



A mensuração do valor da empresa por meio do Fluxo de Caixa Descontado: O estudo de caso da M.Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos

Iolando Emanuel da Silveira
io.iolandosilveira@gmail.com
UFSJ

Franciane de Oliveira Alvarenga
francianealvarenga@ufs.edu.br
UFSJ

Mário Sérgio de Almeida
marioalmeida@ufs.edu.br
UFSJ

Pablo Luiz Martins
pablo@ufs.edu.br
UFSJ

Resumo: A avaliação de empresas ou Valuation possui vários métodos e visa estimar um valor final para aquela operação considerando aspectos financeiro-econômicos da organização. O presente trabalho objetivou avaliar por meio do método de Fluxo de caixa descontado, o valor da empresa M.Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos. Trata-se do modelo mais utilizado atualmente, pois, contempla as entradas de caixa líquidas esperadas no período de projeção e as descontam em uma taxa que reflita o risco da atividade. A empresa em estudo demonstrou um valor baixo em comparação ao praticado no mercado, onde este representa apenas 2,22% de sua cotação em bolsa. Este fator esclarece premissas de que o valor da empresa está intimamente ligado a aspectos que fogem as demonstrações financeiras, onde o avaliador incorre em certo grau de subjetividade por necessitar a busca de aspectos externos ao negócio.

Palavras Chave: Valuation - Fluxo de caixa - Valor de mercado - Bolsa de valores - M.Dias Branco S.A

1. INTRODUÇÃO

Como desenvolvimento e crescimento da economia, as empresas precisam ser cada vez mais transparentes e informativas, no intuito de fidelizar não só clientes, mas também outras empresas e investidores. Desde 1990, tem havido no Brasil profundas mudanças no que tange a processos de fusões, aquisições, privatizações e internalização de empresas, expandindo assim, as políticas de abertura econômica e financeira em nível mundial. A fim de viabilizar e desenvolver o mercado de capitais no país, medidas como a revisão da Lei das Sociedade Anônimas (S/A) e o fortalecimento da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) ganham ênfase na consolidação desse mercado.

Diante desse contexto, a Contabilidade fornece conceitos e técnicas de avaliação de empresas por meio da divulgação de informações ou demonstrativos que representam a realidade financeira da empresa. Além disso, as transações ocorridas no mercado, bem como a economia nacional e mundial, também influenciam e ajudam a determinar o verdadeiro preço de um ativo.

Face a essa realidade, o número de pessoas e ou organizações dispostas a arriscarem-se nesse meio vem aumentando, e novas técnicas são desenvolvidas afim de sustentar decisões mais seguras. E assim, técnicas de *Valuation* (termo em inglês para Avaliação de Empresas) vem se tornando cada vez mais presentes nos estudos diante de sua importância no mercado financeiro.

As técnicas de *Valuation* expressam diferentes métodos para avaliação e comparação do valor da empresa, a fim de determinar o preço justo e real das organizações, possibilitando avaliar o retorno sobre investimento em suas ações e auxiliando para que sejam tomadas as melhores decisões aos interessados.

Os métodos de avaliação podem ser classificados de duas formas: valores de entrada e valores de saída. Assim, pode-se chegar a vários resultados diferentes, dependendo do método que for utilizado. Segundo Costa, Costa e Alvim (2010) os mais conhecidos são a Avaliação Patrimonial, Avaliação Patrimonial de Mercado, Avaliação com base no Lucro Econômico, Avaliação com base nos Fluxo de Caixa Descontado, Avaliação por Opções Reais e Avaliação Relativa ou por Múltiplos.

Um dos modelos mais utilizado é o Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Costa et al. (2010), esse modelo se sobressai dos outros por levar em conta os fluxos de caixa futuros e por apresentar mecanismos indispensáveis para conclusão do resultado como a tempestividade que representa a capacidade, o tempo em que são gerados os fluxos e sua relação com o valor da empresa, a magnitude que faz referência a proporção do fluxo e a relação com o valor da empresa e o risco, que quanto maior, resultará em taxa de desconto maior e conseqüentemente o valor da empresa será menor.

Diante desse contexto, tem-se como objetivo geral verificar, por meio do método de Fluxo de Caixa Descontado, o valor da empresa M.Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos. Os objetivos específicos são: apresentar o comparativo entre o valor de venda e o valor de saída da empresa estudada e verificar o quão o valor obtido se distancia do real.

A relevância científica desse estudo consiste no fato da existência de vários métodos de *Valuation*, sendo que cada um deles enfatiza um aspecto ou grupo financeiro da empresa, logo, ao comparar-se um com outro surgem discrepâncias que devem ser analisadas ao tomar alguma decisão de investimento.

Em relação à relevância social, este estudo contribui positivamente para o desenvolvimento econômico do país, visto que, o *Valuation* consegue demonstrar, por

exemplo, se o valor de negociação de determinada ação na bolsa consiste com a realidade. Logo, torna-se possível e seguro a entrada de cada vez mais investidores para o mercado de capitais brasileiro.

A fim de atender aos objetivos propostos, a metodologia usada será uma análise descritiva de cunho qualitativo, baseado em um estudo de caso cuja coleta de dados foi elaborada por meio de pesquisa documental.

O trabalho está estruturado a partir dessa introdução. Posteriormente, na segunda parte, encontra-se a abordagem teórica acerca do assunto, assim como a apresentação do modelo utilizado e estudos anteriores relacionados ao tema. Na terceira parte apresenta-se a metodologia de pesquisa utilizada e em seguida a análise de resultados. Por último, na quinta parte, estão as considerações finais sobre o que foi abordado no decorrer do trabalho.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

2.1. AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

A determinação do *Valuation* (valor da empresa) é um objetivo cada vez mais comum no meio corporativo. Essa avaliação surge a partir da necessidade de um posicionamento perante sócios, proprietários e demais investidores na medida em que crescem os números de fusões e aquisições no país, além de orientar compras e vendas de ações, por exemplo.

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2006, p. 01) “a determinação do valor das empresas é o fator-chave nas negociações de fusões e aquisições e tem como objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nessas negociações.”. Já Copeland, Koller e Murrin (2002) entendem que a estimação do valor torna-se útil na medida em que oferece suporte para a tomada de decisão, portanto pode-se dizer que essa mensuração contribui para atingir o objetivo da entidade, pois, está preocupada em quantificar e gerir o principal objetivo da empresa que é o crescimento do valor.

A aplicabilidade do *Valuation* é ampla e engloba desde gestão de ações até uma dissolução da empresa. No que tange esse assunto temos que a determinação do valor da empresa auxilia

. . . na compra ou venda de uma empresa; nos estudos de viabilidade de associações de interesses da empresa; numa expropriação legal; numa partilha entre herdeiros; na determinação das participações sociais; na fusão de duas ou mais empresas; na cisão de uma empresa no todo ou em partes; no aporte parcial em bens de uma empresa para outra; no aumento ou diminuição do capital; numa eventual conversão da dívida de um país em ações ou participações em empresas; na privatização de estatais e numa dissolução societária.(Goulart, 1999 como citado em Schnorrenberger, Ambros, Gasparetto & Lunkes, 2015, p.80).

