

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SOCIOECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS DA ADMINISTRAÇÃO**

Carina de Albuquerque Martins

Fusão & Aquisição: Uma análise da sinergia no processo de aquisição de uma distribuidora de alimentos no Paraná

Florianópolis

2016

Carina de Albuquerque Martins

Fusão & Aquisição: Uma análise da sinergia no processo de aquisição de uma distribuidora de alimentos no Paraná

Trabalho de Curso apresentado à disciplina CAD 7305 como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração pela Universidade Federal de Santa Catarina.

Enfoque: Aplicado.

Área de concentração: Administração Financeira.

Orientador(a): Prof. Dr. Marcus Venícius Andrade de Lima

Florianópolis

2016

Ficha de identificação da obra elaborada pelo autor,
através do Programa de Geração Automática da Biblioteca Universitária da UFSC.

Martins, Carina

Fusão & Aquisição : Uma análise da sinergia no processo de aquisição de uma distribuidora de alimentos no Paraná / Carina Martins ; orientador, Marcus Venícius Andrade de Lima - Florianópolis, SC, 2016.

76 p.

Trabalho de Conclusão de Curso (graduação) -
Universidade Federal de Santa Catarina, Centro Sócio
Econômico. Graduação em Administração.

Inclui referências

1. Administração. 2. Fusão e Aquisição. 3. Geração de valor. 4. Sinergia . 5. Fluxo de caixa . I. Andrade de Lima, Marcus Venícius . II. Universidade Federal de Santa Catarina. Graduação em Administração. III. Título.

Carina de Albuquerque Martins

Fusão & Aquisição: Uma análise da sinergia no processo de aquisição de uma distribuidora de alimentos no Paraná

Este Trabalho de Curso foi julgado adequado e aprovado na sua forma final pela Coordenadoria Trabalho de Curso do Departamento de Ciências da Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.

Florianópolis, 29 de Novembro de 2016.

Prof. Martin de La Martinière Petroll, Dr.
Coordenador de Trabalho de Curso

Avaliadores:

Prof^ª. Marcus Venícius Andrade de Lima, Dr.
Orientador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof^ª. Gilberto de Oliveira Moritz, Dr.
Avaliador
Universidade Federal de Santa Catarina

Prof Maurício Carreira Cosentino
Avaliador
Universidade Federal de Santa Catarina

Dedico esse trabalho
a Cristina e Célio,
que sempre souberam
do meu potencial
antes de mim mesma.

AGRADECIMENTOS

Agradeço a meu orientador, que apesar do curto espaço de tempo me propiciou toda a ajuda necessária para a realização desse trabalho. A Rodrigo, que a todo momento me apoiou durante todo meu curso e na realização desse trabalho.

Agradeço aos meus irmãos Camila, Clara e Neto, e a minha sobrinha Maria, por me alegrarem nas horas que mais precisei, e por me amarem mesmo eu enchendo o saco deles o tempo todo.

A minha amiga Gabriela por ter me aguentado surtando nos últimos dias da entrega do TC.

Agradeço a todos meus amigos e familiares que sempre estiveram do meu lado, apesar de poucos terem vindo me visitar em Florianópolis.

E finalmente, agradeço a todos meus animaizinhos, Leela, Mustache e Bender que apesar de me atazanarem dia e noite e subirem em cima de meu computador enquanto eu realizava esse trabalho, me alegam e me fornecem o máximo de amor que podem.

“Quer você acredita que consiga fazer uma coisa ou não, você está certo.”

(Henry Ford)

RESUMO

Esse trabalho foi um estudo da viabilidade da fusão de duas distribuidoras de alimentos no estado do Paraná, Clientella LTDA e Vitazen LTDA. O proprietário da primeira, no ano de 2016 realizou a aquisição da segunda, a partir disso o objetivo do presente estudo foi avaliar se a Fusão e Aquisição das distribuidoras resultará em sinergias operacionais e criação de valor para o proprietário das mesmas. Para tanto foram levantados demonstrativos financeiros de ambas organizações, em seguida foi realizado uma análise por meio de índices econômico-financeiros para verificar a saúde das mesmas. Foi feito a projeção dos fluxos de caixa das empresas, e também de sua possível fusão, e aplicado o método da taxa de desconto (WACC) visando calcular o valor da sinergia gerada a partir de uma fusão. Foi concluído que apesar do alto endividamento da empresa adquirida, Vitazen, a mesma possui saúde financeira regular, e muito potencial de crescimento. A empresa Clientella possui ótima saúde financeira, e desde 2014 vem apresentando altos índices de crescimento. A fusão das duas irá gerar sinergia para o proprietário devido a reduções em despesas e aumento do poder de barganha da organização, então sugere-se que a fusão seja realizada pelo novo proprietário.

Palavras-chave: Fusão. Aquisição. Geração de valor. Sinergia. Fluxo de Caixa.

ABSTRACT

This was a study of the synergy in the process of fusion of two food distributors in the state of Paraná, Clientella LTD and Vitazen LTD. The owner of the first one, in 2016 acquired the second one, from this, the objective of the present study was to evaluate if the Fusion and Acquisition of the distributors will result in operational synergies and creation of value for the owner. For that, financial statements of the organizations were drawn up, followed by an analysis through economic-financial indexes to verify their health. The company's cash flows were projected, as well as their possible fusion, and the discount rate method (WACC) was applied in order to calculate the value of the synergy generated from this fusion. It was concluded that despite the high indebtedness of the acquired company, Vitazen, it has regular financial health, and a good growth potential. The company Clientella has excellent financial health, and since 2014 has been presenting high growth rates. The fusion of the two will generate synergy for the owner due to reductions in expenses and increase the bargaining power of the organization, so it is suggested to performed the fusion by the owner.

Keywords: Fusion. Acquisition. Value generation. Synergy. Cash flow.

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1: Balanço Patrimonial	23
Equação 2: Participação de capital de terceiros	27
Equação 3: Composição do endividamento	28
Equação 4: Imobilização do patrimônio líquido	28
Equação 5: Imobilização dos recursos não correntes	29
Equação 6: Liquidez Geral	30
Equação 7: Liquidez Corrente	30
Equação 8: Liquidez seca	31
Equação 9: Giro do Ativo	32
Equação 10: Margem Líquida	32
Equação 11: Rentabilidade do Ativo	33
Equação 12: Rentabilidade do Patrimônio Líquido	33
Equação 13: WACC	35
Equação 14: Valor Presente do FCD	37
Equação 15: Valor da Perpetuidade	37

LISTA DE TABELAS

Tabela 1: Balanço Patrimonial	23
Tabela 2: DRE	25
Tabela 3: Balanço Clientella	45
Tabela 4: DRE Clientella	46
Tabela 5: Balanço Vitazen	51
Tabela 6: DRE Vitazen	52
Tabela 7: Fluxo de Caixa Clientella	60
Tabela 8: Fluxo de Caixa Vitazen	64
Tabela 9: Fluxo de Caixa Nova Empresa	69

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

WACC – Taxa de Desconto

FCD – Fluxo de Caixa Descontado

FCLE – Fluxo de Caixa Livre para a Empresa

VP – Valor Presente

VPerpet – Valor da Perpetuidade

VE – Valor da Empresa

DRE – Demonstração do Resultado do Exercício

AC – Ativo Circulante

PC – Passivo Circulante

F&A – Fusão e Aquisição

SUMÁRIO

1 SUMÁRIO EXECUTIVO.....	14
2 INTRODUÇÃO.....	15
2.1 OBJETIVOS	16
2.1.1 Objetivo Geral.....	16
2.1.2 Objetivos Específicos	16
2.2 JUSTIFICATIVA	17
3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA.....	18
3.1 FINANÇAS CORPORATIVAS	18
3.2 BALANÇO PATRIMONIAL	21
3.3 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (DRE).....	22
3.4 ÍNDICES PARA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	24
3.4.1 Índices de Estrutura de Capital	26
3.4.1.1 Participação de capital de terceiros.....	26
3.4.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido	27
3.4.1.4 Imobilização dos recursos não correntes.....	28
3.4.2 Índices de Liquidez.....	28
3.4.2.1 Liquidez Geral.....	29
3.4.2.2 Liquidez corrente.....	29
3.4.2.3 Liquidez Seca	30
3.4.3 Índices de Rentabilidade	30
3.4.3.1 Giro do Ativo	31
3.4.3.2 Margem Líquida.....	31
3.4.3.3 Rentabilidade do Ativo	32
3.4.3.4 Rentabilidade do Patrimônio Líquido	32
3.5 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS	32
3.5.1 Taxa de Desconto (WACC)	34
3.5.2 Fluxo de caixa descontado (FCD).....	35
3.5.2.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado	35
3.5.2.2 Cálculo do valor da Perpetuidade.....	36
3.5.2.3 Cálculo do valor da empresa.....	36
3.6 FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR	37
4 METODOLOGIA CIENTÍFICA	38
4.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA	38
4.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS	39
5 DIAGNÓSTICO ORGANIZACIONAL.....	41
5.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA.....	41
5.2 ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS.....	43
5.2.1 Análise dos índices para a empresa Clientella LTDA.....	44
5.2.1.1 Participação de capital de terceiros.....	45
5.2.1.2 Composição do endividamento	46
5.2.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido	46
5.2.1.4 Imobilização dos Recursos não Correntes	47
5.2.1.5 Liquidez Geral.....	47
5.2.1.6 Liquidez Corrente.....	48
5.2.1.7 Liquidez Seca.....	48

5.2.1.8 Giro do Ativo	48
5.2.1.9 Margem Líquida.....	49
5.2.1.10 Rentabilidade do Ativo	49
5.2.1.11 Rentabilidade do Patrimônio Líquido	49
5.2.2 Análise dos índices para a empresa Vitazen LTDA.....	50
5.2.2.1 Participação de capital de terceiros.....	51
5.2.2.2 Composição do Endividamento.....	52
5.2.2.3 Imobilização do Patrimônio Líquido	52
5.2.2.4 Imobilização dos Recursos não Correntes	53
5.2.2.5 Liquidez Geral.....	53
5.2.2.6 Liquidez Corrente.....	54
5.2.2.7 Liquidez Seca.....	54
5.2.2.8 Giro do Ativo	54
5.2.2.9 Margem Líquida.....	55
5.2.2.10 Rentabilidade do Ativo	55
5.2.2.11 Rentabilidade do Patrimônio Líquido	56
5.3 ANÁLISE PELO MÉTODO DE TAXA DE DESCONTO.....	56
5.3.1 Taxa de desconto	56
5.3.2 Cálculo do valor da empresa – Clientella.....	57
5.3.2.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa	59
5.3.2.2 Valor da Perpetuidade.....	59
5.3.2.3 Cenário Base	60
5.3.2.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista	60
5.3.2.5 Representação Gráfica	61
5.3.3 Cálculo do valor da empresa – Vitazen.....	62
5.3.3.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa	63
5.3.3.2 Valor da Perpetuidade.....	63
5.3.3.3 Cenário Base	64
5.3.3.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista	64
5.3.3.5 Representação Gráfica	65
5.3.4 Cálculo do valor da empresa – Proposta de Fusão	65
5.3.4.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa	67
5.3.4.2 Valor da Perpetuidade.....	67
5.3.4.3 Cenário Base	68
5.3.4.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista	68
5.3.4.5 Representação Gráfica	69
6 PROPOSTAS DE AÇÕES.....	70
6.2 CÁLCULO DO VALOR DA SINERGIA	71
REFERÊNCIAS.....	73
APÊNDICE	75
APÊNDICE A – Roteiro de entrevista ao sócio-proprietário	75
ANEXO	76
ANEXO 1 – Parecer da Chefia Imediata	76

1 SUMÁRIO EXECUTIVO

O proprietário da empresa Clientella LTDA adquiriu uma nova distribuidora de alimentos, Vitazen LTDA, no ano de 2016 visando expandir suas atividades. A empresa adquirida não se encontrava em boa situação financeira, o que levou o seu ex-proprietário a optar pela venda da mesma.

A partir disso, esse estudo de caso com enfoque aplicado teve como objetivo fazer uma avaliação do valor das duas empresas, visando identificar se existe geração de valor e sinergias operacionais em caso de uma possível fusão.

No capítulo introdutório foi dialogado um pouco a cerca da situação financeira na qual o país se encontra, identificando a organização Clientella e seu proprietário em meio a esse cenário de crise econômica e política.

Na fundamentação teórica foram apresentados conteúdos a respeito de Fusões e Aquisições, Avaliação de Empresas, método da Taxa de Desconto e Fluxo de Caixa Descontado, além de exposição dos índices econômico-financeiros para diagnóstico organizacional, visando gerar conhecimento para o entendimento do estudo realizado.

