

Valuation: avaliação de valor de empresa do setor de indústria de calçado, com base nos preceitos do método de fluxo de caixa descontado

Juliana Lauermann (Universidade Feevale) julianalauermann@gmail.com
Andréia Gabriela Arnold (Universidade Feevale) andreiagabrielaarnold@hotmail.com
Dusan Schreiber (Universidade Feevale) dusan@feevale.br

Resumo:

Para que a aquisição de novas empresas ocorra com segurança, é necessário que o empreendedor saiba identificar o valor correto do negócio, analisando suas variáveis. Assim, o objetivo desde trabalho foi analisar os métodos de *Valuation*, optando pelo Fluxo de Caixa Descontado, apresentando seu conceito e suas premissas para elaborar projeções de receitas, custos e despesas, facultando o cálculo do valor da empresa. Com base na revisão teórica foi possível constatar que a etapa inicial consiste na coleta de informações acerca da empresa, especialmente por meio de análise de demonstrações financeiras. O objeto da pesquisa foi uma indústria de produção de calçados, com base em sua relevância econômica e social. A metodologia utilizada nesta pesquisa caracteriza-se como aplicada, descritiva e bibliográfica, de abordagem qualitativa e quantitativa. Através da análise dos resultados obtidos das demonstrações contábeis de 2013 a 2015, foi possível realizar as devidas projeções e premissas para os próximos cinco anos. Os resultados obtidos através das projeções demonstram que as técnicas de Fluxo de Caixa Descontado foram cumpridas conforme as etapas para a realização da mesma.

Palavras chave: Avaliação, Contabilidade, *Valuation*.

Valuation: company value assessment of the footwear industry sector, based on the precepts of the discounted cash flow method

Abstract:

In order for the acquisition of new businesses to occur safely, it is necessary for the entrepreneur to be able to identify the correct value of the business, analyzing its variables. Thus, the objective since the work was to analyze the *Valuation* methods, choosing the Discounted Cash Flow, presenting its concept and its premises to elaborate projections of revenues, costs and expenses, allowing the calculation of the value of the company. Based on the theoretical review it was possible to verify that the initial stage consists in the collection of information about the company, especially through analysis of financial statements. The object of the survey was a shoe manufacturing industry, based on its economic and social relevance. The methodology used in this research is characterized as applied, descriptive and bibliographical, of qualitative and quantitative approach. By analyzing the results obtained from the financial statements from 2013 to 2015, it was possible to make the necessary projections and assumptions for the next five years. The results obtained through the projections show that the Discounted Cash Flow techniques were performed according to the steps to carry out the same.

Key words: Evaluation, Accounting, *Valuation*.

1. Introdução

As organizações devem observar as novas oportunidades de negócio, dentre elas destaca-se a aquisição de empresas com dificuldades econômicas ou financeiras, ou que estão encerrando suas atividades. Entretanto, para que essa aquisição ocorra com segurança e

sucesso, o empresário precisa conhecer o real valor da empresa, considerando todo o conjunto de dados concernentes ao negócio, desde o contexto mercadológico, as relações estabelecidas no mercado com fornecedores e clientes, até os ativos tangíveis e intangíveis de que dispõe.

O cálculo do valor de uma empresa não pode ser considerado uma tarefa trivial, devido a uma série de especificidades que contribuem para a complexidade que representa o referido processo. Nesta perspectiva, o *Valuation* tem se destacado como uma importante ferramenta de avaliação de negócios.

Uma empresa pode ser avaliada em diversas ocasiões e/ou por diferentes motivos: para fins contábeis, depois da realização de uma transação ou aquisição, ou até em processos judiciais. A concepção teórica acerca da *Valuation* está constituída de diversos métodos, sendo que os mais utilizados tem como base as demonstrações de resultados, o balanço patrimonial, o goodwill e o fluxo de caixa.

A literatura revisada sobre o tema indica que o método de fluxo de caixa descontado é o mais usual para determinação do valor justo de uma companhia, utilizado de forma a projetar as receitas de determinado ativo e descontá-la a uma taxa de risco que traga esse valor futuro ao seu valor presente. Devido a isso, optou-se realizar neste trabalho uma avaliação de valor justo através do método fluxo de caixa descontado.

Assim, o objetivo do trabalho foi analisar e avaliar uma empresa pela ótica do método de Fluxo de Caixa Descontado. Para a realização do presente estudo, uma companhia do setor calçadista de capital aberto que possui suas ações negociadas na Bolsa de Valores foi escolhida para a realização do estudo de caso.

A metodologia caracteriza-se como aplicada e descritiva. Quanto aos procedimentos técnicos, utilizou-se pesquisa bibliográfica, documental e estudo de caso, utilizando documentos contábeis e financeiros da empresa, através de uma abordagem qualitativa e quantitativa.

A pesquisa encontra-se estruturada em 5 capítulos, sendo o primeiro a introdução, o segundo capítulo aborda os conceitos dos métodos de avaliação do valor de uma empresa, o terceiro capítulo descreve a metodologia utilizada para o desenvolvimento desta pesquisa, o quarto apresenta o estudo de caso, e o quinto capítulo descreve os resultados obtidos.

2. Métodos de avaliação do valor de uma empresa

Segundo Luz (2011, p. 20), “a contabilidade é uma ciência que capta, registra, resume, analisa e interpreta todos os fatos ocorridos em um determinado período que afetem o patrimônio e desempenho (resultado) de uma entidade”. Assim, para que a avaliação de uma empresa gere resultados fidedignos, os demonstrativos contábeis (DRE, DFC, Balanço Social, DMPL) devem evidenciar a realidade da empresa.

