

**UNIVERSIDADE DE CAXIAS DO SUL**  
**CENTRO DE CIÊNCIAS SOCIAIS**  
**CURSO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

**GIOVANNA LODI**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: APLICAÇÃO DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO E DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE EM UM ESTUDO  
DE CASO EM UMA EMPRESA COMERCIAL DA SERRA GAÚCHA**

**CAXIAS DO SUL**

**2014**

**GIOVANNA LODI**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: APLICAÇÃO DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO E DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE EM UM ESTUDO  
DE CASO EM UMA EMPRESA COMERCIAL DA SERRA GAÚCHA**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador: Profa. Ms. Sinara Jaroseski

**CAXIAS DO SUL**

**2014**

**GIOVANNA LODI**

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: APLICAÇÃO DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA  
DESCONTADO E DO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE EM UM ESTUDO  
DE CASO EM UMA EMPRESA COMERCIAL DA SERRA GAÚCHA**

Monografia apresentada como requisito  
para a obtenção do Grau de Bacharel em  
Ciências Contábeis da Universidade de  
Caxias do Sul

Orientador: Profa. Ms. Sinara Jaroseski

**Aprovado (a) em 27/11/2014**

**Banca Examinadora:**

Presidente

-----  
Prof. Ms. – Sinara Jaroseski  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Examinadores:

-----  
Prof. Ms. Alex Eckert  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

-----  
Prof. Ms. Fernando Batista Fontana  
Universidade de Caxias do Sul - UCS

Dedico a todas as pessoas que sempre estiveram ao meu lado, me incentivando, em especial aos meus pais Loris e Marinês. Sem eles certamente não teria chegado até aqui.

## **AGRADECIMENTOS**

Quero expressar meus agradecimentos a todas as pessoas que, de uma forma ou de outra, colaboraram para que este trabalho fosse realizado. Aos professores do curso que foram importantes na minha vida acadêmica em especial a minha orientadora, Profa. MS. Sinara Jaroseski, pela sua competência e orientação durante todo o desenvolvimento desta monografia. Agradeço de forma especial, a minha mãe, Marinês Fátima Eccher Lodi, contadora que me ajudou e me ensinou muito durante toda a minha formação de bacharel em ciências contábeis. Agradeço também a minha família, mãe, pai, Loris Roberto Lodi, e irmãs, Mayra Nathu Lodi e Alicia Lodi, pelo apoio nos estudos, por sempre acreditarem nas minhas escolhas e por estarem presentes ao meu lado em todos os momentos importantes da minha vida. Agradeço também ao proprietário da empresa objeto de estudo de caso pelas informações prestadas. E ainda, aos que embora não mencionados, tornaram possível a realização deste trabalho de conclusão de curso.

*“Talvez não tenha conseguido fazer o melhor, mas lutei para que o melhor fosse feito. Não sou o que deveria ser, mas Graças a Deus, não sou o que era antes”.*

Marthin Luther King

## RESUMO

No cenário econômico atual, onde vem ocorrendo cada vez mais vendas de empresas, cisão, fusão, entre outras negociações, a avaliação de empresas está cada vez mais ganhando campo de estudo. O presente trabalho tem por objetivo levantar quais são os procedimentos e passos necessários a serem seguidos para mensurar o valor de venda de uma empresa através de dois métodos de valoração, o fluxo de caixa descontado e o fluxo de caixa livre. A questão de pesquisa apresentada “Quais são os procedimentos e passos necessários a serem seguidos para mensurar o valor de uma empresa utilizando-se de métodos de valoração?” é respondida através de um estudo de caso onde a situação da empresa objeto de estudo é analisada pelas duas técnicas. O estudo se inicia com os cálculos dos valores do custo de capital próprio, custo de capital de terceiros e média ponderada de capital. Após esses valores serem evidenciados foram realizados os passos necessários e propostos de acordo com modelo de Martins (2006) até se concluir a análise pelo método do fluxo de caixa descontado e pelo método do fluxo de caixa livre. Por fim, a questão de pesquisa foi respondida, o passo a passo evidenciado no estudo de caso e concluiu-se a pesquisa mostrando que foi possível mensurar o real valor de venda da empresa e o valor na visão dos acionistas.

**Palavras-chave:** Avaliação de empresas. Custo de capital. Fluxo de caixa descontado. Fluxo de caixa livre.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - Avaliação Patrimonial.....	29
Figura 2 - Equação para avaliação patrimonial contábil.....	30
Figura 3 - Fluxo de caixa livre .....	33

**LISTA DE TABELAS**

Tabela 1 – Custo de capital.....	40
Tabela 2 – Balanço Patrimonial resumido dos anos de 2013 a 2009.....	42
Tabela 3 – DRE resumido do ano de 2013 a 2011. ....	43
Tabela 4 – DRE resumido do ano de 2010 e 2009 .....	44
Tabela 5 – Valores para cálculo do FCD.....	45
Tabela 6 – Valores para cálculo do FCD atualizado pelo IGPM acumulado .....	46
Tabela 7 – Fluxo de Caixa Descontado .....	47
Tabela 8 – Valor da empresa pelo método do FCD .....	48
Tabela 9 – DRE do FCL – período 2013 a 2018 .....	49
Tabela 10 - Lucro presumido do FCL.....	51
Tabela 11 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa .....	52
Tabela 12 - Fluxo de Caixa Livre para o Acionista .....	52
Tabela 13 - Valor da empresa pelo método do FCL.....	53
Tabela 14 - Valor da empresa FCD e FCL.....	54

## LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

BNDES	Banco Nacional do Desenvolvimento
CMPC	Custo Médio Ponderado de Capital
CMV	Custo da Mercadoria Vendida
CS	Contribuição Social
DRE	Demonstração do Resultado do Exercício
EBITDA	<i>Earnings before interest rates, taxes, depreciation and amortization</i>
LAIR	Lucro antes do imposto de renda e contribuição social
LAJIDA	Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização
EPP	Empresa de Pequeno Porte
EVA®	<i>Economic Value Added</i>
FCD	Fluxo de Caixa Descontado
FCL	Fluxo de Caixa Livre
FGV	Fundação Getulio Vargas
FV	Futuro Valor
IGPM	Índice Geral de Preços do Mercado
IR	Imposto de Renda
ME	Micro empresa
TMA	Taxa Mínima de Atratividade
TOR	Teoria das Opções Reais
UCS	Universidade de Caxias do Sul
VP	Valor Presente
VPL	Valor Presente Líquido
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>

## SUMÁRIO

<b>1</b>	<b>INTRODUÇÃO .....</b>	<b>12</b>
1.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO .....	12
1.2	TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA .....	13
<b>1.2.1</b>	<b>Delimitação do Tema .....</b>	<b>13</b>
<b>1.2.2</b>	<b>Motivação da Escolha do Tema .....</b>	<b>14</b>
<b>1.2.3</b>	<b>Definição do Problema .....</b>	<b>14</b>
1.3	OBJETIVOS .....	15
<b>1.3.1</b>	<b>Objetivo geral .....</b>	<b>15</b>
<b>1.3.2</b>	<b>Objetivos específicos .....</b>	<b>15</b>
1.4	JUSTIFICATIVA .....	15
1.5	METODOLOGIA.....	16
<b>1.5.1</b>	<b>Delineamento da Pesquisa.....</b>	<b>16</b>
1.5.1.1	Quanto aos procedimentos técnicos.....	17
1.5.1.2	Quanto aos objetivos .....	17
1.5.1.3	Forma de abordagem do problema .....	18
<b>1.5.2</b>	<b>Procedimentos de coleta e análise dos dados.....</b>	<b>19</b>
1.6	ESTRUTURA DO ESTUDO .....	19
<b>2</b>	<b>REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>20</b>
2.1	CONTABILIDADE.....	20
<b>2.1.1</b>	<b>Objetivos.....</b>	<b>20</b>
2.2	ANÁLISE DE INVESTIMENTO.....	21
<b>2.2.1</b>	<b>Custo de oportunidade .....</b>	<b>22</b>
<b>2.2.2</b>	<b>Taxa mínima de atratividade – TMA .....</b>	<b>23</b>
<b>2.2.3</b>	<b>Custo de capital .....</b>	<b>23</b>
2.2.3.1	Custo do capital de terceiros .....	24
2.2.3.2	Custo do capital próprio.....	24
<b>2.2.4</b>	<b>Custo médio ponderado do capital .....</b>	<b>25</b>
<b>2.2.5</b>	<b>Risco .....</b>	<b>26</b>
2.3	AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	27
<b>2.3.1</b>	<b>Métodos de avaliação de empresas .....</b>	<b>28</b>
2.3.1.1	Modelo de Avaliação Patrimonial Contábil .....	29

2.3.1.2	Fluxo de Caixa.....	31
2.3.1.2.1	Fluxo de Caixa Descontado – FCD .....	31
2.3.1.2.2	Fluxo de Caixa Livre – FCL .....	32
2.4	CONTEXTO ECONÔMICO DO MERCADO DE GASES NO BRASIL .....	34
2.5	ESTUDOS EMPÍRICOS .....	35
<b>3</b>	<b>ESTUDO DE CASO .....</b>	<b>39</b>
3.1	CONTEXTUALIZAÇÃO DA EMPRESA.....	39
3.2	CÁLCULOS DA AVALIAÇÃO DA EMPRESA.....	40
<b>3.2.1</b>	<b>Estrutura de capital da empresa Alfa .....</b>	<b>40</b>
<b>3.2.2</b>	<b>Avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado .....</b>	<b>41</b>
<b>3.2.3</b>	<b>Avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Livre .....</b>	<b>48</b>
<b>4</b>	<b>CONCLUSÃO .....</b>	<b>55</b>
	<b>REFERÊNCIAS.....</b>	<b>58</b>
	<b>ANEXO A - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2008 A 2010.....</b>	<b>62</b>
	<b>ANEXO B - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.....</b>	<b>64</b>
	<b>ANEXO C - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2009 E 2010.....</b>	<b>66</b>
	<b>ANEXO D - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.....</b>	<b>68</b>

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO ESTUDO

O processo de tomada de decisões dentro das empresas veio crescendo junto com a contabilidade e a economia e, com isso, veio a necessidade de se determinar adequadamente os ativos. Essas crescentes tomadas de decisões aumentaram as fusões, cisões, incorporações e investimentos nas empresas. Para a realização disso começou-se a utilizar a avaliação de empresas para se chegar ao valor justo da negociação (SANTOS; SCHMIDT, 2006).

Os dados da PWC (2014) no período de janeiro a maio 2014 mostram que o perfil dos negócios realizados ficou rateado em 6 modalidades. Aquisições de empresas 51,7%; Compras 41,1%; *Joint ventures* 4%; Fusões 1,9% e Incorporações 1,2%; não tendo aparecido neste período valores percentuais para as cisões. Porém os dados de janeiro a maio de 2014 apresentam-se com crescimento considerável de 2002 a 2014 em relação as atividades de fusão. De 2002 a 2005 existia uma média de 140 transações anunciadas entre janeiro e maio dos anos analisados. De 2006 a 2009 essa média passou a ser de 241 transações anunciadas, uma diferença percentual de 72,14% do período anterior. Já dos anos de 2010 a 2014 a média passou para 324, um acréscimo de 131,43% se comparado à média inicial de 2002 a 2005.

As decisões de investimentos são as que promovem alterações no volume de capital, voltadas à produção de bens e serviços. Elas envolvem a elaboração, avaliação e seleção de diferentes propostas de aplicação de capital, com objetivo de gerar retorno aos proprietários das empresas. É importante acrescentar que uma decisão de investimento envolve calcular os fluxos de caixa e, para que essa proposta seja atraente, seu retorno deve ser superior às taxas de remuneração requeridas pelos proprietários do capital (ASSAF NETO, 2012).

Segundo a PWC (2014), das 811 transações anunciadas em 2013, apenas 35,9% tiveram valores divulgados, sendo que nessas somam-se US\$ 88,1 bilhões movimentados. Desse total anunciado, 13 empresas tiveram negociações de grande porte com valores acima de US\$ 1 bilhão, 79 empresas de médio porte foram negociadas a valores de US\$ 101 milhões até US\$ 999 milhões e 199 empresas de pequeno porte foram negociadas com valores de até US\$ 100 milhões. Percebe-se

que as empresas de pequeno porte vêm liderando o grupo das negociações e precisando analisar a avaliação de empresas para mensurar adequadamente seu valor de mercado.

O patrimônio líquido e o lucro de uma empresa podem ser medidos desde o custo histórico, que tem por base transações já ocorridas até o custo corrente, no qual considera-se a avaliação de cada ativo e passivo pelo seu Valor Líquido de Realização e encontra-se o Valor Presente dos Fluxos de Caixa Futuro. Todas elas têm um único objeto: o caixa; o que aconteceria se ativos e passivos fossem vendidos e qual o caixa esperado por transações futuras (MARTINS, 2000).

## 1.2 TEMA E PROBLEMA DE PESQUISA

### 1.2.1 Delimitação do Tema

O objetivo de avaliar o valor de uma empresa é descobrir o seu atual preço de mercado de acordo com a sua situação econômica. Com a crescente demanda de clientes a serem atendidos por empresas do mesmo ramo, vêm ocorrendo venda total, venda parcial, fusão, admissão de novos sócios, locação, entre outros, para concorrentes. Para se encontrar um valor justo de venda, tanto para o comprador como para o vendedor precisa-se avaliar quanto ela vale no mercado atual (MARTINS, 2006).

Para tanto, é necessário conhecer as principais ferramentas para valoração de empresas bem como a importância dessa valoração. Existem várias formas de se determinar o valor de uma empresa, seja pelo modelo do valor contábil patrimonial, fluxo de caixa descontado, Economic Value Added (EVA®), metodologia das opções reais, dentre outros.

Para que o objetivo de encontrar o valor de uma empresa seja alcançado é necessário que a empresa forneça as informações contábeis necessárias para o avaliador, geralmente um contador, para a aplicação dos métodos de valoração. Vale ressaltar que as avaliações não consideram a existência de ativos extra-operacionais. Tem-se ainda por objetivo descobrir qual dos métodos analisados, fluxo de caixa descontado e fluxo de caixa livre, é mais vantajoso e que mais gerará ganho para os sócios de uma empresa comercial brasileira (MARTINS, 2006).

Para Martins (2006) quando fala-se em valor, fala-se principalmente em contabilidade e economia em sua representação monetária. Ou seja, se atribui quantidade de moeda a algum ativo ou a alguma obrigação e conseqüentemente as receitas e despesas, ou então, ganhos ou perdas, chegando finalmente ao lucro (ou prejuízo).

Por se tratar de um tema de grande relevância e muito amplo, realizou-se a pesquisa e em uma empresa na área comercial e de pequeno porte localizada na cidade de Caxias do Sul – RS.

### **1.2.2 Motivação da Escolha do Tema**

Muitas empresas são vendidas ou compradas por valores definidos pelos acionistas sem ser levada em consideração a sua avaliação. Entretanto, para se calcular o preço de uma empresa levam-se em conta vários fatores (como o valor a ser investido, a taxa de retorno esperada pelos negociantes, o tempo de retorno do investimento, entre outros) e a aplicação correta do método de valoração (LUZ, *et al.* 2009).

Chegar ao valor de uma empresa é um assunto complexo, o qual exige análise das demonstrações contábeis. Quem está investindo na compra dela tem que estar ciente do risco do negócio, que deve ser analisado antes de ser feito esse investimento. Para Martins (2006) essa análise tem importância para o comprador poder verificar em quanto tempo terá o retorno do seu valor investido, se o valor avaliado para venda é acessível ou não ao seu negócio e quais os riscos que ele corre com essa negociação.

A motivação da escolha do tema de avaliação de uma empresa é justamente verificar a funcionalidade dos métodos aplicados no estudo de caso, comparar qual é mais vantajoso na visão dos sócios objetivando a venda, para que não ocorra perda ou ganho excessivo e sim chegar a um valor justo de mercado.

### **1.2.3 Definição do Problema**

Conforme a delimitação do tema de pesquisa, este estudo buscou responder a seguinte questão: Quais são os procedimentos e passos necessários a serem

seguidos para mensurar o valor de uma empresa utilizando-se de métodos de valoração?

A definição da questão de pesquisa, além de levar em consideração a delimitação do tema, também considerou qual método melhor se enquadra para a empresa sobre a qual será feito o estudo, e qual método mais valoriza a empresa na visão dos sócios.

### 1.3 OBJETIVOS

#### 1.3.1 Objetivo geral

Levantar quais são os procedimentos e passos necessários a serem seguidos para mensurar o valor de uma empresa por meio de diferentes métodos de valoração.

#### 1.3.2 Objetivos específicos

- Fazer o levantamento bibliográfico relacionado aos métodos de avaliação de empresas (conceitos, técnicas, etc.).
- Identificar os métodos mais adequados na avaliação de empresas.
- Testar o método do fluxo de caixa descontado e o fluxo de caixa livre junto à empresa objeto do estudo de caso.
- Comparar os valores dos resultados obtidos

### 1.4 JUSTIFICATIVA

Os métodos de valoração estão cada vez mais sendo utilizados pelas organizações. Diante de um assunto que está aparecendo cada vez mais na sociedade, percebe-se a importância de estudar como se avalia uma empresa.

Martins (2000, p.29) considera que:

A avaliação patrimonial das empresas tem provocado enormes discussões acadêmicas e profissionais ao longo do tempo (séculos), confusões conceituais, críticas quanto à relevância e a utilidade da Contabilidade, conferências, artigos, etc.

Dentro do meio acadêmico destaca-se sua importância por haver poucos estudos na área. A comunidade acadêmica precisa ter retorno sobre as funcionalidades dos métodos de valoração de empresas. Ainda existe dificuldade de encontrar artigos e livros sobre o assunto abrangendo pequenas e médias empresas.

Para Santos e Zotes (2011), no âmbito de Micro Empresa (ME) e das Empresas de Pequeno Porte (EPP), as decisões referentes aos ativos passam longe de qualquer ferramenta teórica, sendo usados aspectos subjetivos para a tomada de decisões. Dessa forma, a probabilidade de insucesso nas decisões é maior, o que de certa maneira potencializa o insucesso dos empreendimentos.