Para a Análise dos Resultados, primeiramente foram aplicados os índices na empresa Clientella. Suas demonstrações financeiras foram divididas semestralmente. Para essa análise conclui-se que a organização possui boa saúde financeira, além de que a mesma vem apresentando altos nível de crescimento a cada período.

Após isso, foram aplicados os mesmos índices para a empresa Vitazen, contudo, ao contrário da Clientella, sua saúde financeira não está muito boa, porém a empresa possui estabilidade no mercado em que atua, gerando boas receitas, o que leva a concluir que apesar do endividamento a empresa possui condições de sair do vermelho e começar a se desenvolver nos próximos anos.

Em seguida foi calculado o valor da taxa a ser descontada do fluxo de caixa baseado nos dados do professor de finanças da New York University, Damodaran. Então, visando encontrar o valor das empresas foi feito uma projeção do fluxo de caixa dos próximos 4 anos para as duas empresas, e em seguida realizado a mesma projeção no caso de uma possível fusão. Em seguida foi aplicado o método do fluxo de caixa descontado, chegando assim ao valor das organizações, e também ao valor de sua fusão, verificando se haverá sinergia operacional com a junção de ambas organizações.

2 INTRODUÇÃO

Os anos de 2015 e 2016 para o Brasil foram críticos para a economia, sendo que junto com a inflação, que fechou o ano de 2015 com aumento de 10,67%, a descoberta do grande esquema de corrupção da Petrobras, e a crise política disseminada no país, acabou acarretando na perda do grau de investimento do Brasil, diminuindo sua confiabilidade perante os investidores estrangeiros.

Além disso, o aumento exacerbado da inflação também levou diretamente a diminuição da renda do brasileiro, outro fator que somou aos males causados pela crise.

De acordo com Carlos Langoni (apud DOMINGOS, 2015), ex-presidente do Banco Central: “A crise que o país atravessa tem origem econômica, política e ética”. De acordo com o mesmo, a crise possui 3 dimensões, sendo que os aspectos políticos e éticos foram refletidos diretamente na economia brasileira. Ainda na visão de Langoni (apud DOMINGOS, 2015), aspectos externos, como a desaceleração do crescimento chinês impactaram sim no desenvolvimento do país, porém não foi o fator determinante causador da crise que ainda perdura.

De acordo com Whitaker (2016), a taxa de desemprego do país subiu pra 11,6% em julho de 2016, isso dá um total de quase 12 milhões de brasileiros nas ruas, percentual que vêm assustando especialistas, como Cimar de Azeredo (apud WHITAKER, 2016), que afirmou que: "Estamos caminhando para o terceiro trimestre (de 2016) e a taxa ainda está subindo e no nível mais alto dela. Isso é de estranhar em termos históricos". Ainda na visão de Azeredo, esse percentual deveria estar cedendo, porém não é o que se observa na realidade.

No ano de 2014 houve estagnação da economia, já em 2015 o PIB decresceu em 3,8%, de acordo com o IBGE (apud BOAS; PATU, 2016), pior resultado desde 1990. Em frente a este momento adverso do Brasil, onde houve decréscimo na economia, percebe-se que há dificuldade não apenas para os trabalhadores assalariados, mas também para os empresários, que sofrem diariamente com o aumento de custo de sua matéria prima e também devido a recaída da demanda por seus produtos, tudo isso somado a uma carga tributária estrondosa.

Mesmo diante das adversidades, a empresa Clientella LTDA, uma distribuidora de alimentos na cidade de Maringá, localizada no interior do Paraná, vem se destacando e ganhando espaço no mercado, indo contra todas as expectativas alheias.

Fundada em junho de 2014, a empresa começou com apenas 2 sócios, 2 funcionários, 2 Fiat Fioriono e 32 metros quadrados de câmara fria. Hoje, apenas 2 anos depois de sua inauguração, a empresa já possui: 24 funcionários, 250 metros quadrados de câmara fria, 3

Fiorinos, 1 Kombi, 2 caminhões e 2 carros administrativos. Assim é visível que mesmo em um curto período de tempo, a empresa conseguiu aumentar suas atividades, mesmo em um momento adverso.

Visando sempre o crescimento, e visualizando possível estagnação no mercado maringaense, no ano de 2016 o proprietário da empresa adquiriu uma nova distribuidora de alimentos com o nome de Vitazen LTDA, localizada na cidade de Curitiba/PR.

A partir disso, o presente trabalho se baseou nos dados contábeis de ambas organizações. Também, juntamente com o proprietário foi estimado o fluxo de caixa para os próximos anos visando os atuais investimentos e as expectativas do mesmo.

O presente estudo, visa por meio da avaliação das duas empresas pelo método da Taxa de Desconto e Fluxo de Caixa Descontado verificar a sinergia gerada entre elas, tendo que “(...) sinergia é a capacidade que uma combinação de empresas tem de ser mais lucrativa do que a soma dos lucros das empresas consideradas individualmente.” (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE. 2005). Assim, esse trabalho visa responder a seguinte questão: Como avaliar as sinergias operacionais e geração de valor na fusão e aquisição de empresas?

2.1 OBJETIVOS

2.1.1 Objetivo Geral

A partir do problema de pesquisa apresentado anteriormente, tem-se como objetivo nesse trabalho:

- Avaliar se a Fusão e Aquisição das distribuidoras Clientella e Vitazen resultará em sinergias operacionais e criação de valor para o proprietário.

2.1.2 Objetivos Específicos

- a) Diagnosticar ambas distribuidoras por meio de índices econômico-financeiros para verificar a situação das empresas.

- b) Projetar o Fluxo de Caixa das empresas, e também de uma possível fusão de ambas.
- c) Calcular a taxa para o Fluxo de Caixa Descontado.
- d) Calcular o valor da Clientella, Vitazen e da Fusão e Aquisição das empresas.
- e) Projetar cenário otimista e pessimista para o cálculo do valor das empresas.

2.2 JUSTIFICATIVA

A empresa Clientella está em uma fase crucial de sua existência. Por já ter sobrevivido a momentos adversos e ganhado espaço no mercado, indo “contra a maré” da economia do país, e também visando expandir suas atividades com a nova aquisição da empresa Vitazen, será necessário muito esforço e dedicação do proprietário e colaboradores para que a empresa saia bem sucedida por mais essa fase de sua existência.

Em parceria com o gestor da organização, foi determinado esse tema, visando auxiliar na tomada de decisão do nível estratégico, ao mesmo tempo em que é feita a análise da saúde financeira das empresas.

O desenvolvimento de indicadores de liquidez, estrutura de capital e rentabilidade foram essenciais para que o proprietário pudesse verificar a saúde de sua empresa atual, Clientella, e da nova empresa adquirida, Vitazen, que mesmo estando com altos níveis de endividamento, possui grande potencial de crescimento.

Com o objetivo de determinar se a fusão de empresas (Clientella e Vitazen) é viável, ou se a melhor opção é manter ambas funcionando separadamente, o presente trabalho irá auxiliar na decisão do dono em definir a melhor forma de manter as atividades, visando sempre um maior retorno e crescimento organizacional.

O presente estudo pode ser entendido como uma consultoria financeira, com foco no auxílio a decisão, sendo que o tema do mesmo foi decidido em parceria e por meio de consenso com o proprietário das duas empresas.

3 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Para a realização desse estudo prático, se fez necessário o estudo teórico de determinados assuntos, como: análise de balanços, análise de demonstrações de resultado do exercício, indicadores de liquidez, de estrutura de capital e de rentabilidade, assim como o estudo teórico da realização e análise de fluxos de caixa, e também como se dá a fusão e aquisição de empresas, entre outros.

3.1 FINANÇAS CORPORATIVAS

As Finanças Corporativas, na visão de Assaf Neto (2010) tem sofrido alterações diante as mudanças no mundo contemporâneo, “assumindo um caráter bem mais abrangente, elevando sua importância para as empresas”. Esse caráter mais abrangente vem exigindo do profissional da área financeira uma visão mais interativa entre empresa e ambiente externo.

Ainda de acordo com Assaf Neto (2010) essa nova interação com o meio e a crescente exposição a riscos tem feito com que a tomada de decisão se tornasse mais complexa para o Administrador, exigindo maior capacidade analítica.

“A administração financeira é um campo de estudo teórico e prático que objetiva, essencialmente, assegurar um melhor e mais eficiente processo empresarial de captação e alocação de recursos de capital.” (ASSAF NETO, 2010). O administrador financeiro necessita possuir visão global sobre a organização e o cenário atual da economia, e não apenas se focar em uma área, como por exemplo, captação de recursos. Além disso, deve visualizar seu crescimento futuro, elaborando suas estratégias de acordo com a competitividade do mercado. Devido a isso “Suas atividades tornam-se mais importantes, assumindo maiores níveis de responsabilidade, prevendo-se grandes desafios para o futuro.” (ASSAF NETO, 2010).

A partir disso, temos que no ambiente empresarial, as decisões financeiras se voltam para as seguintes funções: “Planejamento Financeiro; Controle Financeiro; Administração de Ativos; e Administração de Passivos” (ASSAF NETO, 2010). Essas áreas citadas anteriormente se dividem em outras duas: Decisões de Investimentos e Decisões de Financiamentos, ou seja, decisões de como captar recursos, e decisões de como gastar os mesmos.

“As decisões de investimentos criam valor, e portanto mostram-se economicamente atraentes quando o retorno esperado da alternativa exceder a taxa de retorno exigidas pelos proprietários do capital (credores e acionistas).” (ASSAF NETO, 2010). Para isso, essas decisões devem ser feitas com cautela, e ao mesmo tempo analisadas todas as possibilidades, visando selecionar a que possa gerar um maior retorno para a empresa.

Já as decisões de financiamentos focam na obtenção de capital por meio das decisões que gerem menor custo para a empresa, e ao mesmo tempo não prejudiquem a capacidade de pagamento da mesma. “As empresas têm a sua disposição variadas fontes de captação, tais como fornecedores, instituições financeiras, acionistas, etc., as quais apresentam diferentes condições de custo, amortizações, prazos e garantias exigidas.” (ASSAF NETO, 2010). Cabe ao administrador selecionar as melhores opções que se adequem o passivo às características de rentabilidade e liquidez das aplicações desses recursos. (ASSAF NETO, 2010).

De acordo com Assaf Neto (2010): O risco retorno das finanças é quantificável, sendo calculado pela *volatilidade* e pela *maturidade*. A maior volatilidade, ou seja, maior variação nos retornos de um ativo exprimem maior grau de risco para o mesmo. Já a maturidade exprimem seu tempo de vida, assim quanto maior for o prazo de retorno, maior será o risco do ativo.

Assim toda aplicação gerará um retorno referente ao grau de risco envolvido na mesma, ou seja, quanto maior o risco, maior o recompensa.

Existem dois riscos inerentes à organização, risco econômico e risco financeiro. O risco econômico, ou operacional, que diz respeito a atividade exercida pela organização, como exemplo: “sazonalidade, tecnologias, concorrência, qualidade dos produtos, variações nas taxas de juros, entre outros” (ASSAF NETO, 2010). Já o risco financeiro “(...) reflete o risco associado às decisões de financiamento, ou seja, a capacidade da empresa em liquidar seus compromissos financeiros assumidos”. (ASSAF NETO, 2010). Esses dois fatores afetam diretamente o risco total da organização, e não são tratados de forma independente, tendo em vista que um tende a afetar o outro. A mensuração desses riscos é uma preocupação presente na vidas das empresas.

O ambiente inflacionário de um país é outro fator que afeta nos riscos da organização, tendo em vista que a remuneração nesses ambientes é desigual, já que alguns setores sofrem mais seus efeitos que outros.

Com relação as finanças corporativas “(...) é possível constatar que, quando não adequadamente considerada, a inflação provoca resultados distorcidos e decisões financeiras comprometedoras, colocando em risco a sobrevivência da própria empresa” (ASSAF NETO,

2010). Por isso a mensuração dos valores inflacionários é de essencial importância para a administração.

A partir desse embasamento teórico, Assaf Neto (2010) afirma que a melhor forma de embasar as decisões da organização é por seu valor de mercado:

“Nessa ideia principal, os benefícios operacionais produzidos pela empresa são expressos com base em fluxos de caixa e descontados a valor presente mediante a taxa mínima de atratividade. Essa taxa de desconto embute fundamentalmente a remuneração mínima exigida pelos proprietários de capital (acionistas e credores) diante do risco assumido.” (ASSAF NETO, 2010).

Para tomada de decisão deve-se ter em mente sempre o risco retorno da organização, assim não basta minimizar o risco, mas proporcionar uma remuneração condizente com o mesmo.