Conforme Silva (2012) a análise financeira consiste em um diagnóstico minucioso sobre as demonstrações financeiras e contábeis da entidade, considerando condições externas e internas da organização que possam implicar alguma alteração sobre os fatores analisados. Para Martins (2013), o Balanço Patrimonial tem por finalidade, demonstrar a situação econômica, financeira e patrimonial da entidade, e para uma análise patrimonial satisfatória é necessária a avaliação do Balanço Patrimonial e seus componentes, como o Ativo, o Passivo e o Patrimônio Líquido.

Deve-se ressaltar que a evolução propriamente dita do Patrimônio Líquido de uma entidade se dá pelo lucro, que é demonstrado pela DRE, que aponta para a necessidade da análise conjunta desses dois demonstrativos. Marion (2010) afirma que o PL representa o patrimônio de uma empresa e não de seus sócios, sendo que entre os sócios são distribuídos

apenas os valores que correspondem ao lucro apresentado ao final de cada exercício pela empresa.

O procedimento mais simples e conhecido para se determinar o valor de negociação de uma empresa é pelo método do valor contábil, que tem como base as informações obtidas a partir do balanço patrimonial da entidade. Cornell (1994, p. 7 apud CERBASI, 2003, p. 14) relata que o valor contábil pode ser obtido através do somatório do valor de todas as ações, lucros acumulados, reservas e dívidas não operacionais de curto e longo prazo da empresa, e que é possível obter o mesmo valor a partir da diferença entre os ativos totais líquidos e os passivos operacionais da empresa, excluindo-se dívidas não operacionais e compromissos da empresa com investidores e sócios.

Porém, a contabilidade vem apresentando deficiências e dificuldades para apresentar determinados valores, pois na maioria dos casos, o valor contábil está muito distante do valor de mercado. Cerbasi (2003, p. 15) explica que “como o valor contábil é baseado em custos históricos, deixa-se de levar em conta outros fatores como a inflação e a curva de obsolescência, o que leva a uma divergência entre o valor contábil e o valor de mercado”.

Porém, há ocasiões em que este valor contábil pode ser ajustado para que se aproxime do valor de mercado. Martins (2000, p. 36) explica esta possibilidade, porém, afirma que estes ajustes ocasionam fatores como a inflação e a obsolescência, trazendo maior complicação para o modelo, fazendo com que ele perca sua objetividade e simplicidade.

O valor econômico, segundo Martins (2000, p.34), é “o valor presente do fluxo líquido de caixa que se espera que esse bem produza”. O autor assegura que esse raciocínio também se aplica ao valor da empresa como um todo, e esse critério é utilizado nos processos de avaliação para fins de fusões, cisões, incorporações e privatizações. Devem ser consideradas também as transações futuras da empresa, investimentos em capital fixo, os caixas derivados e o momento de sua realização, trazendo esses fluxos a valor presente, para assim se chegar ao valor da empresa.

A avaliação de mercado, não é a fixação de um valor específico para um bem, mas sim, uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer dentro de uma faixa, um valor de referência, em torno do qual agirão as forças de mercado. Endler (2004, p. 2) observa que “geralmente as avaliações possuem desvios, pois não há como se obter um resultado preciso, em virtude das incertezas intrínsecas aos julgamentos efetuados no processo”.

Segundo Miller (1995), os métodos de avaliação de empresas são divididos em três grupos, a saber: (i) Abordagem de mercado: mede o valor de uma entidade ou de ativos intangíveis pela comparação com os índices de mercado de transações reais de empresas ou de ativos similares; (ii) Abordagem de custo: baseia-se em um comparativo entre o ativo em avaliação com seu custo de reposição; (iii) Abordagem de resultados: tem como base o princípio de que o valor de um ativo deve ser igual ao valor presente líquido dos benefícios econômicos futuros gerados pelo ativo por seu proprietário. Essa abordagem é de extrema relevância, pois avalia o negócio específico e sua capacidade de gerar resultados no futuro.

De acordo com Martins (2001, p.263), o objetivo de se avaliar uma empresa é buscar o valor junto de mercado, ou seja, “aquele que representa de modo equilibrado, a potencialidade econômica de determinada companhia. Entretanto, o preço do negócio somente será definido com base na interação entre as expectativas dos compradores e vendedores”. Para o autor não existe um valor correto para um negócio, ele é determinado para um propósito específico, considerando as perspectivas dos interessados. A seguir foram descritos os conceitos de alguns métodos utilizados durante a avaliação financeira de uma empresa.

Quanto aos ativos, Ludicibus (2000, p.130) comenta que estes podem ser constituídos como “resultado do esforço de pesquisa da empresa, de natureza contínua, pela organização excelente e por fatores intangíveis não necessariamente ligados a transações com o mundo exterior. Sobre os ativos intangíveis, Damodaran (1997 apud MILONE 2004, p. 04) estabelece que são aqueles ativos que não possuem “forma física, mas apesar desta característica, afetam a performance e o fluxo de caixa das empresas”.

Goodwill, como explica Iudicibus (2007), é uma expectativa de rentabilidade, um conjunto de intangíveis não identificados no processo de aquisição. No caso de um ativo intangível ser adquirido em um negócio, deve ter sua contabilização separada do *goodwill*, caso sua mensuração possa ser feita de modo confiável no momento de sua aquisição. De acordo com o autor, o modelo clássico de *goodwill* estabelece que o valor de uma empresa é igual à soma do valor de seus ativos líquidos e do valor de seu *goodwill*, que é avaliado como multiplicador da receita líquida da empresa, e um dos grandes inconvenientes da mensuração do *goodwill* reside exatamente na dificuldade de estabelecimento de seu valor, pois não há consenso entre os analistas na adoção de determinada metodologia para sua precisão.

