	1.031.000	814.000	561.000	671.000	492.000
Participação de outras empresas	161.000	368.000	458.000	646.000	666.000
PATRIMONIO LIQUIDO	7.323.000	7.504.000	9.368.000	14.119.000	14.909.000
Capital social	1.000.000	1.000.000	2.000.000	4.000.000	4.000.000
Reservas	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000	6.000.000
Lucros e/ou prejuízos acumulados	323.000	504.000	1.368.000	4.119.000	4.909.000
TOTAL DO PASSIVO E PL	35.773.000	47.986.000	71.624.000	88.846.000	89.002.000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados disponibilizados pela empresa.

Figura 2 – Demonstração do resultado do exercício.

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO					
	ANO I	ANO II	ANO III	ANO IV	ANO V
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	37.221.000	41.215.000	63.850.000	85.052.000	90.350.000
Receita bruta total	37.221.000	41.215.000	63.850.000	85.052.000	90.350.000
DEDUÇÕES DA RECEITA	1.151.000	1.218.000	1.565.000	2.740.000	2.986.000
Impostos	1.151.000	1.218.000	1.565.000	2.740.000	2.986.000
RECEITA OPERACIONAL LIQUIDA	36.070.000	39.997.000	62.285.000	82.312.000	87.364.000
CUSTO DOS PRODUTOS/SERVIÇOS	31.064.000	34.966.000	53.311.000	68.669.000	73.051.000
Subcontratações	8.481.000	7.326.000	17.665.000	23.800.000	25.650.000
Remuneração de pessoal	3.952.000	4.150.000	6.195.000	8.212.000	8.975.000
Insumos diretos	10.026.000	10.800.000	11.515.000	12.550.000	13.025.000
Impostos e taxas diversas	2.215.000	2.649.000	3.793.000	4.425.000	4.685.000
Depreciações	3.691.000	5.088.000	8.032.000	11.730.000	11.891.000
Instalações	2.699.000	4.953.000	6.111.000	7.952.000	8.825.000
LUCRO BRUTO	5.006.000	5.031.000	8.974.000	13.643.000	14.313.000
DESPESAS ADM. E COMERCIAIS	683.000	755.000	1.009.000	1.084.000	1.127.000
Despesas administrativas	119.000	151.000	84.000	99.000	115.000
Outras despesas	564.000	604.000	925.000	985.000	1.012.000
CUSTO FINANCEIRO LIQUIDO	3.882.000	2.515.000	4.056.000	5.020.000	4.621.000
Despesas financeiras	3.991.000	2.955.000	5.252.000	6.485.000	6.063.000
Receitas financeiras	109.000	440.000	1.196.000	1.465.000	1.442.000
LUCRO ANTES DE IMPOSTOS	441.000	1.761.000	3.909.000	7.539.000	8.565.000
Impostos e contribuições sobre lucro	142.000	252.000	1.038.000	2.910.000	3.050.000
LUCRO LIQUIDO DO EXERCÍCIO	299.000	1.509.000	2.871.000	4.629.000	5.515.000

Fonte: Elaborado pelo autor a partir de dados disponibilizados pela empresa.

4.2 Análise e interpretação dos indicadores contábeis/financeiros

Após estampadas às demonstrações contábeis, apresenta-se primeiramente o resultado alcançado aplicando cada uma das equações dos indicadores considerados como sendo financeiros/contábeis, interpretando de forma simples e bastante objetiva os que tiveram maior destaque.

Face ao exposto apresentam-se os cálculos e explicações para tais indicadores.

APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DOS INDICADORES FINANCEIROS/CONTÁBEIS

	ANO I	ANO II	ANO III	ANO IV	ANO V
Índice de liquidez corrente	0,84	0,73	0,89	1,51	1,58
Índice de liquidez geral	1,26	1,46	1,35	1,47	1,50
Índice de liquidez imediata	0,07	0,09	0,10	0,41	0,43
Índice de liquidez seca	0,83	0,73	0,88	1,50	1,56
Índice de endividamento geral	0,80	0,84	0,87	0,84	0,83
Grau de imobilização do PL	278,41	393,12	462,65	364,66	347,62
Retorno sobre o capital próprio	4,08	20,11	30,65	32,79	36,99
Retorno sobre o ativo total	0,84	3,14	4,01	5,21	6,20
Giro do ativo total	1,04	0,86	0,89	0,96	1,02
Giro dos estoques	326,99	3178,73	365,14	390,16	374,62
Dias de retenção dos estoques	1,12	0,11	1,00	0,94	0,97
Prazo médio de recebimentos	39,66	41,85	56,13	41,13	40,45
Prazo médio de pagamentos	17,80	15,92	28,66	16,78	16,55
EBITDA	8.014.000	9.364.000	15.997.000	24.289.000	25.077.000
Índice de cobertura de juros	2,06	3,72	3,94	4,84	5,43
Índice de cobertura da dívida	3,13	3,16	2,92	2,27	2,14

Fonte: Elaborado pelo autor.

Os números acima explanados evidenciam a saúde financeira da empresa em cada um dos períodos de tempo elencados, ficando evidente a significativa melhora com o passar de cada ano. Neste aspecto inicia-se destacando o indicador de liquidez corrente, o qual saiu de 0,84 para 1,58, ou seja, aumentando em 88,00 % do primeiro para o último ano e ainda o grande salto de mais de 514,00 % no índice de liquidez imediata, graças às aplicações financeiras crescentes.

Outro ponto a destacar é sobre o endividamento total, pois, mesmo a empresa ampliando suas atividades ano após ano, ela conseguiu fazer com que esse indicador praticamente não se alterasse, girando na casa dos 0,83, o que evidencia a forte gestão dos recursos disponíveis para aplicação na atividade fim.

Um fator minimamente curioso é o seu alto grau de imobilização em relação ao patrimônio líquido, ao qual no período mais recente alcança a marca de 347,62 %, contudo ao aprofundar a análise chega-se a conclusão de que esse valor é normal nas empresas deste ramo de atividade e pode-se dizer que esse fator ocorre devido ao alto valor de mercado dos seus ativos permanentes e ainda a necessidade de incrementos constantes neste grupo patrimonial para geração de resultados.

Seguindo a linha de pensamento, não se pode deixar de observar o aumento no retorno sobre o capital próprio o qual aumentou incríveis 806,61 % ao longo do período da análise, evidenciando assim o alto potencial de rentabilidade gerada pelas atividades produtivas da empresa. Ainda neste aspecto e confirmando o indicador, destaca-se o retorno sobre o ativo total, o qual teve aumento semelhante em percentual, reforçando que o seu nível de imobilização não é tão elevado, mas sim suficiente e necessário para continuar gerando retorno.

Quanto ao giro e retenção dos estoques pode-se dizer que a empresa trabalha com estoque de apenas um dia, ou seja, ela mantém apenas o necessário para reparo de seus equipamentos, e isso é possível, pois, toda a manutenção é feita de forma preventiva e não corretiva sendo assim conhecedora dos materiais que serão empregados e quanto vai ser gasto naquele dia específico na ocasião de parada para revisão dos equipamentos.

Dito isso, observa-se ainda claramente nos cálculos referenciados que sua geração de lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortizações – LAJIDA (ou EBITDA) cresceu 213,00 % no período, evidenciando assim um ótimo potencial gerador de caixa operacional nos exercícios seguintes. Aliado a isso nota-se que o índice de cobertura dos juros cresceu ano após ano até chegar ao nível de 5,43, ou seja, o EBITDA alcança mais de cinco vezes o valor das despesas financeiras, indicador esse que chegou ao seu nível ótimo na opinião desde autor, destacando assim a continua melhora de mais de 163,00 % ao longo do período de análise.

Por fim, visualiza-se o índice de cobertura da dívida da empresa que reduziu mais de 31,00 % no período, sendo que para este, quanto menor melhor, logo, a correta interpretação do índice apurado no último período, condiciona dizer que a dívida financeira de curto e longo prazo da empresa alcança 2,14 vezes a geração de EBITDA, índice que é muito baixo em comparação ao que ocorre no segmento de atividades da empresa, ou seja, com pouco mais de dois anos de geração de EBITDA quitaríamos todas as dívidas da empresa. Ponto este positivo.