Em um ambiente de poupadores e aplicadores, acaba-se definindo o valor de mercado da empresa, ou seja, no relacionamento entre os que buscar investir seu dinheiro e quem busca captar recursos, acaba-se por meio da “mão invisível” de Adam Smith, que são as forças de mercado, revelando-se o valor da organização, porém na maioria dos casos, o valor das ações não representa o valor real da empresa, por diversos razões, assim, para melhor definir esse valor deve-se seguir outros fatores, que não apenas o preço da ação, como: benefícios econômicos esperados de caixa, risco associado, e taxas de retorno.

Responsabilidade social é outra coisa com a qual o administrador financeiro tem que se preocupar, pois algumas empresas, visando gerar riquezas pra seus acionistas, acabam desrespeitando algumas normas ou leis que acabam gerando impactos negativos para o meio ambiente e sociedade na qual a empresa está inserida.

De acordo com Assaf Neto (2010), em países como o Brasil, as regras econômicas sofrem desequilíbrio devido a economia em desenvolvimento, que possui características de ser muito instável. Ainda de acordo com o autor: “Uma empresa só cria valor se o retorno do capital investido em sua atividade exceder o custo de oportunidade de suas fontes de financiamento.” Em economias instáveis, as instituições financeiras não conseguem captar os recursos necessários para suprir as necessidades de investimentos.

Assim, devido a carência de recursos, as empresas brasileiras vem se focando no endividamento de curto prazo, o que limita a liquidez da empresa, e compromete o seu fluxo de caixa.

3.2 BALANÇO PATRIMONIAL

De acordo com Assaf Neto (2015) “O balanço representa a posição patrimonial e financeira de uma empresa em dado momento”. Ou seja, por representar a situação financeira da empresa em determinado período, as informações contidas no mesmo tem validade por um curto espaço de tempo. Geralmente as empresas refazem seus balanços anualmente, e mesmo assim, logo após sua realização, os dados provavelmente já irão se modificar.

O balanço patrimonial se divide em 3 partes: Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido. Ativo e passivo são divididos em duas subcategorias, sendo elas: Circulante e Não Circulante. Essas categorias dividem esses dois grupos em graus de liquidez.

Ainda de acordo com Assaf Neto (2015) “O conceito de balanço origina-se do equilíbrio dessas partes (Ativo, Passivo e Patrimônio Líquido), situando-se o passivo e patrimônio líquido do lado direito, e o ativo do lado esquerdo.” Assim, entende-se que:

Equação 1: Balanço Patrimonial

$$\boxed{\textit{Ativo} = \textit{Passivo} + \textit{Patrimonio Liquido}}$$

Fonte: Assaf Neto (2015)

Sobre ativo temos que: “Somente compõem o ativo de uma entidade, os itens que prometem a geração de benefícios econômicos futuros” (ASSAF NETO, 2015). Assim tudo que não irá gerar esse tipo de benefícios, já não pode ser classificado como um ativo.

Já o passivo é constituído pelas “(...) exigibilidades e obrigações da empresa, cujos valores encontram-se investidos no ativo.” (ASSAF NETO, 2015). Assim divide-se em exigíveis a curto prazo, ou passivo circulante, e exigíveis a longo prazo, ou passivo não circulante.

Já o patrimônio líquido são os recursos próprios da organização, sendo ele recursos investidos pelos sócios em somatório com os lucros acumulados dos exercícios.

O balanço patrimonial previsto pela legislação é exposto por Assaf Neto (2015) da seguinte forma:

Tabela 1: Balanço Patrimonial

Ativo	Passivo
Ativo Circulante – AC	Passivo Circulante - PC
Ativo não Circulante – ANC	Passivo não Circulante - PNC
Realizável a longo prazo	Exigível a longo prazo
Investimentos	Patrimônio Líquido - PL
Imobilizado	Capital Social
Intangível	Reservas de Capital
	Ajustes de Avaliação
	Patrimonial
	Reservas de Lucros
	Ações em tesouraria
	Prejuízos Acumulados

Fonte: Assaf Neto (2015).

A partir desses pressupostos, foram elaborados os balanços da empresa Clientella (empresa atual), já que a mesma não possuía balanços contábeis devidamente elaborados e atualizados.

Já sobre os balanços da Vitazen (empresa adquirida), não houve necessidade de elaboração, pois os mesmos estavam de acordo com as normas vigentes, com dados atualizados e bem definidos. Os mesmos apenas foram remodelados visualmente para se encaixarem nos moldes do presente trabalho.

3.3 DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO EXERCÍCIO (DRE)

De acordo com Assaf Neto (2015) “ A DRE visa fornecer, de maneira esquematizada, os resultados (lucros ou prejuízos) auferidos pela empresa em determinado exercício social, os quais são transferidos para as contas do patrimônio líquido (no balanço patrimonial).”

O demonstrativo expõe as receitas e despesas de uma empresa em determinado período, visando determinar se a mesma obteve lucros ou prejuízos na realização de sua atividade, e de que valor foram eles.

Primeiramente determina-se a receita bruta da empresa, sendo que a mesma se “(...) refere-se ao valor nominal total das vendas (...) no exercício social considerado” (ASSAF

NETO, 2015). Ou seja, determina o quanto em dinheiro se obteve com a venda do produto ou serviço da organização, desconsiderando quaisquer outros fatores.

Após determinar essa receita, são deduzidos os valores referentes aos impostos, ou seja, valores que não pertencem à organização. A partir disso obtém-se a Receita Líquida. (ASSAF NETO, 2015).

Após a dedução dos impostos, se subtrai da receita líquida o custo dos produtos vendidos e/ou dos serviços prestados. Assim, obtém-se o Resultado Bruto.

Em seguida são subtraídos e somados todas as outras receitas e despesas que não são diretamente relacionadas com a atividade fim da organização, sendo que algumas delas são: despesas administrativas, receitas e despesas financeiras, pagamento de juros, dentre outros, chegando então ao resultado antes do Imposto de Renda. Subtraindo o imposto de renda temos o Resultado Líquido antes da contribuição e participação. Pra finalizar, subtrai-se a participação, contribuição e se soma a reversão dos juros sobre capital próprio, assim conclui-se o demonstrativo, chegando ao Lucro/Prejuízo do período.

Esse demonstrativo de ambas empresas estudadas (Clientella e Vitazen) será de grande importância para analisar a saúde financeira de ambas. No capítulo 4. Análise dos Resultados, estão expostos DREs dos anos de 2014, 2015 e 2016 (até o mês de julho) da empresa Clientella (atual), e DREs dos anos de 2013, 2014 e 2015 da empresa Vitazen (adquirida).

A partir disso, segue formato de DRE determinado pela legislação brasileira para melhor visualização desse demonstrativo financeiro segue tabela na página seguinte:

Tabela 2: DRE

Receita bruta de vendas e/ou serviços
(-) Descontos concedidos, devoluções
(-) impostos sobre venda
= Receita Líquida
(-) Custo dos produtos vendidos
= Resultado Bruto
(-) Receitas/Despesas Operacionais
(-) Despesas Gerais e Administrativas
(-) Despesas de vendas
(+) Receitas Financeiras
(-) Despesas financeiras
(-) Juros sobre Capital Próprio
(+) Outras Receitas Operacionais
(-) Outras Despesas Operacionais
= Resultado antes do IR/ CSLL
(-) Provisão para o IR e Contribuição Social
= Resultado Líquido antes de Participação e Contribuição
(-) Participações
(-) Contribuições
(+) Reversão dos juros sobre capital próprio
= Resultado (Lucro/Prejuízo) Líquido do Exercício

Fonte: Assaf Neto (2015).

3.4 ÍNDICES PARA ANÁLISE DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

“Índice é a relação entre contas ou grupo de contas das Demonstrações Financeiras, que visa evidenciar determinado aspecto da situação econômica ou financeira de uma empresa.” (MATARAZZO, 2003, p. 147). Os índices financeiros são métodos de avaliação de empresas que visam nos proporcionam uma visão da situação atual da mesma.

Os índices visam verificar a saúde econômico-financeira da organização estudada. Para isso o autor utiliza como exemplo para os indicadores financeiros o diagnóstico médico, sendo que: “Assim como um médico usa certos indicadores, como pressão, temperatura, para

elaborar o quadro clínico do paciente, os índices financeiros permitem construir um quadro de avaliação da empresa” (MATARAZZO, 2003, p. 148). Porém esse tipo de avaliação apresenta resultados subjetivos a respeito da situação da empresa, pois vemos que mesmo que represente altos níveis de endividamento, não significa necessariamente que essa empresa está a beira do colapso, Matarazzo exemplifica com o governo, que se mantém sempre endividado, porém não necessariamente significa que irá ceder.

Ainda na visão de Matarazzo (2003, p. 148) o que importa na aplicação dos índices para análise financeira de uma empresa, não é a quantidade de índices aplicados, afirmando que o que realmente importa é a aplicação de um “(...) conjunto de índices que permita conhecer a situação da empresa”. Ainda dialoga que quanto maior a quantidade de índices aplicados na análise, menor será a relevância do estudo e menos conclusivo serão os resultados.

Matarazzo (2003, p. 150) diz ainda que os índices são divididos em 2, de análise da situação financeira e análise da situação econômica, sendo que o primeiro se divide em estrutura de capital, e liquidez, já o segundo se dá a partir dos índices de rentabilidade.

Para realização do presente estudo de caso, foi necessário um profundo entendimento dos indicadores financeiros. Para tanto, devido a imensa quantidade de métodos avaliativos, foram selecionados alguns para aplicação nas empresas estudadas.

Cada autor do tema enfatiza determinados índices de sua preferência, porém para efeitos de pesquisa, foram selecionados nesse trabalho os índices expostos por Matarazzo como sendo os ideais em modelos de pesquisa prática para análise da saúde econômico-financeira de empresas. Isso se justifica, pois: “A lista de índices (selecionada para efetuação desse caso prático) é muito útil na prática, e é fruto da experiência (...) de analistas que analisaram durante doze anos cerca de 1.000.000 de balanços.” (MATARAZZO, 2003, p. 151).

Devido a esse fator de inconclusividade relacionada a quantidade de índices aplicados na avaliação de empresas, esse trabalho se focou em alguns índices.

3.4.1 Índices de Estrutura de Capital

“Os índices desse grupo mostram as grandes linhas de decisões financeiras, em termos de obtenção e aplicação de recursos” (MATARAZZO, 2003, p. 151). Ou seja, ele irá avaliar a composição do capital da organização, relacionando o capital próprio com o capital de terceiros adquirido pela mesma.

Caso haja predomínio de capital de terceiros em relação ao capital próprio, “(...) revela maior grau de dependência financeira e, conseqüentemente, de risco financeiro.” (ASSAF NETO, 2010, p. 110). Alguns efeitos negativos dessa necessidade elevada de capital de terceiros são altas taxas de juros e acesso restritos a grandes quantias de financiamentos por parte de instituições financeiras devido ao grau de risco da organização.

Assim, será visto posteriormente a aplicação prática desses indicadores nos balanços patrimoniais das empresas Clientella e Vitazen, e o que cada um indica sobre as mesmas.

3.4.1.1 Participação de capital de terceiros

Esse índice visa definir “quanto a empresa tomou de capitais de terceiros para cada R\$100,00 de capitão próprio”. (MATARAZZO, 2003, p.152). Teoricamente quanto menor for o valor desse índice, melhor está a condição financeira da organização estudada.

De acordo com Assaf Neto (2010) “Esta medida revela o nível de endividamento (dependência) da empresa em relação a seu financiamento por meio de recursos próprios”.

Esse cálculo indicará para cada R\$ 100,00 de capital próprio que a empresa possui, quantos se tem investido por meio de capital de terceiros. Ainda de acordo com Assaf Neto (2010): “Um resultado superior a 100 denota maior o grau de dependência financeira da empresa em relação a recursos de terceiros”.

A partir disso, seu cálculo é feito a partir da seguinte equação:

Equação 2: Participação de capital de terceiros

$$\frac{\textit{Exigível Total}}{\textit{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

3.4.1.2 Composição do endividamento

Esse índice indica “Qual o percentual de obrigações a curto prazo em relação às obrigações totais” (MATARAZZO, 2003, p. 152). E assim como o indicador anterior, quanto menor for essa porcentagem, demonstra boa saúde financeira.

Após calculado a participação de capitais de terceiros no capital total da empresa, precisa-se definir qual a “composição dessas dívidas” (MATARAZZO, 2003).

Quando menor, melhor para a empresa, pelo fato de que é menos vantajoso para a organização obter dívidas à serem pagas em curto prazo (Passivo Circulante), do que dívidas com maior prazo para pagamento (Passivo não Circulante), pois as últimas, por possuir maior prazo, permite maior tempo para a empresa conseguir os recursos necessários para seu pagamento.