Segundo Brookings (apud ANTUNES e MARTINS 2003, p. 3), “o capital intelectual é uma combinação de ativos intangíveis, fruto de mudanças nas áreas da tecnologia da informação, mídia e comunicação, que trazem benefícios intangíveis para as entidades e que capacitam o seu funcionamento”. Os autores classificam o capital intelectual em :Ativos de Mercado, Ativos Humanos, Ativos de Propriedade Intelectual e Ativos de Infra-Estrutura.

É possível analisar que a relação existente entre o *goodwill* e o capital intelectual são os ativos intangíveis. Conforme Antunes e Martins (2002, p. 4), “o Capital Intelectual identifica alguns elementos do Goodwill e os demais podem ser atribuídos aos elementos resultantes da evolução da sociedade, principalmente àqueles decorrentes do desenvolvimento tecnológico e da aplicação do recurso do conhecimento”.

Muller e Teló (2003, p. 106) consideram que os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliação de empresas, pois “nesses modelos, as empresas são vistas como geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto”.

Marren (1993, p. 195 apud Rosa Júnior, 2003, p. 38) comenta que “a análise do fluxo de caixa descontado é a mais importante técnica de avaliação, quando o objetivo é estimar o valor de referência para o lance inicial do processo de negociação de compra de determinada empresa alvo”. O fluxo de caixa descontado pode ser mensurado pelo método de fluxo de caixa dos acionistas e pelo método de fluxo de caixa livre. Conforme Schmidt e Santos (2005, p. 189) “além dos modelos de fluxo de caixa descontado do acionista (FCFE) e da empresa (FCFF), existem outras medidas, como a que tem como base o lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA), a receita operacional líquida (NOI) e o lucro antes do pagamento de juros e impostos (EBIT)”. De acordo com estes autores as etapas para a realização do Fluxo de Caixa Descontado são: (i) Análise do desempenho histórico; (ii) Estimativa do Custo de Capital; (iii) Previsão do Desempenho; (iv) Estimativa do Valor Contínuo; (v) Cálculo e Interpretação de Resultados.

Segundo Copeland (2002, p.161), a análise do desempenho passado da empresa é essencial para o desenvolvimento e avaliação de projeções quanto ao desempenho futuro da companhia. Uma compreensão essencial para o desempenho histórico deve concentrar-se no retorno sobre o capital investido e crescimento, esse retorno deve ser superior ao custo de capital gerado, e valor para os acionistas. De acordo com o autor, a estrutura do desempenho histórico divide-se em: (i) Reorganização das demonstrações financeiras; (ii) Cálculo do fluxo

de caixa livre;(iii) Análise da saúde da companhia;(iv)Análise do desempenho financeiro da companhia.

Sobre a estimativa de custo de capital, Copeland (2002) comenta que devem ser utilizadas taxas nominais de retorno baseadas a partir das taxas reais e da inflação, ser computada após os impostos da empresa, uma vez que o fluxo de caixa é calculado após os impostos. Já para a previsão de desempenho futuro, o autor afirma que deve haver a análise do crescimento do retorno sobre o capital investido, e que para as projeções são utilizados três fatores como: o crescimento histórico, provisões e fundamentos da empresa.

Segundo Damodaram (1997), valor contínuo ou perpetuidade, é o valor presente de fluxo de caixa após o período de previsão explícita. Por vezes há dificuldade em estimar o valor da perpetuidade nas empresas, utilizando o fluxo de caixa, este fato está relacionado a empresas que não possuem um prazo de extinção determinado, tornando impossível trazer todos os fluxos de caixa a valores presentes com um nível de precisão considerável. Diante disso, Cornell (apud CERBASI, 2003), recomenda que deve ser projetado um fluxo de caixa por um período suficientemente logo, entre cinco e dez anos, até que estes se estabilizem e nesse sentido deve-se adotar uma taxa de crescimento constante, a qual corresponde normalmente à taxa de economia do período.

O método de fluxo de caixa livre apresenta aos administradores o que está disponível para pagar, os direitos dos credores e acionistas, sem considerar os juros, pagamento de dividendos e amortizações. Damodaran (2002, p. 214) afirma que “o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida”. Segundo Martins (2001), é após a dedução dos impostos e investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante, que o fluxo de caixa livre é gerado. Brown (1996) orienta que o fluxo de caixa livre não pode ser confundido com o fluxo de caixa tradicional, pois aquele é derivado das operações correntes e está disponível para distribuição, sem afetar o nível de crescimento do empreendimento. Sendo assim, o termo livre pode ser coligado ao excedente de caixa efetivamente disponível para a sua distribuição ou aumento de capital.

A avaliação relativa, conhecida também como avaliação por múltiplos, é muito utilizada no mercado financeiro, para avaliar os ativos com base no valor original de ativos similares. Segundo Pasin (2005, p.185) a “metodologia baseia-se na ideia de que empresas semelhantes devem possuir preços semelhantes, no entanto, a comparação de preços por ações negociadas não é válida porque o que interessa é o valor de mercado e não o valor individual de cada ação”. Segundo Pasin (2004), neste método o grau de manipulação é alto, pois a avaliação é bastante intuitiva, assim apto a retornar qualquer valor para a empresa. De acordo com o autor os métodos de múltiplos mais utilizados são: múltiplos de EBITDA, múltiplos de receita, múltiplos de lucro líquido, múltiplos de fluxo de caixa, múltiplos de valor patrimonial e múltiplos específicos. O cálculo poderá ser efetuado considerando o *Market Value* ou o *Book Value*.

