

TÓPICO 1 – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
FUNDAMENTOS DE AVALIAÇÃO E MEDIDAS DE
DESEMPENHO
FEA-RP / USP
Prof. Fabiano

ECONOMIA APLICADA

- Numa pequena estância de veraneio na costa sul da França sente-se o cheiro da crise: todo mundo deve para todo mundo.
- Todos estão bastante endividados.
- Subitamente um rico turista russo entra no saguão do pequeno hotel local.
- Pede um quarto e coloca uma nota de 100€ sobre o balcão, pede uma chave e sobe ao 3º andar para inspecionar o quarto que lhe indicaram, na condição de desistir se não lhe agradar.
- O dono do hotel pega a nota de 100€ e corre ao fornecedor de carne, a quem deve 100€;
- O talhante com o dinheiro corre ao fornecedor de leitões para pagar os 100€ que devia há tempo; este, por sua vez, corre ao criador de gado que lhe vendera a carne; este, por sua vez, corre a entregar os 100€ ao seu vendedor para liquidar comissões atrasadas.
- O vendedor recebe os 100€ e corre ao hotel a quem devia 100€ de estadias.
- Nesse momento o russo rico desce à recepção e informa ao dono do hotel que o quarto proposto não lhe agrada, pretende desistir e pede a devolução dos 100€. Recebe o dinheiro e sai.
- NÃO HOUVE MOVIMENTO DE DINHEIRO, QUALQUER LUCRO OU VALOR ACRESCENTADO.
- CONTUDO: TODOS LIQUIDARAM SUAS DÍVIDAS E ESTAS PESSOAS DA PEQUENA ESTÂNCIA ENCARAM AGORA COM OTIMISMO O FUTURO.

MÉTRICAS DE DESEMPENHO

1. MEDIDAS CONTÁBEIS

Não incluem o custo de capital.

Lucro Operacional (NOPAT), EBITDA, ROI/ROCE/RONA/ROIC

2. MEDIDAS DE LUCRO RESIDUAL

Consideram o custo de capital e são mensuradas tanto pelo regime de competência como pelo regime de caixa.

EVA (*Economic Value Added*), Lucro Econômico, CVA (*Cash Value Added*)

3. MEDIDAS BASEADAS NO MERCADO

MVA (*Market Value Added*), EFV (*Economic Future Value*); Valor Criado ao Acionista e SVA (*Shareholder Value Added*).

4. MEDIDAS DE FLUXOS DE CAIXA

Fluxo de Caixa Operacional, FOCF (*Free Operating Cash Flow*), FCFE (*Free Cash Flow to Equity*), CFROI (*Cash Flow ROI*).

CASO 1

RESULTADO OPERACIONAL

EBIT – Lucro Operacional antes do IR
NOPAT – Lucro Operacional Líquido (Após) do IR
NOPAT AMPLO E RESTRITO

LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA	R\$	RESULTADO AJUSTADO	R\$
Receita de Vendas	20.200	Receita de Vendas	20.200
Custo Produto Vendido	(14.000)	Custo Produto Vendido	(14.000)
Lucro Bruto	6.200	Lucro Bruto	6.200
Despesas Operacionais	(2.500)	Despesas Operacionais	(2.500)
Despesas Financeiras	(900)	EBIT	3.700
“Lucro Operacional”	2.800	Provisão IR (34%)	(1.258)
Provisão IR	(952)	NOPAT	2.442
LUCRO LÍQUIDO	1.848	Despesas Financeiras	(900)
		Economia IR	306
		Lucro Líquido	1.848

CASO 2

DEMONSTRATIVO DE RESULTADOS

VENDAS	\$ 8.600
CPV	4.500
LUCRO BRUTO	\$ 4.100
DESPESAS COM VENDAS	(360)
DESPESAS GERAIS E ADMINISTRATIVAS	(600)
DEPRECIACÃO	480
LOP ANTES DO IR	\$ 2.660
DESPESAS FINANCEIRAS	370
LUCRO ANTES IR	\$ 2.290
IR (40%)	916
LUCRO LÍQUIDO	\$ 1.374