Assim, a equação para cálculo desse índice é a seguinte:

Equação 3: Composição do endividamento

$$\frac{\textit{Passivo Circulante}}{\textit{Capitais de Terceiros}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

3.4.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido

Esse índice visa mostrar quantos reais a empresa investiu em seu imobilizado (ativo permanente) para cada R\$ 100,00 que a mesma possui de Patrimônio Líquido (MATARAZZO, 2003, p. 152). Ou seja, é a parcela do patrimônio líquido da organização que foi destinada a aquisição dos ativos permanentes da mesma.

A partir disso, quanto menor esse percentual, melhor a situação da organização estudada.

Equação 4: Imobilização do patrimônio líquido

$$\frac{\textit{Ativo Permanete}}{\textit{Patrimônio Líquido}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

3.4.1.4 Imobilização dos recursos não correntes

Calcula-se da seguinte forma:

Equação 5: Imobilização dos recursos não correntes

$$\frac{\text{Ativo Permanente}}{\text{Patrimônio Líquido} + \text{Exigível à longo prazo}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

O resultado dessa equação irá evidenciar “O percentual dos recursos não correntes (Patrimônio líquido e Exigível à longo prazo) foi destinado ao Ativo Permanente.” (MATARAZZO, 2003). Novamente, quanto menor for o percentual encontrado, melhor a situação da empresa.

Ainda de acordo com Assaf Neto (2010): “Se esse índice apresentar resultado superior a 100%, tal fato indica que os recursos permanentes da empresa não são suficientes para financiarem suas aplicações de permanentes.” Isso significa que para cobrir os investimentos feitos em ativo permanente (ou imobilizado), a empresa teve de utilizar passivo circulante, o que gera reflexos negativos em seu capital de giro.

3.4.2 Índices de Liquidez

Os índices de liquidez avaliam a situação financeira da empresa. “São índices que, a partir do confronto dos Ativos Circulantes com as Dívidas, procuraram medir quão sólida é a base financeira da empresa.” (MATARAZZO, 2003). Não se deve confundir índices de liquidez com o fluxo de caixa da organização, pois os índices podem indicar condições boas na capacidade da empresa em pagar suas dívidas, porém isso não significa que a mesma efetua seus pagamentos em dia, devido a outros fatores não considerados no cálculo.

3.4.2.1 Liquidez Geral

De acordo com Matarazzo (2003) esse índice indica “Quanto a empresa possui de Ativo Circulante, mais Realizável a Longo Prazo para cada R\$ 1,00 de dívida total”. Ainda podemos afirmar que “Esse indicador retrata a saúde financeira a longo prazo da empresa” (ASSAF NETO, 2010).

Assim, conclui-se que quanto maior for o índice, melhor a situação, devido ao fato que se a liquidez geral foi > 1 , “(...) a empresa consegue pagar todas as suas dívidas, e ainda existe folga, excedente ou margem (...)”. (MATARAZZO, 2003).

Seu cálculo é feito da seguinte forma:

Equação 6: Liquidez Geral

$$\frac{\textit{Ativo Circulante} + \textit{Realizável à longo prazo}}{\textit{Passivo Circulante} + \textit{Exigível à longo prazo}}$$

Fonte: Matarazzo (2003)

3.4.2.2 Liquidez corrente

A liquidez corrente é calculada da seguinte forma:

Equação 7: Liquidez Corrente

$$\frac{\textit{Ativo Circulante}}{\textit{Passivo Circulante}}$$

Fonte: Matarazzo (2003)

A liquidez corrente demonstra “Quanto a empresa possui de Ativo Circulante para cada R\$ 1,00 de Passivo Circulante.” (MATARAZZO, 2003).

Pode ser afirmado que: “Se a liquidez corrente for superior a 1, tal fato indica a existência de um capital circulante (capital de giro) líquido positivo” (ASSAF NETO, 2010), temos assim que quanto maior for o resultado desse índice, melhor a situação financeira da organização estudada.

Assim como na liquidez geral, quanto maior for o resultado, melhor para a organização. Se a liquidez corrente for > 1 , indica que a empresa possui ativo circulante para

pagar todas as suas dívidas de curto prazo, e ainda possui folga, ou excedente para serem encaminhados para outras obrigações, ou investidos dentro da organização.

3.4.2.3 Liquidez Seca

Calcula-se da seguinte forma:

Equação 8: Liquidez seca

$$\frac{\text{Disponível} + \text{Títulos à Receber} + \text{Outros Ativos de Rápida Conversibilidade}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Fonte: Matarazzo (2003).

A liquidez seca irá indicar “Quanto a empresa possui de Ativo Líquido para cada R\$ 1,00 de Passivo Circulante.” (MATARAZZO, 2003).

Esse indicador surge com o propósito de excluir os valores de estoques do cálculo da liquidez da empresa, isso pelo motivo de que “Os estoques, apesar de serem classificados como itens circulantes (curto prazo), não apresentam normalmente liquidez compatível com o grupo patrimonial que estão incluídos” (ASSAF NETO, 2010). Ou seja, apesar de estarem classificados como circulantes, muitas vezes sua conversibilidade em capital para a empresa é mais demorada do que o esperado, devido a isso, a liquidez seca mede os ativos correntes com relação a o passivo circulante, excluindo-se valores de estoque. Assim, temos que se a liquidez seca for > 1 , significa que a organização possui recursos suficientes para pagar suas dívidas de curto prazo, isso sem calcular os valores de estoque.

3.4.3 Índices de Rentabilidade

“Os índices desse grupo mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos, isto é, quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa.” (MATARAZZO, 2003). Eles indicarão qual o retorno sobre o capital investido na organização. Assim temos:

3.4.3.1 Giro do Ativo

Calculado pela seguinte fórmula:

Equação 9: Giro do Ativo

$$\frac{\text{Vendas Líquidas}}{\text{Ativo}}$$

Fonte: Matarazzo (2003).

Não se pode afirmar que a empresa está vendendo bem ou não baseando-se apenas no volume total das mesmas, isso devido ao fato do capital investido na organização, sendo assim em valores totais, as vendas podem parecer boas, porém em relação ao capital investido elas estão baixas. Assim, quanto maior for o índice de Giro do Ativo, melhor o retorno sobre o capital investido na organização referente as suas vendas totais.

Assim ele irá mostrar “Quanto a empresa vendeu para cada R\$ 1,00 de investimento total” (MATARAZZO, 2003). E quanto maior for o resultado, melhor para a organização.

3.4.3.2 Margem Líquida

Calculado pela seguinte fórmula:

Equação 10: Margem Líquida

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Vendas Líquidas}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

O indicador acima define “Quanto a empresa obtém de lucro para cada R\$ 100,00 vendidos.” Ou seja, indica o percentual de margem de lucro que a empresa recebeu naquele determinado período.

3.4.3.3 Rentabilidade do Ativo

Equação 11: Rentabilidade do Ativo

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

De acordo com Matarazzo (2003): “Esse índice mostra quanto a empresa obteve de Lucro Líquido em relação ao ativo”, ou seja, seu resultado ira demonstrar quando se obteve de lucro para cada R\$ 100,00 de investimentos totais. Assim, podemos afirmar que quanto maior for esse resultado, melhor está a situação da organização.

3.4.3.4 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Irá demonstrar “Quanto a empresa obteve de lucro para cada R\$ 100,00 de Capital Próprio investido”. (MATARAZZO, 2003). Esse índice ira mostrar qual foi o retorno sobre capital próprio do exercício estudado, então, assim como os anteriores, quanto maior for seu valor, melhor a situação da empresa.

Calcula-se da seguinte forma:

Equação 12: Rentabilidade do Patrimônio Líquido

$$\frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido Médio}} \times 100$$

Fonte: Matarazzo (2003).

3.5 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

“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.” (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005).

Um processo de fusão e aquisição de empresas só é bem sucedido se primeiramente, for realizada uma boa avaliação para que possa ser estimado o valor da organização a ser negociada.

O valor de uma empresa é definido pelo “(...) valor potencial (...) em função da expectativa de geração de resultados futuros.” (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005). Porém nem sempre o valor pago em uma aquisição é definitivamente o valor determinado pela avaliação, e sim o valor negociado entre comprador e vendedor, e o valor considerado justo para ambos os lados.

Os métodos de avaliação visam estimar um valor para a transação, porém tem que se ressaltar que nenhum método é único e completamente preciso. Isso ocorre, pois as decisões tomadas dentro da organização, e os fatores externos a ela afetam diretamente seus resultados, alterando assim seu valor. “Nesse sentido, a avaliação de empresas não precisa ter com objetivo a fixação de um valor exato pelo qual elas podem ser negociadas, mas sim o estabelecimento de uma faixa de valores.” (MARTELANC; PASIN, CAVALCANTE, 2003).

Ainda sobre a subjetividade da avaliação de empresas, Assaf Neto (2010) afirma que: “O investidor adquire, por certo valor, um retorno esperado de se realizar no futuro, sujeito a imprevistos e fatores não totalmente controláveis no processo de previsão.”

Conclui-se assim, que apesar de definido o valor da empresa, os fatores de mercado geram risco de as previsões estipuladas não serem completamente atingidas. Fatores externos como inflação, taxa de juros, concorrência, entre outros, irão interferir diretamente na capacidade da empresa de atingir os resultados esperados.

Assim, o vendedor deseja obter o valor máximo pela qual a empresa pode ser vendida, enquanto o comprador visa o valor mínimo pela qual a empresa pode ser comprada.

Além de compra e venda de empresas, a avaliação pode auxiliar a tomada de decisões interna na empresa, mensurando a criação de valor e visando maximizar os lucros da organização. Em outras palavras, na visão de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2003): “A avaliação de empresas é uma ferramenta para aperfeiçoar o processo decisório.”

Para realizar a avaliação de empresas do presente trabalho, foi utilizado o método de Fluxo de Caixa Descontado, ou FCD, que, de acordo com Assaf Neto (2010), se consiste no modelo que melhor atende a realidade.

3.5.1 Taxa de Desconto (WACC)

Para a realização de um novo investimento existe uma taxa mínima de atratividade do mesmo para ser realizada a decisão. Assim: “Essa taxa deve descontar os benefícios de caixa previstos para o cálculo de seu valor presente, que representa o valor econômico da empresa” (ASSAF NETO, 2010). Esse método é chamado de *Taxa de Desconto*.

Essa taxa mínima de atratividade demonstra o custo de oportunidade das diversas oportunidade que o detentor de capital pode escolher para investir. E ainda de acordo com Assaf Neto (2010): “Deve haver plena coerência entre essa taxa de atratividade e os fluxos operacionais de caixa esperados do investimento, os quais compõem-se, diante de sua estrutura operacional, da remuneração desses capitais.”

A partir disso, o valor da empresa é calculado visando se fidelizar à um cenário mais consistente possível, estimando-se a sensibilidade envolvida.

Primeiro é definido o custo de capital de terceiros (K_i), que “(...) é definido com base na natureza característica de mercado” (ASSAF NETO, 2010). Já para a estimativa de custo de capital próprio pode ser definida pelo “(...) modelo de precificação de ativos (CAPM) tendo-se como benchmarking o mercado financeiro dos EUA.” (ASSAF NETO, 2010).

“Na formulação K_e representa o custo de oportunidade do capital” (ASSAF NETO, 2010).

Assim, o método da Taxa de Desconto, ou WACC, é calculado da seguinte forma:

Equação 13: WACC

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f) + RISCO_{br}$$

Fonte: Assaf Neto (2010).

K_e representa “(...) a taxa de retorno mínima requerida pelos investidores do ativo (custo de capital próprio).” (ASSAF NETO, 2010).

R_f se refere “(...) a taxa de retorno de ativos livre de risco.” (ASSAF NETO, 2010). Sendo que nesses casos se utiliza a taxa de retorno de fundos de renda fixa, como a poupança.

O coeficiente β representa “(...) a medida do risco do ativo em relação ao risco sistemático da carreira do mercado.” (ASSAF NETO, 2010).

R_m é “(...) a rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade e representada pela carteira de mercado.”

E finalmente, o RISCObr é o risco representado para investimentos no mercado brasileiro.

3.5.2 Fluxo de caixa descontado (FCD)

O método do FCD é hoje um dos mais utilizados na avaliação de empresas. Devido a isso, foi o método selecionado para a realização desse trabalho de campo.

De acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2003): “Por essa abordagem, o valor da empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa (WACC) que reflita o risco associado ao investimento.”

Para tanto, foi necessário fazer uma projeção do fluxo de caixa de ambas empresas estudadas, que, junto com o dono da empresa, estipulam valores esperados de caixa para os anos de 2016, 2017, 2018, 2019 e 2020.