4.2 Análise e interpretação dos indicadores fundamentalistas

Seguindo a lógica do estudo, apresentam-se os resultados alcançados aplicando os indicadores baseados nos fundamentos, entretanto, deixando para o final os indicadores que este autor julga primordiais e que qualquer observância fora dos padrões e conceitos afeta bruscamente a análise e o *valuation* da empresa.

Cabe mais uma vez lembrar que alguns dos indicadores fundamentalistas ainda não são possíveis de serem calculados, pois, necessita-se obrigatoriamente para seu cálculo o valor da cotação das ações junto ao mercado, situação essa que a empresa só possuirá após sua OPA – oferta pública inicial. Contudo, tais indicadores devem sempre ser observados quando possíveis, pois, são muito importantes principalmente para investidores. Fica a dica.

A seguir espelham-se os resultados dos indicadores fundamentalistas.

APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS DOS INDICADORES FUNDAMENTALISTAS

INDICADOR	ANO I	ANO II	ANO III	ANO IV	ANO V
Fluxo de caixa livre para a firma	6.909.000	7.096.000	11.544.000	15.169.000	15.843.000
NCG (Necessidade de capital de giro)	2.728.000	3.072.000	4.617.000	5.520.000	5.707.000
Lucro por ação	0,30	1,51	1,44	1,16	1,38
Valor patrimonial por ação	7,32	7,50	4,68	3,53	3,73
Índice valor de mercado x Valor patrimonial da ação	-	-	-	-	-
Geração de caixa operacional por ação	8,01	9,36	8,00	6,07	6,27
Preço x Lucro	-	-	-	-	-
Preço x geração de caixa operacional por ação	-	-	-	-	-
Custo médio ponderado e capital	6,15%	6,13%	6,16%	6,27%	6,28%
Pay Out	-	-	-	-	-
Rendimento de dividendo	-	-	-	-	-

Fonte: Elaborado pelo autor.

Observando o quadro acima mais uma vez fica evidente o avanço das atividades da empresa e o seu crescimento financeiro equilibrado. Ao observar o fluxo de caixa livre para a firma se nota que o mesmo avançou mais de 129 % nos cinco anos avaliados, demonstrando assim que a empresa conseguiu crescer operacionalmente de maneira equilibrada e consistente.

Quanto ao crescimento operacional ele é facilmente identificado observando a variação de necessidade de capital de giro que mais que dobrou no período, o que é natural quando se trata de expansão, evidentemente que sua gestão deve ser muito rigorosa para não incorrer na busca por financiamentos de curto prazo e com altas taxas, contudo, este não

parece ser o problema, uma vez que o custo financeiro da empresa caiu no último ano e os prazos médios de pagamentos e recebimentos permaneceram sem variações negativas nos últimos cinco períodos, o que é positivo.

Seguindo os indicadores tem-se o lucro por ação que cresceu em 360,00 % dentro do período de cinco anos de análise, claro que para fazer esse cálculo utilizou-se o valor das quotas atuais do capital social da empresa, uma vez que ações disponíveis ao mercado só existirão após sua abertura de capital.

Por outro lado o valor patrimonial por ações reduziu em mais de 49,00%, o que, olhando em um primeiro momento representada em um indicador pessimista. Entretanto nesse ponto tem um fator muito importante a destacar, ou seja, o ocorrido é que a empresa já efetuou dois aumentos de capital em anos seguidos justamente visando sua negociação em bolsa, fator esse que automaticamente faz com que o percentual do indicador reduza, logo, neste caso não se trata de um fator negativo.

Ainda há que se destacar na análise, o indicador que mede o custo médio ponderado de capital, sendo que este praticamente não se movimentou com o passar dos anos, o que é positivo e certamente foi fator decisivo e proporcionou as ampliações operacionais necessárias ao longo dos últimos cinco anos.

4.3 Análise do *valuation*

Praticamente concluído o presente estudo, atinge-se aqui seu objetivo, isto é, a determinação do valor de mercado da firma e conseqüentemente o valor proposto para a venda das primeiras ações ao mercado. Dito isso, é necessário entender que a projeção das taxas de crescimento, o custo médio de capital e as taxas de desconto (usadas para trazer a valor presente os fluxos de caixa) que a empresa vai projetar para os próximos anos são fatores conclusivos para a correta determinação de seu valor de mercado.