INVESTIMENTO MÉDIO

PASSIVO ONEROSO	\$ 2.640
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	5.280
INVESTIMENTO	\$ 7.920
CUSTO DE OPORTUNIDADE DO CAPITAL PRÓPRIO	$K_E = 15\%$

CASO 3

A Cia. Expert apresentou as seguintes informações contábeis nos últimos exercícios (valores médios):

Ativo – valores médios		Passivo+PL	
Disponibilidades	10.000	Fornecedores	40.000
Aplicações financeiras	5.000	Salários e encargos	15.000
Contas a receber	60.000	Tributos a pagar	5.000
Estoques	85.000	Empréstimos	15.000
Imobilizado líquido	100.000	Financiamentos	25.000
		Capital	150.000
		Lucros acumulados	10.000
TOTAL	260.000	TOTAL	260.000

DRE	
Receitas líq. de vendas	500.000
(-) CPV	(350.000)
(=) Lucro bruto	150.000
(-) Desp. Comerciais	(60.000)
(-) Desp. Administrat.	(30.000)
(-) Desp. Financeiras	(10.000)
(+) Receitas financeiras	250
(=) Lucro operacional	50.250
(-) IR (35%)	(17.588)
(=) Lucro líquido	32.663

Sabendo-se que o custo de oportunidade dos sócios para o nível de risco da empresa (custo do capital próprio) é de 20%, pede-se:

1. Apure o ROI, ROE em suas formulações analíticas bem como seu GAF.
2. Apure EVA e o MVA da empresa.
3. A alta gestão da empresa está implantando estratégias operacionais e financeiras. Suas conseqüências são uma melhora da eficiência no uso dos ativos e a conseqüente redução do investimento em 15%; e o aumento do endividamento (P/PL) para 1,0, o que faz com que o custo bruto do capital de terceiros aumente para 27,5%. Qual será o efeito (em \$) sobre o EVA e o MVA?

4. Quanto (em \$) desse efeito é consequência da estratégia operacional e quanto é consequência da estratégia financeira?

EXERCÍCIOS

EX 1. Uma empresa apura os seguintes resultados referentes ao exercício social encerrado em 31.12.X7:

□ Investimento	: \$ 1.669,5
□ Passivo Oneroso	: \$ 592,0
□ Despesas Financeiras (antes IR)	: \$ 159,5
□ Lucro Operacional (antes IR)	: \$ 696,0
□ Patrimônio Líquido	: \$ 1.077,5

A alíquota de IR da empresa é de 40%. Sabe-se ainda que os acionistas da empresa exigem um retorno equivalente a 18% ao ano.

Pede-se:

- desenvolver a formulação analítica do ROE;
- sabendo-se que as vendas do período alcançaram a \$ 1.553,5, decompor o retorno sobre o investimento (ROI) em *giro do investimento* e *margem operacional*;
- apurar o EVA e MVA da empresa no período;
- admitindo que uma política mais eficiente de estocagem e cobrança possa reduzir o investimento da empresa em 6%, determinar o impacto desse desempenho sobre o valor de mercado da empresa. Considere em sua resposta que a empresa utiliza os recursos financeiros liberados para cada uma das seguintes alternativas independentes:
 - **amortizar dívidas;**
 - **distribuição adicional de dividendos.**
- a partir da situação original, se a empresa atingir, ao mesmo tempo, os objetivos assinalados abaixo, qual a variação esperada em seu valor de mercado
 - **elevação do índice de endividamento (P/PL) para 0,85;**
 - **redução da margem operacional para 23,6%**

EX 2. Uma empresa apresenta um ativo (unidade de negócio, por exemplo) que gera um resultado operacional de \$ 12 milhões/ano, e tem valor contábil de \$ 100 milhões. Esta unidade de negócio é financiada exclusivamente por capital próprio e tem um custo de oportunidade de 15%. O ROI corporativo (toda a empresa) é igual a 10%.