Assim, um dos objetivos da avaliação é demonstrar aos acionistas a posição da sua empresa perante uma situação específica. Ressaltando essa idéia Copeland et al. (2002, p. 03) afirmam que o administrador que se concentra na construção de valor para o acionista criará empresas mais saudáveis do que os que não o fizeram. Todavia a avaliação ampara, assim como toda a ciência contábil em si, a tomada de decisão, nesse caso especificadamente decisões de cunho financeiro. Conforme menciona Damodaran (2007, p.15) “a avaliação desempenha um papel fundamental em muitas áreas financeiras – finanças corporativas, fusões e aquisições e gestão de carteiras, . . . a avaliação não é um exercício objetivo, e qualquer prejulgamento ou viés que um analista traga ao processo afetar o valor.”

O processo de avaliação não consiste em uma fixação monetária para precificação, trata-se da estimativa de uma faixa de valores que represente uma quantia mais próxima da realidade possível. Diante disso, Neiva (1999, p. 09) estabelece que “a avaliação de uma empresa não pode ser feita segundo os princípios de uma ciência exata. O peso que os técnicos em avaliação atribuem aos diversos fatores envolvidos no processo de avaliação não é uniforme.”

Portanto, as pessoas envolvidas nessa atividade serão impulsionadas por suas experiências profissionais passadas e também pelos motivos da avaliação, seja ela de compra, venda ou gestão. Diante disso, Martelanc et al. (2001, p.02) esclarecem que o “valor justo de uma empresa, estabelecido pelos processos de avaliação, representa o valor potencial de uma empresa em função da expectativa de geração de resultados futuros”.

Martins (2001) ainda acrescenta que a avaliação de empresas não é uma atividade simples, visto que, os elementos envolvidos no processo necessitam certo grau de subjetividade. Portanto ao definir a modelo ou técnica que será utilizada na avaliação, o avaliador deverá apresentar parâmetros para o cálculo, que estejam bem alinhados com a realidade corporativa.

2.2. TÉCNICAS DE VALUATION

Atualmente existem técnicas e abordagens diferentes para a obtenção do valor da empresa, e esta avaliação empresarial pode ser obtida mediante duas situações: a primeira delas leva em consideração a descontinuidade, extinção ou liquidação da sociedade, onde os ativos serão avaliados pelo valor justo e descontados dos gastos necessários para a venda, além da quantia exigida para liquidar o passivo; a segunda visa a continuidade das atividades da empresa e a capacidade produtiva de seus ativos. (Martins, 2000).

No que tange a primeira situação o foco é voltado para o valor patrimonial da entidade, onde obtém-se as informações da Contabilidade. Já na segunda a perspectiva é o valor econômico, onde este dependerá da capacidade da empresa em gerar fluxos de caixa futuros. De acordo com Copeland et al. (2002, p.135) “a capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa (e, portanto, sua capacidade de criação de valor) é movida pelo crescimento no longo prazo e pelos retornos obtidos pela empresa sobre o capital investido em relação ao seu custo de capital.”

Diante disso, Damodaran (2007) estabelece que os vários modelos presentes hoje na literatura possuem cada um seu fundamento para a obtenção de valor, mas estão unidos no fato de possuírem algumas características parecidas. Logo, de acordo com o modelo utilizado, resultados diferentes serão encontrados e conseqüentemente a técnica utilizada para a avaliação influenciará diretamente nesse desfecho.

Portanto, entender o real objetivo por trás do *Valuation* se faz necessário a fim de escolher o método mais adequado, e como consequência obter um valor o mais próximo do real, com base por exemplo de sua cotação em bolsa. Em concordância com essa ideia Cunha e Lapeña (2007) afirmam que na avaliação o cálculo da transação se distanciará um pouco do real, pois, trata-se de uma previsão do valor de mercado, onde o montante de tal divergência não poderá ser obtido imediatamente. Porém Martins (2000) defende a ideia de que mesmo havendo muitos modelos para mensuração, todos devem tender para o mesmo valor.

Tendo em vista esse cenário das multiopções de técnicas de *Valuation*, Martelanc et al. (2006, p. 02) estabelecem que “as metodologias mais utilizadas para avaliar empresas são: método contábil/patrimonial, método do fluxo de caixa descontado, método dos múltiplos, também conhecido como método de avaliação relativa, e método de EVA/MVA”. Já Fernández (2007) divide os principais modelos em seis grupos, conforme tabela abaixo.

Tabela 1: Métodos de avaliação de empresas

Balanco Patrimonial	Resultado Econômico	Misto (Goodwill)	Fluxo de caixa descontado	Criação de valor	Opções
Valor contábil	Múltiplos de venda	Clássico União Européia	Fluxo de caixa dos sócios	EVA	Black e Scholes
Valor contábil ajustado	Valor dos lucros	Peritos Contábeis	Fluxo de caixa livre	Lucro econômico	Opção de investimento
Valor de liquidação	Valor dos dividendos	Renda Abreviada	Capital cash flow	Cash flow	Expansão do projeto
Valor substancial	Outros múltiplos	Outros	APV	Return on investment - CFROI	Usos alternativos

Fonte: Adaptado de “Company Valuation Methods: The Most Common Errors in Valuations. Price waterhouse Coopers Professor of Corporate Finance” de Pablo Fernández, 2007, IESE Business School-University of Navarra, 01.

Assim, pode-se dizer que o modelo do fluxo de caixa descontado é considerado mais completo, pois, exige mais informações da empresa em estudo e conseqüentemente apresenta um valor justo mais confiável. Em conformidade com o que foi dito anteriormente, Copeland et al (1994, p.22) como citado em Cerbasi (2003, p. 32) acrescentam que:

... é a melhor porque é a única forma de avaliação que exige informações completas (da empresa). Para entender a criação de valor é preciso usar um ponto de vista de longo prazo, gerenciando todos os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial, e entender como comparar fluxos de caixa de diferentes períodos de tempo em uma base ajustada ao risco. É praticamente impossível tomar boas decisões sem informações completas, e nenhuma outra medida de desempenho usa informações completas.

Diante do que foi exposto, pode-se observar que o número de possibilidades para modelo de avaliação é grande, o que muita das vezes pode trazer dúvidas ao avaliador quanto a qual modelo optar. Como forma de minimizar essa dúvida, e tentar reduzir o número de opções, o avaliador deve ter em mente qual o objetivo da avaliação e procurar referências em avaliações anteriores com o mesmo propósito, a fim de solidificar sua escolha.

2.3. FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O método do FCD está baseado na idéia de qual a capacidade da empresa em gerar entradas de caixa futuramente. Onde tais fluxos de caixa futuros serão trazidos ao presente descontados de uma taxa que reflita o risco da atividade. Em conformidade com esse pressuposto, Martelanc, Pasin e Pereira (2010) afirmam que a mensuração do valor da empresa está intimamente ligado a sua capacidade em gerar fluxos de caixa futuro.