Conforme Sanvicente e Santos (1995) os métodos de avaliação de investimento envolvem um conjunto de técnicas que buscam determinar a viabilidade econômica e financeira, estimando uma determinada taxa mínima de atratividade. Desta forma, normalmente esses parâmetros são medidos por três métodos, a saber: (i) o Payback (prazo de retorno do investimento inicial): é a extensão de tempo necessária para que seus fluxos de caixa nominais cubram o investimento inicial; (ii) TIR (Taxa Interna de Retorno): ela consiste na taxa de desconto que faz com que o VPL seja zero, faz com que as entradas futuras de caixa se igualem ao desembolso inicial do projeto; (iii) VPL (Valor Presente Líquido): é descontado o fluxo de caixa de determinado projeto a uma taxa específica, que é o mínimo de

retorno que o investidor determina que o investimento tenha. Este método mostra quanto de riqueza o projeto está gerando para os empreendedores.

Martins (1998) comenta sobre o custo de oportunidade, segundo o autor é representado pelo valor das oportunidades não escolhidas, ou seja, o empreendedor decide por uma oportunidade e abre mão do lucro que talvez receberia das demais alternativas. É um custo obrigatório, que não aparece na contabilidade de uma empresa, contudo é bastante utilizado pelos empresários para determinar a viabilidade de projetos empresariais.

Para Halper (2003 p.60), todo tipo de investimento corre um risco, porque existem algumas variáveis que podem interferir no resultado, como alteração política, crise, entre outros. Segundo o autor, há alguns riscos que devem ser analisados durante a tomada de decisão pelos investidores, sendo eles: risco de crédito, com possibilidade de não recebimento do valor investido; risco de rentabilidade, através de flutuação do valor investido; risco de liquidez, com possibilidade e condições de resgate ou venda.

Segundo Gitman (1997), o Coeficiente Beta é um importante indicador financeiro, que permite diferenciar ativos defensivos de ativos agressivos. De acordo com o autor, em épocas de crise é recomendável ter ativos defensivos na carteira de investimentos, e o índice beta possibilita separar o nível de risco dos ativos. O coeficiente beta de um ativo pode ser encontrado ao examinar os retornos históricos do ativo, relativos ao retorno do mercado.

Conforme Copeland (2002), o custo de capital é de extrema importância durante a tomada de decisão, tanto sob os aspectos de investimento como os de financiamento, e também no processo de determinação do valor agregado, uma vez que é determinado pelos retornos esperados descontados a certa taxa determinada pelo custo de capital. O CAPM é o modelo que fornece previsão precisa da relação entre risco e retorno de um ativo. Este método tem duas importantes funções, fornecer uma taxa de retorno referencial para a avaliação de possíveis investimentos; e permitir a estimação de retornos de ativos que não sejam normalmente negociados no mercado. Já o método CMPC é a ponderação do custo do capital próprio (K_e) e capital de terceiros (K_i).

Copeland, Koller e Murrin (2010), afirmam que o que move o fluxo de caixa descontado livre de uma empresa é a taxa que faz crescer suas receitas, os lucros a base de capital da empresa e o retorno sobre o capital investido, isto é, o custo de capital. A maioria dos empreendedores utiliza para a projeção do fluxo de caixa livre a taxa de desconto WACC que segundo Costa e Alvim (2010), é a média ponderada das taxas exigidas das diversas fontes de financiamento da estrutura de capital da empresa, ainda segundo o mesmo, esta taxa deve ser recalculada ano após ano, visto que há modificações nas taxas de juros utilizadas para o cálculo médio. O WACC é geralmente a taxa aceita por todos os avaliadores, pois além de incorporar os riscos junto ao negócio, reflete com propriedade o custo de oportunidade das fontes de capital próprio e de terceiros.

Conforme Iudícibus (2007), o EBITA (Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization) é normalmente utilizado pelos analistas para medir o desempenho financeiro dos ativos operacionais, assim avaliando a capacidade de geração de recursos próprios em cada exercício. Sendo assim, o gestor pode distinguir os resultados obtidos através da sua produção, sem as influências decorrentes de variáveis financeiras e dos resultados que efetivamente não envolveram entrada de recursos. É comum as empresas apresentarem seu EBITDA e sua evolução em valor absoluto, apresentado seu crescimento como algo favorável tal qual se faz com o lucro líquido.

3. Metodologia

Quanto à metodologia, esta pesquisa define-se como aplicada. Segundo Barros e Lehfeld (2000, p.78), a pesquisa aplicada contribui para fins práticos, visando à solução dos problemas ou necessidades concretas ou imediatas. No caso do *Valuation*, o problema a ser resolvido consiste em avaliar uma empresa, apurando o valor dos fluxos de caixa descontado desta.

A pesquisa também possui caráter descritivo, em razão de apresentar um estudo no qual se objetiva a apuração do valor econômico da entidade, mostrando os aspectos que devem ser considerados para a aplicação das abordagens indicadas para o método FCD, utilizando informações dos demonstrativos contábeis e variação da cotação de ações publicadas no site da BOVESPA, além da previsão de crescimento geral da economia de cada companhia. (VERGARA, 2004)

Quanto aos procedimentos técnicos, a pesquisa é: (i) Bibliográfica: tem como base referenciais teóricos públicos, conforme Raupp e Beuren (2008); (ii) Documental: foi utilizado, resultados das demonstrações contábeis e financeiras da empresa, também dados históricos para a projeção dos resultados futuros e estabelecimento das demais premissas adotadas. Segundo Silva e Grigolo (2002 apud BEUREN 2004, p 89) “a pesquisa documental visa selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido”; (iii) Estudo de caso: realizou-se um estudo sobre o assunto proposto, com o fim de apurar o valor presente de seus fluxos de caixa futuros, de acordo com o método do Fluxo de Caixa Descontado.