Com importância para fins empresariais, onde hoje os sócios das pequenas empresas possuem pouco conhecimento de métodos de valoração, há a necessidade de um estudo mais aprofundado sobre os métodos existentes. Essa pesquisa destina-se a descobrir se algum dos métodos de avaliação de empresa utilizado, o fluxo de caixa descontado e o fluxo de caixa livre, valoriza o negócio no ponto de vista dos sócios da empresa objeto do estudo de caso, e qual método depois de ser aplicado gerará mais retorno a eles.

Perante o assunto exposto, percebe-se que o tema apresentado possui grande importância para fins acadêmicos e profissionais, justificando plenamente a sua realização. Também se justifica a escolha do tema com o intuito de verificar se na prática os métodos existentes são viáveis para valorar uma empresa de pequeno porte (EPP).

## 1.5 METODOLOGIA

### 1.5.1 Delineamento da Pesquisa

Bastos e Keller (2012, p.11) dizem que “Toda e qualquer atividade a ser desenvolvida, seja teórica ou prática, requer procedimentos adequados.”.

Pode-se dizer que a pesquisa está ligada a soluções de problemas, onde utiliza-se métodos para analisar e investigar soluções, buscando algo novo no processo do conhecimento (CARVALHO, 2011).

Köche (2010) destaca que para que se alcance os objetivos é necessário que se planeje o processo de investigação. Planejar significa traçar o curso de ação

que deve ser seguido no processo da investigação científica.

A metodologia para essa pesquisa será dividida quanto aos procedimentos técnicos, quanto aos objetivos e qual a forma de abordagem do problema.

#### 1.5.1.1 Quantos aos procedimentos técnicos

O procedimento utilizado foi o estudo de caso, que é uma forma de coletar informações e dados.

Ele não deve ser considerado um recurso metodológico que realiza a análise do objeto da pesquisa, mas sim uma tentativa de abranger características importantes do tema que está sendo pesquisado. O estudo de caso ainda pode complementar a coleta de dados nos trabalhos acadêmicos ou construir um trabalho monográfico (CARVALHO, 2012).

Diferentemente dos outros delineamentos, o estudo de caso não se dá em uma sequência rígida. Seu planejamento tende a ser mais flexível e com frequência no que desenvolve-se uma etapa, já determina a seguinte. Na maioria dos estudos de casos segue-se as seguintes etapas: Formulação do problema – definição do problema de pesquisa e das metas ou objetivos específicos; Definição das unidades-caso – pode ser estudo de caso único ou de casos múltiplos; Seleção dos casos – estabelece que quando dois ou mais casos de um mesmo fenômeno possuam uma condição comum; Elaboração do protocolo – trata de um documento com todas as decisões importantes que foram e deverão ser tomadas no processo de pesquisa; Coleta de dados – importante para garantir a profundidade necessária ao estudo e a inserção do caso no contexto; Análise e interpretação dos dados – a análise se inicia conforme é feita a coleta de dados, quando se inicia a primeira entrevista, primeira observação ou primeira leitura de um documento; Redação do relatório – dados normalmente muito numerosos e obtidos de diferentes formas, tornando necessária a seleção e organização no relatório (GIL, 2010).

#### 1.5.1.2 Quanto aos objetivos

O delineamento da pesquisa quanto aos objetivos foi exploratório, pois buscou-se conhecimentos mais profundos sobre o assunto, de modo a torná-lo mais claro.

Gil (2010) entende que as pesquisas exploratórias têm como propósito uma maior familiaridade com o problema, tentando torná-lo mais explícito. Seu planejamento tende a ser flexível, pois interessa considerar os mais variados aspectos relativos ao fato estudado.

“A pesquisa exploratória busca apenas levantar informações sobre um determinado objeto, delimitando assim um campo de trabalho, mapeando as condições de manifestação desse objeto” (SEVERINO, 2007, p. 123).

Köche (2010) afirma que a pesquisa exploratória tem grande utilização, principalmente nas ciências sociais. Há casos que não apresentam um sistema de teorias e conhecimentos envolvidos, onde, então, é necessário desencadear um processo de investigação que identifique a natureza do fenômeno e aponte as características das variáveis que se quer estudar.

“Na pesquisa exploratória não se trabalha com a relação entre variáveis, mas com o levantamento da presença das variáveis e da sua caracterização quantitativa ou qualitativa” (KÖCHE, 2010, p. 126).

#### 1.5.1.3 Forma de abordagem do problema

O procedimento sistemático utilizado para a abordagem do problema foi o método qualitativo.

Richardson (1999) comenta que o método qualitativo não emprega um instrumento estatístico como base no processo de análise, ele não pretende numerar ou medir unidades. A abordagem qualitativa além de ser uma opção do investigador, justifica-se de uma forma adequada para entender a natureza de um fenômeno social.

Flick (2004) explica que a pesquisa qualitativa vem se estabelecendo nas ciências sociais. Os estudos são planejados de tal maneira que a influência do pesquisador possa ser excluída ao máximo, assim garantindo a objetividade do estudo, eliminando-se em grande parte a opinião subjetiva do pesquisador.

“Os métodos qualitativos consideram a comunicação do pesquisador com o campo e seus membros como parte explícita da produção de conhecimento” (FLICK, 2004, p. 22).

### 1.5.2 Procedimentos de coleta e análise dos dados

- Solicitação das demonstrações contábeis ao profissional responsável pela empresa a ser analisada;
- Análise das demonstrações contábeis dos últimos 5 anos da empresa-caso;
- Verificação dos métodos de avaliação de empresa quanto a sua validade para utilização com base nas informações prestadas pela empresa;
- Análise das avaliações realizadas utilizando o embasamento teórico, alinhado ao objetivo e à questão de pesquisa.

## 1.6 ESTRUTURA DO ESTUDO

No primeiro capítulo apresenta-se uma contextualização do tema, bem como os objetivos, a questão de pesquisa e a metodologia.

No segundo capítulo aborda-se os diversos aspectos teóricos sobre análise de investimentos. Este capítulo tem o objetivo de evidenciar as formas de se recuperar investimento e qual o risco dele na sua realização. Ainda no segundo capítulo são apresentados os métodos de valoração de empresas, tema principal desse trabalho. Esse capítulo aborda quais os métodos de avaliação que são utilizados no estudo de caso de uma empresa comercial da serra gaúcha.

No terceiro capítulo, inicialmente, aborda-se os aspectos conceituais relacionados com a empresa objeto do estudo de caso. Em seguida, analisou-se as demonstrações contábeis da empresa para depois aplicar os métodos de avaliação definidos nessa pesquisa. O objetivo desse capítulo é demonstrar qual o método que mais valora a empresa na visão dos sócios. Ainda no terceiro capítulo atingiu-se o objetivo principal da pesquisa, ou seja, levantar quais são os procedimentos e passos necessários a serem seguidos para se chegar no valor da empresa para venda.

Ao final, no quarto capítulo, comparam-se os dados encontrados no terceiro capítulo e conclui-se a pesquisa.

## 2 REFERENCIAL TEÓRICO

### 2.1 CONTABILIDADE

A contabilidade é possivelmente um dos assuntos mais antigos do mundo. Na qualidade de ciência social aplicada, com metodologia para captar, registrar, acumular, resumir e interpretar os fenômenos que afetem as situações patrimoniais, financeiras e econômicas de qualquer ente, tem um campo de atuação muito amplo (IUDÍCIBUS, 2010).

Favero *et al* (2011) afirmam que a contabilidade desenvolveu-se de acordo com a necessidade de informações que a sociedade foi precisando. Assim, a cada época se procurava atender os requisitos de informações dos usuários, desenvolvendo-se novas teorias a fim de proporcionar condições para o controle do patrimônio e a tomada de decisões.

Para Marion (2008) a contabilidade é o instrumento que mais fornece informações úteis para a tomada de decisão dentro e fora das empresas. Desde a antiguidade ela é utilizada e com o passar do tempo o governo passou a utilizar-se dela para a arrecadação de impostos.

Favero *et al* (2011) ressaltam que as informações contábeis foram evoluindo com o passar do tempo e as necessidades dos usuários e Marion (2008) afirma que hoje ela é muito importante na tomada de decisões nas empresas.

#### 2.1.1 Objetivos

Segundo Iudícibus (2010) o grande objetivo da contabilidade é de passar o máximo de informações sobre o patrimônio de uma entidade aos usuários em geral. Para Favero *et al* (2011) a contabilidade desenvolveu-se buscando responder aos anseios da sociedade, tendo como objetivo gerar informações para o controle e tomada de decisões.

Ainda para Favero *et al* (2011) para se entender o porquê e como atingir esses objetivos é necessário compreender a forma como a contabilidade compila os dados e os transforma em informações e bem como a maneira que devem ser levadas aos usuários para que possam tomar decisões. O resultado dos processos

de registro, síntese, análise e interpretação das transações patrimoniais chegam aos usuários através de relatórios contábeis.

Marion (2008) defende que os usuários são as pessoas que se utilizam da contabilidade e se interessam pela situação da empresa, buscando respostas para o seu negócio, como: administradores, investidores, fornecedores, bancos, governo, empregados, sindicatos, concorrentes – todos usuários das informações.

Uma das informações contábeis mais utilizadas pelos usuários é a análise de investimentos. Utiliza-se para as negociações bancárias, como empréstimos e financiamentos, para análise de investimento, em imobilizados por exemplo, para verificar a situação da empresa quanto ao seu risco de novos negócios, para a avaliação das empresas, entre outras funções.

## 2.2 ANÁLISE DE INVESTIMENTO

Considera-se investimento a situação onde ocorre troca de capital de alguma forma, podendo ser um projeto novo ou na compra de uma empresa existente buscando com isso criação de valor, ou seja, recuperação do valor investido acrescido de uma rentabilidade de investimento, taxa de juros, em determinado período (MOTTA; CALÔBA, 2002).

De início o que surge de ideia é de que a decisão de investir depende do retorno esperado: quanto maiores forem os ganhos futuros, mais atraente é esse investimento para o investidor. Ou seja, toma-se recursos de capital, aplica-se e espera-se dessa aplicação receitas, custos e lucros (SOUZA; CLEMENTE, 2004).

Contudo, Souza e Clemente (2004) mostram uma questão muito importante: como avaliar os ganhos futuros de certa alternativa de investimento? Farão todos os investidores iguais avaliações de ganhos futuros de certo investimento? Essas perguntas mostram que estando os agentes econômicos inseridos de forma diferenciada no sistema, com conhecimento na área de investimentos, farão avaliações distintas de uma mesma oportunidade de negócio. Têm-se dois fatores atuando em sentidos opostos: os retornos esperados do investimento que atraem o investidor e o risco que o afasta.

### 2.2.1 Custo de oportunidade

“O custo de oportunidade de um capital, ou o custo de capital, refere-se ao retorno da melhor alternativa financeira disponível no mercado a que um investidor renunciou, para aplicar seus recursos em outra” (ASSAF NETO, 2010, p. 82).

Assaf Neto (2010) frisa como característica importante do custo de oportunidade de que as alternativas de investimentos precisam apresentar prazos e riscos comparáveis, ou seja o prazo desse investimento tem que superar o risco dele. Toda a decisão de investimento em um ativo significa não precisar de um investimento em outro ativo. Por isso, ao determinar o valor que deveria ser investido em um ativo também é necessária a definição da remuneração mínima exigida na alternativa. Precisa-se avaliar quanto se deve investir hoje considerando uma taxa de retorno esperada. A taxa de desconto a ser utilizada no cálculo do valor do investimento é o custo de oportunidade.

Martins (2006) comenta que os custos de oportunidade geralmente apresentam diferentes características, sendo: remuneração, prazo e risco. À medida que se escolhe uma alternativa de investimento se percebe os benefícios das demais. Então, a melhor escolha é a que maximiza a satisfação do agente.

“Um custo de oportunidade retrata quanto uma pessoa (empresa) sacrificou de remuneração por ter tomado a decisão de aplicar seus recursos em determinado investimento alternativo, de risco semelhante” (ASSAF NETO, 2012, p. 161).

Uma empresa é considerada criadora de valor quando for capaz de oferecer a seus credores e acionistas uma remuneração acima de suas expectativas mínimas de ganhos, ou seja, quando o resultado gerado pelos negócios superar a taxa de remuneração exigida pelos credores (ao financiarem parte dos ativos) e pelos acionistas (em suas decisões de investimento de risco). Então, pode-se dizer que criação de valor é quando o preço de mercado da empresa apresentar uma valorização decorrente da sua capacidade de produção e de geração de valor, em melhor remunerar o custo de oportunidade de seus proprietários (ASSAF NETO, 2012).

### **2.2.2 Taxa mínima de atratividade – TMA**

Casarotto Filho e Kopittke (2010, p. 97) defendem que “Ao se analisar uma proposta de investimento deve ser considerado o fato de se estar perdendo oportunidades de auferir retornos pela aplicação do mesmo capital em outros projetos”. Para essa nova proposta de investimento ser atrativa, ela deve ter um rendimento mínimo como a taxa de juros equivalente à rentabilidade das aplicações de pouco risco (poupança e aplicações bancárias por exemplo), essa é a Taxa Mínima de Atratividade (TMA).

Para as empresas, a determinação da TMA é mais complexa por depender do prazo estratégico das alternativas de investimentos. Para investimentos de curtíssimo prazo pode ser utilizada como TMA a taxa de remuneração de títulos bancários de curto prazo. Em investimentos de médio prazo (até seis meses) pode-se considerar TMA a média ponderada dos rendimentos das contas do capital de giro. Porém, em investimentos de longo prazo ela passa a ser uma meta estratégica, utilizando um percentual que tem objetivo de crescimento do seu patrimônio líquido mais o percentual de lucro desejado (CASAROTTO FILHO; KOPITTKKE, 2010).

### **2.2.3 Custo de capital**

As decisões relativas ao capital possuem grande impacto sobre a empresa, devido ao fato de o capital representar o investimento dos sócios ou acionistas e os valores obtidos pela empresa, e por isso, exigem uma estimativa de custo de capital. A estrutura financeira pode afetar o grau de risco e o volume dos fluxos de caixa e o valor da empresa. É necessário um conhecimento do custo de capital nas decisões relativas a estrutura de capital (MOTTA; CALÔBA, 2002).

O custo de capital de uma empresa reflete a remuneração mínima exigida pelos sócios sobre suas fontes de recursos, seus acionistas e credores. Ele é utilizado como taxa mínima de atratividade nas decisões de investimentos, indicando a criação de riqueza quando o retorno operacional superar a taxa requerida em determinada alocação de capital (ASSAF NETO, 2012).

Uma empresa precisa de recursos como: humanos, financeiros e tecnológicos para operar. Esses recursos podem ser obtidos de diversos agentes econômicos, como: acionistas, debêntures, bancos, entre outros. O custo de capital

é a remuneração que a empresa oferece para os fornecedores dos recursos dos quais necessita. Com esses recursos a empresa realiza investimentos que devem proporcionar retornos superiores aos oferecidos aos credores, provocando uma geração de valor. Pode ocorrer de uma empresa obter retorno abaixo do investimento, ocorrendo assim uma desvalorização (MARTINS, 2006).

#### 2.2.3.1 Custo do capital de terceiros

O custo de capital de terceiros é definido de acordo com passivos onerosos (considerado somente o passivo que gera despesa financeira para a empresa: empréstimo, financiamento e debêntures). Não são considerados os passivos relacionados ao ciclo operacional ou referentes às dívidas com o governo identificados nos empréstimos e financiamentos. O mesmo representa um custo explícito obtido pela taxa de desconto que iguala os desembolsos previstos de capital e juros, com o principal liberado para a empresa (ASSAF NETO, 2012).

As fontes de recursos financeiros exigíveis, de terceiros, assumem vários formatos. Elas estabelecem a remuneração dos credores pelo pagamento de juros e devolução do principal. Assim as empresas se obrigam a cumprir o que está em um documento, contrato ou título. Ao contrário dos dividendos, os pagamentos de juros são dedutíveis para alguns tributos, portanto, o custo de capital de terceiros deve ser apresentado líquido dos efeitos tributários (MARTINS, 2006).

Para Assaf Neto (2012), o custo de capital de terceiros é representado por  $K_i$  e pode também ser apurado após provisão para Imposto de Renda (IR), reduzindo seu custo final.

#### 2.2.3.2 Custo do capital próprio

O custo do capital próprio está ligado à expectativa de lucros. Pode-se considerar que a expectativa dos acionistas é de que a empresa tenha no futuro os mesmos lucros do passado (CASAROTTO FILHO; KOPITKE, 2010).

Os recursos provenientes dos sócios podem ser divididos em duas categorias: retenção de benefícios e ampliação do capital social mediante novas emissões de recursos. Sabendo que o objetivo de uma empresa é maximizar a riqueza dos sócios, a retenção dos benefícios só deve acontecer se a mudança

desses benefícios na empresa for tão atrativa quanto a melhor alternativa de mercado, ou seja, caso os investidores possuam melhores opções para aplicar os recursos, todo o lucro deve ser distribuído como dividendos (MARTINS, 2006).

Ao levantar recursos no mercado acionário, ou mesmo, ao reter parte de seus lucros, a empresa deverá aplicá-los em projetos (ativos) rentáveis, de modo que o retorno produzido possa remunerar seus acionistas em nível equivalente a suas expectativas. Dessa forma, a remuneração mínima exigida pelos acionistas constitui, em última análise, o custo do capital próprio da empresa (ASSAF NETO, 2012, p. 487).

Para Assaf Neto (2012), o custo de capital próprio é representado por  $K_e$  e demonstra o valor de retorno desejado pelos acionistas de uma empresa em suas decisões de aplicação de capital próprio. Um procedimento muito utilizado na prática de determinação do custo do capital próprio é o método do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelos acionistas.

#### **2.2.4 Custo médio ponderado do capital**

O Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC) também é citado por alguns autores pela sua definição americana *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Para Casarotto Filho e Kopittke (2010) o custo do capital de uma empresa deve levar em conta a composição do capital – para isso, deve-se calcular o CMPC.

Geralmente existe a necessidade de manter a relação entre passivos exigíveis e não exigíveis dentro de determinadas faixas, por isso a comparação dos projetos com as fontes específicas de financiamento pode não favorecer a escolha das melhores aplicações de recursos. Por esse motivo é recomendado o acompanhamento do CMPC da empresa. Ele leva em conta determinada estrutura de capital ideal ou possível (MARTINS, 2006).