A entidade em seu contexto normal deve ser observada como uma fonte geradora de recursos, em que seus administradores devem preocupar-se não só com o presente, mas também com a capacidade da empresa em gerar entradas de recursos futuras. Na metodologia do Fluxo de Caixa Descontado, faremos uma projeção dos fluxos de caixa, descontando uma taxa que represente o risco incorrido na atividade. Dessa maneira para execução desse método serão necessários os seguintes elementos: i) projeção do fluxo de caixa; ii) determinação da taxa de desconto; iii) estimativa do

valor residual e iv) cálculo do valor da empresa. (Martelanc, Pasin e Cavalcante, 2006, p. 11).

Para Padovani, Maziero, Vieira e Medeiros (2011, p.31) “o fluxo de caixa livre representa o que está disponível para pagar os direitos dos credores e acionistas, desconsiderando juros, amortizações e pagamento de dividendos”. Nesse conceito no método do fluxo de caixa para a firma (FCFF) “estima-se o Valor Presente (VP) da empresa descontando-se o fluxo de caixa operacional disponível pela taxa de custo médio ponderado de capital.” (Saurin, Lopes & Costa, 2008, p.94). No FCFF considera-se a empresa financiada por capital próprio e de terceiros.

Ao adotar o fluxo de caixa descontado Borsatto et al. (2015, p.04) estabelecem que “existem, basicamente, três fatores que possibilitam dimensionar o valor do negócio ao adotar a sistemática do fluxo de caixa descontado: o fluxo de caixa projetado, ... o valor residual, ... e a taxa de desconto, ...”. Onde o fluxo de caixa irá considerar as variáveis econômico-financeiras presentes na simulação, o valor residual será aquele que resta da atividade ao fim da análise e a taxa utilizada para descontar o fluxo de caixa futuro e assim obter o valor presente (Cerbasi, 2003).

Já que o fluxo de caixa livre para a firma considera as duas formas de financiamento, capital próprio e capital de terceiros, além de ser a mais recorrente em literaturas, esta será o enfoque do presente trabalho. Nesse aspecto Martelanc et al. (2010, p.19) mencionam que “o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados para ela, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento das dívidas, pelo custo médio ponderado de capital”. Algumas das informações necessárias para o cálculo serão extraídas de demonstrações contábeis conhecidas, como Demonstração do Resultado do Exercício – DRE e Balanço Patrimonial – BP.

Para a elaboração do fluxo de caixa deve-se obter o lucro operacional após o imposto de renda, fazendo apenas alguns ajustes como depreciação e investimentos em ativo imobilizado e capital de giro (Borsatto et al., 2015). Em seguida é definido o período de projeção dos fluxos de caixa e nesse aspecto Damodaran (2007) diz que não estima-se fluxo de caixa para sempre, o avaliador deve interromper sua projeção em dado momento e a partir dali calcular um valor final que reflita o valor da empresa naquele ponto.

O valor residual será aquele onde a projeção dos fluxos de caixa não alcançou, nesse aspecto Costa (2011) esclarece que este será mensurado tendo como base o fluxo de caixa livre do último período de projeção, somado a previsão de crescimento da empresa para os próximos anos. No final do processo Martelanc et al. (2010, p.45) estabelecem que “o valor da empresa será a soma dos valores presentes de seu fluxo de caixa e de seu valor terminal”, onde para a determinação do valor presente será usada, conforme mencionado anteriormente, o custo médio ponderado de capital ou também conhecida como *Weighted Average Cost of Capital* (WACC). Essa taxa visa mensurar tanto o custo de oportunidade dos acionistas quanto o custo do capital de terceiros, a fim de evidenciar não somente o aspecto oneroso de obrigações financeiras do passivo, mas também o conceito econômico envolvido no risco incorrido pelos acionistas.

2.4. ESTUDOS ANTERIORES

Galdi, Teixeira e Lopes (2007) tiveram como objetivo central identificar se existem diferenças significativas entre a estimação do valor de uma empresa com a utilização da metodologia do fluxo de caixa descontado e com a metodologia do modelo de Ohlson. Para realização do artigo os autores utilizaram uma análise empírica dos valores calculados pelos

analistas e os valores estimados pelo modelo de Ohlson. Os resultados apontaram que existem diferenças estatisticamente significantes para o valor estimado das empresas pelo fluxo de caixa descontado e pelo modelo de Ohlson. Além disso os índices preço/valor patrimonial (P/B) calculados a partir das estimativas dos analistas (que utilizam o fluxo de caixa descontado), apresentam maior poder explicativo dos índices P/B futuros da empresa do que as estimativas de índice P/B feitas pelo modelo de Ohlson.

O artigo de Saurin, Costa e Lopes (2008), propõe como objetivo realizar uma análise comparativa entre os modelos de avaliação de empresas com base nos fluxos de caixa e lucro residual para verificar se os resultados são equivalentes quando aplicados sobre a mesma base de dados de empresa real. A metodologia utilizada foi o estudo de caso para uma empresa do ramo de energia elétrica avaliada e comparada sob o aspecto dos métodos citados. Nos resultados os autores apontaram que os métodos apresentavam discrepâncias entre si, e que o valor que mais se aproximou do real, ou seja, chegou mais perto do total do capital próprio da empresa foi o método baseado nos fluxos caixa. Segundo os autores, as diferenças entre os resultados podem ser causadas por falta de equivalência na taxa de desconto e na estimativa dos fluxos de caixa.

O estudo apresentado por Lima, Lima, Dutra e Lopes (2010) teve como objetivo utilizar a Metodologia Multicritério de Apoio a Decisão (MCDA) como uma contribuição para o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) utilizado na avaliação de Micro e Pequenas Empresas (MPE). Foi utilizado um estudo descritivo de natureza exploratória aplicado ao caso de empresas do ramo químico, farmacêutico e de turismo. Como conclusão, os autores observaram que o método MCDA contribuiu para o FCD, visto que, o resultado do conjunto desses métodos apresentou uma multiplicidade de variáveis, permitindo que o avaliador elabore suas estratégias de negociação com maior competitividade. Nesse sentido, a avaliação de empresas não precisa ter como objetivo a fixação de um valor exato pelo qual elas podem ser negociadas, mas sim estabelecer uma faixa de valores.

Alves, Rezende e Ribeiro (2013) tiveram como objetivo apresentar os diferentes resultados do valor de uma mesma empresa quando se toma vários tipos de métodos e compará-los com o preço negociado em bolsa. Para tanto, os autores utilizaram como metodologia uma pesquisa descritiva por meio de um estudo de caso da Cia. Hering. Por fim, chegaram à conclusão que os métodos de *Market Value Added (MVA)* e Fluxo de Caixa Descontado apresentam como resultado um *valuation* mais próximo do mercado de ações, ainda que as limitações e subjetividades destes métodos afastem os valores obtidos do valor real.