O estudo enquadra-se como qualitativo ou quantitativo. Segundo Prodanov e Freitas (2009, p. 81) durante a pesquisa qualitativa, “o pesquisador mantém contato com o ambiente e o objeto de estudo em questão”. Sobre a abordagem quantitativa, Beuren (2004. p. 93), comenta que utiliza-se instrumentos estatísticos desde a coleta de dados até a análise de dados. Durante a pesquisa, realizou-se cálculos para identificar o valor futuro do fluxo de caixa e consequentemente valor da empresa.

4 Análise dos resultados

A companhia ALPHA cujos dados foram utilizados neste trabalho, iniciou suas atividades no ano de 1972, atualmente é líder em vendas de calçados, bolsas e acessórios femininos em todo Brasil, comercializa mais de 10 milhões de pares de calçados por ano. Ela possui cinco marcas reconhecidas: APLPHA/1, APLPHA/2, APLPHA/3, APLPHA/4 e APLPHA/5, produtos de qualidade, conforto, design e inovação que se destacam no mercado (ALPHA, 2016). A abertura de capital, ocorreu em fevereiro de 2011, onde a ALPHA passou a negociar suas ações através do papel ALP, é listada entre as melhores no Novo Mercado da BM&Fbovespa.

A partir de uma análise minuciosa das demonstrações dos anos de 2014, 2015 e primeiro trimestre de 2016 da companhia ALPHA, foi constatado o desempenho histórico da mesma. Esta organização atingiu uma receita líquida de R\$ 1,1 bilhão no ano de 2015, ou seja, um crescimento de 6,4% em relação ao ano anterior. Dentre os fatores que contribuíram, destacam-se: (i) O aumento de 67,4% das exportações; (ii) Crescimento de 56,9% da expansão do canal *web commerce* em 2015; (iii) Redução de 2,7% no sell-out das lojas físicas, alinhado a estratégia de melhoria de mark-up médio da rede, houve a retração no nível de sell-in no canal franquias em 3,5%.

Durante o 1º trimestre de 2016, em relação ao mesmo período em 2015, a receita líquida teve um crescimento de 9,0% alcançando R\$257,5 milhões. É possível atribuir este fato ao aumento de exportações e produtividade das lojas. Um percentual substancial do faturamento é proveniente da marca ALPHA, em 2015 a marca foi responsável por 56,4% da receita de vendas e 59,5% nos seis primeiros meses de 2016. No 1º trimestre de 2016 a marca ALPHA2 apresentou faturamento no mercado interno de 14,2% ante 12,5% no mesmo período em 2015. Na análise do faturamento por canal de distribuição no ano de 2015, a divisão se manteve estável, sendo 48,8% de vendas oriundas das franquias, 23,3% das multimarcas, 22,3% das lojas próprias e 5,3% originada da web commerce.

Quanto as despesas comerciais, houve um aumento de 8,5% quando comparadas a 2014, alcançando R\$232,6 milhões, se comparada ao 1º trimestre de 2016 a expansão foi de 27,7% , alcançando R\$65,2 milhões. Importante lembrar que as despesas comerciais incluem despesas de lojas próprias e web commerce, que somaram R\$28,9 milhões no trimestre, aumento de 25,7% frente o 1T15, bem como as despesas de vendas, logística e suprimento, que representam R\$36,4 milhões e cresceram 29,4% ante o mesmo período do ano anterior. As despesas foram impactadas devido à entrada em operação das plataformas online das marcas ALPHA/1 e ALPHA/2, que no 1º semestre de 2015 estavam em desenvolvimento. Quanto a despesas gerais e administrativas, foram somados R\$ 75,3 milhões em 2015. No 1T16 a Companhia somou R\$19,8 milhões ante R\$15,9 milhões no 1T15, aumento de 24,7%, conforme demonstrativo disponibilizado pela companhia.

O EBITDA da Companhia atingiu R\$165,5 milhões em 2015, crescimento de 2,6% em relação a 2014, e no 1º semestre de 2016 com R\$26,3 milhões, margem EBITDA de 10,2%, e redução de 6,3% em relação EBITDA apresentado no mesmo período em 2015. A Companhia apresentou um lucro líquido no ano de R\$ 119,7 milhões, um crescimento de 6,1% em relação a 2014. Conversão de uma margem EBITDA de 14,8% para margem líquida de 10,7% em 2015. Este fato é reflexo do aumento de emprego de capital em ativo imobilizado nos últimos anos, principalmente no setor de TI, que gerou uma depreciação de 83,0% no período. Analisando o 1º trimestre de 2016, a Companhia apresentou conversão de margem EBITDA de 10,2% para margem líquida de 5,7%, redução de resultado financeiro, uma vez que no 1º trimestre de 2015 a valorização do dólar gerou ganho com variação cambial a partir das vendas de exportação, oposto do ocorrido neste 1T16. O lucro líquido soma R\$ 14,7 milhões, se a variação cambial fosse escludida, o lucro líquido cresceria 5,9% e totalizaria R\$ 15,8 milhões neste 1º semestre de 2016.