Logo, e por esse motivo, é que se tratam separadamente as definições dos fluxos de caixa projetados para os próximos anos bem como o valor do fluxo de caixa para a perpetuidade. Dito isso, neste momento são projetados os fluxos de caixa livre para a empresa para os próximos cinco anos, e na sequência trazidos a valor presente. Em seguida determina-se o valor do fluxo de caixa livre para a perpetuidade o qual também se traz ao presente.

Face ao exposto e para maior clareza por parte do leitor se traz o seguinte quadro explicativo com as taxas utilizadas para as projeções.

Quadro de demonstração das taxas e do fluxo de caixa projetado.

Descrição/Ano	ANO I	ANO II	ANO III	ANO IV	ANO V
Taxa de desconto	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%	15,00%
Taxa de crescimento	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Fluxo de caixa livre projetado	17.427.300	19.170.030	21.087.033	23.195.736	25.515.310
Fluxo de caixa livre descontado	15.154.174	14.495.297	13.865.066	13.262.238	12.685.618

Fonte: Elaborado pelo autor.

O quadro apresentado nada mais é do que a evidenciação das taxas de crescimento bem como as de desconto utilizadas para os fluxos de caixas livre para os próximos cinco anos, culminando no valor presente para cada ano. Evidentemente que tais percentuais não foram extraídos sem embasamento, ou seja, foram minuciosamente detectadas e estão em perfeita harmonia com o planejamento estratégico da empresa e com os fundamentos de mercado projetados para os próximos anos.

Diante do exposto, aplica-se a fórmula elencada a seguir e chega-se ao valor de R\$ 754.484.971 como sendo o valor para a perpetuidade, que trazido a valor presente equivale a R\$ 375.112.375. Segue cálculo:

$$((25.515.310 \times 1 + 0,10) / (0,10 - 0,0628)) / (1 + 0,15)^5$$

Para compreender o cálculo aplica-se aos R\$ 25.515.310, (último fluxo de caixa projetado – ano cinco), 0,10 referente à taxa de crescimento para a perpetuidade, 0,0628 remete-se ao custo médio ponderado de capital e 0,15 é à taxa de desconto para a perpetuidade.

Com isso, obtêm-se o valor de R\$ 444.574.768 que nada mais é que a soma das projeções dos fluxos de caixa para os próximos cinco anos trazido a valor presente mais o valor da perpetuidade.

Logo, do valor acima mencionado, basta descontar o montante de R\$ 53.637.000,00 referente ao valor da dívida financeira de curto e longo prazo destacada no balanço

patrimonial para obter o valor de mercado final para a empresa. Isso calculado significa dizer que o *valuation* da empresa objeto de estudo é R\$ 390.937.767,93, sendo que uma simples divisão pelo número de quotas de capital social que a entidade possui (4.000.000) condiciona dizer que cada ação pode ser vendida ao público pelo valor de R\$ 97,73.

Por fim o indicador EV/EBITDA é igual a 15,59 que significa dizer que o valor da empresa é 15,59 vezes o valor de sua geração de EBITDA atual. Esse último é muitas vezes referência principal para usuários externos quando se precisa de comparações entre empresas.

Logo, se a entidade disponibilizasse ao mercado 1.000.000 de ações, que equivalem a 25 % de seu capital social atual ela arrecadaria R\$ 97.734.411,98, que ingressariam em seu caixa instantaneamente e poderiam ser aplicados imediatamente na ampliação de suas atividades operacionais.

É importante destacar que o valor para venda destas primeiras ações pode ser um pouco menor que o expresso acima, pois, há custos para realizar essa oferta ao mercado, entretanto, nada que afete a percepção de valor da empresa perante o mercado.

4.4 Considerações importantes sobre o *valuation*

Após, fechar o tema e definir o valor da empresa bem como o valor proposto para a venda das primeiras ações ao público, este autor julga importante trazer alguns tópicos importantes, que minimamente precisam ser evidenciados referentes à aplicação do *valuation*.