Para Martins (2006) o uso de uma estrutura de capital ideal e valores de mercado, reflete melhor as expectativas dos fornecedores de recursos, e atenua o problema das variações do risco financeiro.

Para Motta e Calôba (2002) uma forma rápida para se calcular o CMPC é com a seguinte fórmula:

$$V = \text{Lair} \frac{(1 - T)}{(k)}$$

Onde:            V = Valor da empresa  
                     Lair = Lucro antes dos juros e IR  
                     T = Alíquota do IR  
                     k = Custo médio ponderado de capital (CMPC / WACC)

Motta e Calôba (2002) salientam que a empresa deve ser vista como algo corrente e seu custo de capital deve ser calculado como uma média ponderada com os vários tipos de fundos usados: capital de terceiros e capital próprio.

### **2.2.5 Risco**

Souza e Clemente (2004) defendem que dentro da análise de projetos de investimentos trabalha-se com a incerteza, o que impossibilita controlar os eventos futuros. Pode-se prevêê-los, mas não determinar exatamente quando e com que intensidade eles irão ocorrer.

Assaf Neto (2010) comenta que as decisões financeiras não são tomadas em ambiente de total certeza de seus resultados. Por essas decisões estarem voltadas para o futuro é preciso introduzir a variável da incerteza. Toda vez que há incerteza associada a uma distribuição de probabilidade de diversos resultados, ocorre uma situação de risco. Assim diz-se que o risco é a capacidade de mensurar incerteza mediante o conhecimento de probabilidades associados a determinados valores ou resultados.

Quando trata-se de avaliação de empresas o risco está ligado aos componentes econômicos e financeiros. As principais causas do risco econômico ocorrem devido às alterações na economia, tecnologia, crescimento da concorrência, e até mesmo do próprio planejamento e gestão da empresa. Já o risco financeiro está diretamente relacionado com o endividamento da empresa e sua capacidade de pagamento (ASSAF NETO, 2012).

O risco pode ser interpretado pelos desvios dos fluxos futuros de caixa resultantes de uma decisão de investimento. Sua principal medida estatística é a variação dos resultados esperados de caixa em relação à média.

### 2.3 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

As demonstrações contábeis podem ser ajustadas para aproximarem-se do valor econômico da entidade. Ajustes típicos envolvem estoques, ativos intangíveis, *leasing*, entre outros itens patrimoniais (MARTINS, 2006).

Ainda para Martins (2006) existem alguns aspectos que dificultam a utilização das demonstrações contábeis para a obtenção aproximada do valor econômico de uma empresa, como:

- a) Relatórios contábeis normalmente com base em custos históricos afastados de valores correntes;
- b) Contas a receber mencionadas com seu valor futuro, quando o adequado seria o valor presente;
- c) O conservadorismo tende a subestimar os valores dos ativos; e
- d) Muitas operações relevantes que normalmente não são registradas, como: arrendamento mercantil, garantias, *goodwill*, posição em derivativos, dentre outras.

É consagrado que uma das coisas mais importantes para uma decisão de investimento centra-se no dimensionamento dos fluxos previstos de caixa a serem produzidos pelas propostas em análise. Ou seja, a confiança sobre os resultados de um investimento depende em grande parte do acerto com que os seus fluxos de entrada e saída de caixa foram projetados (ASSAF NETO, 2012).

Santos (2005) defende que ao se atribuir valor às empresas, os investidores estão fazendo avaliações de seus potenciais de geração de fluxos de caixa operacionais, que possibilitem receber retornos acima do custo de oportunidade do mercado. Visando isso, a avaliação de empresas representa uma das principais tarefas realizadas por profissionais e empresas, uma vez que o cálculo do valor de mercado gera risco para as atividades operacionais.

### 2.3.1 Métodos de avaliação de empresas

Para Luz (2009) não existe um valor correto para cada empresa com uma comprovação absoluta, mas sim, valores para referência apurados pelas diversas metodologias de avaliação. Esses valores servirão de referência no processo de negociação entre eventuais compradores e vendedores na definição do preço.

Martins (2000) demonstra que não há percepção dos usuários de que todos os modelos até hoje surgidos nada mais são do que visões diferentes do mesmo objeto, o patrimônio, e numa visão ainda mais simples um único elemento patrimonial, o caixa. Com essa falta de visão surgiu a ideia de que os modelos têm conflitos entre eles. O autor tenta mostrar que todas as formas são complementares uma das outras, cada uma para determinado usuário nas suas condições, não havendo nenhuma que sozinha consiga qualidades que satisfaçam a todos.

Existem muitos métodos de avaliação de empresas e para Martins (2006) eles podem ser classificados da seguinte forma:

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

O maior desafio para o avaliador é escolher o mais apropriado e analisar suas limitações. Na prática, o avaliador geralmente aplica vários métodos e compara seus resultados. Isso ajuda na identificação de um valor que represente uma adequada aproximação do valor econômico da empresa (MARTINS, 2006).

Ainda para Martins (2006), atribuir valor para um organismo complexo como uma grande empresa não é uma tarefa fácil. Pode-se assumir diferentes resultados com números completamente distintos. Como exemplo Martins (2006) cita três possibilidades de encaminhamento de um processo de avaliação de empreendimentos:

- a) Soma dos valores específicos dos itens patrimoniais (soma de valores atribuídos aos ativos e passivos individuais);
- b) Global (apura o valor da empresa como um todo, sem base nos itens individuais); e
- c) Misto (combina a soma dos itens patrimoniais com o global).

A Figura 2 demonstra esses encaminhamentos e os exemplifica.

Figura 1 - Avaliação Patrimonial



Fonte: adaptado de Martins (2006).

Esses encaminhamentos mostram que os conceitos de avaliação devem ter base nos valores de troca ou conversão, valores de entrada e valores de saída. Os valores de entrada são aqueles obtidos nos segmentos de mercado de compra, que mostram a importância associada à obtenção de recursos. Já os de saída são os obtidos nas vendas, mostram a importância dada pelo mercado aos recursos de que a empresa dispõe.

Dentre diversos métodos de avaliação de empresas pode-se destacar o Patrimônio Líquido Ajustado, o Fluxo de Caixa Descontado e o Fluxo de Caixa Livre.

### 2.3.1.1 Modelo de Avaliação Patrimonial Contábil

O termo patrimônio significa um conjunto de bens pertencente a uma pessoa ou empresa. Compõe-se também de valores a receber que são chamados de direitos. Relacionando-se somente a bens e direito não pode-se identificar a verdadeira situação da empresa. Patrimônio envolve obrigações, uma empresa pode estar totalmente endividada com números elevados de patrimônio, o que leva a concluir que ele não mede a efetiva riqueza dela (MARION, 2008).

Os métodos patrimoniais destacam o valor da empresa com base no valor do respectivo patrimônio líquido. Pela identidade contábil fundamental, o valor patrimonial é medido pela diferença entre o valor de seus ativos e o montante de suas obrigações (passivo). O valor da empresa é obtido pela soma do patrimônio líquido com o valor do passivo (ASSAF NETO, 2012, p. 686).

Um dos métodos para se valorar uma empresa é o modelo de avaliação patrimonial contábil. Santos e Schmidt (2008) apontam que para que essa metodologia seja utilizada para determinar o valor de uma empresa, é condicionante que os valores de ativos, passivos e patrimônio líquido sejam compatíveis com os seus valores de mercado.

Para Martins (2006) deve-se também verificar se não há um *goodwill* significativo. O modelo de avaliação patrimonial contábil está com base na soma algébrica dos ativos e passivos exigíveis mensurados em conformidade com os princípios contábeis tradicionais. Sua equação seria a seguinte:

Figura 2 - Equação para avaliação patrimonial contábil

Valor da Empresa	=	Ativos contábeis	-	Passivos exigíveis contábeis	=	Patrimônio líquido
---------------------	---	---------------------	---	------------------------------------	---	-----------------------

Fonte: Martins (2006)

Por se tratar de uma metodologia envolvida no valor do custo, apresenta deficiências por desconsiderar as condições de mercado para a realização dos ativos e amortização das dívidas. Outro defeito desse método é que os valores contábeis não refletem os avanços da tecnologia que tanto alteram o valor de ativos, não são consideradas as necessidades de investimento em capital de giro e imobilizados para a manutenção da capacidade da empresa no próximo período (SANTOS; SCHMIDT, 2008).

Em outras palavras, sua restrição está ligada ao fato de a avaliação ser relacionada aos valores passados, já ocorridos, e não projeções futuras de resultados. O valor de uma empresa é sua capacidade de resultado futuro, não valores acumulados de períodos passados (ASSAF NETO, 2012).

Para amenizar essa restrição ao método tem-se a solução de utilizar o valor histórico corrigido, que considera a correção dos valores históricos, atualizando-os

para a moeda de mesmo poder de compra. Em outras palavras, se restabelece o valor dos desembolsos no passado para a data atual, permitindo uma análise patrimonial com valores monetários atualizados (ASSAF NETO, 2012).

#### 2.3.1.2 Fluxo de Caixa

O conceito de fluxo de caixa não coincide normalmente com o resultado contábil da empresa, normalmente apurado pelo regime de competência. O fluxo de caixa é mensurado com as efetivas movimentações de todas as entradas e saídas de valores da empresa. Já o lucro contábil é mensurado pela competência, não incorporando no seu cálculo dispêndios não desembolsáveis, como a depreciação, e não incorporando algumas saídas de caixa que não constituem despesas, como as amortizações de dívidas. Dessa forma deve-se estimar todas as movimentações operacionais efetivas de caixa no seu fluxo (ASSAF NETO, 2012).

Martins (2006) defende que o fluxo de caixa é considerado o modelo que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Isso porque o lucro contábil geralmente deixa a desejar nesse aspecto. O fluxo de caixa propõe-se a retratar o potencial econômico dos itens patrimoniais da empresa.

##### 2.3.1.2.1 Fluxo de Caixa Descontado – FCD

Santos e Zotes (2011, p.19) afirmam que “O modelo de Fluxo de Caixa Descontado – FCD é a metodologia mais disseminada e utilizada pelas empresas, acadêmicos e profissionais na avaliação de projetos, ativos e empresas.” E ainda comentam que o foco central é identificar se esse investimento irá agregar valor aos proprietários e interessados. Esse objetivo distancia os usuários do senso comum de olhar apenas para o patrimônio líquido ou o lucro. Assim, tem-se um foco financeiro e contábil, pois o valor a ser descontado está ligado ao que o ativo vai gerar e não ao que já gerou.

Para Assaf Neto (2010) as empresas são avaliadas por sua riqueza econômica expressa em valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados a uma taxa de atratividade que mostra o custo de oportunidade dos provedores de capital. Nesse método estão inseridos três

princípios gerais: a avaliação é processada com base nos fluxos de caixa operacional; o risco é incorporado na avaliação de investimentos; o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar os proprietários de capital.

Santos (2005) mostra porque esse método é mais utilizado em cálculos de valor empresarial – ele incorpora os fatores que interessam na avaliação de valor: fluxos de caixa e o custo de capital.

“A grande dificuldade na aplicação prática desse método é a estimativa de valores futuros esperados de caixa, principalmente a taxa de crescimento dos dividendos para prazos indeterminados” (ASSAF NETO, 2012, p. 451).

Essas dificuldades existem devido a alguns fatores, como: a empresa estar com incapacidade para pagar passivos e endividada, isso dificulta a aplicabilidade do método pois precisa-se estimar os lucros até os fluxos tornarem-se positivos; outra dificuldade é de os fluxos não seguirem uniformemente os valores, tendo que levar em conta os desvios da economia; ainda quando a empresa possui patentes, que não devem ser avaliadas no mercado pelo modelo do fluxo de caixa (ASSAF NETO, 2012).

Santos e Zotes (2011, p. 19) mostram que “a taxa de crescimento esperada para o segmento da ME e EPP, na sua grande maioria, é aferida com base na subjetividade dos tomadores de decisão, não devendo ser maior que a taxa de crescimento da região ou do município.”.

#### 2.3.1.2.2 Fluxo de Caixa Livre – FCL

Para Copeland (2010) o fluxo de caixa livre é igual aos lucros operacionais após os impostos da empresa, mais encargos não operacionais, menos os investimentos em capital de giro operacional, instalações, equipamentos, entre outros ativos. Eles excluem aspectos financeiros não ligados ao caixa, como as despesas com juros ou dividendos.

Copeland (2010) ainda afirma que a taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o custo de oportunidade de todos os geradores de capital ponderada por sua contribuição relativa para o capital total da empresa, a taxa que se enquadra nessas condições é o custo médio ponderado de capital.

Para fins de avaliação, Martins (2006) afirma que o uso do fluxo de caixa livre (FCL) parece interessante, pois ele é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações esperadas no capital circulante líquido. Em outras palavras, seria o valor disponível para todos os fornecedores de recursos, assim devendo sempre apurá-lo antes do pagamento de dívidas.

Martins (2006) ainda destaca a exclusão das despesas financeiras de depreciação, amortização e exaustão, pois no que se refere a apuração do resultado do empreendimento elas são importantes, representando o caixa a ser retido e tratado como a recuperação dos investimentos realizados pela empresa.

Para o processo de avaliação o que importa são os efeitos que ocorrerão no fluxo futuro de caixa, esses investimentos já realizados não ocorrerão novamente daqui para frente. Então Martins (2006) apura o fluxo de caixa livre da seguinte forma:

Figura 3 - Fluxo de caixa livre

<p>Receita líquida de vendas</p> <p>(-) Custo das vendas</p> <p>(-) Despesas Operacionais</p> <p>(=) <i>Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro</i></p> <p>(+) Ajustes das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa</p> <p>(=) <i>Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão</i></p> <p>(-) Imposto de Renda / Contribuição Social</p> <p>(=) <i>Geração de caixa operacional</i></p> <p>(-) Investimentos (ou desinvestimentos):</p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Permanentes</li> <li>• Circulantes</li> </ul> <p>(=) <i>Fluxo de caixa livre</i></p>
-----------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------------

Fonte: Martins (2006, p. 281).

“O FCL, portanto, seria o fluxo de caixa total do empreendimento, desconsiderando apenas os aspectos relacionados com seu financiamento” (MARTINS, 2006, p. 282).

Martins (2006) conclui que o objeto dessa avaliação é o caixa futuro, porém, o lucro apurado dessa forma nada mais é do que trazer para hoje os lucros a serem apurados na forma tradicional no futuro. Se todas as previsões se efetivarem a diferença final será zero. Trata-se de uma visão do valor presente líquido em uma perspectiva diferente, olha-se praticamente só para o futuro e para as transações ainda não ocorridas.

## 2.4 CONTEXTO ECONÔMICO DO MERCADO DE GASES NO BRASIL

A utilização do gás natural no Brasil começou por volta de 1940 onde houve a descoberta de óleo e gás na Bahia. Inicialmente a produção atendia apenas às indústrias localizadas no Recôncavo Baiano, porém, depois de alguns anos, com o desenvolvimento das bacias do Recôncavo, de Sergipe e de Alagoas, o gás passou a ser utilizado no Pólo Petroquímico de Camaçari, e como combustível para a refinaria Landufo Alves. A ausência de reservas de gás no Brasil fez com quem em 1974 sua participação na matriz de energia primária fosse de apenas 1%, e somente após o final da década de 1990 o mercado de gás natural começou um ciclo de crescimento (COSTAMILAN, 2009).

Segundo Prates *et al.* (2006), o mercado de gás natural no Brasil é relativamente recente, até 1990 poucos estados do Brasil tinham concentração deles e suas reservas eram pouco exploradas. A partir de 2000 nota-se um crescimento no mercado de gás natural significativo graças à construção do gasoduto Brasil-Bolívia (Gasbol), que permitiu complementar a produção nacional rapidamente.

Desde 2000 a oferta interna de gás natural no Brasil tem crescido a uma taxa média de 17% ao ano segundo as informações do BNDES (Banco Nacional do Desenvolvimento), crescimento esse superior ao crescimento médio da economia brasileira (2,2% a.a.) e do crescimento médio da oferta interna de energia (3% a.a.) nos anos de 2000 a 2005. Resultado esse que contribuiu para o crescimento do gás natural na participação da matriz energética nacional de 5,4% em 2000 para 9,3% em 2005.

Segundo Costamilan (2009) as taxas de crescimento significativas atingidas entre 2001 e 2007, onde a demanda se elevou a 9,4% a.a. e passou de 28 para 48 milhões m<sup>3</sup>/d, foram alavancadas graças aos mercados de gás industrial e automotivo. Esses mercados se tornaram vetores de desenvolvimento do gás natural

no Brasil e permitiram um crescimento, assim a participação do gás atingiu 9% em 2007, nove vezes mais do que em 1974.

## 2.5 ESTUDOS EMPÍRICOS

Sander e Kõomägi (2007) investigaram os pontos de vista dos capitalistas da Estônia sobre a avaliação de empresas de alto crescimento e compararam com as recomendações teóricas encontradas em finanças corporativas e literaturas de capital de risco. A metodologia aplicada foi o estudo de caso exploratório com entrevistas estruturadas. As questões mais importantes foram: Como os capitalistas de risco fazem a avaliação na Estônia? Como os capitalistas de risco fazem o levantamento das demonstrações financeiras na Estônia? Como os capitalistas de risco veem o custo do capital?. As perguntas foram realizadas entre os capitalistas de risco da Estônia entre os anos de 2004 e 2005. Os resultados encontrados mostram que a valorização do capital de risco é mais complicada do que a avaliação comum das empresas privadas, e a escolha do método de avaliação depende da avaliação do custo de capital e das projeções das demonstrações financeiras. Os métodos que tomam por base fluxo de caixa são os mais utilizados, porém a estimativa de fluxos futuros é um problema devido ao alto nível de incerteza que complica a projeção futura. As projeções de fluxos de caixa feitos por empresários são questionáveis quanto à confiabilidade, devido ao fato de eles supervalorizarem sua empresa e não estarem familiarizados com os conceitos de finanças.