A ALPHA/1 totalizou geração de caixa em R\$ 91,2 milhões no ano de 2015. O lucro operacional aumentou devido à mudança na forma de pagamento de fornecedores no segundo semestre de 2014, e mantida esta forma em 2015, o resultado foi inferior a 2014 em R\$ 18,7 milhões.

Quanto aos investimentos, a companhia possui três naturezas: (i) Investimentos em expansão ou reforma de pontos de venda próprios; (ii) Investimentos corporativos que incluem TI, instalações, showrooms e escritório; (iii) investimentos relacionados à modernização da operação industrial.

O CAPEX totalizou em 2015 R\$ 25,8 milhões, redução de 49,0% em relação a 2014, esta comparação se reflete ao encerramento da implantação do novo ERP e das diretrizes para reduzir os investimentos no ano. A companhia encerrou 2015 com caixa líquido de R\$ 102,6 milhões e sua política de endividamento se manteve conservadora, com total de R\$ 123,2 milhões em 2015 ante R\$ 99,4 milhões em 2014 e endividamento a longo prazo de 30,7% no final do ano ante 34,5% no final do ano 2014.

O ROIC é a sigla de retorno sobre o capital investido. Segundo Copeland (2002) é a ferramenta mais eficaz para a compreensão do desempenho de uma empresa sob medidas de retorno, pois se concentra no desempenho operacional efetivo. O ROIC da companhia em 2015 foi de 19,4%, a causa principal foi à centralização de investimentos em infraestrutura que somente apresentarão efeitos positivos a médio e longo prazo, tais como os investimentos realizados na implantação do novo ERP da Companhia.

Comparado aos anos anteriores, em linha de estratégia e visando a sustentabilidade e melhorias operacionais, os níveis de investimento em capital empregado estão bem superiores. No 1º trimestre de 2016 o ROIC foi de 19,8%, devido à pressão por maior nível de capital empregado, assim como uma leve redução no NOPAT (lucro de exploração líquido após o imposto) do trimestre.

Quanto a estrutura acionária, é possível dizer que o capital social da companhia em 31 de dezembro de 2015 era composto por 88.735.000 ações ordinárias, sendo 14,92% ALPHA/1, 32,94% ALPHA/2, 17,4% ALPHA/3 e 33,11% outros. O Conselho de Administração é composto por cinco a dez membros, dos quais 20% devem ser conselheiros independentes, nos termos do Regulamento do Novo Mercado da BM&FBovespa, e o prazo do mandato dos conselheiros é de dois anos, podendo haver reeleição. A Diretoria é composta por dois a no máximo dez membros, acionistas ou não, eleitos e destituíveis a qualquer tempo pelo Conselho de Administração, sendo permitida acumulação de cargos.

Conforme análise das demonstrações financeiras da companhia, verificou-se que em 31 de dezembro de 2014 o valor do patrimônio líquido era de R\$ 576.293 milhões, representado por 88.682 milhões de ações ao valor de R\$ 6,49 por ação. Já em 31 de dezembro de 2015, este valor teve um acréscimo de R\$ 41.612 milhões, elevando o valor do patrimônio líquido para 617.905 milhões, e consequentemente, o valor da ação para R\$ 6,96, o que representa um acréscimo de 7,24% no exercício de 2015.

Uma das principais decisões que as companhias devem tomar está relacionada a estrutura de capital. Conforme Braga (2012), o Patrimônio Líquido são todas as contas do capital próprio da empresa, que se originam dos sócios ou acionistas. O Capital de terceiro é composto pelas demais contas do passivo circulante e não circulante. Analisando as demonstrações da companhia ALPHA no exercício de 2015, o montante de capital é de R\$ 853.948 milhões, sendo 72,35% de capital próprio no valor de R\$ 617,9 milhões e 27% de capital de terceiros, valor de R\$ 236 milhões.

Damodaran (2009, p.161), afirma que independente da localização da sede da empresa, aconselha-se a utilizar a taxa livre de risco real. Com isso, muitos acionistas utilizam a SELIC (sistema especial de liquidação de custódia) como taxa livre de risco nos fluxos reais. Utilizou-se a taxa SELIC de 30/12/2015 para estimar a taxa livre de risco, que no período foi de 14,15%. A SELIC, também conhecida como “taxa básica”, no Brasil, é a taxa de financiamento no mercado interbancário para operações de um dia, ou overnight, que possuem lastro em títulos públicos federais, títulos estes que são listados e negociados no Sistema Especial de Liquidação e de Custódia.

O beta estimado no período de janeiro 2015 a dezembro 2015 foi de 0,6201 para a companhia ALPHA/2. O Beta indica o grau de sensibilidade do ativo às oscilações do índice da bolsa (IBOV). Segundo Ross et al (1995, p. 198), um beta menor que 1 indica ativo pouco sensível, e assim, menos arriscado.

De acordo com Costa e Alvim (2010), grande parte dos analistas e empreendedores utiliza o WACC para fins de projeção de fluxo de caixa livre, ou seja, a média ponderada das taxas exigidas das diversas fontes de financiamento da estrutura de capital da empresa. Segundo os autores, esta taxa deve ser recalculada ano após ano, visto que há modificações

nas taxas de juros utilizadas para o cálculo médio. Para o cálculo do custo médio ponderado do capital (WACC), foi utilizado o modelo CAPM, buscando obter o custo de capital próprio.