Após isso deve ser estimada a taxa de desconto a ser utilizada no cálculo por meio da fórmula do WACC. Assim, estima-se o valor residual, e a partir desse valor, calcula-se o valor da empresa.

Na visão de Martelanc, Pasin e Cavalcante (2003) as empresas são máquinas que geram dinheiro. Portanto devem ser vistas como algo com continuidade no tempo, sendo assim, o método visa estimar o valor da empresa baseando-se nas expectativas de geração de lucros futuros.

Assim, de acordo com Martelanc, Pasin e Cavalcante (2003): “ No cálculo do FCD, as entradas são confrontadas em um momento zero, no qual se deseja conhecer o valor da empresa.” Ou seja, os valores esperados pro futuro são trazidos para o momento presente, utilizando-se o WACC (taxa de desconto).

3.5.2.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado

Para se calcular o Valor Presente de uma empresa “(...) basta considerar quanto deve ser depositado hoje para, com o rendimento dos juros, ter-se o mesmo montante a receber na mesma data futura.” (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2003).

Para alcançar tal resultado temos que:

Equação 14: Valor Presente do FCD

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE}{(1 + WACC)^n}$$

Fonte: Martelanc; Pasin; Cavalcante (2003)

3.5.2.2 Cálculo do valor da Perpetuidade

“O método da perpetuidade (...) considera que o fluxo de caixa do ‘projeto’ analisado estende-se infinitamente” (CAVALCANTE, 1998).

Por esse método calcula-se o valor residual do ultimo período de análise, no caso do presente estudo, o ultimo período seria 2020.

Para isso estima-se a média do FC dos períodos calculados, então aplica-se a fórmula:

Equação 15: Valor da Perpetuidade

$$VPerpet = \left(\frac{\bar{X}FCn}{Ke} \right) \div (1 + Ke)^n$$

Fonte: Assaf Neto (2010).

Sendo Ke o valor do Wacc, e $\bar{X}FCn$ a média dos fluxos de caixa estimados.

3.5.2.3 Cálculo do valor da empresa

Após estimados valor presente e valor da perpetuidade, o cálculo da valor da empresa é feito a soma de ambos valores, chegando-se assim ao valor da empresa no mercado. (ASSAF NETO, 2010). O método da taxa de desconto é hoje um dos mais utilizados por especialistas do mundo todo, mesmo existindo diversas outras opções para cálculo do valor das empresas, assim pode-se concluir que o mesmo possui confiabilidade em seus resultados.

3.6 FUSÕES E AQUISIÇÕES: SINERGIA E CRIAÇÃO DE VALOR

De acordo com Farias (2015) “No Brasil, como em vários países emergentes, o número de fusões e aquisições cresceu simbolicamente nas últimas duas décadas.” Ainda de acordo com o autor, as F&A tem crescido nos últimos anos, sendo que apenas em 2010, houve crescimento de 68% no número de F&A realizadas.

Farias (2015) ainda afirma que: “O crescimento econômico do país aliado às novas perspectivas de mercado e desejo das empresas de aderir mecanismos que elevem simbolicamente seus lucros influenciou o aumento dos movimentos de F&As no país.” Caso esse visível no presente estudo de caso, onde visando se expandir no mercado, o proprietário da empresa Clientella decidiu adquirir essa nova organização.

Ainda sobre o tema, temos que sinergia entre as empresas é de extrema importância no momento da realização de fusões e aquisições de empresas, e de acordo com Martelanc; et al (2005) “Ela deve ser mensurada pelas organizações adquirentes na análise de uma transação e justifica os ágios e/ou acelera e incentiva uma aquisição”.

Ágios pagos na aquisição de uma empresa se dão pelo pagamento de um valor maior do que o valor de mercado da empresa, o que pode ser justificado pela sinergia gerada pela fusão das empresas que negociam entre si. (MARTELANC; et al, 2005). Isso se dá pelo fato de que muitas empresas, ao se unirem, conseguem gerar resultados muito melhores juntas, do que cada uma geraria separadamente, por isso é importante a análise da sinergia, para determinar o pagamento de ágios ou não. Assim podemos definir sinergia como: “A capacidade que uma combinação de empresas tem de ser mais lucrativa do que a soma dos lucros das empresas consideradas individualmente (MARTELANC; et al, 2005). Ainda de acordo com Martelanc; et al (2005): “As fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, aumentando, assim, a eficiência da economia como um todo”.

Assim baseando-se na elaboração de um fluxo de caixa conjunto, por meio do método da taxa de desconto foi calculado o valor da sinergia gerada na fusão de ambas empresas estudadas.

4 METODOLOGIA CIENTÍFICA

O presente estudo teve como foco fazer uma análise econômico-financeira nas empresas Clientella e Vitazen, visando expor o valor da ambas empresas, para, em seguida, calcular-se o valor da sinergia gerada entre elas, e finalmente, propor a fusão das mesmas para o proprietário das mesmas.

Nesta parte do presente estudo, será apresentada a metodologia utilizada para a realização do trabalho, que foi dividida em duas partes, sendo elas: caracterização da pesquisa, onde foram expostos os métodos de pesquisa; e em seguida procedimentos metodológicos, onde é exposto a forma na qual esses métodos foram aplicados na prática. De acordo com Rodrigues (2007) Metodologia Científica: “É um conjunto de abordagens, técnicas e processos utilizados pela ciência para formular e resolver problemas de aquisição objetiva do conhecimento, de uma maneira sistemática.”

4.1 CARACTERIZAÇÃO DA PESQUISA

O presente trabalho é um estudo de caso de natureza aplicada, sendo que de acordo com Yin (1989; apud BRESSAN, 2004): "Estudo de caso é uma inquirição empírica que investiga um fenômeno contemporâneo dentro de um contexto da vida real", ainda, na visão de Bressan (2004) estudo de caso “(...) refere-se a uma análise intensiva de uma situação particular ou como uma descrição de uma situação gerencial.” Situação essa expressa no estudo das empresas Clientella e Vitazen.

O objetivo do trabalho possui caráter descritivo, sendo que uma pesquisa descritiva ocorre quando “(...) o pesquisador apenas registra e descreve os fatos observados sem interferir neles.” (PRODANOV; FREITAS, 2013). O presente trabalho foi uma análise financeira das empresas Clientella e Vitazen. Foi feita a coleta de dados, e após isso calculado o valor da empresa baseando-se nesses dados, sem alterá-los.

A pesquisa possui caráter quali-quantitativo, a partir disso temos que pesquisa quantitativa “(...) significa traduzir em números opiniões e informações para classificá-las e analisá-las.” (PRODANOV; FREITAS, 2013). A pesquisa é quantificável no sentido de que seu método utilizado se baseia em uma análise econômico-financeira dos resultados empresariais obtidos pela empresa nos últimos anos. Além disso, classifica-se como qualitativa uma pesquisa na qual “Os pesquisadores tendem a analisar seus dados indutivamente.” (PRODANOV;

FREITAS, 2013). Nesse trabalho, após realizada a análise quantitativa visando obter o diagnóstico organizacional e a obtenção do valor da empresa, é feita uma análise indutiva visando julgar esses resultados para então, se chegar a uma sugestão de fusão ou não de ambas empresas.

4.2 PROCEDIMENTOS DE COLETA E ANÁLISE DE DADOS

Primeiramente, para a realização do presente Trabalho, foi efetuada uma pesquisa bibliográfica, sendo que a mesma visa “Recuperar o conhecimento científico acumulado sobre um problema.” (RODRIGUES, 2007). Os tópicos pesquisados foram: Finanças Corporativas; Indicadores Econômicos; Avaliação de empresas; Taxa de Desconto; Fluxo de Caixa Descontado; e Fusões e Aquisições. Essa pesquisa bibliográfica serviu como base teórica para as análises financeiras desse trabalho de campo.

Para a aplicação prática foram realizadas entrevistas não estruturadas com o proprietário da empresa, para coleta de dados primários das mesmas. Em seguida foram obtidos dados secundários diretamente com o setor contábil das organizações. Além disso, alguns demonstrativos financeiros tiveram de ser elaborados pela autora do trabalho, devido a falta dos mesmos, foram essas informações utilizadas para base de cálculo da pesquisa quantitativa, que será descrita posteriormente.

Em seguida, a partir dos Balanços e DREs levantados de Clientella e Vitazen, foram aplicados os índices econômico-financeiros expostos por Matarazzo para realização do diagnóstico organizacional das duas empresas visando verificar sua saúde financeira e seu crescimento nos últimos anos.

Então, após o diagnóstico, foram projetados os fluxos de caixa pra as duas empresa baseado nas expectativas de crescimento e investimentos do proprietário que serão realizados nas organizações, então foi projetado o fluxo de caixa da fusão de ambas empresas, prevendo algumas reduções de custos devido ao maior poder de barganha e pela união das atividades de ambas.

Assim, visando calcular o valor da empresa, foi estimado o valor da taxa de desconto, ou WACC, a ser utilizado na fórmula. Com a taxa estipulada, foi possível realizar o cálculo por meio do método do Fluxo de Caixa Descontado. Sendo que primeiramente foi encontrado o valor da Clientella, então da Vitazen, e em seguida foi calculado o valor da fusão visando verificar se existe sinergia.

O último passo da análise dos dados foi a projeção de cenários, sendo eles: cenário base, onde foi utilizado o WACC calculado. Em seguida foram realizados cenários otimistas e pessimistas, para tanto, foi selecionado a taxa de 2% para baixo da taxa de desconto para o cálculo do cenário otimista, e 2% acima da taxa de desconto para o cálculo do cenário pessimista.

O trabalho finalizou com conclusão, primeiro expondo os resultados da pesquisa quantitativa, e em seguida, por meio da análise indutiva foram realizadas notas sobre os resultados com opiniões pessoais da autora.

5 DIAGNÓSTICO ORGANIZACIONAL

A Análises dos Resultados será dividida em 3 partes, a primeira é uma introdução sobre a empresa, falando um pouco sobre suas atividades e características. Já na segunda parte serão expostos os balanços e DREs de ambas empresas, e após isso serão aplicados os índices econômico-financeiros expostos por Matarazzo (2005).

A Terceira parte dessa seção irá demonstrar o cálculo do valor da empresa pelo método da Taxa de Desconto e FCD.

5.1 CARACTERIZAÇÃO DA EMPRESA

A empresa Clientella atua no atacado, conectando fornecedor com os varejistas, que comercializam diretamente com o consumidor final. Esses varejistas com os quais a empresa faz negócios são variados, dentre eles estão açougues, mercados, restaurantes e outros.

A empresa localizada na cidade de Maringá, iniciou suas atividades em Julho de 2014, coincidindo com o início da recessão econômica. A empresa trabalha no ramo de distribuição de alimentos, em sua maioria congelados, como carnes de aves, bovino, suínos, entre outros, também revendem embutidos como salsichas, salames, e etc. A empresa não trabalha com alimentos de rápida perecibilidade, como frutas e verduras.

Os fornecedores levam seus produtos até a empresa, onde a mesma possui câmaras frias para seu armazenamento, a partir daí a empresa distribui esses produtos para os estabelecimentos, assim a empresa é um B2B (business to business), ou seja, ela efetua negócio diretamente com outras empresas, sendo a mesma uma intermediária entre o Fabricante e o Varejista, não possuindo assim contato com o consumidor final do produto.

A empresa iniciou suas atividades com a sociedade entre duas pessoas, e com a contratação de mais dois funcionários. Porém hoje a empresa já possui 24 funcionários. A sociedade entre os dois proprietários foi desfeita, sendo que um comprou a parte do outro na organização, e hoje existe um único proprietário na companhia, que foi a pessoa que auxiliou na elaboração desse trabalho de campo.

Com visão de crescimento acelerado, o proprietário pretende adentrar no mercado da cidade de Curitiba, se mantendo sempre na dianteira de seus negócios. O mesmo afirma que assim que conseguir estabilidade com a nova empresa, pagando todos os financiamentos

pendentes, e mantendo boas receitas com despesas controladas, pretende ou ampliar a mesma, ou adquirir uma nova empresa, dependendo das oportunidades que aparecerem.

Atuante no setor de distribuição, as atividades da empresa giram em torno de logística pura, sendo que não há produção própria, e a empresa não efetua nenhum tipo de transformação nos produtos que vende. A partir disso, podemos entender logística como:

“(...) o processo de planejar, implementar e controlar de maneira eficiente o fluxo e a armazenagem de produtos, bem como os serviços e informações associados, cobrindo desde o ponto de origem até o ponto de consumo, com o objetivo de atender os requisitos do consumidor.” (NOVAES, 2001; apud ARBACHE; et al, 2015). Assim, as atividades da empresa se resumem a armazenagem e distribuição dos produtos.