Schauten, Stegink e Graaff (2010) determinaram o retorno exigido de ativos intangíveis por oito diferentes setores de negócios por meio de um estudo empírico. Para se determinar o desconto das taxas dos ativos intangíveis aplica-se a média ponderada de retorno sobre ativos. Os métodos de avaliação de ativos intangíveis e da taxa de desconto são os seguintes: abordagem de custos, abordagem de mercado, abordagem residual e abordagem do fluxo de caixa descontado para a avaliação de ativos intangíveis, e na determinação da taxa de desconto o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) também levanta a questão de que taxa deve-se usar para se descontar os fluxos futuros de volta ao presente. Para se aplicar a pesquisa utilizaram-se empresas compostas por ativos monetários (capital circulante líquido), ativos fixos tangíveis e intangíveis. Aplicaram-se quatro hipóteses na pesquisa e o resultado foi de que as empresas precisam determinar valor separado de ativos

intangíveis, e se não for possível determinar o valor com base no preço de mercado. As normas internacionais de contabilidade permitem a aplicação do FCD (trata-se de fluxos de caixa esperados descontados a uma taxa de desconto, que deve refletir com precisão o risco do ativo em questão).

A valoração de um ativo é um dos temas mais controversos dentro da administração financeira segundo Santos e Zotes (2011). Os autores apresentam duas ferramentas para valoração de empresas, o fluxo de caixa descontado e a teoria das opções reais (TOR) aplicadas a um estudo de caso onde a empresa é analisada pelas duas técnicas. A pesquisa teve o cuidado de verificar se era possível e em quais condições aplicar as técnicas de valoração em micro empresas e nas empresas de pequeno porte, para isso objetivou-se estudar os principais instrumentos de avaliação, com foco no FCD e na TOR (essa teoria é uma derivação das opções financeiras, a TOR ganha espaço na análise de investimentos por ser capaz de captar o valor da flexibilidade gerencial no decorrer do investimento), e aplicar os métodos em uma realidade empírica. A empresa em análise seria alvo de um processo de incorporação, o que motivou os gestores a compreender o efetivo valor do seu negócio e essa situação permitiu aos autores acesso à empresa e entrevista com os principais gerentes e o acompanhamento do contador.

Após a aplicação dos dois métodos foi atingido o objetivo proposto de se desenvolver as metodologias de avaliação, FCD e TOR, e conseguiu-se apresentar a aplicação prática nas pequenas e médias empresas. O estudo de caso apresentou a TOR como mais sólida na construção de dados em comparação com o FCD, mesmo sendo esse último o predominante como ferramenta de análise. Todavia, a TOR requer uma análise matemática um pouco mais avançada ao FCD, apresentando assim uma grande dificuldade para a aplicação em pequenas empresas. O uso do FCD pode ser aplicado aos valores patrimoniais, tendo em vista que essa metodologia vem para aumentar a riqueza a partir da capacidade de gerar caixa futuro, descontados a uma taxa de risco.

Fernández (2007) objetivou responder a seguinte questão: a avaliação pelo fluxo de caixa descontado chega sempre ao mesmo valor? O artigo mostra 10 métodos de se avaliar empresas pelo fluxo de caixa descontado, são eles: fluxo de caixa livre descontado pelo *Weighted Average Cost of Capital* (WACC); valor de caixa descontado ao retorno exigido ao patrimônio; fluxos de capitais descontados ao WACC antes dos impostos; ajuste a valor presente; fluxos de caixa do negócio

em função do risco descontados ao retorno exigido para o ativo; fluxos de caixa do negócio em função dos riscos de ações com desconto no retorno exigido para o ativo; *Economic Value Added* (EVA) com desconto no WACC; ajuste da taxa do fluxo de caixa livre sem risco descontado; fluxos de caixa livre de risco ajustado a taxa de ações com desconto exigido para o ativo. Após a análise dos dez métodos o autor conclui que todos os métodos chegam ao mesmo valor e esse resultado é lógico, uma vez que todos os métodos analisam a mesma realidade e as mesmas hipóteses, diferindo-se apenas nos fluxos de caixa tomados como ponto de partida para avaliação.

Aguiar e Frezatti (2007) analisaram o potencial e as limitações do uso do EBITDA (*Earnings before interest rates, taxes, depreciation and amortization*), conhecido no Brasil como LAJIDA (Lucro antes dos juros, impostos, depreciação e amortização), como indicador financeiro de longo prazo. Para esta análise utilizaram-se as demonstrações financeiras de três empresas líderes no mercado brasileiro no ramo da telefonia celular. Sob o ponto de vista gerencial, as empresas necessitam de indicadores que permitam que se monitore a eficácia da organização. O estudo de caso foi desenvolvido a partir dos relatórios de administração dos anos de 2003 e 2004 das empresas TIM, Vivo e Claro. Foram coletadas informações financeiras dessas empresas e a partir das demonstrações contábeis calculado o EBITDA e o fluxo de caixa operacional de cada uma delas. Após as análises os resultados devem ser entendidos como um alerta aos gestores, a utilização do EBITDA numa análise de um dado segmento da economia caracterizado por alta participação de custos fixos, permite constatar que ele pode distorcer a visão dos gestores internos e o direcionamento de ações para um foco que não proporcione respostas adequadas à demanda das empresas.

As soluções apresentadas são: quando for possível trocar o EBITDA por um indicador de fluxo de caixa que proporcione condições de analisar não apenas o fluxo de caixa operacional, mas também o fluxo de investimentos; quando não for possível trocar, dispor de outros indicadores que permitam entender tanto o retorno como a liquidez gerados; e dispor de sistema de informações gerenciais que proporcionem análise do resultado econômico precedendo a análise financeira da organização.

Luz *et al.* (2009) verificam os assuntos publicados sobre avaliação de empresas no Brasil, no período de 1998 a 2008, em eventos nacionais de

classificação A de acordo com a Qualis/Capes. Realizou-se um estudo descritivo por meio de pesquisa bibliométrica (defini-se como aplicação da matemática aos livros, artigos e outros meios de comunicação), com abordagem quantitativa. Das várias metodologias de avaliação de empresas adotadas, o fluxo de caixa descontado é a ferramenta de finanças mais utilizada para determinar o valor de uma empresa nos dias atuais.

A primeira etapa da pesquisa foi o levantamento dos periódicos na base de dados da CAPES e dos manuais dos eventos classificados pela Capes com conceito A. Selecionou-se os periódicos do período de 1998 a 2008 com o tema de avaliação de empresas, e foram classificados e analisados da seguinte forma: quantidade de artigos publicados por evento e periódicos e o ano de publicação do artigo com o objetivo de determinar a quantidade de artigos publicados por ano sobre o assunto de avaliação de empresas; a quantidade de autores por artigo com o objetivo de determinar por quantas pessoas o artigo foi elaborado; a quantidade de autores por artigo demonstrado por ano; vínculo institucional dos autores para verificar se os autores possuíam vínculos e quais eram as instituições que pertenciam; os métodos de avaliação com o objetivo de demonstrar quais métodos de avaliação de empresas foram mais utilizados nos artigos; a classificação da pesquisa, com o objetivo de verificar se a pesquisa era teórica ou empírica e obras mais referenciadas nos artigos.

Foram analisados 32 artigos publicados entre 1998 e 2008, o ano que mais houve publicação foi de 2003 e 2004, 60% dos artigos analisados foram empíricos e 40% teóricos e o método do fluxo de caixa descontado foi o mais abordado nos artigos, o que confirma a teoria de diversos autores que afirmam ser o método mais utilizado no processo de Avaliação de Empresas.

### 3 ESTUDO DE CASO

#### 3.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DA EMPRESA

Por solicitação da empresa em estudo, foi preservada a razão social da organização nesta pesquisa, sendo assim, o nome fictício será tratado como sendo Alfa Comércio de Gases Industriais Ltda.

A empresa Alfa Comércio de Gases Industriais Ltda trabalha com a locação de cilindros de gás e a distribuição de gases industriais, que são utilizados nas indústrias principalmente para solda, como:

- a) Oxigênio comprimido;
- b) Acetileno Dissolvido;
- c) Agamix 20;
- d) Argônio comprimido;
- e) Nitrogênio comprimido;
- f) Dióxido de carbono;
- g) Mison gás comprimido.

Foi fundada em junho de 2008 após uma cisão parcial de uma outra empresa dos mesmos sócios que vendia ferramentas e gases industriais. É considerada uma distribuidora autorizada da Linde Gases, parte do grupo Linde, que está instalado no mercado brasileiro desde 1915.

Com sua sede localizada na serra gaúcha, atende em média mil clientes e conta com seis funcionários, sendo um do administrativo e cinco vendedores, atingindo um faturamento em 2013 de mais de R\$ 2.000.000,00 trabalhando com a venda fora do estabelecimento de gás pela região serrana. Perante a Junta Comercial do Estado do Rio Grande do Sul a empresa Alfa está enquadrada como uma EPP (Empresa de Pequeno Porte), sendo que a sua forma de tributação adotada é o Lucro Presumido. A empresa não optou pelo regime de tributação do Simples Nacional na sua abertura pelo fato de seus clientes não poderem aproveitar o crédito de ICMS, o que os levaria a optar por comprar de outros fornecedores não optantes do simples nacional. Outro motivo que ao longo do tempo surgiu foi o fato dos seus sócios possuírem outras empresas em seu nome, cujo somatório de faturamento ultrapassa o limite do Simples Nacional.

Como ocorre em outros ramos no Brasil, a venda de gás está se aproximando de se tornar um monopólio. Empresas grandes estão controlando o valor do gás no mercado e dificultando os negócios para as pequenas empresas revendedoras. Os sócios da empresa se motivaram a saber seu real valor quando foi se percebendo a dificuldade de comercialização do produto, sendo um intermediário de mercado, pois a indústria começou a fazer vendas diretas a clientes que até então a própria empresa atuava. Com uma proposta de outra empresa de grande porte do mesmo ramo da região buscou-se avaliar o real valor de venda da empresa, e se este era vantajoso aos atuais proprietários.

### 3.2 CÁLCULOS DA AVALIAÇÃO DA EMPRESA

Para iniciar os estudos de avaliação da empresa Alfa foram coletadas as informações necessárias com o contador da empresa, como o balanço patrimonial de 2008 a 2013 que seguem nos Anexos A e B e a DRE (demonstração do resultado do exercício) de 2009 a 2013, que seguem nos Anexos C e D.

#### 3.2.1 Estrutura de capital da empresa Alfa

Para Assaf Neto (2012) o custo de capital de uma empresa é considerado como uma remuneração mínima exigida pelos sócios sobre as suas fontes de recursos. Antes de iniciar os cálculos de valoração foi necessário apresentar o percentual de capital próprio, capital de terceiros e o custo médio ponderado de capital da empresa Alfa conforme informações da Tabela 1.

Tabela 1 – Custo de capital

	2013	2012	2011	2010	2009
Capital Próprio - PL	793.463,16	920.555,47	910.170,09	922.528,83	856.969,55
Custo Capital Próprio - %	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%
Custo Capital Próprio - R\$	79.346,32	92.055,55	91.017,01	92.252,88	85.696,96
Capital de Terceiros	23.199,96	41.305,39	43.473,89	21.780,93	26.412,73
Despesas Financeiras	2.838,93	7.120,41	10.221,58	7.905,82	5.886,63
Custo do Capital de Terceiros	12,24%	17,24%	23,51%	36,30%	22,29%
Custo Médio Ponderado de Capital	10,06%	10,31%	10,62%	10,61%	10,37%
Média do Custo Médio Ponderado de Capital				10,39%	

Fonte: dados da pesquisa.

Como é apresentado na Tabela 1 o capital próprio da empresa Alfa é representado pelo seu patrimônio líquido, e o seu custo de capital próprio foi determinado pelos atuais investidores em 10%, por ser a taxa esperada de retorno sobre o capital investido na empresa.

O custo de capital de terceiros é considerado sobre os passivos onerosos, aqueles que geram despesas financeiras para a empresa. O valor apresentado na Tabela 1 se dá pela razão das despesas financeiras de cada ano sobre o capital de terceiros, representado aqui como o valor pago dentro do ano de empréstimos e financiamentos, cujos valores são extraídos do balanço patrimonial presente nos Anexos A e B. Evidencia-se que o custo de capital de terceiros da empresa esta ligado somente aos empréstimos e financiamentos.

Para o cálculo do custo médio ponderado de capital também apresentado na Tabela 1 foi realizada a soma das despesas financeiras com o custo de capital próprio em reais e o resultado dessa adição foi dividido pela soma do capital de terceiros com o capital próprio, resultado esse apresentado em percentual. Para utilização no estudo do CMPC foi realizado o cálculo da média dos resultados dos 5 anos, chegando a um valor médio de 2009 a 2013 de 10,39%.

### **3.2.2 Avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado**

Segundo Martins (2006) perante os modelos existentes de avaliação, o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Então, definiu-se utilizar dois métodos que trabalham com o fluxo de caixa, o descontado e o livre. Ainda para Martins (2006), como indicador da capacidade de geração de riqueza, encontra-se no fluxo de caixa a evidência e a eficiência esperada do negócio, ele ainda propõe apresentar o potencial econômico dos itens patrimoniais em determinado empreendimento.

No método do fluxo de caixa descontado analisa-se o valor da empresa líquido e o valor da empresa para o acionista e compara-se os resultados obtidos.

Para a aplicação do método do FCD (Fluxo de Caixa Descontado) foram desenvolvidas tabelas com os balanços patrimoniais e DRE simplificados para facilitar a visualização dos valores, esses foram extraídos dos Anexos A, B, C e D. As Tabelas 2, 3, e 4 apresentam esses valores resumidos.

Tabela 2 – Balanço Patrimonial resumido dos anos de 2013 a 2009.

<b>BALANÇO PATRIMONIAL EM R\$</b>			
<b>2013</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
DISPONÍVEL	8.245,56	FORNCEDORES	63.046,77
CLIENTES	196.918,14	CONTAS A PAGAR	107.797,51
OUTROS CRÉDITOS	53.358,45	EMPRÉSTIMOS	22.110,84
ESTOQUE	232.410,77	CAPITAL SOCIAL	478.630,00
IMOBILIZADO	495.485,36	LUCROS ACUMULADOS	314.833,16
<b>TOTAL</b>	<b>986.418,28</b>	<b>TOTAL</b>	<b>986.418,28</b>
<b>2012</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
DISPONÍVEL	41.799,19	FORNCEDORES	85.422,51
CLIENTES	198.327,13	CONTAS A PAGAR	63.867,44
OUTROS CRÉDITOS	52.624,68	EMPRÉSTIMOS	45.080,78
ESTOQUE	217.878,35	CAPITAL SOCIAL	478.630,00
IMOBILIZADO	604.296,85	LUCROS ACUMULADOS	441.925,47
<b>TOTAL</b>	<b>1.114.926,20</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1.114.926,20</b>
<b>2011</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
DISPONÍVEL	19.919,86	FORNCEDORES	92.074,74
CLIENTES	221.394,98	CONTAS A PAGAR	83.498,11
OUTROS CRÉDITOS	52.218,01	EMPRÉSTIMOS	91.998,85
ESTOQUE	209.311,89	CAPITAL SOCIAL	478.630,00
IMOBILIZADO	674.897,05	LUCROS ACUMULADOS	431.540,09
<b>TOTAL</b>	<b>1.177.741,79</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1.177.741,79</b>
<b>2010</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
DISPONÍVEL	40.986,00	FORNCEDORES	90.623,12
CLIENTES	178.645,22	CONTAS A PAGAR	70.262,06
OUTROS CRÉDITOS	52.101,46	EMPRÉSTIMOS	130.220,71
ESTOQUE	141.315,50	CAPITAL SOCIAL	478.630,00
IMOBILIZADO	800.586,54	LUCROS ACUMULADOS	443.898,83
<b>TOTAL</b>	<b>1.213.634,72</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1.213.634,72</b>
<b>2009</b>			
<b>ATIVO</b>		<b>PASSIVO</b>	
DISPONÍVEL	67.624,55	FORNCEDORES	131.015,99
CLIENTES	188.079,51	CONTAS A PAGAR	74.920,55
OUTROS CRÉDITOS	36.063,09	EMPRÉSTIMOS	64.026,95
ESTOQUE	70.638,43	CAPITAL SOCIAL	478.630,00
IMOBILIZADO	764.527,46	LUCROS ACUMULADOS	378.339,55
<b>TOTAL</b>	<b>1.126.933,04</b>	<b>TOTAL</b>	<b>1.126.933,04</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 3 – DRE resumido do ano de 2013 a 2011.

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO EM R\$</b>	
<b>2013</b>	
VENDAS	1.689.835,76
CMV	-686.059,03
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.003.776,73</b>
DESPESAS OPERACIONAIS	-670.116,29
DEPRECIÇÃO	-111.391,49
DESPESAS FINANCEIRAS	-21.495,21
JUROS COM EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	-2.838,93
RECEITAS FINANCEIRAS	6.446,43
RECEITAS NÃO OPERACIONAIS	0,00
<b>LUCRO ANTER IR E CS</b>	<b>204.381,24</b>
PROVISÃO IR E CS	-51.185,26
<b>LUCRO LÍQUIDO</b>	<b>153.195,98</b>
<b>2012</b>	
VENDAS	1.644.867,56
CMV	-680.846,40
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>964.021,16</b>
DESPESAS OPERACIONAIS	-590.511,34
DEPRECIÇÃO	-70.600,20
DESPESAS FINANCEIRAS	-24.651,76
JUROS COM EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	-7.120,41
RECEITAS FINANCEIRAS	5.889,01
<b>LUCRO ANTER IR E CS</b>	<b>277.026,46</b>
PROVISÃO IR E CS	-50.203,40
<b>LUCRO LIQUIDO</b>	<b>226.823,06</b>
<b>2011</b>	
VENDAS	1.724.795,15
CMV	-720.339,79
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.004.455,36</b>
DESPESAS OPERACIONAIS	-602.694,36
DEPRECIÇÃO	-77.018,40
DESPESAS FINANCEIRAS	-29.192,13
JUROS COM EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	-10.221,58
RECEITAS FINANCEIRAS	3.331,76
RECEITAS NÃO OPERACIONAIS	235.548,91
<b>LUCRO ANTER IR E CS</b>	<b>524.209,56</b>
PROVISÃO IR E CS	-56.063,94
<b>LUCRO LIQUIDO</b>	<b>468.145,62</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Tabela 4 – DRE resumido do ano de 2010 e 2009

<b>DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO EM R\$</b>	
<b>2010</b>	
VENDAS	1.704.301,02
CMV	-673.927,10
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.030.373,92</b>
DESPEAS OPERACIONAIS	-520.230,17
DEPRECIACÃO	-58.662,38
DESPEAS FINANCEIRAS	-26.847,99
JUROS COM EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	-7.905,82
RECEITAS FINANCEIRAS	7.907,56
DESPEAS NÃO OPERACIONAIS	-262,11
<b>LUCRO ANTER IR E CS</b>	<b>424.373,01</b>
PROVISÃO IR E CS	-51.947,89
<b>LUCRO LIQUIDO</b>	<b>372.425,12</b>
<b>2009</b>	
VENDAS	1.216.271,29
CMV	-217.309,84
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>998.961,45</b>
DESPEAS OPERACIONAIS	-470.079,04
DEPRECIACÃO	-54.893,97
DESPEAS FINANCEIRAS	-29.059,56
JUROS COM EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	-5.886,63
RECEITAS FINANCEIRAS	8.436,40
RECEITAS NÃO OPERACIONAIS	36.649,42
<b>LUCRO ANTER IR E CS</b>	<b>484.128,07</b>
PROVISÃO IR E CS	-49.437,45
<b>LUCRO LIQUIDO</b>	<b>434.690,62</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Seguindo o modelo de avaliação proposto por Martins (2006) apresentam-se as Tabelas 2, 3, e 4 com os valores nominais, ou seja, valores da época em que foram encerradas as demonstrações em cada período, resumidos do Balanço Patrimonial e da DRE, com elas foi possível chegar aos valores do lucro operacional antes da depreciação, valor do último fluxo de caixa, valor das despesas financeiras com empréstimos e financiamentos, valor da dívida dos empréstimos e financiamentos, valor presente do caixa operacional produzido pelos ativos e o valor presente do último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida do período de 2009 a 2013 da empresa Alfa, apresentados na Tabela 5.