A taxa de desconto utilizada correspondeu à taxa WACC calculada com base nos valores das demonstrações contábeis do exercício de 2015. Para fins de desconto do valor residual (perpetuidade), foi considerada a mesma taxa de 2012. Para a companhia ALPHA/2, foi estimado um CAPM de 14,14% e WACC de 12,92%, conforme demonstrativo. Os custos dos financiamentos a curto e longo prazo foi estimado a partir dos demonstrativos financeiros da empresa, onde é apresentado o percentual das mesmas.

Cornell (apud CERBASI, 2003), enfatiza que deve ser projetado um fluxo de caixa por um período suficientemente longo, entre cinco e dez anos, até que estes se estabilizem. Com isso, o período de projeção para a companhia ALPHA/1 foi estimado a partir dos balanços patrimoniais relativos aos exercícios sociais de 2013, 2014 e 2015. Desta forma a projeção foi realizada para o período de 5 anos, ou seja, de 2016 a 2020. As projeções dos fluxos de caixa foram realizadas em moeda corrente nacional (Real).

Para a estrutura do fluxo de caixa da ALPHA/1, a receita bruta foi estimada através da média das receitas dos três períodos apresentados pela companhia. Ou seja, foi realizada a soma da receita brutas do período de 2013 a 2015 e dividido por três para estabelecer a média anual da receita. Esse índice foi assim calculado, devido ao fato da receita bruta apresentar um nível irrelevante de desvios nos últimos exercícios e apesar da crise econômica, a companhia teve um bom posicionamento no mercado, mantendo um nível linear em sua carteira de clientes. Com base nessas premissas optou-se por manter o mesmo percentual de crescimento para os anos em projeção. Desta forma, no período de 2016 a 2020, consideramos a manutenção do valor real da média calculada, com aplicação da previsão média de inflação para o período (13,7%), e 3% na perpetuidade.

Com o intuito de desenvolver o fluxo de caixa descontado foi necessário estimar os impostos e despesas do período em análise. Para tal, foi calculado o percentual de impostos pagos em relação à receita bruta do exercício de 2015. Ou seja, o montante de R\$ 256.236,00 foi dividido pelo total da receita de 2015 no montante de R\$ 1.376.793,00, obtendo-se um percentual de 18,6%. Esse percentual foi utilizado como base para estimar o valor dos impostos a serem desembolsados durante os próximos exercícios. Segundo Prodanov (2013, p.69), “tudo que é considerado quantificável, pode ser traduzido em números, opiniões e informações para classificá-las e analisá-las”.

Para estimar as despesas para os próximos cinco exercícios, foi necessário calcular a representatividade das despesas do período de 2013 a 2015 sobre a receita bruta dos mesmos períodos. Após estabelecer o percentual de representatividade foi analisada a média em percentual dos três períodos, chegando-se assim ao índice de 69,80%.

Após estabelecer uma estimativa para receitas, impostos e despesas para os cinco períodos futuros foi aplicado o EBIT apresentado pela companhia sobre a receita líquida prevista para o período. Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 206) defendem que os múltiplos por EBITDA “eliminam os impactos decorrentes dos principais itens que não influenciam o caixa [...], da estrutura de capital [...] e de amortizações ou obtenções de empréstimos”.

Estimou-se também, a previsão para imposto de renda e contribuição social da companhia com base no percentual de 3,6%, índice esse definido pela média dos percentuais dos exercícios de 2013 a 2015. Para prever os valores de depreciação e amortização foi aplicada uma taxa linear de 5% sobre o último exercício apresentado, ou seja, sobre 2015 foi aplicado o percentual de 5% e assim sucessivamente. Calculadas as receitas e despesas para

os exercícios futuros, apura-se o valor do Fluxo Caixa Livre, cujo montante apurado é aplicado a taxa WACC para obter-se o valor do Fluxo de Caixa Descontado.

Para que o método do fluxo de caixa seja eficiente, e para que haja possibilidade de se estabelecer um valor próximo a realidade, foi utilizada uma base de cálculo relativa a uma média simples entre o número de períodos das demonstrações disponibilizadas. Com base no somatório dos Fluxos de Caixa Livres Descontados dos períodos explícito e residual (perpetuidade), obteve-se o valor estimado do negócio da companhia.

Para a empresa ALPHA/1, partindo da metodologia para fluxo de caixa descontado, e das premissas de crescimento definidas anteriormente, conclui-se que o valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado seria de R\$ 1.550 bilhões. Com base nos financiamentos e empréstimos que a companhia possui, foi deduzido um montante de R\$ 102.609 milhões no valor patrimonial da empresa, correspondendo à liquidação destes empréstimos existentes, chegou-se a um valor real para a companhia de R\$ 1.448 bilhões.

Conforme Martins (2001, p.263), o objetivo da avaliação de uma empresa é alcançar o valor justo de mercado, de modo equilibrado apresentando a potencialidade econômica da companhia. Com a projeção do fluxo de caixa e da taxa de desconto é possível encontrar o valor justo da empresa para acionista. Sendo assim, trazendo a valor presente os fluxos de caixa projetados até 2020 para a companhia ALPHA/1, onde foi considerado a perpetuidade com um crescimento nominal de 3%, e descontando a uma taxa de 12,92%, chegou-se a um valor de R\$ 16,32 por ação.

No fechamento da data 31/12/2015, o preço da ação da ALPHA/2 cotada na bolsa de valores era de R\$ 21,00, tendo um *upside* 28%. Considerando o preço da ação no dia 20/06/2016, de R\$ 26,44 o *upside* é ainda maior, atingindo 62%. Dessa forma, conclui-se que, no momento, as ações da ALPHA/1 representam uma boa oportunidade de investimento.