Alcântara (1997) afirma que: “Os distribuidores precisam ser tratados como parceiros estratégicos.” Assim parcerias são vantajosas, não apenas para o fornecedor, mas também para as distribuidoras, possuindo grande influência em sua atividade, trazendo benefícios e maiores ganhos para ambos. Também para a Clientella é essencial essa parceria com seus fornecedores, mantendo sempre o bom relacionamento com ambos os lados da cadeia, fidelizando seus clientes, entregando seus produtos no tempo certo, nas quantidades corretas, e com a devida qualidade de armazenagem.

Por se tratar de uma empresa pequena, não possuía nenhuma influência no mercado quando começou sua atividade, e também por não ser uma indústria de transformação, não havia a possibilidade de diferenciação no produto, além disso, em frente às grandes distribuidoras, não era possível competir com os preços, já que a Clientella não possuía poder de barganha para com seus fornecedores, assim a única forma que a empresa viu de se diferenciar foi na qualidade do serviço oferecido à seus clientes.

Seu proprietário é formado em Administração pela Universidade Estadual de Maringá, além disso, trabalhou durante 7 anos em um abatedouro de aves na mesma cidade, onde foi Gerente de Logística durante 3 anos. Com o sonho de abrir sua própria empresa, deixou seu emprego fixo para se arriscar no mercado, e devido a sua experiência com transportes, decidiu abrir a distribuidora.

Devido a sua história com a logística, se diferenciar por meio da qualidade e rapidez no serviço foi mais fácil do que para empresários sem experiência na área. Foi dessa forma que hoje, a empresa já possui destaque no mercado em que atua, se mantendo sempre em crescimento.

Assim, no mês de Julho de 2016, surgiu frente à Clientella a oportunidade de aquisição de outra distribuidora de alimentos, com o nome de Vitazen LTDA, localizada na cidade de Curitiba – PR.

A empresa adquirida já possui mais de 10 anos no mercado, enquanto a adquirente tem apenas 2 anos de existência. Devido a problemas particulares, juntamente com a crise econômica, a Vitazen se viu em um nível muito alto de endividamento, sendo que a solução encontrada pelo proprietário da mesma foi a venda da empresa.

As atividades da nova empresa são muito similares as da primeira, sendo ela uma distribuidora dos mesmos tipos de alimentos, carnes em geral e embutidos. Sua estrutura e sua receita com vendas são um pouco maiores que as da adquirente, devido ao tempo de atuação no mercado. Devido a similaridade de ambas, a comparação dos custos e receitas é facilitada, além de ajudar ao novo proprietário na compreensão dos demonstrativos financeiros da empresa adquirida.

A partir disso, a distribuidora de alimentos Clientella LTDA, resolvendo expandir suas atividades, acatou a proposta da empresa Vitazen, sendo ela: assumir todas as dívidas da empresa, em troca da mesma.

Não foi necessário o pagamento de nenhum prêmio pela compra da empresa, porém foram assumidas em sua integralidade todas as dívidas, e além disso, o ex-proprietário da Vitazen, junto com sua empresa e veículos da mesma, também forneceu um apartamento para o adquirente de sua empresa, tamanha a desvalorização sofrida. Ou seja, o prêmio pago pela aquisição foi do vendedor para o comprador, e não o contrário.

5.2 ANÁLISE DOS DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS

Para realização da análise dos demonstrativos financeiros (Balanços e DREs) das empresas Clientella e Vitazen, foram aplicados os índices econômico-financeiros, sendo eles: Liquidez geral; Liquidez corrente; Liquidez seca; Participação de capital de terceiros; Composição do endividamento; Imobilizado do patrimônio líquido; Imobilizado dos recursos não correntes; Giro do ativo; Margem líquida; Rentabilidade do ativo; Rentabilidade do patrimônio líquido.

Esses índices tem como objetivo a avaliação da saúde financeira da empresa, verificando seus níveis de endividamento, liquidez e também rentabilidade. Após sua

aplicação foi possível o diagnóstico da situação atual das duas companhias. A partir disso segue:

5.2.1 Análise dos índices para a empresa Clientella LTDA

Os presentes balanços foram elaborados pela autora desse trabalho juntamente com o gestor financeiro da empresa.

Tendo em vista que a empresa Clientella iniciou suas atividades no segundo semestre de 2014, seus demonstrativos financeiros foram divididos semestralmente para que fosse possível a comparação dos índices financeiros citados acima. Assim, foi possível coletar os demonstrativos do segundo semestre de 2014 e primeiro semestre de 2016, porém a DRE e Balanço de 2015 estavam em formato anual, então, para fins de análise comparativa, esses dois demonstrativos foram divididos em semestre pela autora desse trabalho, sendo que a divisão foi feita com base que 40% da receita da empresa Clientella é auferida no primeiro semestre do ano, e 60% de sua receita anual no segundo semestre.

Assim, seguem os Balanços e DREs da empresa Clientella.

Tabela 3: Balanço Clientella

Balanço patrimonial Clientella	2014/2	2015/1	2015/2	2016/2
Ativo				
Circulante				
Caixa	R\$37.770,08	R\$35.096,34	R\$52.644,52	R\$168.174,40
investimento curto prazo	R\$18.581,34	R\$5.500,00	R\$8.250,00	R\$158.369,25
Clientes a receber	R\$473.103,33	R\$446.666,17	R\$669.999,26	R\$1.627.305,19
Impostos a recuperar	R\$8.569,49	R\$29.200,00	R\$43.800,00	R\$81.990,68
Estoque	R\$68.759,56	R\$53.154,28	R\$79.731,47	R\$197.452,39
Total	R\$606.783,80	R\$569.616,80	R\$854.425,24	R\$2.233.291,91
Não circulante				
Imobilizado	R\$195.685,00	R\$217.946,34	R\$281.919,46	R\$738.614,93
Total Ativo	R\$802.468,80	R\$787.563,14	R\$1.136.344,70	R\$2.971.906,84
Passivo				
Circulante				
Folha de pagamento	R\$98.659,33	R\$108.127,65	R\$162.191,48	R\$567.895,23
Pró-labore	R\$12.000,00	R\$23.400,00	R\$35.100,00	R\$30.000,00
Encargos sociais	R\$12.588,69	R\$13.098,24	R\$19.647,36	R\$72.598,49
Fornecedores	R\$407.484,93	R\$340.052,94	R\$510.079,40	R\$1.393.889,57
Provisão	R\$15.625,35	R\$18.553,60	R\$27.830,40	R\$88.697,12

Total	R\$546.358,30	R\$503.232,43	R\$754.848,64	R\$2.153.080,41
Não circulante				
Financiamentos longo prazo	R\$128.569,88	R\$85.570,03	R\$128.355,05	R\$530.457,18
Total	R\$674.928,18	R\$588.802,46	R\$883.203,69	R\$2.683.537,59
Patrimônio líquido				
Lucros acumulados	R\$87.540,62	R\$108.760,68	R\$163.141,01	R\$198.369,25
Capital social	R\$40.000,00	R\$90.000,00	R\$90.000,00	R\$90.000,00
TOTAL PASSIVO	R\$802.468,80	R\$787.563,14	R\$1.136.344,70	R\$2.971.906,84

Fonte: Realizado pela autora.

Tabela 4: DRE Clientella

DRE Clientella	2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
Receita operacional bruta	R\$1.843.016,01	R\$1.595.428,23	R\$2.393.142,35	R\$3.221.492,63
(-)Tributos sobre vendas	0	R\$(4.007,83)	R\$(6.011,75)	R\$(33.773,22)
Receita líquida	R\$1.843.016,01	R\$1.591.420,40	R\$2.387.130,60	R\$3.187.719,41
Custos	R\$(1.630.871,47)	R\$(1.297.300,08)	R\$(1.945.950,12)	R\$(2.581.815,64)
Lucro bruto	R\$212.144,54	R\$294.120,32	R\$441.180,48	R\$605.903,77
Despesas Operacionais	-R\$ 153.715,02	R\$(179.183,68)	R\$(268.775,52)	R\$(408.272,63)
Resultado antes das op. Financeiras	R\$58.429,52	R\$114.936,64	R\$172.404,96	R\$197.631,14
Receitas financeiras	R\$ 5.995,84	R\$(3.087,98)	R\$(4.631,97)	R\$24.757,26
Lucro líquido do exercício	R\$64.425,36	R\$111.848,66	R\$167.772,99	R\$222.388,40

Fonte: Realizado pela autora.

Analisando os demonstrativos anteriores temos:

5.2.1.1 Participação de capital de terceiros

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
529	296	348	930

O valor de 529 para esse índice indica que para cada 100 reais que a empresa possui de capital próprio, ela captou 529 reais de capitais de terceiros (empréstimos e

financiamentos). Isso indica que o capital de terceiros representa mais do que 5 vezes o capital próprio da organização para o segundo semestre de 2014, quando a empresa iniciou suas atividades.

No primeiro semestre de 2015 temos que a cada R\$ 100,00 de capital próprio investido na empresa, a mesma tomou R\$ 296,00 de capitais de terceiros. Comparativamente com 2014/2 vemos uma significativa queda nesse indicador, demonstrando redução nas dívidas da organização. Já no segundo semestre de 2015 o índice foi aproximadamente o mesmo, sendo ele no valor de 348, mantendo seu endividamento em média em 2 vezes o valor do capital próprio da organização.

Para o primeiro semestre de 2016, o valor subiu abruptamente para 930, ou seja, a empresa no período possui 9 vezes a mais de capital de terceiros com relação ao capital próprio. Isso pode ser explicado pelos altos investimentos em infraestrutura no período, sendo que a empresa mudou sua sede para expandir suas atividades, adquiriu uma nova câmara fria e novos veículos, investimentos esses que exigiram novos financiamentos.

5.2.1.2 Composição do endividamento

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
80	85	85	80

É possível observar que o índice de composição do endividamento se manteve aproximadamente o mesmo em todos os períodos. Esses valores indicam que 80% das dívidas da organização são de curto prazo. Para qualquer tipo de empresa, é preferível dívidas de longo prazo, pois com mais tempo para quitar essas dívidas, mas tempo a empresa tem para faturar sem que seu fluxo de caixa seja comprometido devido ao vencimento das parcelas de financiamentos.

Podemos concluir então que a composição do endividamento da empresa Clientella não é a mais favorável possível, tendo em vista que a maior parte de suas dívidas são de curto prazo.

5.2.1.3 Imobilização do Patrimônio Líquido

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
153	109	111	256

Para cada R\$ 100,00 aplicados no Patrimônio Líquido no segundo semestre de 2014, a empresa aplicou R\$ 153,00 em imobilizado, isso indica que os recursos próprios não foram suficientes para a aquisição do ativo permanente, e além dele foram necessários 53% de recursos de terceiros.

Em comparação com 2014, esse índice sofreu uma queda de 44% em 2014, o que indica melhora na situação organizacional de 2014/2 para 2015/1 na aquisição de imobilizado com relação ao patrimônio líquido da companhia. Já para 2015/2 houve pequeno aumento de 2%.

O último período, 2016/2, ocorreu um grande aumento de mais de 100% nesses indicador, novamente, isso se deve ao fato do aumento das atividades da organização com aquisição de novos veículos e câmara fria, como citado anteriormente.

5.2.1.4 Imobilização dos Recursos não Correntes

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
29	31	27	30

Em 2014/2, 29% dos recursos não correntes da organização (Patrimônio Líquido e Exigível a Longo Prazo) foram aplicados na aquisição do imobilizado da companhia. Tendo em vista a durabilidade dos bens imobilizados da organização, o ideal seria que os mesmos fossem investidos por recursos não correntes, porém observamos que os mesmos representam apenas 29% das dívidas de longo prazo somados ao patrimônio líquido da organização.

Esse indicador se manteve aproximadamente o mesmo para os 3 semestres seguintes, indicando estabilidade na imobilização dos recursos não correntes.

5.2.1.5 Liquidez Geral

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
1,19	1,34	1,20	1,11

A liquidez geral indica a relação entre ativo e passivo da organização, sendo que se maior que 1, indica que os ativos são superiores ao passivo, ou seja, valor positivo para a empresa.

Em 2014/2, o Ativo total da organização superava em 19% os Passivos totais, ou dívidas totais da empresa. Nos semestres de 2015 o valor se elevou, mostrando melhora na

situação da empresa, já em 2016/1 decaiu um pouco, porém permanecendo em patamares aceitáveis, isso devido aos motivos já citados nos índices acima para o período.

5.2.1.6 Liquidez Corrente

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
1,11	1,13	1,13	1,04

Em 2014/2 temos que os recursos correntes foram suficientes para cobrir as dívidas de curto prazo (Passivo Circulante) da empresa Clientella, resultando em uma sobra de 11%.