Tabela 5 – Valores para cálculo do FCD.

Valores em R\$	2013	2012	2011	2010	2009
Lucro Operacional antes da depreciação	315.772,73	347.626,66	601.227,96	483.035,39	539.022,04
Valor do último fluxo de caixa	244.619,35	263.633,94	183.055,03	69.840,83	56.379,00
Despesas financeiras com empréstimos e financiamentos	-2.838,93	-7.120,41	-10.221,58	-7.905,82	-5.886,63
Dívida dos empréstimos e financiamentos	22.110,84	45.080,78	91.998,85	130.220,71	64.026,95
VP caixa operacional produzido pelos ativos	318.611,66	354.747,07	611.449,54	490.941,21	544.908,67
VP último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida	266.730,19	308.714,72	275.053,88	200.061,54	120.405,95

Fonte: dados da pesquisa.

Os valores apresentados como lucro operacional antes da depreciação na segunda linha da Tabela 5 são obtidos das Tabelas 3 e 4, o DRE resumido da empresa. São representados pelo lucro operacional, antes do imposto de renda e da contribuição social, e somado a esse valor as depreciações do período. Chegando assim ao valor líquido antes da depreciação.

Já os valores do último fluxo de caixa são a soma dos valores de disponível, clientes e estoque presentes no ativo da empresa Alfa na Tabelas 2, e o resultado dessa adição é subtraído do resultado da soma dos valores de fornecedores, contas a pagar e empréstimos do passivo do balanço patrimonial também apresentado na Tabelas 2. Esses valores demonstram o caixa líquido após o pagamento das dívidas de curto prazo. Nesse cálculo excluiu-se os outros créditos do disponível devido a se tratar de valores de adiantamento de salário, adiantamento a fornecedores e impostos a recuperar, como medida de prudência a possíveis questionamentos dos novos proprietários quanto à veracidade desses valores.

Ainda na Tabela 5 tem-se os valores anuais das despesas financeiras com empréstimos e financiamentos que são retirados das Tabelas 3 e 4 e os valores da dívida de empréstimos e financiamentos retirados da Tabelas 2.

Para os valores do Valor Presente (VP) de caixa operacional produzidos pelos ativos utilizou-se o valor do lucro operacional antes da depreciação presente na Tabela 5 e somaram-se os juros sobre empréstimos e financiamentos pagos dentro do ano presente nas Tabelas 3 e 4, ou seja, tem-se assim o valor do caixa operacional produzido pelos ativos antes da depreciação e dos juros.

A última linha da Tabela 5 apresenta o VP do último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida, que nada mais é do que o valor do último fluxo somado do valor dos empréstimos presentes na Tabela 2.

Entende-se que para calcular o valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado esses valores devem ser trazidos a VP, então os mesmos foram atualizados pelo índice de IGPM (Índice Geral de Preços Médio) para a data de 31/12/2013, sendo considerada esta como valor presente.

A Fundação Getulio Vargas (FGV) calcula o IGPM mensalmente e o divulga em seu *site*, a soma dos IGPMs mensais são considerados o acumulado do ano (Portal FGV).

Tabela 6 – Valores para cálculo do FCD atualizado pelo IGPM acumulado

Valores em R\$	2013	2012	2011	2010	2009
IGPM Acumulado do ano em %	5,5257%	7,8119%	5,0977%	11,3220%	-1,7123%
Lucro Operacional antes da depreciação	315.772,73	366.835,47	684.012,61	577.560,00	717.473,19
Valor do último fluxo	244.619,35	278.201,56	208.260,36	83.507,90	75.044,09
Despesas financeiras com empréstimos e financiamentos	-2.838,93	-7.513,86	-11.629,02	-9.452,90	-7.835,49
Dívida dos empréstimos e financiamentos	22.110,84	47.571,81	104.666,41	155.703,44	85.224,01
VP caixa operacional produzido pelos ativos	318.611,66	374.349,33	695.641,63	587.012,90	725.308,67
VP último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida	266.730,19	325.773,37	312.926,77	239.211,34	160.268,11

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 6 são apresentados todos os valores da Tabela 5, porém agora atualizados pelo índice acumulado de cada ano do IGPM até a data de 31/12/2013. Sobre o ano de 2009 aplica-se o IGPM de 2010, 2011, 2012 e 2013 com cálculos de juros composto, seguindo esse raciocínio, para o ano de 2010 aplica-se o IGPM de 2011, 2012 e 2013, para o ano de 2011 aplica-se o IGPM de 2012 e 2013, para 2012 aplica-se o IGPM de 2013 e no ano de 2013 não há correção dos valores por ter sido considerada a data de 31/12/2013 como última para o valor presente.

Tabela 7 – Fluxo de Caixa Descontado

	<b>Projeção</b>
Lucro Operacional antes da depreciação	2.090.103,05
Valor do último fluxo	783.642,70
Despesas financeiras com empréstimos e financiamentos	-24.108,20
Dívida dos empréstimos e financiamentos	22.110,84
VP caixa operacional produzido pelos ativos	2.120.670,40
VP último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida	1.110.693,25

Fonte: dados da pesquisa.

Com os valores da Tabela 6 procedeu-se com a projeção do fluxo de caixa descontado da empresa Alfa na Tabela 7. Para fazer a projeção do lucro operacional antes da depreciação e a projeção do VP de caixa operacional produzido pelos ativos foi realizado o cálculo de fluxo de caixa no período de 5 anos com uma taxa de custo de capital próprio de 10% a.a., o período de 2009 a 2013 foram trazidos a valor presente. Utiliza-se o fluxo de caixa para chegar nessa projeção pois toma-se como pressuposto que os valores se repetirão ao longo dos exercícios. Essa é a técnica apontada por Martins (2006) que toma por base normalmente os últimos 5 exercícios finalizados.

Para se chegar na projeção do valor do último fluxo, das dívidas dos empréstimos e financiamento e no VP do último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida, utilizou-se o cálculo de VP, foi necessário calcular cada ano separado o seu valor presente e somar os resultados de 2009 a 2013. Consideram-se os valores da Tabela 6 de cada ano como valor futuro e seus períodos da seguinte forma: 2009 período de quatro anos, 2010 período de três anos, 2011 período de dois anos, 2012 período de um ano e 2013 mantendo período zero e valor original por já estar no tempo presente. A taxa de desconto utilizada foi o custo de capital próprio de 10% a.a. A soma dos resultados anuais resulta no valor da projeção desses itens na Tabela 7.

No resultado das despesas financeiras com empréstimos e financiamentos realizou-se o mesmo cálculo citado acima de VP, porém com as taxas anuais diferenciadas. A taxa de desconto utilizada foi o custo de capital de terceiros devido à atualização das despesas financeiras, este representa o percentual pago de despesas sobre empréstimos e financiamentos dentro daquele ano, valores esses retirados da Tabela 1. Para o ano de 2009 22,29%, para 2010 36,30%, para 2011 23,51%, para 2012 17,24% e para 2013 12,24%. A soma dos resultados anuais

resulta no valor da projeção desses itens na Tabela 7. O CMPC calculado na Tabela 1 foi desconsiderado para este cálculo em virtude de se afastar muito da realidade que a empresa vinha pagando a título de juros. Logo, foram usados os custos efetivos apresentados na DRE e obtidos através da divisão do valor acumulado das despesas financeiras pelo saldo do empréstimo que ficou no balanço ao final de cada ano.

Nos cálculos onde utiliza-se o valor presente, o caixa deve ser trazido a tempo de hoje para ver o quanto se tem disponível, sem considerar o efeito do custo de oportunidade determinado pelo atual acionista.

Tabela 8 – Valor da empresa pelo método do FCD

	<b>Valor da Empresa</b>	<b>Valor do Acionista</b>
Valor da Empresa (ativos)	3.231.363,65	2.873.745,75
Valor presente da dívida	-22.110,84	-22.110,84
<b>Valor</b>	<b>3.209.252,81</b>	<b>2.851.634,91</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 8 apresenta-se o valor final da empresa líquido e o valor para os acionistas. O valor da empresa (ativos) apresentado na primeira situação é a soma dos valores de VP caixa operacional produzido pelos ativos R\$ 2.120.670,40 e de VP último fluxo de caixa sem o efeito de quitação de dívida R\$ 1.110.693,25, presentes na Tabela 7. Já para a segunda situação, no valor do acionista, o valor da empresa (ativos) apresentado é a soma do lucro líquido antes da depreciação de R\$ 2.090.103,05 com o valor do último fluxo R\$ 783.642,70 também presente na Tabela 7. O valor presente da dívida R\$ -22.110,84, nada mais é do que o valor que a empresa deve hoje de empréstimos e financiamentos.

Segundo o método do FCD o valor da empresa pode ser negociado entre R\$ 2.851.634,91 e de R\$ 3.209.252,81.

### 3.2.3 Avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Livre

Para Martins (2006) FCD, método utilizado na seção anterior, não prevê novos investimentos, variações no capital de giro líquido operacional da empresa e alterações em seu imobilizado. Para o FCL, considera-se essas necessidades de liberação de caixa.

Para se avaliar a empresa Alfa pelo método do FCL, utilizou-se um período de projeção de 5 anos futuros. Os valores iniciais partem do ano zero, considerado o ano de 2013 e vão até o período cinco, ano de 2018.

Tabela 9 – DRE do FCL – período 2013 a 2018

DRE	Ano 0 - 2013	Ano 1 - 2014	Ano 2 - 2015
Vendas	2.067.449,44	2.170.821,91	2.279.363,01
Serviços Prestados	53.333,20	55.999,86	58.799,85
(-) Deduções	-430.946,88	-452.494,22	-475.118,94
(-) CMV	-686.059,03	-720.361,98	-756.380,08
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>1.003.776,73</b>	<b>1.053.965,57</b>	<b>1.106.663,84</b>
(-) Despesas Operacionais	-803.002,99	-803.002,99	-803.002,99
<b>(=) Lucro Operacional</b>	<b>200.773,74</b>	<b>250.962,58</b>	<b>303.660,85</b>
(-) Despesas Financeiras	-2.838,93	-2.980,88	-3.129,92
(+) Receitas Financeiras	6.446,43	6.768,75	7.107,19
<b>(=) Lair</b>	<b>204.381,24</b>	<b>254.750,45</b>	<b>307.638,12</b>
IR/CS	-51.185,26	-53.795,53	-56.485,31
<b>(=) Lucro Líquido</b>	<b>153.195,98</b>	<b>200.954,92</b>	<b>251.152,82</b>
LL/PL		18,8033%	
Taxa Receitas financeiras		0,3040%	
Taxa Despesas financeiras		0,1339%	
	<b>Ano 3 - 2016</b>	<b>Ano 4 - 2017</b>	<b>Ano 5 - 2018</b>
Vendas	2.393.331,16	2.512.997,72	2.638.647,60
Serviços Prestados	61.739,85	64.826,84	68.068,18
(-) Deduções	-498.874,88	-523.818,63	-550.009,56
(-) CMV	-794.199,08	-833.909,04	-875.604,49
<b>(=) Lucro Bruto</b>	<b>1.161.997,04</b>	<b>1.220.096,89</b>	<b>1.281.101,73</b>
(-) Despesas Operacionais	-803.002,99	-803.002,99	-803.002,99
<b>(=) Lucro Operacional</b>	<b>358.994,05</b>	<b>417.093,90</b>	<b>478.098,74</b>
(-) Despesas Financeiras	-3.286,42	-3.450,74	-3.623,27
(+) Receitas Financeiras	7.462,55	7.835,68	8.227,46
<b>(=) Lair</b>	<b>363.170,18</b>	<b>421.478,84</b>	<b>482.702,93</b>
IR/CS	-59.309,57	-62.275,05	-65.388,80
<b>(=) Lucro Líquido</b>	<b>303.860,61</b>	<b>359.203,79</b>	<b>417.314,13</b>
LL/PL		18,8033%	
Taxa Receitas financeiras		0,3040%	
Taxa Despesas financeiras		0,1339%	

Fonte: dados da pesquisa.

Conforme os dados apresentados na Tabela 9, o DRE de 2013 é extraído do Anexo D e é representado como ano zero, este foi projetado 5 anos para frente. Para as vendas, os serviços prestados, as deduções sobre as vendas e o CMV (custo da mercadoria vendida) aplicou-se uma taxa de crescimento esperada em 5% a.a. que é o valor acumulado em percentual do IGPM no ano de 2013. Sobre as vendas do ano de 2013 R\$ 2.067,449,44 acresceu-se 5% e tem-se o valor esperado

de faturamento para 2014, de R\$ 2.170.821,91, para 2015 aplicamos 5% a mais sobre o valor de 2014 e assim sucessivamente até chegar ao faturamento esperado de 2018.

A soma das vendas, serviços prestados, deduções e CMV resultaram nos valores de lucro bruto também apresentados no DRE projetado da Tabela 9. As despesas operacionais são mantidas iguais com o passar dos anos e o valor delas descontadas do lucro bruto resulta no lucro operacional.

As despesas financeiras são acrescidas de uma taxa de 0,1339% a.a. que é obtida sobre a razão das despesas financeiras de 2013 sobre o faturamento (vendas mais serviços prestados) também de 2013. Para o ano de 2014 aplicou-se essa taxa percentual sobre o faturamento esperado para 2014, para 2015 sobre o faturamento esperado de 2015 e assim sucessivamente.

Nas receitas financeiras o procedimento é semelhante com o das despesas financeiras, calculou-se a taxa a ser utilizada pela razão das receitas financeiras do ano de 2013 pelo faturamento (vendas mais serviços prestados) também do ano de 2013. A taxa encontrada de 0,3040% a.a. é multiplicada pelo faturamento de cada ano para se chegar ao valor das receitas financeiras.

Como a maior parte das receitas financeiras representam valores de juros recebidos e descontos financeiros obtidos, que possuem ligação direta com faturamento da empresa, o percentual de crescimento é calculado através de análise vertical. Da mesma forma as despesas financeiras têm grande representatividade dos valores de despesas bancárias e de cartório, que também estão diretamente ligadas ao faturamento.

A partir do Lucro Operacional subtrai-se as despesas financeiras encontradas de projeção e adiciona-se as receitas financeiras, resultando no Lair (lucro antes do imposto de renda e contribuição social) da empresa Alfa.

Como a Alfa Comércio de Gases Industriais Ltda. é tributada pelo lucro presumido, os percentuais de IR e Contribuição Social (CS) são os mesmos utilizados sobre a receita bruta menos deduções conforme dispõe a legislação tributária.

Tabela 10 - Lucro presumido do FCL

<b>LUCRO PRESUMIDO DOS EXERCÍCIOS</b>					
	<b>Ano 1 - 2014</b>	<b>Ano 2 - 2015</b>	<b>Ano 3 - 2016</b>	<b>Ano 4 - 2017</b>	<b>Ano 5 - 2018</b>
Base para IR	191.585,71	201.164,99	211.223,24	221.784,41	232.873,63
Base para CS	278.418,58	292.339,51	306.956,49	322.304,31	338.419,53
IR – 15%	28.737,86	30.174,75	31.683,49	33.267,66	34.931,04
CS – 9%	25.057,67	26.310,56	27.626,08	29.007,39	30.457,76
<b>IR + CS</b>	<b>53.795,53</b>	<b>56.485,31</b>	<b>59.309,57</b>	<b>62.275,05</b>	<b>65.388,80</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 10 é apresentado o cálculo do valor do IR e da CS sobre as projeções da Tabela 9. Como a empresa é tributada pelo lucro presumido precisa-se achar a base de cálculo de IR e CS. Para IR utiliza-se como base 8% sobre o faturamento de vendas e 32% sobre o faturamento de serviços prestados do ano. Para a CS utiliza-se como base 12% sobre o faturamento das vendas e 32% sobre o faturamento de serviços prestados do ano. Após evidenciar as bases de cálculo para cada imposto aplica-se 15% sobre a base de IR e 9% sobre a base de CS e obtém-se o resultado de IR e CS a recolher. A empresa não possui adicional de IR de 10% pois em nenhum dos anos projetados a sua base de lucro passou dos R\$ 240.000,00.