O estudo de Cunha, Martins e Assaf (2014) teve como objetivo realizar uma análise empírica do processo de avaliação de empresas que realizaram oferta pública de aquisição de ações, pelo fluxo de caixa descontado, sob o ponto de vista do desempenho econômico-financeiro dos direcionadores de valor, no período de 2002 a 2008, com a finalidade de verificar a aderência entre o projetado e o realizado, por setor econômico e no decorrer dos períodos pós-processo de avaliação. A metodologia utilizada foi uma pesquisa empírico-analítica e quantitativa, baseada em dados secundários. Os resultados apontaram que há uma grande dificuldade em encontrar as medidas financeiras e econômicas exigidas pelo método do fluxo de caixa, tal fator é ocasionado pela falta de acesso a dados para pesquisas dessa natureza no Brasil. Além disso, os autores apontam diferenças no valor projetado e realizado na execução desse método, em especial quanto a alguns direcionadores de valor (despesas operacionais, endividamento, taxas de crescimento e etc).

Borsatto, Correia e Gimenes (2015) tiveram como objetivo em seu estudo, estimar o valor de um pequeno negócio, diante de um ciclo de crescimento elevado. A metodologia

utilizada foi o estudo de caso de uma indústria de ração animal e soluções em homeopatia avaliada por meio do fluxo de caixa descontado. Os resultados apontaram que o valor agregado é cerca de 18 vezes maior que o valor contábil. Porém, observou-se que os fluxos de caixa livre recuaram nos últimos dois anos de projeção, apontando assim uma necessidade da empresa em inovar ou adentrar novos mercados para não cair em declínio. Ainda nas considerações, os autores afirmaram que os fatores externos e internos têm grande influência na estimação do valor da empresa.

O trabalho de Schnorrenberger, Ambros, Gasparetto e Lunkes (2015) objetivou analisar comparativamente os modelos de avaliação mais utilizados para calcular o valor venal justo de um negócio. Foi utilizado o estudo de caso de uma empresa denominada “Segurança” com o apoio de uma pesquisa documental e bibliográfica. Nos resultados os autores expuseram que houve diferença entre o método do fluxo de caixa descontado (FCD) e o método baseado no valor contábil. Ainda, afirmaram que o fluxo de caixa descontado foi o que mais se aproximou do valor praticado, confirmando que o método empregado na avaliação das empresas interfere significativamente no valor final.

3. METODOLOGIA

No que tange os aspectos metodológicos de acordo com Gil (2002) o termo pesquisa é definido como o processo organizado e sistemático no qual apoia-se afim de responder determinada hipótese. Nesse sentido a presente pesquisa, no que diz respeito aos seus objetivos, é classificada como descritiva, pois, segundo Gil (2008, p.28) “As pesquisas deste tipo têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou o estabelecimento de relações entre variáveis.”

Trata-se ainda de pesquisa com cunho qualitativo baseada no estudo de caso da empresa M. Dias Branco S.A Indústria e Comércio, que para Yin (2010, p.20) este tipo de abordagem colabora com o “conhecimento dos fenômenos individuais, grupais, organizacionais, sociais, políticos e relacionados”. Colaborando com o mencionado, Coutinho e Chaves (2002) salientam que a característica que melhor define o estudo de caso é o fato de tratar-se de uma investigação que envolve a análise minuciosa do objeto em questão, ou seja, o caso.

A coleta de dados foi obtida por meio de análise documental, que para Marconi e Lakatos (2010), este tipo de estudo tem como fonte o exame de documentos escritos ou não, além de serem feitas na ocasião de acontecimento do fato ou posteriormente. Foram utilizadas para o estudo de caso as demonstrações financeiras padronizadas entre os anos de 2013-2017, publicadas pela empresa em seu website.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

4.1. DESCRIÇÃO INICIAL E APRESENTAÇÃO DAS CONTAS

A empresa M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos está presente no mercado nacional há 60 anos, cuja matriz encontra-se situada na cidade de Eusébio, região nordeste do Ceará. Seu setor de atuação no meio alimentício é bastante diversificado, indo de derivados do trigo como farinhas e torradas até refrescos em pó, margarinas e gordura vegetal. Merece destaque sua posição em relação ao mercado mundial no que tange os biscoitos e as massas, onde ocupa sexta e sétima posição respectivamente, tal fator impulsionado por marcas como Vitarella, Adria e Treloso. A abertura de capital da companhia ocorreu no ano de 2006, no qual ingressou para o segmento de Novo Mercado da Bolsa de Valores de São Paulo – B3. (M.Dias Branco S.A, 2018).

Para proceder com a mensuração do valor final da empresa torna-se necessário reunir informações de caráter financeiro, encontradas geralmente nas Demonstrações Contábeis da entidade. Inicialmente buscaremos apresentar as contas que serão utilizadas no cálculo, a fim de elucidar claramente o caminho percorrido até obtenção do valor da empresa. Na Tabela 2 são apontadas as contas de ativo, estas caracterizadas por serem alvo das aplicações de recursos.

Tabela 2: Contas de ativo do Balanço Patrimonial- BP - R\$ mil

BP - ATIVO/ANOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Contas a receber	412.513	468.568	591.639	597.952	725.363	806.395
Estoques	441.717	483.586	461.418	675.304	587.745	640.305
Tributos a Recuperar	84.182	80.666	97.332	238.838	156.225	149.024

Fonte: <http://ri.mdiasbranco.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras/>

Apresentadas na Tabela 3, estão elencadas as contas de passivo, esse tipo de conta visa demonstrar além das origens de recursos o nível de endividamento da empresa perante terceiros.

Tabela 3: Contas de passivo do Balanço Patrimonial - BP - R\$ mil

BP - PASSIVO/ANOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Obrigações Sociais e Trabalhistas	82.913	97.007	105.747	124.855	140.695	138.152
Fornecedores	77.285	85.554	87.520	135.946	142.333	136.260
Obrigações Fiscais	61.044	67.388	61.768	58.749	62.750	76.378

Fonte: <http://ri.mdiasbranco.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras/>

Descritas abaixo estão as contas utilizadas da DRE, de acordo com Iudicibus (2004) esse demonstrativo apresenta as receitas e despesas ocorridas no período, sempre deduzindo-se uma pela outra afim de alcançar o resultado, ou seja, lucro ou prejuízo.