Assim como citado anteriormente, esse indicador permaneceu nos mesmos patamares. Apenas no primeiro semestre de 2016 que houve uma pequena queda, porém não comprometedora para a organização.

5.2.1.7 Liquidez Seca

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
0,98	1,03	1,03	0,95

Para o segundo semestre de 2014, semestre de abertura da empresa, os recursos correntes da mesma, sem contar os estoques, não foram capazes de cobrir as dívidas de curto prazo da organização, tendo falta de 2%.

Houve aumento nos semestres 2015 de 5% para a Liquidez seca, indicando melhora da situação. Em 2016 houve queda de 8% devido aos investimentos em imobilizado.

5.2.1.8 Giro do Ativo

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
2,30	2,02	2,11	1,08

Para os anos de 2014 e 2015, para cada R\$ 1,00 investidos na empresa, a empresa obteve um pouco mais do que R\$ 2,00 de receita com vendas. Esse índice sofreu considerável queda no ano de 2016, sendo que a cada 1 real investido na organização, a empresa obteve apenas 8 centavos extras de receita, novamente efeito esse causado pelos elevados investimento em imobilizado.

5.2.1.9 Margem Líquida

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
3%	7%	7%	7%

A margem de lucro em 2014/2 foi positiva, sendo a mesma de 3% sobre as vendas líquidas da organização. Já nos períodos seguintes ela se manteve no patamar de 7%. A divergência do primeiro período para os seguintes pode ser explicada por a empresa estar se introduzindo no mercado, e para isso, auferiu menores preços visando conquistar seu espaço perante os novos clientes.

Depois de 6 meses de atividade, e mais consolidada na cidade de Maringá, foi possível a elevação dessa porcentagem de lucro sobre vendas.

5.2.1.10 Rentabilidade do Ativo

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
8%	14%	15%	7%

Em 2014/2 o lucro líquido teve valor de 8% em relação ao ativo total da organização. Já em 2015 esse valor se elevou para respectivamente 14% e 15%, mostrando melhora na situação, isso devido a consolidação no mercado. Em 2016/1 esse valor decaiu para 7%, novamente devido as dívidas causadas pela expansão da Clientella.

5.2.1.11 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

2014/2	2015/1	2015/2	2016/1
51%	56%	66%	77%

Para 2014/2, o lucro líquido representou 51% do Patrimônio Líquido da organização. Esse índice se elevou em 5% 10% e 11% respectivamente para os períodos seguintes, indicando novamente uma melhora na empresa.

5.2.2 Análise dos índices para a empresa Vitazen LTDA

Seguem balanços e DREs da empresa Vitazen para os anos de 2013, 2014 e 2015.

Tabela 5: Balanço Vitazen

Balanço patrimonial Vitazen			
Ativo	2013	2014	2015
Circulante			
Caixa	R\$134.330,65	R\$19.179,85	R\$33.793,60
Clientes a receber	R\$431.015,67	R\$732.508,56	R\$892.696,17
Impostos a recuperar	R\$5.228,08	R\$37.523,30	R\$27.246,14
Estoque	R\$104.363,93	R\$220.583,74	R\$189.793,36
Total AC	R\$674.938,33	R\$1.009.795,45	R\$1.143.529,27
Não circulante			
Imobilizado	R\$266.530,00	R\$143.151,23	R\$36.858,02
Investimentos		R\$1.380,72	R\$1.380,72
Ativo intangível		R\$19.983,68	R\$19.983,68
Realizáveis a longo prazo	R\$536.449,96	R\$2.093,05	R\$154,62
Total ANC	R\$802.979,96	R\$166.608,68	R\$58.377,04
Total Ativo	R\$1.477.918,29	R\$1.176.404,13	R\$1.201.906,31
Passivo			
Circulante			
obrigações trabalhistas	R\$13.620,52	R\$26.223,26	R\$30.460,28
obrigações tributárias	R\$67.907,06	R\$13.292,21	R\$14.690,84
Empréstimos e financ.	R\$224.618,12	R\$272.543,00	R\$318.233,44
Encargos	R\$8.181,14	R\$47.626,26	R\$56.910,51
Fornecedores	R\$347.562,24	R\$297.407,16	R\$272.801,70
outras obrigações a curto prazo	R\$41.374,02	R\$12.637,63	
pró-labore	R\$3.209,73	R\$3.209,73	
Total PC	R\$706.472,83	R\$672.939,25	R\$693.096,77
Não circulante			
Financiamentos longo prazo	R\$736.497,06	R\$441.878,95	R\$441.878,95

Total PNC	R\$736.497,06	R\$441.878,95	R\$441.878,95
Total PC + PNC	R\$1.442.969,89	R\$1.114.818,20	R\$1.134.975,72
PATRIMONIO LIQUIDO			
capital social	R\$132.000,00	R\$132.000,00	R\$132.000,00
Reservas	R\$1.380,72	R\$1.380,72	R\$1.380,72
prejuízos acumulados	R\$(269.956,72)	R\$(71.794,79)	R\$(72.460,97)
ajustes de aval patrimonial	R\$171.524,40		R\$6.010,84
Total PL	R\$34.948,40	R\$61.585,93	R\$66.930,59
Total Passivo	R\$1.477.918,29	R\$1.176.404,13	R\$1.201.906,31

Fonte: Vitazen LTDA (2016).

Tabela 6: DRE Vitazen

DRE VITAZEM 2015	31/12/13	31/12/14	31/12/15
Receita operacional bruta	R\$5.114.375,95	R\$4.919.671,91	R\$5.500.757,52
(-)Tributos sobre vendas	R\$(493.231,16)	R\$(351.478,94)	R\$(385.564,40)
Receita liquida	R\$4.621.144,79	R\$4.568.192,97	R\$5.115.193,12
Custos	R\$(3.795.639,79)	R\$(3.521.843,29)	R\$(4.130.870,98)
Lucro bruto	R\$825.505,00	R\$1.046.349,68	R\$984.322,14
Despesas Operacionais	R\$(326.684,91)	R\$(1.090.072,34)	R\$(984.279,51)
Resultado antes das op. Financeiras	R\$498.820,09	R\$(43.722,66)	R\$42,63
Receitas financeiras	R\$21.762,77	R\$42.889,99	R\$5.302,01
Lucro liquido do exercício	R\$520.582,86	R\$(832,67)	R\$5.344,64

Fonte: Vitazen LTDA (2016).

Para os demonstrativos expostos acima, segue análise:

5.2.2.1 Participação de capital de terceiros

2013	2014	2015
4129	1810	1863

O valor de 4128,86 para esse índice indica que para cada 100 reais que a empresa possui de capital próprio, ela captou 4128,86 reais de capitais de terceiros (empréstimos e

financiamentos). Isso indica que o capital de terceiros representa mais do que 40 vezes o capital próprio da organização para o ano de 2013.

No ano de 2014 para a empresa Vitazen temos que a cada R\$ 100,00 de capital próprio investido na empresa, a mesma tomou R\$ 1.810,00 de capitais de terceiros. Comparativamente com o ano de 2013 vemos uma significativa queda nesse indicador, demonstrando redução nas dívidas da organização.

O índice se manteve quase o mesmo do ano de 2014 para 2015, implicando em estabilidade no endividamento da organização.

5.2.2.2 Composição do Endividamento

2013	2014	2015
49%	60%	61%

Apesar de péssimo o índice de participação de capitais de terceiros no capital total, em 2013 é possível observar que 49% (menos da metade) dessas dívidas são de curto prazo, assim boa parte delas serão pagas futuramente, comprometendo menos o fluxo de caixa da empresa, do que se a maioria fosse de curto prazo.

Pode-se observar que houve aumento negativo no índice, ou seja, a proporção de dívidas de curto prazo, em relação as de longo prazo sofreu um leve aumento de 11% do ano de 2013 para 2014, e uma redução de 1% de 2014 para 2015.

5.2.2.3 Imobilização do Patrimônio Líquido

2013	2014	2015
763	232	61

Para cada R\$ 100,00 aplicados no Patrimônio Líquido até 31/12/2013, a empresa aplicou R\$ 763,00 em imobilizado, isso indica que os recursos próprios não foram suficientes para a aquisição do ativo permanente, e além dele foram necessários 663% de recursos de terceiros.

Em comparação com o ano de 2013, esse índice sofreu uma grande queda de 531 % em 2014, o que indica melhora significativa na situação organizacional do ano de 2013 para 2014 na aquisição de imobilizado com relação ao patrimônio líquido da companhia. Isso ocorreu, pois os prejuízos acumulados de 2014 foi consideravelmente inferior ao prejuízo acumulado no ano de 2013. O prejuízo interfere diretamente por ser subtraído do patrimônio

líquido, assim a base da equação (Patrimônio Líquido) para o ano de 2014 foi inferior a base do ano de 2013. Além disso houve queda no valor do imobilizado, que pode ter sido gerada por venda de algum ativo da organização.

No ano de 2015 o índice também sofreu redução, partindo de 232 para 61. Esse valor indica que os recursos de capital próprio de ano de 2015 foram suficientes para cobrir os custos do imobilizado da organização. Isso ocorreu devido a venda do ativo permanente da organização em mais de R\$ 100.000,00, reduzindo a porcentagem da sua relação com o PL.

5.2.2.4 Imobilização dos Recursos não Correntes

2013	2014	2015
36%	19%	5%

No ano de 2013, 36% dos recursos não correntes da organização (Patrimônio Líquido e Exigível a Longo Prazo) foram aplicados na aquisição do imobilizado da companhia. Tendo em vista a durabilidade dos bens imobilizados da organização, o ideal seria que os mesmos fossem investidos por recursos não correntes, porém observamos que os mesmos representam apenas 36% das dívidas de longo prazo somados ao patrimônio líquido da organização.

Houve redução para 19% no ano de 2014. Isso porque, como dito anteriormente, houve queda no valor no imobilizado de aproximadamente 60.000 reais, provavelmente referente a venda de algum ativo da organização, e apesar do aumento do Patrimônio líquido, houve queda de aproximadamente 200.000 reais do passivo circulante. Então a queda no valor do imobilizado junto com a queda do valor do passivo acarretou nessa diminuição de 14% no valor desse índice de um ano para outro.

Já em 2015, o valor se reduziu ainda mais, chegando a 5%, o que também foi causado por redução no valor do imobilizado da organização em mais de R\$ 100.000,00.

5.2.2.5 Liquidez Geral

2013	2014	2015
1,03	1,06	1,06

No ano de 2013, o Ativo total da organização superava em 3% os Passivos totais, ou dívidas totais da empresa. No ano de 2014 e 2016, esse índice subiu mais 3%, ou seja, os

ativos superaram em 6% os passivos, indicando melhora na situação de liquidez da Vitazen LTDA.

5.2.2.6 Liquidez Corrente

2013	2014	2015
0,96	1,50	1,65

No ano de 2013 temos que os recursos correntes não foram suficientes para cobrir suas dívidas de curto prazo (Passivo Circulante). Houve necessidade de 6% a mais de recursos.

Já no ano de 2014 observa-se significativo aumento, ou seja, indica que em 2014 os recursos circulantes foram suficientes para cobrir o passivo circulante, superando em 50% os mesmos. Novamente em 2015 houve aumento do índice, sendo que o AC superou em 65% o PC.

5.2.2.7 Liquidez Seca

2013	2014	2015
0,81	1,17	1,38

Assim como os indicadores de liquidez anteriores, no ano de 2013 não havia possibilidade da Liquidez Seca ser positiva. O Ativo Circulante da organização subtraídos os estoques, ficaram 19% inferiores ao Passivo Circulante, assim conclui-se que os recursos correntes, sem contar os estoques, não são capazes de cobrir as dívidas de curto prazo da organização.

Houve aumento consecutivo nos anos de 2014 e 2015 para a Liquidez seca, sendo respectivamente de 1,17 e 1,38. Indicando melhora na situação da empresa.

5.2.2.8 Giro do Ativo

2013	2014	2015
3,13	3,88	4,26

Para cada R\$ 1,00 investidos na empresa, a mesma obteve R\$ 3,13 em vendas no período de 2013. Assim como os indicadores anteriores, houve aumento nos anos de 2014 e

2015, sendo 3,88 para 14 e 4,26 para 15. Tudo indicando uma melhora gradativa na situação da empresa.