O Lair sendo subtraído do IR e CS resulta no LL (lucro líquido) do período. Pode-se observar que em 2013 a empresa possui um LL de R\$ 153.195,98 e em 2018 a projeção é de ter R\$ 417.314,13, um aumento de 172,41% de lucro em 5 anos se a empresa alcançar um crescimento de 5% ao ano. Porém analisando o crescimento nas vendas que em 2013 é de R\$ 2.067.449,44 para 2018 que poderá ser de R\$ 2.638.647,60 a variação percentual é de somente 27,63%. Então, pode-se afirmar que com 27,63% de crescimento no faturamento o lucro líquido da empresa Alfa cresce 172,41%.

A partir do DRE projetado na Tabela 9, montou-se as Tabelas 11 e 12 com o FCL da empresa e do acionista.

Tabela 11 - Fluxo de Caixa Livre da Empresa

FLUXO DE CAIXA LIVRE DA EMPRESA						
	Ano 0 - 2013	Ano 1 - 2014	Ano 2 - 2015	Ano 3 - 2016	Ano 4 - 2017	Ano 5 - 2018
Lucro Operacional	200.773,74	250.962,58	303.660,85	358.994,05	417.093,90	478.098,74
IR/CS Ajustado	-51.185,26	-53.795,53	-56.485,31	-59.309,57	-62.275,05	-65.388,80
<b>FCL Empresa</b>	<b>149.588,48</b>	<b>197.167,05</b>	<b>247.175,55</b>	<b>299.684,48</b>	<b>354.818,85</b>	<b>412.709,94</b>
Variação %	-	31,81%	25,36%	21,24%	18,40%	16,32%
Perpetuidade	-	179.242,77	204.277,31	225.157,38	242.346,05	256.260,40
Soma da perpetuidade				1.107.283,92		

Fonte: dados da pesquisa.

O valor do Lucro Operacional retirado da Tabela 9 descontado da provisão de IR e CS retirados da Tabela 10 representa o fluxo de caixa livre da empresa do ano de 2013 até as projeções de cinco anos futuros na Tabela 11. O percentual de variação apresentado é calculado pela diferença de um ano para o outro em termos de crescimento do FCL da empresa comparado com o ano anterior.

Martins (2006) comenta que perpetuidade é aquele valor que o negócio possuirá após o período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento.

A perpetuidade da Tabela 11 é calculada pelo VP. O FCL do período é determinado como futuro valor (FV), a taxa utilizada é o custo de capital próprio de 10% a.a., e o período é representado em cada ano pelo período de projeção, 2014 período 1, 2015 período 2 e assim sucessivamente. Somando-se todas as perpetuidades dos períodos futuros, obtêm-se o valor da perpetuidade da empresa.

Tabela 12 - Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA O ACIONISTA						
	Ano 0 - 2013	Ano 1 - 2014	Ano 2 - 2015	Ano 3 - 2016	Ano 4 - 2017	Ano 5 - 2018
Lucro Operacional	200.773,74	250.962,58	303.660,85	358.994,05	417.093,90	478.098,74
Despesas Financeiras	-2.838,93	-2.980,88	-3.129,92	-3.286,42	-3.450,74	-3.623,27
Subtotal	197.934,81	247.981,70	300.530,93	355.707,63	413.643,16	474.475,47
IR/CS Ajustado	-51.185,26	-53.795,53	-56.485,31	-59.309,57	-62.275,05	-65.388,80
<b>FCL Acionista</b>	<b>146.749,55</b>	<b>194.186,17</b>	<b>244.045,63</b>	<b>296.398,06</b>	<b>351.368,11</b>	<b>409.086,67</b>
Variação %	-	32,32%	25,68%	21,45%	18,55%	16,43%
Perpetuidade	-	176.532,88	201.690,60	222.688,25	239.989,15	254.010,64
Soma da perpetuidade				1.094.911,52		

Fonte: dados da pesquisa.

A Tabela 12 apresenta o FCL do acionista da empresa. Da mesma forma que foi abordado na Tabela 11, o Lucro Operacional é composto de valores retirados da Tabela 9, a provisão de IR e CS da Tabela 10, e o que tem de diferente no FCL do acionista que não tem no FCL da empresa são as despesas financeiras. Essas são retiradas da Tabela 9, ano a ano da projeção.

A variação percentual, a perpetuidade e a soma da perpetuidade são apresentadas da mesma forma que na Tabela 11. Percebe-se uma pequena diferença de R\$ 12.372,40 na perpetuidade do FCL da empresa R\$ 1.107.283,92 para o FCL do acionista R\$ 1.094.911,52 no período projetado de 5 anos.

Tabela 13 - Valor da empresa pelo método do FCL

	<b>Empresa</b>	<b>Acionista</b>
Perpetuidade	4.127.099,42	4.090.866,68
Valor Presente da Perpetuidade	2.562.604,03	2.540.106,35
Valor Presente do FCL da Empresa	1.107.283,92	1.094.911,52
Aplicações Financeiras	0,00	0,00
Dívidas	-22.110,84	-22.110,84
<b>Valor da empresa</b>	<b>3.647.777,11</b>	<b>3.612.907,03</b>

Fonte: dados da pesquisa.

Na Tabela 13 é apresentado o valor final da empresa no método do FCL. O valor da perpetuidade da empresa é obtido da divisão do valor da perpetuidade do ano projetado de 2018 R\$ 412.709,94 que se encontra na Tabela 11 pelo custo de capital próprio, 10% a.a.. Da mesma forma para o acionista, divide-se a perpetuidade de 2018 do FCL do acionista R\$ 409.086,67 que se encontra na Tabela 12, pelo custo de oportunidade de 10% a.a..

O valor da perpetuidade da empresa e do acionista é trazido a valor presente a uma taxa de 10% a.a. com período de 5 anos, que é a projeção utilizada no cálculo. O valor da soma das perpetuidades anuais apresentadas nas Tabelas 11 e 12 são apresentadas também na Tabela 13.

A empresa não possui aplicações financeiras e sua dívida de empréstimos e financiamentos no ano de 2013 é de R\$ 22.110,84.

Na última linha da Tabela 13 apresenta-se o valor final da empresa e o valor final para o acionista. Esse valor é representado pela soma do valor presente da perpetuidade, valor presente do FCL, aplicações financeiras e dívidas. Pode-se dizer que pelo método do FCL a empresa tem um valor de venda entre R\$ 3.612.907,03 e

R\$ 3.647.777,11, o que significa uma margem de negociação entre comprador e vendedor.

Ao final dos cálculos dos dois métodos, FCD e FCL tem-se o resultado apresentado na Tabela 14.

Tabela 14 - Valor da empresa FCD e FCL

	<b>Empresa</b>	<b>Acionista</b>
Valor FCD	3.209.252,81	2.851.634,91
Valor FCL	3.647.777,11	3.612.907,03

Fonte: dados da pesquisa.

Com os valores da Tabela 14 pode-se dizer que após as análises e tabelas apresentadas no estudo de caso, o valor da empresa entre o que o acionista espera receber e o que a empresa vale em um comparativo dos dois métodos, gira em torno de R\$ 2.851.634,91 e R\$ 3.647.777,11, podendo ser negociado entre os interessados nesta faixa.

## 4 CONCLUSÃO

Todo processo para se avaliar uma empresa é uma atividade complexa. A fim de auxiliar os sócios da empresa Alfa Comércio de Gases Industriais Ltda a tomarem a decisão de venda da empresa fez-se o estudo de caso e apresentam-se os resultados dos métodos comparados.

Segundo a questão de pesquisa proposta na introdução, quais são os procedimentos e passos necessários a serem seguidos para mensurar o valor de uma empresa utilizando-se de métodos de valoração? Pode-se dizer que o estudo de caso apresentou os procedimentos tomados e os passos realizados até chegar ao valor de mensuração da empresa Alfa por dois métodos diferenciados, o fluxo de caixa descontado e o fluxo de caixa livre.

Antes de se avaliar uma empresa é necessário saber o custo de capital próprio, o custo de capital de terceiros e a média ponderada de capital. O custo de capital próprio quem define são os atuais sócios, eles esperam que o seu capital investido na empresa Alfa retorne de lucro líquido 10 % ao ano. O custo de capital de terceiros é calculado pelos passivos que geram despesas financeiras, no caso da empresa Alfa os empréstimos e financiamento. E a média ponderada de capital é a que toma por base o custo de capital próprio e o custo de capital de terceiros, obtendo-se assim a média ponderada do capital da empresa.

Com os percentuais do capital já definidos iniciou-se a aplicação dos métodos de avaliação. No primeiro método apresentado, o FCD, busca-se as informações já ocorridas na empresa para descobrir o valor atual dela e o valor atual para o acionista. Os valores nominais dos balanços patrimoniais e das demonstrações do resultado do exercício dos períodos de 2009 a 2013 foram atualizados pelo índice de IGPM para a data de 31 de dezembro de 2013 para após isso se calcular o valor da empresa Alfa.

Conforme apresentado na Tabela 7 e na sua análise, os valores de lucro operacional antes da depreciação e os valores presentes de caixa operacional produzido pelos ativos são calculados no tempo, no fluxo de caixa. As despesas financeiras com empréstimos e financiamento se mantém igual devido a já ser o saldo devedor da empresa e os demais valores são trazidos a valor presente.

Com os resultados da Tabela 7 foi montado o valor da empresa na Tabela 8, resultando no valor final para negociação da empresa Alfa. Resultado esse que gira em torno de R\$ 2.851.634,91 e R\$ 3.209.252,81.

Como método comparativo ao FCD foi escolhido o FCL. No estudo realizado, ao contrário do FCD que apresenta valores passados, busca-se as informações somente do ano de 2013 e projeta-se elas 5 anos para o futuro, até chegar na projeção de 2018.

No DRE projetado apresentado na Tabela 9 chegou-se a valores futuros de faturamento, custos, impostos, despesas, receitas, até se obter o Lucro Líquido esperado de cada período de acordo com uma taxa de crescimento de 5% a.a.. Descobrir essa taxa foi uma dificuldade no trabalho, como o ramo de gases naturais vem se transformando e as grandes empresas do ramo estão comprando as pequenas, esses dados não são divulgados, conseguir esse percentual de crescimento para os cálculos foi a maior dificuldade encontrada na pesquisa.

Na Tabela 11 apresentou-se o FCL projetado para a empresa e na Tabela 12 o FCL projetado para o acionista. Como a proposta era saber o valor da empresa no ano de 2013, ano considerado como presente fez-se necessário calcular a perpetuidade da empresa ao longo do tempo e evidenciá-la em valor presente.

Após evidenciado o valor presente da perpetuidade na Tabela 13 somou-se a esse valor o valor presente do FCL da empresa, as aplicações financeiras e as dívidas, obtendo como resultado dessa adição o valor final da empresa. O resultado encontrado para o acionista foi de R\$ 3.612.907,03 e o resultado para a empresa foi de R\$ 3.647.777,11. Ainda pode-se concluir que o método que mais valorizou a empresa na visão dos atuais sócios foi o FCL.

O objetivo proposto foi alcançado e as etapas para se chegar ao valor final da empresa estudada também. Pode-se concluir que os atuais sócios podem negociar a empresa numa faixa de valores que vai de R\$ 2.851.634,91 que foi o menor resultado obtido para o acionista no método do FCD, ao maior que foi o valor da empresa no método do FCL que é de R\$ 3.647.777,11.

Através da utilização dos métodos aplicados neste estudo, é possível os atuais sócios da empresa negociarem a venda dela e comparar se a proposta ofertada já recebida é válida. Pode-se dizer que os sócios não devem levar em consideração somente o resultado do FCD, pois ele trabalha com valores já ocorridos no passado, assim como também não se pode levar em consideração

somente os valores do FCL que trabalha com valores futuros projetados, podendo esses não virem a ocorrer conforme previsto. Por isso afirmou-se que a empresa pode ser negociada entre os valores do FCD e do FCL.

Diante dos resultados encontrados pode-se seguir a pesquisa aplicando outros métodos de valoração e comparando com os resultados aqui atingidos. Ou ainda, fazer uma análise de investimentos para verificar em quanto tempo o valor investido por um possível comprador retornaria de acordo com o seu percentual de custo de capital próprio almejado. Verificar ainda se essa aquisição seria vantajosa e compará-la aos resultados do FCL que apresenta as projeções de lucros futuros.

Toda decisão de investimento possui um risco e nos estudos realizados nessa pesquisa deve-se levar em conta eles. A taxa de crescimento utilizada é referente a anos já passados, e não tem como se prever como será o futuro do ramo do gás no Brasil. Os valores apresentados no FCL também são projeções futuras onde não pode-se afirmar que será assim até 2018, são apenas projeções com base em valores já alcançados em 2013.

## REFERÊNCIAS

- AGUIAR, Andson Brada de; FREZATTI, Fábio. EBITDA: possíveis impactos sobre o gerenciamento das empresas. **Revista Universo Contábil**, Blumenau, v.3, n.3, p.07-24, set/dez. 2007 Disponível em: <<http://proxy.furb.br/ojs/index.php/universocontabil/article/view/593/529>>. Acesso em: 26 ago. 2014.
- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xxxii, 726 p.
- \_\_\_\_\_, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2012 xxxii, 762 p.
- BASTOS, Cleverson Leite; KELLER, Vicente. **Aprendendo a aprender: introdução à metodologia científica**. 25.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 2012. 112 p.
- CARVALHO, Maria Cecília Maringoni de (Org.). **Construindo o saber: metodologia científica - fundamentos e técnicas**. 24.ed. Campinas, SP: Papyrus, 2011. 224 p.
- CASAROTTO FILHO, Nelson; KOPITTKE, Bruno Hartmut. **Análise de investimentos: matemática financeira, engenharia econômica, tomada de decisão, estratégia empresarial**. 11.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xiv, 411 p.
- COPELAND, Thomas E.; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3.ed. São Paulo: Pearson, 2010. xii, 499 p.
- COSTAMILAN, Luiz Carlos. Gás Natural: Evolução e Perspectivas. **Revista Interesse Nacional**. Ano 2, n. 4, jan-mar. 2009. Disponível em: <<http://interessenacional.uol.com.br/index.php/edicoes-revista/gas-natural-evolucao-e-perspectivas/>>. Acesso em: 19 out. 2014.
- FAVERO, Hamilton Luiz et al. **Contabilidade: teoria e prática**. 6.ed. São Paulo: Atlas, 2011. 2 v.
- FERNÁNDEZ, Pablo. *Valuing companies by cash flow discounting: ten methods and nine theories*. **Emerald Insight: International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**. v. 33, p. 853-876, 2007. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/03074350710823827>> Acesso em: 19 ago 2014.
- FLICK, Uwe. **Uma introdução à pesquisa qualitativa**. 2.ed. Porto Alegre: Bookman, 2004. x, 312 p.
- GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2010. xvi, 184 p.

IUDÍCIBUS, Sérgio de (Coord.). **Contabilidade introdutória**. 11.ed. São Paulo: Atlas, 2010. 2v.

KÖCHE, José Carlos. **Fundamentos de metodologia científica: teoria da ciência e iniciação à pesquisa**. 28.ed. Petrópolis, RJ: Vozes, 2010. 182 p.

LUZ, Rodrigo Marciano da; *et al.* Avaliação de Empresas: Um Estudo Bibliométrico sobre as Publicações Qualis A de 1998 a 2008 no Brasil. **Revista Contabilidade da UFBA**, Salvador – BA, v. 3, n. 1, p. 34-45, jan/abr 2009. Disponível em: <<http://www.portalseer.ufba.br/index.php/rcontabilidade/article/viewArticle/3279>> Acesso em: 26 ago. 2014

MARION, José Carlos. **Contabilidade básica**. 9.ed. São Paulo: Atlas, 2008. 265 p.

MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2006. 414 p.

\_\_\_\_\_. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. **Caderno de estudos**, São Paulo, FIECAFI, v.13, n. 24, p. 28-37, jul/dez 2000. Disponível em: <<http://www.revistas.usp.br/cest/article/view/5659>> Acesso em: 26 ago. 2014.

MOTTA, Regis da Rocha; CALÔBA, Guilherme Marques. **Análise de investimentos: tomada de decisão em projetos industriais**. São Paulo: Atlas, 2002. 391 p.

PORTAL FGV – IBRE. **Instituto Brasileiro de Economia**. Disponível em: <<http://portalibre.fgv.br/>>. Acesso em: 19 out. 2014.

PRATES, Cláudia Pimentel T.; *et al.* Evolução da oferta e da demanda de gás natural no Brasil. **BNDS Setorial**. Rio de Janeiro, n. 24, p. 35-68, set. 2006. Disponível em: <[http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes\\_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta\\_Expressa/Setor/Gas/200609\\_4.html](http://www.bndes.gov.br/SiteBNDES/bndes/bndes_pt/Institucional/Publicacoes/Consulta_Expressa/Setor/Gas/200609_4.html)>. Acesso em: 19 out. 2014.

PWC Brasil. Relatório de Fusões e Aquisições no Brasil. Disponível em: <<http://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/fusoes-aquisicoes.jhtml>>. Acesso em: 11 ago. 2014.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. 3.ed. rev. e ampl. São Paulo: Atlas, 1999. 334 p.

SANDER, Priit; KÕOMÄGI, Margus. *Valuation of private companies by Estonian private equity and venture capitalists*. **Emerald Insight: International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**. v. 2, p. 6-19, 2007 Disponível em: <http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/17465260710720219> Acesso em: 12 ago. 2014.

SANTOS, David Ferreira Lopes; ZOTES, Luis Peres. Metodologias para valoração de pequenas e médias empresas. **RaUnp – Revista eletrônica de mestrado**

**profissional em administração**, Ano III, n. 1, out. 2010/mar. 2011 Disponível em: <<http://repositorio.unp.br/index.php/raunp/article/view/20>>. Acesso em: 26 mar. 2014.

SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo. **Avaliação de empresas: foco nos métodos relativos e na precificação de opções: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2006. 125 p.

SANTOS, José Odálio dos. **Avaliação de empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático**. São Paulo: Saraiva, 2005. 261 p.

\_\_\_\_\_. **Avaliação de Empresas: cálculo e interpretação do valor das empresas: um guia prático**. 2 ed. São Paulo: Saraiva, 2008. Disponível em: <<https://ucsvirtual.ucs.br/>>. Acesso em: 21 abr. 2014.