Tabela 4: Contas da Demonstração do Resultado do Exercício - DRE- R\$ mil

DRE/ ANOS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Receita Líquida	3.545.152	4.311.638	4.579.890	4.622.164	5.328.071	5.415.422
Custo dos Produtos Vendidos	-2.122.410	-2.682.026	-2.855.363	-2.966.396	-3.242.393	-3.166.368
Despesas Operacionais	-878.331	-1.050.810	-1.056.563	-1.075.083	-1.285.074	-1.409.783
Imposto de renda e contribuição social	-37.272	-39.978	-56.822	-38.160	-47.777	-71.294

Fonte: <http://ri.mdiasbranco.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras/>

Da Demonstração do Fluxo de Caixa foram utilizadas as rubricas que constam na Tabela 5, resumidamente buscou-se os valores de Depreciação (que não representam saída efetiva de caixa) e as contas de investimento. A DFC não possui apenas as funções descritas acima, porém para o cálculo do Fluxo de Caixa Livre – FCL somente esses dois aspectos foram necessários. No tocante a essa demonstração Lima (2000, p.23) afirma que “É uma demonstração contábil que tem como função principal apresentar as movimentações de entradas e saídas de caixa de uma entidade em um determinado período.” Portanto deve ser vista como uma ótima ferramenta de controle financeiro para avaliar onde concentra-se o maior/menor gargalo de recursos da entidade.

Tabela 5: Contas da Demonstração do Fluxo de Caixa -DFC - R\$ mil

DFC/ ANOS	2013	2014	2015	2016	2017
Depreciação	95.008	102.420	105.951	118.814	127.574

Aquisição de imobilizado e intangível	-271.150	-344.996	-398.549	-259.107	-320.006
Amortiz. de dívida da aquisição de empresas	-35.968	-9.020	-11.205	-7.887	-11.473
Aquisição de participação societária	0	0	0	0	-9.111
Resgate de aplicação financeira a longo prazo	0	0	0	815	0

Fonte: <http://ri.mdiasbranco.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras/>

Para o cálculo do capital de giro, foi demonstrada uma reclassificação, que de acordo com Figueiredo (2013) o Ativo e Passivo circulante devem ser desmembrados em Contas Financeiras (como Disponível e Empréstimos) e Contas Operacionais (como Estoques e Fornecedores). Na tabela é apresentado o aspecto operacional dessa reclassificação, a fim de elucidar a obtenção da chamada Necessidade de Capital de Giro.

De acordo com Figueiredo (2013, p.30) “A Necessidade de Capital de Giro – NCG, é composta por itens do Ativo e Passivo Circulante de caráter operacional, ou melhor, que estão relacionadas ao Ciclo Operacional das Empresas”. O saldo desta conta foi obtido subtraindo “Ativo circulante líquido - ACL” de “Passivo circulante líquido - PCL”. A conta “Variação” é apenas resultado da subtração da Necessidade de capital de giro entre os anos. Vale ressaltar o ocorrido entre os anos 2015 – 2016, onde podemos observar um crescimento de 30% no ACL e 25% no PCL, crescimento este explicado principalmente pela conta de “Tributos Recuperar” e “Estoques”. No que tange a conta de tributos, as notas explicativas da empresa esclarecem que trata-se majoritariamente de PIS e Cofins pagos a maior na importação, onde após decisão judicial a entidade pode reconhecer o direito de recuperação desses valores. O aumento ocorrido na conta de estoques não apresenta justificativa em notas explicativas, ela apenas faz menção aos valores de cada tipo de estoque (produtos acabados, em elaboração e etc), onde nota-se crescimento principal em Matéria prima.

Tabela 6: Capital de Giro – CG – R\$ mil

CONTAS	2012	2013	2014	2015	2016	2017
(+) Contas a receber	412.513	468.568	591.639	597.952	725.363	806.395
(+) Estoques	441.717	483.586	461.418	675.304	587.745	640.305
(+) Tributos a Recuperar	84.182	80.666	97.332	238.838	156.225	149.024
(=) Ativo circulante líquido	938.412	1.032.820	1.150.389	1.512.094	1.469.333	1.595.724
(+) Obrigações Sociais e Trabalhistas	82.913	97.007	105.747	124.855	140.695	138.152
(+) Fornecedores	77.285	85.554	87.520	135.946	142.333	136.260
(+) Obrigações Fiscais	61.044	67.388	61.768	58.749	62.750	76.378
(=) Passivo circulante líquido	221.242	249.949	255.035	319.550	345.778	350.790
Necessidade de capital de giro (ACL – PCL)	717.170	782.871	895.354	1.192.544	1.123.555	1.244.934
Variação	-	65.701	112.483	297.190	(68.989)	121.379

Fonte: Elaboração própria.

4.2. DETERMINAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE E DO FLUXO DE CAIXA PROJETADO

Após a apresentação das informações contida nas tabelas acima, já é possível partirmos para o cálculo do Fluxo de Caixa Livre para a Firma, segundo Copeland et al. (2002, p.138) “o fluxo de caixa livre é o fluxo certo para esta avaliação porque reflete o fluxo de caixa gerado pelas operações da empresa e que está disponível para todos os provedores de capital ...”. A Tabela 7 expõe a forma de como obtermos esse valor, além de retratar a análise vertical (AV%) das contas cuja base foi a Receita líquida auferida em cada ano. Os impostos incidentes sobre o lucro, Imposto de Renda – IR e Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido – CSLL, foram obtidos nas respectivas DREs publicadas pela empresa. O valor expresso na

conta “Capital de giro” representa o saldo da conta “Variação” elucidada na Tabela 5. O CAPEX, investimentos em capital fixo e variável ou de giro, foi calculado pela soma das rubricas “Aquisição de imobilizado e intangível”, “Amortiz. de dívida da aquisição de empresas” e “Aquisição de participação societária” subtraídas do “Resgate de aplicação financeira a longo prazo”, todas presentes na Tabela 4.

Nota-se na análise vertical que as contas em sua maioria não apresentam grande variação no decorrer dos anos-base, o que mostra uma estabilidade nas operações da M.Dias Branco S.A. Cabe ressaltar o ocorrido em 2015, onde o mesmo apresentou fluxo de caixa livre negativo, tal fator explicado pela queda de 14% no resultado após impostos, porém, um aumento em capital de giro na casa dos 160 p.p. A conta de CAPEX também obteve variação considerável no decorrer dos anos, onde juntamente com o capital de giro serviu para influenciar diretamente o resultado final do fluxo de caixa, nesse aspecto nota-se uma carência da empresa em saber gerenciar seus investimentos em ativos fixos e circulantes.