O primeiro ponto é o grau de importância das taxas de crescimento e de desconto aplicadas, ou seja, se for eleger as duas variáveis mais importantes na arte do *valuation*, sem sombra de dúvida teríamos as taxas utilizadas para as projeções de crescimento dos fluxos de caixa e as taxas de desconto aplicadas para trazer a valor presente, sendo que pequenas modificações em seus percentuais afetam consideravelmente a análise.

Face ao exposto, é de suma importância que o analista efetue um bom estudo de caso acerca da empresa que está pretendendo precificar, observando o cenário econômico, o ramo de atividade, as últimas taxas de crescimento, a comparação com as demais empresas do segmento, seus concorrentes, seus pontos fortes e fracos, ou seja, aplicar a técnica do *valuation* através da análise fundamentalista sem o estudo prévio de cenário e o conhecimento do ramo de atuação da empresa reduz as chances de acerto consideravelmente, logo, aplicar as taxas sem embasamento suficiente faz com que a análise perca a credibilidade.

Seguindo essa linha de pensamento, outro ponto de sumariíssima importância é a observação da perpetuidade no cálculo do *valuation*, ou seja, na maioria dos casos a maior parte do valor de mercado de uma companhia advém do seu valor encontrado na perpetuidade, sendo que muitos analistas erradamente não o consideram no cálculo.

No caso da empresa apresentada 95,00 % do valor de mercado é oriundo da perpetuidade, sendo que, dos R\$ 390.937.767,93, exatamente R\$ 375.112.375 provem da perpetuidade.

Essa situação é perfeitamente normal, uma vez que a empresa não irá encerrar as suas atividades no último ano para o qual se elaborou a projeção do fluxo de caixa, ou seja, basicamente todas as empresas tem em suas entranhas o princípio contábil da continuidade como pilar principal.

CONCLUSÃO

Avaliar uma companhia seja para investimento ou acompanhamento da sua saúde financeira é sem dúvida um dos pontos mais interessantes no grande campo de atuação das finanças. O tema *valuation* abordado nesta obra está em alta no mercado sendo um assunto discutido no mundo todo, entretanto é definitivamente inaceitável que tão pouco material em literatura nacional possa ser encontrado de forma clara e objetiva, logo, é com este espírito, que ao fechar esta obra espera-se que o tema discutido tenha sido claro o suficiente para que os leitores possam compreender e aplicar em suas vivências.

O presente trabalho buscou responder os objetivos específicos elencados, e ainda repassar ao leitor algumas especificidades acerca do tema, frisando ainda a importância de cada indicador dentro do contexto e da análise que se efetuou, contudo, é necessário que fique claro que não é a quantidade de indicadores observados que fará com que um determinado estudo tenha maior ou menor importância, ou seja, a qualidade e a constante observação ao longo dos períodos temporais é que fará com que o indicador ganhe relevância e consiga ser aperfeiçoado a ponto de se tornar um termômetro para tomada de decisões na empresa.

Face ao exposto, e guardadas as devidas proporções, uma análise financeira seja para investimento ou apenas para monitorar a saúde financeira pode ser aplicada basicamente a qualquer entidade, podendo não apenas ser feito anualmente, mas sim semestralmente, trimestralmente ou até mesmo mensalmente, dependendo da necessidade e do grau de gestão que se deseja imprimir ao negócio ou a um investimento.

Logo, a análise fundamentalista aqui exposta traz ao leitor o embasamento necessário para conhecer o *valuation* de uma dada empresa em um determinado ponto do tempo, ou seja, é possível saber quanto ela de fato vale. Portanto, com este instrumento, se pode operar no mercado de capitais e responder à tão famosa pergunta: quando o valor de uma ação está cara ou barata? Ou ainda fora do mercado acompanhar a saúde financeira de qualquer empresa de interesse.

Nesta obra em questão utilizou-se o *valuation* para determinar o valor das ações de uma determinada companhia, com vistas a sua oferta pública inicial, sendo que ao findar o estudo conclui-se que cada uma das ações de um lote de 1.000.000 a ser lançado no mercado deveria ser vendida pelo valor de R\$ 97,73, o que resultaria em um aporte de caixa de R\$ 97.734.441,98 pela simples venda de 25,00 %, de seu atual capital social, demonstrando

assim de forma bastante clara que a abertura de capital neste momento é a forma ideal para a empresa buscar o financiamento necessário para a expansão de suas atividades.