- Você recomenda a venda desta unidade de negócio?

- a. Em caso afirmativo, qual o preço mínimo economicamente suportável na venda? **Resp.: \$ 80**

EX. 3 – Uma empresa apresenta um retorno sobre o investimento (ROI) de 14,6% líquido do IR. A empresa adota uma política de manter um volume de capital próprio equivalente a 40% de seus ativos. As taxas de juros de mercado estão fixadas em 13% ao ano, antes do benefício fiscal de 34%. Pede-se:

- a. Apurar o retorno sobre o patrimônio líquido da empresa;
Resp: ROE = 23,63%
- b. A empresa costuma distribuir anualmente 30% de seus resultados líquidos aos acionistas sob a forma de dividendos. Determinar a taxa esperada de crescimento do lucro líquido da empresa para o próximo exercício. **Resp.: 16,54%**

EX 4 – Uma empresa tem projetado os seguintes valores para o próximo exercício: \$ 10,5 milhões de receitas operacionais e \$ 3,3 milhões de despesas operacionais. A empresa espera manter um investimento médio de \$ 27,0 milhões em capital fixo e giro para o próximo exercício, e um índice de endividamento [P/PL] igual a 0,20. A empresa projeta ainda uma rentabilidade sobre o capital próprio [ROE] após o IR de 17,28% para o período.

Sendo a alíquota de IR de 40%, pede-se determinar para o próximo exercício:

- a. Formulação analítica do ROE;
Resp.: ROE = 17,28%
- b. Qual o impacto sobre o retorno líquido dos proprietários se a empresa elevar seu endividamento [P/PL] para 0,50 e seu custo de captação (após o IR) para 11,3% no próximo exercício
Resp.: ROE = 18,35%

EX 5. Resultado divulgado por uma Cia. Aberta em determinado exercício:

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS DO EXERCÍCIO	R\$
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	136,6
(-) Custo dos Produtos Vendidos	77,1
(=) RESULTADO BRUTO	59,5
(-) Despesas Operacionais	12,9
(+) Receitas Financeiras	1,4
(-) Resultado de Equivalência Patrimonial	0,25
(-) Outras Despesas Operacionais	6,4
(-) Despesas Financeiras	4,6
(-) Resultado Não Operacional	0,05
(=) RESULTADO ANTES IR/CSLL	36,7
(-) Provisões IR/CSLL	10,8
(=) RESULTADO LÍQUIDO	25,9

Pede-se calcular o NOPAT amplo e restrito considerando a alíquota de IR da empresa e a alíquota de 34%.

EX 6 - A *McDonalds* decidiu reduzir os preços de seu *Big Mac* em 2003 para concorrer melhor com outros *fast foods* de menor preço. Esperava-se, em consequência, que a margem de lucros, antes dos juros e após os impostos, caísse de 8,73% para 8,10%, e que o giro de investimentos aumentasse do atual 1,851 para 1,92. A tabela se seguir apresenta algumas projeções da margem de lucros, giro de investimentos e estrutura de capital antes após a mudança na estratégia corporativa.

Indicadores	2002	Após a Mudança
Margem operacional Após IR	8,73%	8,1%
Giro de Investimentos	1,851	1,92
Índice de <i>Payout</i>	53%	44%
Razão Passivo/Patrimônio Líquido	0,7786	0,8089
Custo Capital de Terceiros Após IR	5,98%	4,37%
Custo de Capital Próprio	12%	12%

a. Determinar a taxa de crescimento do lucro líquido da empresa esperado para o ano de 2003 e para após a mudança da estratégia.

Resp.: $g(2003) = 11,32\%$; $g(\text{após mudança}) = 13,77\%$

b. Demonstre se a empresa agregou valor após a mudança da estratégia.