Tabela 7: Fluxo de Caixa Livre para a Firma – FCLF – R\$ mil

FCL / ANOS	2013	AV%	2014	AV%	2015	AV%	2016	AV%	2017	AV%	Média%
(=) Receita líquida	4.311.638	-	4.579.890	-	4.622.164	-	5.328.071	-	5.415.422	-	-
(-) CPV	2.682.026	62,20	2.855.363	62,35	2.966.396	64,18	3.242.393	60,85	3.166.368	58,47	61,61
(-) Desp. Operacionais	1.050.810	24,37	1.056.563	23,07	1.075.083	23,26	1.285.074	24,12	1.409.783	26,03	24,17
(=) EBITDA	578.802	13,42	667.964	14,58	580.685	12,56	800.604	15,03	839.271	15,50	14,22
(-) Depreciação	95.008	2,20	102.420	2,24	105.951	2,29	118.814	2,23	127.574	2,36	2,26
(=) EBIT	483.794	11,22	565.544	12,35	474.734	10,27	681.790	12,80	711.697	13,14	11,96
(-) IR E CSLL	39.978	0,93	56.822	1,24	38.160	0,83	47.777	0,90	71.294	1,32	1,04
(=) Res. após impostos	443.816	10,29	508.722	11,11	436.574	9,45	634.013	11,90	640.403	11,83	10,91
(+) Depreciação	95.008	2,20	102.420	2,24	105.951	2,29	118.814	2,23	127.574	2,36	2,26
(-) Capital de giro	65.701	1,52	112.483	2,46	297.190	6,43	(68.989)	-1,29	121.379	2,24	2,27
(-) CAPEX	307.118	7,12	354.016	7,73	409.754	8,86	266.179	5,00	340.590	6,29	7,00
(=) Fluxo de caixa livre	166.005	3,85	144.643	3,16	(164.419)	-3,56	555.637	10,43	306.008	5,65	3,91

Fonte: Elaboração própria

Para fins de projeção dos fluxos de caixa futuro foi tomado como base a média de variação em percentual ocorrida entre os anos 2013 – 2017, conforme demonstra a última coluna da Tabela 7 acima. A única conta que não seguiu essa linha de crescimento histórico da empresa foi a Receita Líquida, visto que, a M.Dias Branco S.A em suas demonstrações de 2017 esclarece que espera um crescimento de 7% ao ano em suas receitas. Portanto segue abaixo a Tabela 8, onde encontra-se o fluxo de caixa livre projetado por 5 anos.

Tabela 8: Fluxo de Caixa Livre – Projetado – R\$ mil

FCL / ANOS	2018	2019	2020	2021	2022	Média %
(=) Receita líquida	5.794.501	6.200.116,65	6.634.124,81	7.098.513,55	7.595.409,50	7,00
(-) CPV	3.569.992,40	3.819.891,87	4.087.284,30	4.373.394,20	4.679.531,79	61,61
(-) Desp. Operacionais	1.400.531,02	1.498.568,19	1.603.467,97	1.715.710,73	1.835.810,48	24,17
(=) EBITDA	823.978,12	881.656,59	943.372,55	1.009.408,63	1.080.067,23	14,22
(-) Depreciação	130.955,73	140.122,64	149.931,22	160.426,41	171.656,25	2,26
(=) EBIT	693.022,38	741.533,95	793.441,33	848.982,22	908.410,98	11,96
(-) IR e CSLL	60.262,82	64.481,21	68.994,90	73.824,54	78.992,26	1,04
(=) Res.após impostos	632.759,57	677.052,74	727.446,43	775.157,68	829.418,72	10,91
(+) Depreciação	130.955,73	140.122,64	149.931,22	160.426,41	171.656,25	2,26

(-) Capital de giro	131.535,18	140.742,65	150.594,63	161.136,26	172.415,80	2,27
(-) CAPEX	405.615,11	434.008,17	464.388,74	496.895,95	531.678,66	7,00
(=) Fluxo de caixa livre	226.565,01	242.424,56	259.394,28	277.551,88	296.980,51	3,91

Fonte: Elaboração própria

4.3. MENSURAÇÃO DA TAXA DE DESCONTO

Para obtermos a taxa de desconto que será utilizada para trazer a valor presente os fluxos de caixa encontrados na Tabela 8, devemos inicialmente apurar as fontes de capital que envolvem o financiamento da empresa. A Tabela 9 abaixo descreve como foi mensurado o custo do capital de terceiros da empresa em estudo, os dados da taxa de juros e valor foram retirados do Balanço Patrimonial – Passivo de suas demonstrações financeiras publicadas de 2017. Observamos que primeiramente calculou-se a proporção de cada valor sobre o montante da dívida, ou seja, dividiu a quantia de cada fonte de financiamento (BNDES, BNB e Arrendamento Mercantil) pelo total da conta Empréstimos e financiamentos retirada do Balanço Patrimonial da empresa. Posteriormente foi encontrado a proporção do valor sobre os juros, multiplicando-se a coluna Proporção-valor pela Taxa de juros, a fim de elucidar a representatividade do montante daquela conta sobre os juros pagos pela empresa a terceiros. Ao final tem-se o custo do capital de terceiros em 5,34%.

Tabela 9: Custo do Capital de Terceiros – R\$ mil

Empréstimos e financiamentos	Taxa de juros (%)	Valor	Proporção – valor (%)	Proporção – juros (%)
BNDES-FINAME	3,15	11.028	3,96	0,12
BNDES-PSI	4,86	221.727	79,69	3,87
BNDES-PSI	6,42	239	0,09	0,01
BNB-FNE	8,24	44.887	16,13	1,33
Arrend. mercantil financeiro	2,70	369	0,13	0,003581
Total	25,37	278.250	100	5,34

Fonte: Elaboração própria

Continuando com a mensuração dos componentes necessários para o cálculo do custo médio ponderado de capital – WACC, encontra-se abaixo na Tabela 10 o custo do capital próprio. Este foi obtido por meio do *Return on Assets* – ROA, que em português significa Retorno sobre Ativos. Segundo Kassai, Kassai e Neto (2002, p.34) “ROA é a taxa de retorno genuína da empresa, atribuída à sua capacidade geradora de resultados, independente de sua estrutura de financiamento”. Este indicador relaciona o Lucro Líquido com o Ativo Total, onde divide-se o primeiro pelo segundo.

Tabela 10: Custo do Capital Próprio – R\$ mil

ROA/ ANOS	2013	2014	2015	2016	2017	Média
LL	524.385	599.262	603.925	784.399	844.183	
AT	3.884.901	4.478.247	5.099.577	5.681.045	6.089.765	
ROA	13,50%	13,38%	11,84%	13,81%	13,86%	13,28%

Fonte: Elaboração própria

Para finalizar o cálculo da taxa de desconto que será utilizada na mensuração do valor da empresa, a Tabela 11 apresentado abaixo visa esclarecer os procedimentos adotados para obtenção do WACC. Nota-se por esta estrutura de capitais que a maior parte do financiamento da empresa advém de recursos próprios, demonstrando pouca dependência da empresa por capital de terceiros.

Tabela 1: Custo Médio Ponderado de Capital – WACC – R\$ mil

WACC	Fontes	Proporção (%)	Taxas (%)	Proporção x Taxa (%)
Capital de terceiros	278.250	5,28	5,34	0,28
Capital próprio	4.991.911	94,72	13,28	12,58
Total	5.270.161	100	18,62	12,86

Fonte: Elaboração própria

4.4. VALOR DA EMPRESA - VALUATION

A Tabela 12 apresenta a apuração do valor presente do fluxo de caixa livre, onde visamos mensurar o valor de tais fluxos nos dias atuais, descontados a uma taxa que reflita o risco. Para tanto deve-se dividir o FCL pelo WACC elevado ao número de anos projetados, esse método é aplicável para obtenção do valor presente de qualquer série uniforme. (Martelanc et al., 2006).