SCHAUTEN, Marc; STEGINK, Rudolf; GRAAFF, Gijs de. *The discount rate for discounted cash flow valuations of intangible assets*. **Emerald Insight: International Journal of Physical Distribution & Logistics Management**. v. 36, p.799-811, 2010. Disponível em: <<http://www.emeraldinsight.com/doi/abs/10.1108/03074351011064663>> Acesso em: 26 ago. 2014.

SEVERINO, Antônio Joaquim. **Metodologia do trabalho científico**. 23.ed. rev. e atual. São Paulo: Cortez, 2007. 304 p.

SOUZA, Alceu; CLEMENTE, Ademir. **Decisões financeiras e análise de investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações**. 5.ed. São Paulo: Atlas, 2004. 178 p.

**LISTA DE ANEXOS**

ANEXO A - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2008 A 2010.....	62
ANEXO B - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.....	64
ANEXO C - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2009 E 2010.....	66
ANEXO D - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.....	68

**ANEXO A - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE  
2008 A 2010.**

<b>BALANÇO PATRIMONIAL</b>			
<b>ANO</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>
<b>ATIVO</b>	<b>1.213.634,72</b>	<b>1.126.933,04</b>	<b>1.046.503,77</b>
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>413.048,18</b>	<b>362.405,58</b>	<b>248.582,16</b>
<b>DISPONÍVEL</b>	<b>219.631,22</b>	<b>255.704,06</b>	<b>191.043,90</b>
<b>CAIXA</b>	<b>7.480,59</b>	<b>4.819,83</b>	<b>3.729,60</b>
CAIXA GERAL	7.480,59	4.819,83	3.729,60
<b>BANCOS CONTA MOVIMENTO</b>	<b>16.655,51</b>	<b>13.947,79</b>	<b>21.201,75</b>
BANCO BANRISUL SA	16.655,51	13.947,79	21.201,75
<b>APLICAÇÕES FINANCEIRAS LIQUIDEZ IMEDIATA</b>	<b>16.849,90</b>	<b>48.856,93</b>	<b>22.850,81</b>
APLICAÇÃO LIQUIDEZ IMEDIATA BANRISUL	16.849,90	48.856,93	22.850,81
<b>DUPLICATAS A RECEBER</b>	<b>178.645,22</b>	<b>188.079,51</b>	<b>143.261,74</b>
CLIENTES	178.645,22	188.079,51	143.261,74
<b>OUTROS CRÉDITOS</b>	<b>46.566,17</b>	<b>34.033,20</b>	<b>40.250,78</b>
<b>ADIANTAMENTOS A FORNECEDORES</b>	<b>0,00</b>	<b>2.082,69</b>	<b>0,00</b>
ADIANTAMENTO A FORNECEDORES DIVERSOS	0,00	2.082,69	0,00
<b>ADIANTAMENTO A EMPREGADOS</b>	<b>888,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
ADIANTAMENTO DE SALÁRIO	888,00	0,00	0,00
<b>TRIBUTOS A RECUPERAR/COMPENSAR</b>	<b>45.678,17</b>	<b>31.950,51</b>	<b>40.250,78</b>
IRRF A RECUPERAR	321,97	0,00	0,00
TRIBUTOS FEDERAIS A COMPENSAR	0,00	158,69	1.582,27
ICMS A COMPENSAR (CIAP)	45.356,20	31.791,82	38.668,51
<b>ESTOQUE</b>	<b>141.315,50</b>	<b>70.638,43</b>	<b>14.585,52</b>
<b>MERCADORIAS, PRODUTOS E INSUMOS</b>	<b>141.315,50</b>	<b>70.638,43</b>	<b>14.585,52</b>
ESTOQUE DE MERCADORIAS DE REVENDA	141.315,50	70.638,43	14.585,52
<b>DESPESAS PAGAS ANTECIPADAMENTE</b>	<b>5.535,29</b>	<b>2.029,89</b>	<b>2.701,96</b>
<b>DESPESAS DE MESES SEGUINTE</b>	<b>5.535,29</b>	<b>2.029,89</b>	<b>2.701,96</b>
PREMIO DE SEGUROS A APROPRIAR	5.535,29	2.029,89	2.701,96
<b>ATIVO NÃO-CIRCULANTE</b>	<b>800.586,54</b>	<b>764.527,46</b>	<b>797.921,61</b>
<b>IMOBILIZADO</b>	<b>800.586,54</b>	<b>764.527,46</b>	<b>797.921,61</b>
<b>IMÓVEIS</b>	<b>49.451,09</b>	<b>49.451,09</b>	<b>49.451,09</b>
TERRENOS	49.451,09	49.451,09	49.451,09
<b>MÓVEIS E UTENSÍLIOS</b>	<b>5.137,70</b>	<b>4.089,70</b>	<b>4.089,70</b>
MÓVEIS E UTENSÍLIOS	5.137,70	4.089,70	4.089,70
<b>MÁQUINAS, EQUIPAMENTOS E FERRAMENTAS</b>	<b>564.431,14</b>	<b>549.596,53</b>	<b>530.744,71</b>
CILINDROS DE GASES	557.769,78	542.935,17	525.273,35
EQUIPAMENTOS DE INFORMATICA	6.661,36	6.661,36	5.471,36
<b>VEÍCULOS</b>	<b>297.852,40</b>	<b>224.295,07</b>	<b>221.647,07</b>
VEÍCULOS	297.852,40	224.295,07	221.647,07
<b>(-) DEPRECIÇÕES, AMORT. E EXAUS. ACUMUL</b>	<b>(116.285,79)</b>	<b>(62.904,93)</b>	<b>(8.010,96)</b>
(-) DEPRECIÇÕES DE MÓVEIS E UTENSÍLIOS	(579,18)	(579,18)	(170,35)
(-) DEPRECIÇÕES DE EQUIP DE INFORMATICA	(2.713,33)	(1.684,61)	(392,03)
(-) DEPRECIÇÕES DE VEÍCULOS	(81.573,64)	(44.512,55)	(6.128,99)
(-) DEPRECIÇÕES DE CILINDROS DE GASES	(31.419,64)	(16.128,59)	(1.319,59)
<b>PASSIVO</b>	<b>1.213.634,72</b>	<b>1.126.933,04</b>	<b>1.046.503,77</b>
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>161.859,87</b>	<b>205.936,54</b>	<b>303.815,86</b>
<b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b>	<b>974,69</b>	<b>0,00</b>	<b>738,33</b>

<b>FINANCIAMENTOS</b>	<b>974,69</b>	<b>0,00</b>	<b>738,33</b>
BANRISUL CONTA VINCULADA	0,00	0,00	0,00
EMPRESTIMO A FUNCIONARIOS	974,69	0,00	738,33
<b>FORNECEDORES</b>	<b>90.623,12</b>	<b>131.015,99</b>	<b>224.148,06</b>
<b>FORNECEDORES</b>	<b>90.623,12</b>	<b>131.015,99</b>	<b>224.148,06</b>
FORNECEDORES	90.623,12	131.015,99	224.148,06
<b>OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS</b>	<b>34.558,72</b>	<b>32.232,80</b>	<b>40.195,87</b>
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES A RECOLHER</b>	<b>34.558,72</b>	<b>32.232,80</b>	<b>40.195,87</b>
ICMS A RECOLHER	15.533,21	12.142,62	12.048,17
IMPOSTO DE RENDA A RECOLHER	6.341,09	6.129,62	6.959,38
CONTRIBUIÇÃO SOCIAL A RECOLHER	5.518,84	5.606,87	6.364,47
IRRF A RECOLHER	762,46	990,24	1.231,31
PIS A RECOLHER	985,92	998,60	2.416,20
COFINS A RECOLHER	4.550,42	5.603,47	11.151,68
ISS RETIDO A RECOLHER	23,15	3,60	3,60
CONTRIBUIÇÕES SINDICAIS A RECOLHER	843,63	757,78	21,06
<b>OBRIGAÇÕES TRABALHISTA E PREVIDENCIÁRIA</b>	<b>33.925,55</b>	<b>41.928,62</b>	<b>37.433,20</b>
<b>OBRIGAÇÕES COM O PESSOAL</b>	<b>9.833,00</b>	<b>6.755,00</b>	<b>7.665,00</b>
PENSAO ALIMENTICIA A RECOLHER	0,00	0,00	0,00
SALÁRIOS E ORDENADOS A PAGAR	9.833,00	6.755,00	7.665,00
<b>OBRIGAÇÕES SOCIAIS</b>	<b>6.947,02</b>	<b>6.885,58</b>	<b>5.983,33</b>
INSS A RECOLHER	5.344,94	5.282,72	4.585,29
INSS RETIDO A RECOLHER	0,00	0,00	0,00
FGTS A RECOLHER	1.602,08	1.602,86	1.398,04
<b>PROVISÕES</b>	<b>17.145,53</b>	<b>28.288,04</b>	<b>23.784,87</b>
PROVISÕES PARA FÉRIAS	17.145,53	28.288,04	23.412,37
INSS SOBRE PROVISÕES PARA FÉRIAS	0,00	0,00	372,50
FGTS SOBRE PROVISÕES PARA FÉRIAS	0,00	0,00	0,00
<b>OUTRAS OBRIGAÇÕES</b>	<b>1.777,79</b>	<b>759,13</b>	<b>1.300,40</b>
<b>ADIANTAMENTOS A CLIENTES</b>	<b>1.014,13</b>	<b>759,13</b>	<b>504,13</b>
ADIANTAMENTO DE CLIENTES	1.014,13	759,13	504,13
<b>SEGUROS</b>	<b>763,66</b>	<b>0,00</b>	<b>796,27</b>
SEGUROS A PAGAR	763,66	0,00	796,27
<b>PASSIVO NÃO-CIRCULANTE</b>	<b>129.246,02</b>	<b>64.026,95</b>	<b>90.439,68</b>
<b>PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>129.246,02</b>	<b>64.026,95</b>	<b>90.439,68</b>
<b>OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS</b>	<b>129.246,02</b>	<b>64.026,95</b>	<b>90.439,68</b>
BANCO VOLSWAGEM SA	87.000,00	0,00	0,00
FINAME BANCO BRADESCO	42.246,02	64.026,95	90.439,68
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>922.528,83</b>	<b>856.969,55</b>	<b>652.248,23</b>
<b>CAPITAL SOCIAL</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>
<b>CAPITAL SUBSCRITO</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>
CAPITAL SOCIAL	478.630,00	478.630,00	478.630,00
<b>RESERVAS DE LUCROS</b>	<b>443.898,83</b>	<b>378.339,55</b>	<b>173.618,23</b>
RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	443.897,97	378.338,69	173.617,37
RESERVA LEGAL	0,86	0,86	0,86
<b>LUCROS OU PREJUÍZOS DO EXERCICIO</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
<b>LUCROS OU PREJUÍZOS DO EXERCICIO</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
RESULTADO DO EXERCÍCIO EM CURSO	0,00	0,00	0,00

## ANEXO B - BALANÇO PATRIMONIAL DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.

BALANÇO PATRIMONIAL ANO	2013	2012	2011
<b>ATIVO</b>	<b>986.418,28</b>	<b>1.114.926,20</b>	<b>1.177.741,79</b>
<b>ATIVO CIRCULANTE</b>	<b>490.932,92</b>	<b>510.629,35</b>	<b>502.844,74</b>
<b>DISPONÍVEL</b>	<b>205.163,70</b>	<b>240.126,32</b>	<b>241.314,84</b>
<b>CAIXA</b>	<b>7.840,16</b>	<b>7.946,44</b>	<b>3.697,00</b>
CAIXA GERAL	7.840,16	7.946,44	3.697,00
<b>BANCOS CONTA MOVIMENTO</b>	<b>405,40</b>	<b>10.572,71</b>	<b>16.222,86</b>
BANCO BANRISUL SA	405,40	10.572,71	16.222,86
<b>APLICAÇÕES FINANCEIRAS LIQUIDEZ IMEDIATA</b>	<b>0,00</b>	<b>23.280,04</b>	<b>0,00</b>
APLICAÇÃO LIQUIDEZ IMEDIATA BANRISUL	0,00	23.280,04	0,00
<b>DUPLICATAS A RECEBER</b>	<b>196.918,14</b>	<b>198.327,13</b>	<b>221.394,98</b>
CLIENTES	196.918,14	198.327,13	221.394,98
<b>OUTROS CRÉDITOS</b>	<b>50.555,02</b>	<b>46.005,02</b>	<b>46.574,54</b>
<b>ADIANTAMENTOS A FORNECEDORES</b>	<b>3.000,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
ADIANTAMENTO A FORNECEDORES DIVERSOS	3.000,00	0,00	0,00
<b>ADIANTAMENTO A EMPREGADOS</b>	<b>800,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
ADIANTAMENTO DE SALÁRIO	800,00	0,00	0,00
<b>TRIBUTOS A RECUPERAR/COMPENSAR</b>	<b>46.755,02</b>	<b>46.005,02</b>	<b>46.574,54</b>
IRRF A RECUPERAR	321,97	321,97	321,97
TRIBUTOS FEDERAIS A COMPENSAR	1.076,85	326,85	896,37
ICMS A COMPENSAR (CIAP)	45.356,20	45.356,20	45.356,20
<b>ESTOQUE</b>	<b>232.410,77</b>	<b>217.878,35</b>	<b>209.311,89</b>
<b>MERCADORIAS, PRODUTOS E INSUMOS</b>	<b>232.410,77</b>	<b>217.878,35</b>	<b>209.311,89</b>
ESTOQUE DE MERCADORIAS DE REVENDA	232.410,77	217.878,35	209.311,89
<b>DESPESAS PAGAS ANTECIPADAMENTE</b>	<b>2.803,43</b>	<b>6.619,66</b>	<b>5.643,47</b>
<b>DESPESAS DE MESES SEGUINTE</b>	<b>2.803,43</b>	<b>6.619,66</b>	<b>5.643,47</b>
PREMIO DE SEGUROS A APROPRIAR	2.803,43	6.619,66	5.643,47
<b>ATIVO NÃO-CIRCULANTE</b>	<b>495.485,36</b>	<b>604.296,85</b>	<b>674.897,05</b>
<b>IMOBILIZADO</b>	<b>495.485,36</b>	<b>604.296,85</b>	<b>674.897,05</b>
<b>IMÓVEIS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>
TERRENOS	0,00	0,00	0,00
<b>MÓVEIS E UTENSÍLIOS</b>	<b>5.917,70</b>	<b>5.917,70</b>	<b>5.917,70</b>
MÓVEIS E UTENSÍLIOS	5.917,70	5.917,70	5.917,70
<b>MÁQUINAS, EQUIPAMENTOS E FERRAMENTAS</b>	<b>567.011,14</b>	<b>564.431,14</b>	<b>564.431,14</b>
CILINDROS DE GASES	557.769,78	557.769,78	557.769,78
EQUIPAMENTOS DE INFORMATICA	9.241,36	6.661,36	6.661,36
<b>VEÍCULOS</b>	<b>297.852,40</b>	<b>297.852,40</b>	<b>297.852,40</b>
VEÍCULOS	297.852,40	297.852,40	297.852,40
<b>(-) DEPRECIações, AMORT. E EXAUS. ACUMUL</b>	<b>(375.295,88)</b>	<b>(263.904,39)</b>	<b>(193.304,19)</b>
(-) DEPRECIações DE MÓVEIS E UTENSÍLIOS	(1.170,78)	(579,18)	(579,18)
(-) DEPRECIações DE EQUIP DE INFORMATICA	(6.118,03)	(4.864,29)	(3.835,57)
(-) DEPRECIações DE VEÍCULOS	(248.062,60)	(194.293,65)	(140.384,08)
(-) DEPRECIações DE CILINDROS DE GASES	(119.944,47)	(64.167,27)	(48.505,36)
<b>PASSIVO</b>	<b>986.418,28</b>	<b>1.114.926,20</b>	<b>1.177.741,79</b>
<b>PASSIVO CIRCULANTE</b>	<b>171.688,34</b>	<b>149.903,99</b>	<b>181.799,57</b>
<b>EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS</b>	<b>844,06</b>	<b>614,04</b>	<b>6.226,72</b>