Por fim, há de se destacar que o fato de compartilhar com terceiros um quarto da empresa não é uma decisão fácil de tomar, pois, como já informado no transcorrer da obra, não se pode escolher quem serão seus novos sócios, contudo, é chegado o momento que a empresa precisa ganhar maior destaque e mostrar-se diante do cenário nacional e até mesmo internacional. Este é o caminho das grandes organizações. Essa é a forma de perpetuar as organizações.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, Maria Margarida de. **Introdução a Metodologia do Trabalho Científico: Elaboração de Trabalhos na Graduação**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 8ª Edição. São Paulo. Atlas, 2008.
- ASSAF NETO. Alexandre. **Mercado Financeiro**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2000.
- ANDREZO, Andrea Fernandes; LIMA, Iran Siqueira. **Mercado Financeiro: Aspectos Históricos e Conceituais**. São Paulo: Pioneira Thomson Learning , 2001.
- DEBASTIANI. Carlos Alberto, RUSSO. Felipe Augusto. **Avaliando Empresas, Investindo em Ações: a aplicação prática da análise fundamentalista na avaliação de empresas**. São Paulo: Novatec, 2008.
- GIL, Antonio Carlos. **Como Elaborar Projetos de Pesquisa**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- DAMODARAN. Aswat. **Avaliação de investimentos, ferramentas e técnicas para a determinação de qualquer ativo**. 5ª edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2003.
- FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 15ª. edição. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2002.
- FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica/FIPECAFI**; Eliseu Martins (organizador). São Paulo: Atlas, 2001.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração Financeira**. 12ª edição. São Paulo: Pearson Addison Wesley, 2010.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Contabilidade Gerencial**. 6ª edição. São Paulo: Atlas, 1998.
- JAFFE. Ross Wasterfield. **Administração Financeira**. São Paulo: Atlas, 2008.
- JOHN J. Murphy. *Technical Analysis of the Financial Markets*. Nova Iorque, 1999.
- MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. **Técnicas de Pesquisa**. 3.ed. São Paulo: Atlas, 1996.
- PÓVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações**. 2ª reimpressão. Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais**: fundamentos e técnicas. São Paulo: Atlas, 2001.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e Relatórios de Pesquisa em Administração**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1998.

Price Water House Coopers. Disponível em <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/como-abrir-o-capital-da-sua-empresa-no-brasil-ipo.jhtml>>. Acesso em: 28/04/2014.

Banco Central do Brasil. Disponível em:
<http://www.bcb.gov.br/pre/bcuniversidade/palestras/palestra_sfn_04062013_furlani.pdf>.
Acesso em: 28/04/2014.

Banco Central do Brasil. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/?SFNCOMP>>. Acesso em: 28/04/2014.

Comissão de valores mobiliários. Disponível em: <<http://www.cvm.gov.br>>. Acesso em: 28/04/2014.

Comissão de valores mobiliários. Disponível em:
<http://www.cvm.gov.br/port/public/publ/publ_200.asp>. Acesso em: 28/04/2014.

Bolsa de valores, mercadorias e futuros – BM&FBovespa. Disponível em:
<<http://ri.bmfbovespa.com.br/static/ptb/perfil-historico.asp?idioma=ptb>> Acesso em: 13/05/2014

Infomoney. Disponível em:
<<http://www.infomoney.com.br/educacao/guias/noticia/318552/ebitda-entenda-conceito-calculo-desse-importante-indicador-desempenho>>. Acesso em: 13/06/2014.

Revista Exame. Disponível em: <<http://exame.abril.com.br/seu-dinheiro/noticias/como-funciona-analise-fundamentalista-aco-es-576374/>>Acesso em: 06/06/2014.

Portal da contabilidade. Disponível em:
<<http://www.portaldecontabilidade.com.br/tematicas/necessidadecapitalgiro.htm>>Acesso em: 13/06/2014.