Tabela 12: Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre – R\$ mil

VPL	2018	2019	2020	2021	2022
Fluxo de caixa livre - FCL	226.565,01	242.424,56	259.394,28	277.551,88	296.980,51
Taxa de desconto – WACC (%)	1,1286	1,2737	1,4375	1,6224	1,8311
Valor presente	200.748,72	190.325,30	180.43,09	171.073,99	162.191,36
Total			904.782,47		

Fonte: Elaboração própria

Conforme descrito no capítulo 2.3, o valor da empresa será considerado como a soma de seus fluxos de caixa projetados mais seu valor terminal, residual ou contínuo. Segundo Copeland et al. (2002, p. 273) “Uma boa estimativa do valor contínuo é essencial para qualquer avaliação, porque, o valor contínuo muitas vezes responde por uma grande parte do valor total da empresa.”. Portanto a Tabela 13 visa demonstrar como obter tal valor, onde o fluxo de caixa projetado do último ano será dividido pela diferença entre WACC e taxa de crescimento, e posteriormente trago a valor presente pela taxa de desconto daquele ano. Vale ressaltar que o índice de 2,69% considerado como taxa de crescimento, trata-se da expectativa de ascensão do Produto Interno Bruto – PIB, divulgado no relatório Focus do Banco Central em janeiro de 2018.

Tabela 13: Valor Residual – R\$ mil

Valor Residual	
WACC (%)	0,1286
Taxa de crescimento do fluxo de caixa (%)	0,0269
WACC - taxa de crescimento (%)	0,1017
Fluxo de caixa livre - 2022	296.980,51
Valor Residual	2.920.162,34
Taxa de desconto (%)	1,8311
Valor presente do valor residual	1.594.758,53

Fonte: Elaboração própria

Por último temos a Tabela 14 onde é apresentado o valor final da empresa, considerando conforme mencionado anteriormente a soma dos fluxos de caixa projetado e do valor residual. Além disso, foram agregados a este resultado os valores em caixa e deduzidos as dívidas, para determinar no caso de uma venda da empresa o valor líquido de suas operações. No website da B3 encontramos que a empresa possui atualmente 339.000.000 ações ordinárias em negociação.

Tabela 14: Valor da empresa – R\$ mil

Valor final da empresa	
(=) Fluxo de caixa livre	904.782,47
(+) Valor residual	1.594.758,53
(=) Valor operacional	2.499.541
(+) Caixa e equivalentes	925.922,00
(-) Empréstimos e financiamentos	278.250,00
(=) Valor da empresa	3.147.213
Quantidade de ações no mercado	339.000.000
Valor da ação	0,0093

Fonte: Elaboração própria

Como forma de comparação buscou-se a cotação de bolsa das ações da M.Dias Branco S.A no dia 11 de Dezembro de 2018, onde o valor encontrado foi o de R\$ 41,86 por ação. Após essa análise podemos notar a disparidade entre o valor calculado pelo fluxo de caixa descontado e o valor de cada ação na bolsa, demonstrando assim que o método adotado representou 2,22% do comercializado no mercado de ações.

5. CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho buscou evidenciar o valor de mercado da empresa M.Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos, considerando o método mais usual no campo das finanças atualmente: o fluxo de caixa descontado. Para tanto foram obtidos dados de seus relatórios anuais entre os anos 2013 – 2017, além de informações macroeconômicas do Brasil. Tal avaliação deve ser vista não apenas como ferramenta para fusão ou aquisição, mas também como meio gerencial para mensurar a eficácia das operações perante o mercado.

Conforme mencionado ao longo do trabalho o método utilizado visa buscar um valor o mais próximo possível do real, no entanto o resultado encontrado está bem distante do que a empresa pratica na bolsa. Esse fator contribui positivamente para a imagem da entidade, pois, perante investidores trata-se de um empreendimento cujo valor agregado está muito além do que apresenta os demonstrativos.

Nota-se de acordo com essa avaliação que a empresa apresentou crescimento nos anos projetados, embasado principalmente pela expectativa de aumento em suas receitas e por pouca dependência do capital de terceiros. O valor de sua ação por meio do Fluxo de Caixa Descontado representou apenas 2,22% do valor praticado no mercado de ações da B3, confirmando novamente o *Valuation* como mais um critério na tomada de decisões. A grande parte de sua mensuração, ou seja, os outros 97,78%, ficou a cargo de aspectos não apresentados em nenhum de seus demonstrativos contábeis, evidenciando forte influência de elementos intangíveis no valor de mercado da empresa.

Pode-se observar pelo presente trabalho que as empresas devem ser vistas como mecanismos complexos da geração de valor, visto que, sua representatividade no mercado, estrutura de capitais, investimentos e taxas de retorno são fatores determinantes no cálculo de seu valor final.

As limitações encontradas no decorrer do trabalho ficaram a cargo principalmente da mensuração do custo de capital próprio, visto que, trata-se de um fator muito particular de cada investidor e empresa. Após muitas pesquisas e dificuldades na determinação de taxas de retorno e taxas livre de risco, optou-se pelo *Return on Assets* – ROA por tratar-se de um índice usual e com mesma aplicabilidade.



Como sugestão para próximas pesquisas na área de avaliação de empresas, recomenda-se a utilização de outros métodos além do fluxo de caixa descontado, a fim de identificar qual deles mais se aproxima do valor praticado no mercado de ações brasileiro.