<b>FINANCIAMENTOS</b>	<b>844,06</b>	<b>614,04</b>	<b>6.226,72</b>
BANRISUL CONTA VINCULADA	0,00	0,00	5.014,17
EMPRESTIMO A FUNCIONARIOS	844,06	614,04	1.212,55
<b>FORNECEDORES</b>	<b>63.046,77</b>	<b>85.422,51</b>	<b>92.074,74</b>
<b>FORNECEDORES</b>	<b>63.046,77</b>	<b>85.422,51</b>	<b>92.074,74</b>
FORNECEDORES	63.046,77	85.422,51	92.074,74
<b>OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS</b>	<b>35.065,56</b>	<b>34.106,19</b>	<b>34.273,35</b>
<b>IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES A RECOLHER</b>	<b>35.065,56</b>	<b>34.106,19</b>	<b>34.273,35</b>
ICMS A RECOLHER	13.335,88	12.830,92	13.474,78
IMPOSTO DE RENDA A RECOLHER	8.311,46	8.244,41	7.271,32
CONTRIBUIÇÃO SOCIAL A RECOLHER	6.685,62	6.625,55	6.343,61
IRRF A RECOLHER	2.031,78	1.556,05	1.343,93
PIS A RECOLHER	820,35	849,12	1.030,08
COFINS A RECOLHER	3.786,25	3.919,00	4.754,18
ISS RETIDO A RECOLHER	0,00	0,00	15,76
CONTRIBUIÇÕES SINDICAIS A RECOLHER	94,22	81,14	39,69
<b>OBRIGAÇÕES TRABALHISTA E PREVIDENCIÁRIA</b>	<b>67.854,50</b>	<b>23.672,48</b>	<b>47.112,29</b>
<b>OBRIGAÇÕES COM O PESSOAL</b>	<b>11.485,15</b>	<b>9.340,71</b>	<b>8.924,04</b>
PENSAO ALIMENTICIA A RECOLHER	756,15	219,71	295,04
SALÁRIOS E ORDENADOS A PAGAR	10.729,00	9.121,00	8.629,00
<b>OBRIGAÇÕES SOCIAIS</b>	<b>9.767,71</b>	<b>7.540,29</b>	<b>7.784,12</b>
INSS A RECOLHER	7.422,22	5.368,95	5.846,08
INSS RETIDO A RECOLHER	15,36	13,09	0,00
FGTS A RECOLHER	2.330,13	2.158,25	1.938,04
<b>PROVISÕES</b>	<b>46.601,64</b>	<b>6.791,48</b>	<b>30.404,13</b>
PROVISÕES PARA FÉRIAS	34.579,92	4.767,28	22.560,82
INSS SOBRE PROVISÕES PARA FÉRIAS	9.255,40	1.254,61	6.038,50
FGTS SOBRE PROVISÕES PARA FÉRIAS	2.766,32	769,59	1.804,81
<b>OUTRAS OBRIGAÇÕES</b>	<b>4.877,45</b>	<b>6.088,77</b>	<b>2.112,47</b>
<b>ADIANTAMENTOS A CLIENTES</b>	<b>4.877,45</b>	<b>3.736,07</b>	<b>2.112,47</b>
ADIANTAMENTO DE CLIENTES	4.877,45	3.736,07	2.112,47
<b>SEGUROS</b>	<b>0,00</b>	<b>2.352,70</b>	<b>0,00</b>
SEGUROS A PAGAR	0,00	2.352,70	0,00
<b>PASSIVO NÃO-CIRCULANTE</b>	<b>21.266,78</b>	<b>44.466,74</b>	<b>85.772,13</b>
<b>PASSIVO EXIGÍVEL A LONGO PRAZO</b>	<b>21.266,78</b>	<b>44.466,74</b>	<b>85.772,13</b>
<b>OBRIGAÇÕES TRIBUTÁRIAS</b>	<b>21.266,78</b>	<b>44.466,74</b>	<b>85.772,13</b>
BANCO VOLSWAGEM SA	21.266,78	44.466,74	67.666,70
FINAME BANCO BRADESCO	0,00	0,00	18.105,43
<b>PATRIMÔNIO LÍQUIDO</b>	<b>793.463,16</b>	<b>920.555,47</b>	<b>910.170,09</b>
<b>CAPITAL SOCIAL</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>
<b>CAPITAL SUBSCRITO</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>	<b>478.630,00</b>
CAPITAL SOCIAL	478.630,00	478.630,00	478.630,00
<b>RESERVAS DE LUCROS</b>	<b>161.637,18</b>	<b>215.102,41</b>	<b>431.540,09</b>
RESERVA DE LUCROS A REALIZAR	161.636,32	215.101,55	431.539,23
RESERVA LEGAL	0,86	0,86	0,86
<b>LUCROS OU PREJUÍZOS DO EXERCICIO</b>	<b>153.195,98</b>	<b>226.823,06</b>	<b>0,00</b>
<b>LUCROS OU PREJUÍZOS DO EXERCICIO</b>	<b>153.195,98</b>	<b>226.823,06</b>	<b>0,00</b>
RESULTADO DO EXERCÍCIO EM CURSO	153.195,98	226.823,06	0,00

**ANEXO C - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2009 E 2010.**

<b>DRE ANO</b>	<b>2010</b>	<b>2009</b>
<b>RECEITA BRUTA</b>	<b>2.134.406,60</b>	<b>2.076.731,40</b>
VENDA DE MERCADORIAS	2.073.838,40	2.023.988,80
SERVIÇOS PRESTADOS	60.568,20	52.742,60
<b>DEDUÇÕES</b>	<b>(430.105,58)</b>	<b>(860.460,11)</b>
(-) DEVOLUÇÃO DE VENDA DE MERCADORIAS	0,00	0,00
(-) ICMS	(352.132,87)	(784.456,72)
(-)ISS	(3,60)	0,00
(-) COFINS	(64.084,19)	(62.468,54)
(-) PIS	(3.884,92)	(13.534,85)
<b>RECEITA LÍQUIDA</b>	<b>1.704.301,02</b>	<b>1.216.271,29</b>
<b>CMV</b>	<b>(673.927,10)</b>	<b>(217.309,84)</b>
CONTAS DE RESULTADOS - CUSTOS E DESPESAS	(673.927,10)	(217.309,84)
COMPRAS DE MATERIAL DE REVENDA	(795.081,74)	(771.144,35)
(-) ICMS SOBRE COMPRAS	133.102,57	566.498,10
FRETE SOBRE COMPRAS	(82.625,00)	(73.512,81)
VARIÇÃO DO ESTOQUE	70.677,07	56.052,91
(-) DEVOLUÇÃO DE COMPRAS	0,00	4.796,31
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.030.373,92</b>	<b>998.961,45</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS</b>	<b>(605.738,80)</b>	<b>(551.482,80)</b>
<b>DESPESAS COM VENDAS</b>	<b>(470.938,32)</b>	<b>(448.695,55)</b>
SALÁRIOS E ORDENADOS	(145.125,54)	(131.432,43)
13º SALÁRIO	0,00	(6.217,00)
FÉRIAS	0,00	(34.910,40)
INSS	(41.543,33)	(44.663,71)
FGTS	(32.932,33)	(12.982,83)
ASSISTÊNCIA MÉDICA E SOCIAL	(12.183,77)	(10.704,73)
VALE TRANSPORTE	(1.441,00)	(1.233,30)
FRETES E CARRETOS	(3.921,28)	(1.145,00)
PROPAGANDA E PUBLICIDADE	(6.151,38)	(1.200,00)
MANUTENÇÃO DE VEÍCULOS	(50.014,55)	0,00
COMBUSTÍVEL	(57.438,18)	(57.755,55)
VIAGENS TERRESTRES	(15.769,14)	(12.182,34)
REFEIÇÕES	(13.728,16)	(13.525,18)
MATERIAL DE USO E CONSUMO	(692,00)	(727,65)
OUTRAS DESPESAS DIVERSAS	(965,29)	(3.100,54)
MANUTENÇÃO E REPARO	(12.275,81)	(248,87)
COMUNICAÇÕES	(16.096,15)	(14.920,66)
DESPESAS POSTAIS E TELEGRÁFICAS	(626,60)	0,00
SERVIÇOS PRESTADOS POR TERCEIROS	(180,00)	(21.067,04)
SEGUROS	(8.426,24)	(9.900,99)
MATERIAL DE SEGURANÇA A FUNCIONARIOS	(640,00)	0,00
DESPESAS COM VEÍCULOS	0,00	(17.680,24)
BENS DE NATUREZA PERMANENTE	(622,05)	(504,00)
ALUGUÉIS DE IMÓVEIS	(37.572,00)	(34.125,00)
ALUGUEL DE CILINDROS DE GASES	(12.593,52)	(18.468,09)

<b>DESPESAS ADMINISTRATIVAS</b>	<b>(107.954,23)</b>	<b>(76.277,46)</b>
ASSOCIAÇÕES DE CLASSE	0,00	(43,64)
SERVIÇOS PRSTADOS POR TERCEIROS	0,00	0,00
COPA E COZINHA	(91,17)	0,00
MATERIAL DE HIGIENE E LIMPEZA	(872,74)	0,00
CONFRATERNIZAÇÃO	0,00	(520,40)
IPVA	(6.404,00)	(2.600,21)
IPTU	0,00	0,00
TAXAS DIVERSAS	(183,79)	(2.031,16)
MULTAS DE MORA	(1.361,21)	0,00
ENERGIA ELÉTRICA	(938,74)	(853,05)
ÁGUA E ESGOTO	(880,63)	(834,09)
MATERIAL DE ESCRITÓRIO	(6.643,23)	(12.292,70)
MATERIAL DE HIGIENE E LIMPEZA	0,00	(1.557,03)
ASSISTÊNCIA CONTÁBIL	(12.700,00)	0,00
SERVIÇOS PRESTADOS POR TERCEIROS	(13.471,45)	0,00
DEPRECIações E AMORTIZAÇÕES	(58.662,38)	(54.893,97)
FOTOCOPIAS E AUTENTICAÇÕES	(77,26)	(651,21)
MULTA DE TRâNSITO	(2.796,86)	0,00
BRINDES E DOAÇÕES	(2.870,77)	0,00
<b>DESPESAS FINANCEIRAS</b>	<b>(34.753,81)</b>	<b>(34.946,19)</b>
IMPOSTO RETIDO SOBRE RENDIMENTOS APLICAÇÕES	(595,19)	0,00
JUROS PASSIVOS	0,00	(839,03)
DESCONTO CONCEDIDOS	(383,58)	(532,32)
JUROS DE MORA	(134,86)	0,00
JUROS SOBRE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	(7.905,82)	(5.886,63)
DESPESAS BANCARIAS E DE CARTORIO	(25.734,36)	(27.688,21)
<b>RECEITAS FINANCEIRAS</b>	<b>7.907,56</b>	<b>8.436,40</b>
RENDIMENTO DE APLICAÇÕES	2.330,04	1.560,42
JUROS ATIVOS (OUTROS)	5.484,00	6.741,66
DESCONTOS FINANCEIROS OBTIDOS	0,01	0,00
DESCONTOS OBTIDOS	93,51	134,32
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>424.635,12</b>	<b>447.478,65</b>
<b>RECEITAS NÃO OPERACIONAIS</b>	<b>(262,11)</b>	<b>36.649,42</b>
LUCRO NA ALIENAÇÃO DE BENS	(262,11)	45.630,58
DESPESAS DIVERSAS NÃO DEDUTIVEIS	0,00	-8.981,16
<b>RESULTADO ANTES DO IR E CSL</b>	<b>424.373,01</b>	<b>484.128,07</b>
<b>PROVISÕES PARA IR E CSL</b>	<b>(51.947,89)</b>	<b>(49.437,45)</b>
(-) CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(24.147,13)	(49.437,45)
(-) IMPOSTO DE RENDA	(27.800,76)	
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>372.425,12</b>	<b>434.690,62</b>

## ANEXO D - DRE DA EMPRESA ALFA DO PERÍODO DE 2011 A 2013.

DRE ANO	2013	2012	2011
<b>RECEITA BRUTA</b>	<b>2.120.782,64</b>	<b>2.094.935,55</b>	<b>2.287.115,30</b>
VENDA DE MERCADORIAS	2.067.449,44	2.039.891,35	2.231.239,30
SERVIÇOS PRESTADOS	53.333,20	55.044,20	55.876,00
<b>DEDUÇÕES</b>	<b>(430.946,88)</b>	<b>(450.067,99)</b>	<b>(562.320,15)</b>
(-) DEVOLUÇÃO DE VENDA DE MERCADORIAS	(2.130,82)	(23.400,00)	(624,00)
(-) ICMS	(351.485,27)	(350.924,21)	(478.239,23)
(-)ISS	0,00	(4,81)	0,00
(-) COFINS	(63.559,55)	(62.251,20)	(68.594,72)
(-) PIS	(13.771,24)	(13.487,77)	(14.862,20)
<b>RECEITA LÍQUIDA</b>	<b>1.689.835,76</b>	<b>1.644.867,56</b>	<b>1.724.795,15</b>
<b>CMV</b>	<b>(686.059,03)</b>	<b>(680.846,40)</b>	<b>(720.339,79)</b>
CONTAS DE RESULTADOS - CUSTOS E DESPESAS	(686.059,03)	(680.846,40)	(720.339,79)
COMPRAS DE MATERIAL DE REVENDA	(723.537,12)	(745.205,58)	(951.265,53)
(-) ICMS SOBRE COMPRAS	122.642,27	131.793,77	257.035,34
FRETE SOBRE COMPRAS	(100.931,14)	(85.601,05)	(94.127,33)
VARIAÇÃO DO ESTOQUE	14.532,42	8.566,46	67.996,39
(-) DEVOLUÇÃO DE COMPRAS	1.234,54	9.600,00	21,34
<b>LUCRO BRUTO</b>	<b>1.003.776,73</b>	<b>964.021,16</b>	<b>1.004.455,36</b>
<b>DESPESAS OPERACIONAIS</b>	<b>(799.395,49)</b>	<b>(686.994,70)</b>	<b>(715.794,71)</b>
<b>DESPESAS COM VENDAS</b>	<b>(622.990,68)</b>	<b>(533.524,08)</b>	<b>(563.710,24)</b>
SALÁRIOS E ORDENADOS	(195.334,44)	(187.306,45)	(186.112,13)
13º SALÁRIO	(8.926,64)	(7.957,96)	(14.302,14)
FÉRIAS	(52.097,08)	(1.662,18)	(14.040,18)
INSS	(72.871,43)	(54.024,66)	(60.557,53)
FGTS	(24.164,93)	(16.147,57)	(28.156,04)
ASSISTÊNCIA MÉDICA E SOCIAL	(11.823,94)	(15.167,77)	(14.337,58)
VALE TRANSPORTE	(2.113,20)	(2.049,30)	(1.312,50)
FRETES E CARRETOS	0,00	(258,00)	(3.277,00)
PROPAGANDA E PUBLICIDADE	(2.738,27)	0,00	(3.460,00)
MANUTENÇÃO DE VEÍCULOS	(40.250,14)	(47.886,80)	(35.255,20)
COMBUSTÍVEL	(69.434,43)	(64.008,35)	(62.843,11)
VIAGENS TERRESTRES	(13.137,14)	(16.389,06)	(15.803,40)
REFEIÇÕES	(18.645,79)	(15.155,06)	(15.764,83)
MATERIAL DE USO E CONSUMO	(820,34)	(2.219,88)	(1.971,50)
OUTRAS DESPESAS DIVERSAS	(182,96)	(8.416,34)	(8.159,54)
MANUTENÇÃO E REPARO	(5.590,33)	(852,82)	(12.350,91)
COMUNICAÇÕES	(17.258,63)	(17.345,89)	(16.524,61)
DESPESAS POSTAIS E TELEGRÁFICAS	(631,80)	(574,40)	(585,20)
SERVIÇOS PRESTADOS POR TERCEIROS	(12.869,17)	(4.652,73)	(2.963,39)
SEGUROS	(13.032,64)	(13.351,40)	(12.787,18)
MATERIAL DE SEGURANÇA A FUNCIONARIOS	(793,00)	(365,00)	(442,94)
DESPESAS COM VEÍCULOS	(3.237,40)	(1.960,00)	(820,30)
BENS DE NATUREZA PERMANENTE	0,00	(240,00)	(794,00)
ALUGUÉIS DE IMÓVEIS	(50.879,20)	(41.566,50)	(39.152,00)

ALUGUEL DE CILINDROS DE GASES	(6.157,78)	(13.965,96)	(11.937,03)
<b>DESPESAS ADMINISTRATIVAS</b>	<b>(158.517,10)</b>	<b>(127.587,46)</b>	<b>(116.002,52)</b>
ASSOCIAÇÕES DE CLASSE	(106,14)	(1.089,98)	0,00
SERVIÇOS PRSTADOS POR TERCEIROS	(210,00)	0,00	0,00
COPA E COZINHA	(359,17)	(110,88)	(507,20)
MATERIAL DE HIGIENE E LIMPEZA	(514,86)	(389,22)	(156,83)
CONFRATERNIZAÇÃO	(320,00)	(2.048,08)	(1.957,70)
IPVA	(3.547,23)	(3.504,44)	0,00
IPTU	0,00	0,00	(379,05)
TAXAS DIVERSAS	(1.285,94)	(2.419,71)	(8.675,61)
MULTAS DE MORA	(163,91)	(589,68)	(93,61)
ENERGIA ELÉTRICA	(671,02)	(880,82)	(907,57)
ÁGUA E ESGOTO	(619,92)	(941,36)	(1.050,71)
MATERIAL DE ESCRITÓRIO	(7.190,40)	(6.801,81)	(6.776,73)
MATERIAL DE HIGIENE E LIMPEZA	(424,41)	(172,08)	(43,39)
ASSISTÊNCIA CONTÁBIL	(16.630,00)	(18.750,00)	(12.800,00)
SERVIÇOS PRESTADOS POR TERCEIROS	(11.564,59)	(17.444,07)	(2.882,70)
DEPRECIACIONES E AMORTIZACIONES	(111.391,49)	(70.600,20)	(77.018,40)
FOTOCOPIAS E AUTENTICAÇÕES	(791,49)	(776,93)	(419,76)
MULTA DE TRÂNSITO	(972,31)	(894,90)	(178,76)
BRINDES E DOAÇÕES	(1.754,22)	(173,30)	(2.154,50)
<b>DESPESAS FINANCEIRAS</b>	<b>(24.334,14)</b>	<b>(31.772,17)</b>	<b>(39.413,71)</b>
IMPOSTO RETIDO SOBRE RENDIMENTOS APLICAÇÕES	(3,71)	(6,82)	(209,33)
JUROS PASSIVOS	(273,61)	(41,60)	(12,45)
DESCONTO CONCEDIDOS	(229,70)	(430,54)	(3.516,23)
JUROS DE MORA	(68,36)	(76,66)	(2,42)
JUROS SOBRE EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS	(2.838,93)	(7.120,41)	(10.221,58)
DESPESAS BANCARIAS E DE CARTORIO	(20.919,83)	(24.096,14)	(25.451,70)
<b>RECEITAS FINANCEIRAS</b>	<b>6.446,43</b>	<b>5.889,01</b>	<b>3.331,76</b>
RENDIMENTO DE APLICAÇÕES	162,35	30,93	714,03
JUROS ATIVOS (OUTROS)	4.280,17	4.814,73	2.302,91
DESCONTOS FINANCEIROS OBTIDOS	524,63	260,35	0,14
DESCONTOS OBTIDOS	1.479,28	783,00	314,68
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>204.381,24</b>	<b>277.026,46</b>	<b>288.660,65</b>
<b>RECEITAS NÃO OPERACIONAIS</b>	<b>0,00</b>	<b>0,00</b>	<b>235.548,91</b>
LUCRO NA ALIENAÇÃO DE BENS	0,00	0,00	235.548,91
DESPESAS DIVERSAS NÃO DEDUTIVEIS	0,00	0,00	0,00
<b>RESULTADO ANTES DO IR E CSL</b>	<b>204.381,24</b>	<b>277.026,46</b>	<b>524.209,56</b>
<b>PROVISÕES PARA IR E CSL</b>	<b>(51.185,26)</b>	<b>(50.203,40)</b>	<b>(56.063,94)</b>
(-) CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	(23.841,44)	(23.363,38)	(26.033,39)
(-) IMPOSTO DE RENDA	(27.343,82)	(26.840,02)	(30.030,55)
<b>LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO</b>	<b>153.195,98</b>	<b>226.823,06</b>	<b>468.145,62</b>