5. Considerações finais

Em virtude da desaceleração econômica brasileira, as empresas do setor calçadista têm apresentado quedas na Bovespa, assim como sua desvalorização no mercado. Esse cenário favorece o desenvolvimento de transações destinadas a adquirir empresas ou ativos de empresas com dificuldades financeiras. Porém, para que isso ocorra com segurança, é necessário que o empresário conheça o real valor da empresa.

Para tal tarefa, destaca-se a teoria acerca do *Valuation*, que se sobressai como uma importante ferramenta de avaliação de empresa. Dentre os diversos métodos, o Fluxo de Caixa Descontado é o mais utilizado para determinar o valor justo de uma companhia, utilizado de forma a projetar as receitas de determinado ativo e descontá-la a uma taxa de risco que traga esse valor futuro ao seu valor presente. Assim, o objetivo do trabalho foi analisar e avaliar uma companhia pela ótica do método de Fluxo de Caixa Descontado.

Com base nas demonstrações da ALPHA/1, foi possível verificar que o valor da ação da empresa é de R\$ 6,96 pelo patrimônio líquido, considerando os cálculos efetuados apurou-se o valor de R\$ 16,32 por ação, sendo que a mesma possui uma cotação de R\$ 21,00 na bolsa de valores na data 20/06/2016. Concluindo, portanto, que para os acionistas, a empresa apresenta um bom cenário caso suas ações fossem negociadas em bolsa ou até mesmo vendidas, pois os dois métodos, tanto o fluxo de caixa descontado sendo de R\$ 1.448 bilhões e a cotação de bolsa, encontram-se acima do valor patrimonial da ação, podendo gerar grandes lucratividades aos acionistas. A partir dos resultados obtidos, é constatado que para a companhia ALPHA os números apresentam diferença considerável comparados com a Bolsa de Valores, com *upside* de 29%.

Referências

- ANTUNES, M. T. P.; MARTINS, E. *Capital intelectual: verdades e mitos*. Revista Contabilidade & Finanças - USP, 2002.
- ALPHA. Disponível em: <<https://www.arezso.com.br/>>. Acesso em: 20 jul. 2016.
- BARROS, A. J. S. e LEHFELD, N. A. S. *Fundamentos de Metodologia: Um Guia para a Iniciação Científica*. 2 Ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- BROWN, L. *Influential Accounting Articles, Individuals, Ph.D. Granting Institutions and Faculties: a Citational Analysis. Accounting Organisations and Society*. Vol. 21, 1996.
- BEUREN, Ilse Maria (Coord). *Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- BM&FBovespa – *A nova Bolsa*. Disponível em: <<http://www.bmfbovespa.com.br/>>. Acesso em: 15 jun 2016
- CERBASI, Gustavo Petrasunas. *Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia elétrica*. Dissertação (Mestrado em Administração)-USP/SP, São Paulo, 2003.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. *Avaliação de empresas– valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas*. 3.ed. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Makron Books, 2010.
- CORNELL, B. *Corporete Valuate Tools for Effective appraisal and Decision Making*. New York: Mc Graw Hill Co., 1994.
- COSTA, L. G. T. A; COSTA L. R. T. A; ALVIM, M. A, *Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas*. São Paulo: Atlas 2010.
- DAMODARAN, Aswath. *Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. 2.ed.Rio de Janeiro:Quality Ed.2009
- ENDLER, Luciana. *Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas*. Com Texto, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1. semestre de 2004.
- GIL, Antonio Carlos. *Como elaborar projetos de pesquisa*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.
- GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Harbra, 1997.
- HALPER, M. *Gestão de investimentos*. São Paulo: Saint Paul Institute of Finance, 2003.
- IUDÍCIBUS, Sergio de; MARION, José Carlos. *Curso de contabilidade para não contadores*. 7. ed. São Paulo, SP: Atlas, 2011. xx, 274 p.
- LUZ, Érico Eleuterio da. *Contabilidade tributária*. Curitiba, PR: Ibpex, 2011. 118p.
- MARION, Jose Carlos. *Análise das demonstrações contábeis: contabilidade empresarial*. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2010.
- MARTINS, Eliseu et al. *Manual de Contabilidade Societária: Aplicável a todas as sociedades de acordo com as Normas Internacionais e do CPC*. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2013.
- MULLER, Aderbal Nicolas. *Seminário de gestão de negócios*, 1, 2004, Curitiba. *Análise do valor das empresas*. Curitiba: PUBLICAÇÕES UNIFAE – Curitiba, 2004.
- MILLER, W.D. *Commercial Bank Valuation*. Nova York: John Wiley, 1995
- SILVA, Marco Aurélio Vallim Reis da. *A determinação do valor econômico de uma empresa através do fluxo de caixa descontado*. UNITAU-NUPE/SP. 2005. Disponível em: Acesso em: 18 setembro de 2015.
- SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. *Fundamentos de avaliação de empresas: foco no método de caixa descontado: teoria e prática*. São Paulo: Atlas, 2005.
- PASIN, R. M. *Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor*. São Paulo, 2004. Dissertação (Mestrado em Administração, FEA/USP)
- PRODANOV, Cleber Cristiano; FREITAS, Ernani César. *Metodologia do trabalho científico: Métodos e técnicas da pesquisa e do trabalho acadêmico*. 1. ed. Novo Hamburgo: Feevale, 2009.
- SANVICENTE, Antonio Z.; SANTOS, Celso da Costa. *Orçamento na administração de empresas*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- VERGARA, Sylvia Constan. *Projetos e relatórios de pesquisa em administração*. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.
- YIN, Robert K. *Estudo de caso: planejamento e métodos*. 4. ed. Porto Alegre, RS: Bookman, 2010.