6. REFERÊNCIAS

- ALVES, Leandro de Carvalho; REZENDE, Claudio Francisco; RIBEIRO, Karem Cristina de Sousa.** Comparativo de métodos de Valuation: análise do caso Hering S/A. Disponível em <https://www.researchgate.net/publication/266080716_COMPARATIVO_DE_METODOS_DE_VALUATION_ANALISE_DO_CASO>. Acesso em 26 Jun. 2018.
- B3. BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO.** Relatórios Estruturados. Disponível em <http://www.b3.com.br/pt_br/produtos-e-servicos/negociacao/renda-variavel/empresas-listadas.htm>. Acesso em 11 Dez. 2018.
- BORSATTO, José Luiz; CORREIA, Everson Fernando; GIMENES, Régio Márcio Toesca.** Avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado: o caso de uma indústria de ração animal e soluções em homeopatia. Revista Contabilidade Vista & Revista, Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, v. 26, n. 2, p. 90-113, maio/ago. 2015.
- BRASIL. BANCO CENTRAL DO BRASIL.** Focus: Relatório de Mercado. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/R20180105.pdf>>. Acesso em 08 Dez. 2018.
- CERBASI, Gustavo Petrasunas.** Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. Dissertação de Mestrado em Administração – Programa de pós-graduação em Administração da Universidade Federal de São Paulo. São Paulo, 2003.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack.** Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.
- COSTA, Júlio César Naves Ferreira.** Avaliação de empresas investidas em fundos de privateequity e venture capital. Disponível em <http://repositorio.unb.br/bitstream/10482/9393/1/2011_JulioCesarNavesFerreiraeCosta.pdf>. Acesso em 25 ago. 2018.
- COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim; COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim; ALVIM, Marcelo Arantes.** Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas. São Paulo: Atlas 2010.
- COUTINHO, Clara Pereira; CHAVES, José Henrique.** O estudo de caso na investigação em Tecnologia Educativa em Portugal. Disponível em <<https://repositorium.sdum.uminho.pt/bitstream/1822/492/1/ClaraCoutinho.pdf>>. Acesso em 20 Nov. 2018.
- CUNHA, Darliane Ribeiro; LAPEÑA, Jose Angel Anson.** Análisis de los métodos de valoración utilizados em la práctica: Um estúdio con auditores independientes brasileños. Revista Universo Contábil. Blumenau, v. 3, n. 3, p. 123-138, dez. 2007.
- CUNHA, Moisés Ferreira da; MARTINS, Eliseu; NETO, Alexandre Assaf.** Avaliação de empresas no Brasil pelo fluxo de caixa descontado: evidências empíricas sob o ponto de vista dos direcionadores de valor nas ofertas públicas de aquisição de ações. Disponível em <<http://www.scielo.br/pdf/rausp/v49n2/04.pdf>>. Acesso em 23 Jun. 2018.
- DAMODARAN, Aswath.** Avaliação de empresas. Tradução de Sônia Midori Yamamoto e Marcelo Arantes Alvim. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- FIGUEIREDO, Fernando de.** Necessidade de Capital de Giro. Disponível em <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/viewFile/1669/1620>>. Acesso em 03 Dez. 2018.
- FIPECAFI. Organizador: MARTINS, Eliseu.** Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica. São Paulo: Atlas, 2001.
- GALDI, Fernando Caio; LOPES, Alessandro Broedel; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo.** Análise empírica dos modelos de *valuation* no ambiente brasileiro: Fluxo de caixa descontado versus modelo de Ohlson (RIV). Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, v. 19, n. 47, p. 31 – 43, maio/agosto 2008.
- GIL, Antônio Carlos.** Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas, 2002.



GIL, Antônio Carlos. Métodos e técnicas de pesquisa social. São Paulo: Atlas, 2008.

GOULART, Marselle. Como encontrar o valor de uma empresa: um enfoque teórico sobre os modelos de avaliação. Revista do Conselho Regional de Contabilidade do Rio Grande do Sul. Outubro de 1999.

IUDÍCIBUS, Sérgio de. Teoria da contabilidade. São Paulo: Atlas, 2004.

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; NETO, Alexandre Assaf. Índice de especulação de valor agregado: IEVA. Revista Contabilidade & Finanças. São Paulo, v.13, n. 30, p. 32 – 45, setembro/dezembro 2002.

LIMA, Arievaldo Alves de. Demonstração do Fluxo de Caixa. Disponível em <<http://www.atena.org.br/revista/ojs-2.2.3-08/index.php/UERJ/article/viewFile/1650/1593>>. Acesso em 04 Dez. 2018.

LIMA, Jaziel. Conheça os métodos para avaliação de empresa (VALUATION) e a importância do valor para o empresário. Disponível em <<https://www.valorebrasil.com.br/2014/07/03/conheca-os-metodos-para-a-avaliacao-de-uma-empresa-e-a-importancia-do-valor-para-o-empresario-2/>>. Acesso em 19 ago. 2018.

LIMA, Marcus Vinicius Andrade de; LIMA, Carlos Rogério Montenegro de; DUTRA, Ademar; LOPES, Ana Lúcia Miranda. Avaliação de micro e pequenas empresas utilizando a metodologia multicritério e o método do fluxo de caixa descontado. Revista de Ciências da Administração. Santa Catarina, v. 12, n. 26, p. 48-71, jan/abril 2010.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. Fundamentos da metodologia científica. São Paulo: Atlas, 2010.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. Avaliação de empresas – Um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall 2006.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; PEREIRA, Fernando. Avaliação de empresas: um guia para fusões & aquisições e private equity. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2010.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de Empresas: da mensuração contábil a econômica. Cadernos de Estudos FIECAFI. FIECAFI, São Paulo, n. 24, p. 28-37, jul./dez. 2000.

M.DIAS BRANCO. Relações com investidores – Demonstrações Financeiras. Disponível em <<http://ri.mdiasbranco.com.br/pt-br/informacoes-financeiras/demonstracoes-financeiras>>. Acesso em 30 Nov. 2018.

M.DIAS BRANCO. Sobre a empresa. Disponível em <<http://mdiasbranco.com.br/institucional/>>. Acesso em 13 Dez. 2018.

MONTE, Paulo Aguiar; ARAÚJO, Pedro Lopes; Rêgo, Thaiseany Freitas. Avaliação de empresas pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado: o caso da Aracruz Celulose S/A. Revista Contemporânea de Contabilidade, Universidade Federal de Santa Catarina. Florianópolis, ano 06, v.1, nº11, p. 37-58, Jan./Jun., 2009.

NEIVA, Raimundo Alelaf. Valor de mercado da empresa. São Paulo: Atlas, 1999.

PADOVANI, Heane Raymundo; MAZIERO, Jéssica Ariádne; VIEIRA, Lorena Barbosa; MEDEIROS, Maria Cristiana. Valuation – Avaliação de empresas - Mafrig Alimentos S/A. Disponível em <<http://www.unisalesiano.edu.br/biblioteca/monografias/53985.pdf>>. Acesso em 20 ago. 2018.

SAURIN, Valter; LOPES, Ana Lúcia Miranda; COSTA, Newton Carneiro Affonso. Comparação dos modelos de avaliação de empresas com base no fluxo de caixa descontado e no lucro residual: estudo de caso de uma empresa de energia elétrica. Revista de administração Mackenzie. São Paulo, v. 10, n. 1, p. 89-113, 2008.

SCHNORRENBERGER, Darci; AMBROS, Mateus Gundlach; GASPARETTO, Valdirene; LUNKES, Rogério João. Comparação entre métodos para avaliação de empresas. Revista de Gestão e Tecnologia. Florianópolis, v. 5, n. 1, p. 79-92, jan./mar.2015.

SOUTES, Dione Oleszczuk.; MARTINS, Eliseu.; SCHVIRCK, Eliandro; MACHADO, Márcia Regina. Métodos de avaliação utilizados pelos profissionais de investimento. Contabilidade, Gestão e Governança, v. 11, n. 1-2, p. 1-17, 2008.

UOL ECONOMIA. Bolsa de valores: M.DIAS BRANCO ON. Disponível em <<https://economia.uol.com.br/cotacoes/bolsas/acoes/bvsp-bovespa/mdia3-sa/>>. Acesso em 11 Dez. 2018.

YIN, Robert K. Estudo de caso: planejamento e métodos. Porto Alegre: Bookman, 2010.