5.2.2.9 Margem Líquida

2013	2014	2015
11%	0%	0%

A margem de lucro no período estudado (2013) foi positiva, sendo a mesma de 11% sobre as vendas líquidas da organização. Houve divergências nos relatórios contábeis da empresa para o ano de 2013, sendo que o balanço auferiu R\$(269.956,72) de prejuízos acumulados, enquanto a DRE apresentou resultado positivo de R\$520.582,86 de lucro. Existem duas causas prováveis para tais resultados sendo que, ou a contabilidade da empresa possui dados equivocados das receitas e despesas da organização para esse ano, ou os prejuízos dos anos anteriores da organização superaram em mais de R\$ 200.000,00 os lucros auferidos em 2013, fazendo com que a DRE fosse positiva e o balanço negativo nesse quesito.

Já nos anos de 2014 e 2015 o resultado foi 0%, pois houveram prejuízos, que comparados a receita líquida da organização representam praticamente nada.

5.2.2.10 Rentabilidade do Ativo

2013	2014	2015
35%	0%	0%

No ano de 2013 o lucro líquido teve valor de 35% do ativo total da organização, o que pode estar relacionado com um dos dois argumentos apresentados anteriormente.

Nos períodos 14 e 15 ocorreu o mesmo que no índice de margem líquida. Os prejuízos auferidos foram insignificantes em relação ao ativo total da empresa.

5.2.2.11 Rentabilidade do Patrimônio Líquido

2013	2014	2015
1490%	-1%	9%

O ano de 2013, de acordo com a DRE obteve lucro de aproximadamente 520.000 reais, porém o PL da organização obteve prejuízos acumulados de mais de 200.000 reais, fazendo com que a rentabilidade do PL fosse extremamente elevada.

O ano de 2014 obteve prejuízo de R\$ 1.287,24. Esse valor representou 1% negativos com relação ao PL da empresa para o mesmo ano.

O ano de 2015 obteve lucro de R\$ 5.344,64, representando 9% do PL do mesmo ano.

Devido aos resultados confusos do ano de 2013 não pode ser afirmado se houve melhora ou piora para os anos seguintes. Nos anos de 2014 e 2015 a diferença entre lucro e prejuízo auferido foi muito pequena também para que seja possível tirar qualquer conclusão em relação a esses indicadores.

5.3 ANÁLISE PELO MÉTODO DE TAXA DE DESCONTO

O objetivo desse trabalho foi propor uma fusão para o proprietário das organizações Vitazen e Clientella. Para isso foi necessário a realização de cálculo do valor da empresa, de cada empresa separadamente, e posteriormente, de ambas empresas em conjunto, como uma empresa só.

A partir disso, foi feito uma projeção de fluxo de caixa para as duas empresas, Clientella e Vitazen, calculando-se o valor de ambas separadamente, e em seguida foi feita a projeção da junção dos fluxos de caixa das empresas considerando elas como uma, criando assim um terceiro fluxo de caixa, prevendo reduções de custos devido a junção das empresas, e a partir disso foi calculado o valor da empresa vista como uma, chegando ao valor da sinergia que será gerada com a fusão, ou incorporação da empresa Vitazen, pela empresa Clientella.

5.3.1 Taxa de desconto

Tendo que a Taxa de Desconto, ou WACC, é calculado da seguinte forma:

$$K_e = RF + \beta (RM - RF) + \text{RiscoBr}$$

Fonte: Assaf Neto (2010)

Para cálculo do valor da taxa de desconto, foi usado como base os dados disponíveis no website de Aswath Damodaran, disponível em <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Damodaran é docente de Finanças na University of New York, e hoje seus índices são um dos mais utilizados para cálculos de valor de empresas no mundo todo.

A partir disso temos que:

RF: 4,5%

β : 0,85

RM: 12,5%

RiscoBr: 3,5%

Com base nos valores anteriores, temos que:

$Ke = 4,5\% + 0,85 (12,5\% - 4,5\%) + 3,5\%$

Então:

$Ke = 14,8\%$, para efeitos de arredondamento será considerado Ke , ou $Wacc = 15\%$.

O valor do Wacc a ser utilizado para desconto do fluxo de caixa é de 15%. Esse valor irá representar o cenário base das organizações. Após o cálculo nesse cenário, também serão calculados os valores em um cenário otimista e outro pessimista, para efeitos de comparação.

Para o cenário otimista, será subtraído da taxa de desconto 2%, e para o cálculo do cenário pessimista, será feito acréscimo de 2% nessa mesma taxa base encontrada anteriormente.

Assim temos que a taxa de desconto:

No cenário base = 15%

Cenário otimista = 13%

Cenário pessimista = 17%

5.3.2 Cálculo do valor da empresa – Clientella

Para realização do cálculo do valor da empresa foi necessário a projeção de um fluxo de caixa para os próximos anos. Essa projeção teve como base as expectativas de crescimento que o próprio proprietário tem a respeito de seu empreendimento.

Tabela 7: Fluxo de Caixa Clientella

Fluxo de Caixa CLIENTELLA	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Receita bruta	R\$8.500.000,00	R\$10.000.000,00	R\$12.000.000,00	R\$15.000.000,00	R\$18.000.000,00
Vendas a vista	R\$1.700.000,00	R\$2.000.000,00	R\$2.400.000,00	R\$3.000.000,00	R\$3.600.000,00
Recebimento de vendas a prazo	R\$6.800.000,00	R\$8.000.000,00	R\$9.600.000,00	R\$12.000.000,00	R\$14.400.000,00
Outros recebimentos	R\$15.000,00	R\$15.000,00	R\$25.000,00	R\$25.000,00	R\$25.000,00
(-) IMPOSTO sobre vendas	R\$(170.000,00)	R\$(200.000,00)	R\$(240.000,00)	R\$(300.000,00)	R\$(360.000,00)
(=) Receitas líquidas	R\$8.345.000,00	R\$9.815.000,00	R\$11.785.000,00	R\$14.725.000,00	R\$17.665.000,00
(-) Custo do produto vendido					
Compra de materiais	R\$(6.800.000,00)	R\$(8.000.000,00)	R\$(9.600.000,00)	R\$(10.500.000,00)	R\$(12.600.000,00)
Mão-de-obra	R\$(360.000,00)	R\$(540.000,00)	R\$(540.000,00)	R\$(540.000,00)	R\$(540.000,00)
Custos totais	R\$(650.000,00)	R\$(750.000,00)	R\$(750.000,00)	R\$(750.000,00)	R\$(750.000,00)
(-) Despesas Variáveis					
(=) Margem de Contribuição					
(-) Custos e despesas fixas					
(=) Caixa das atividades operacionais	R\$535.000,00	R\$525.000,00	R\$895.000,00	R\$2.935.000,00	R\$3.775.000,00
(+/-) Financiamentos					
(+) Empréstimos de terceiros	R\$150.000,00		R\$50.000,00	R\$50.000,00	R\$50.000,00
(-) Pagamento de empréstimos – Principal	R\$(150.000,00)	R\$(150.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(50.000,00)
(-) Pagamento de empréstimos – juros	R\$(19.020,00)	R\$(19.020,00)	R\$(6.340,00)	R\$(6.340,00)	R\$(6.340,00)
(=) CAIXA APÓS AS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	R\$515.980,00	R\$355.980,00	R\$888.660,00	R\$2.928.660,00	R\$3.768.660,00
(+/-) Investimentos					
(-) Investimentos em outras empresas				R\$(2.000.000,00)	R\$(100.000,00)
(-) Aquisição de imobilizados/ intangíveis	R\$(322.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(100.000,00)	R\$(1.000.000,00)
(+) Vendas de imobilizados/ intangíveis					
(=) CAIXA APÓS INVESTIMENTOS	R\$193.980,00	R\$305.980,00	R\$838.660,00	R\$828.660,00	R\$2.668.660,00
Pró-labore	R\$(54.000,00)	R\$(54.000,00)	R\$(854.000,00)	R\$(1.000.000,00)	R\$(2.451.060,00)
(+) CAIXA INICIAL (Caixa do final do ano anterior)	R\$80.000,00	R\$219.980,00	R\$471.960,00	R\$456.620,00	R\$285.280,00
(=) CAIXA FINAL	R\$219.980,00	R\$471.960,00	R\$456.620,00	R\$285.280,00	R\$502.880,00

Fonte: elaborado pela autora.

Para a empresa Clientella foram realizados cálculos do valor presente do fluxo de caixa, em seguida calculo do valor da perpetuidade, para assim chegar-se ao valor da empresa.

Segue:

5.3.2.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa

A forma para o cálculo do valor presente da empresa é a seguinte:

$$VP = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE}{(1+WACC)^n}$$

Assim temos que VP é igual a somatória do caixa após as atividades de financiamentos, dividido pela taxa de desconto somada a 1, elevado ao período em questão. A partir disso segue:

$$VPFC = \frac{535.000}{1,15} + \frac{525.000}{(1,15)^2} + \frac{895.000}{(1,15)^3} + \frac{2.935.000}{(1,15)^4} + \frac{3.775.000}{(1,15)^5}$$

$$VPFC = 5.006.000$$

O cálculo anterior demonstra que o valor presente da empresa Clientella, baseando-se no fluxo de caixa projetado, é de R\$ 5.006.000,00.

5.3.2.2 Valor da Perpetuidade

O valor da perpetuidade é calculado pela média dos valores de caixa das atividades operacionais para os períodos projetados, dividido pela taxa de desconto. Tudo isso, novamente, divide-se por 1 mais a taxa de desconto elevado ao número de períodos estipulados no fluxo de caixa.

Assim, $\bar{X}FC$ representa média dos valores de caixa após as atividades de financiamentos, então tem-se que:

$$\bar{X}FC = \frac{535.000 + 525.000 + 895.000 + 2.935.000 + 3.775.000}{5}$$

$$\bar{X}FC = 1.773.000$$

Então para o cálculo da perpetuidade tem-se:

$$VPPerp = \left(\frac{\bar{X}FC \text{ 5 anos}}{Ke} \right) \div (1 + Ke)^n$$

$$VPPerp = \left(\frac{1.773.000}{0,15} \right) \div (1 + 0,15)^5$$

$$VPPerp = 5.877.000$$

Assim conclui-se que o valor da Perpetuidade para a empresa Clientella é de R\$ 5.887.000,00.

5.3.2.3 Cenário Base

O cenário base se caracteriza como o cálculo normal do valor da empresa pelo método FCD utilizando-se a taxa de desconto estipulada anteriormente, de 15%.

Assim o cenário base para a empresa Clientella segue:

Taxa de desconto: 15%

VP FC = R\$ 5.006.000

VP Perpet = R\$ 5.877.000

Valor da Empresa= R\$ 10.883.000

Pelo presente método, o valor de mercado da empresa Clientella seria de 10.883.000 de reais, valor esse positivo, tendo em vista os investimentos presentes que estão sendo efetuados na organização, focando no aumento de suas atividades.

5.3.2.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista

Para o cálculo dos cenários será considerado um valor de 2% para menos na taxa de desconto para o cenário otimista, e 2% a mais para o cenários pessimista. Sendo assim a taxa de desconto no cenário base é de 15%, cenário otimista 13% e cenário pessimista 17%.

O calculo é o mesmo que para o cenário base, porém na formula, onde se encontra Ke, será substituído pelos valores citados acima, chegando-se assim ao cálculo do valor da empresa com uma visão mais positiva e uma mais negativa para fins de comparação.

Sendo assim, temos que para a empresa Clientella:

a) Cenário Otimista

Para o cenário otimista, foi determinado por método indutivo uma taxa de 2% a menos que o cenário base no cálculo do valor da empresa.

Assim, segue:

Tx de Desconto = 13%

VPFC = R\$ 5.354.000

VPPerp = R\$ 7.402.000

Valor da Empresa = R\$ 12.756.000

Em comparação com o cenário base, temos que em um cenário otimista com uma menor taxa de desconto, a empresa terá valor R\$ 1.873.000 mais elevado.

b) Cenário Pessimista

Para cálculo no cenário pessimista foi usado a mesma variação de 2%, porém em acréscimo a taxa de desconto visando estimar o valor da empresa.

Tx de Desconto = 17%

VPFC = R\$ 4.688.000

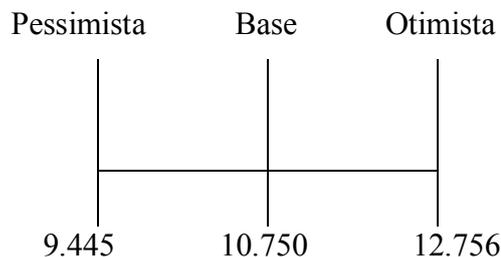
VPPerp = R\$ 4.757.000

Valor da Empresa = R\$ 9.445.000

Com relação ao cenário base, o valor da empresa Clientella em um cenário pessimista será 1.305.000 reais inferior, considerando a taxa de desconto de 17%.

5.3.2.5 Representação Gráfica

A partir dos valores para a empresa Clientella encontrados nos tópicos anteriores para os 3 cenários, otimista, pessimista e base, segue representação gráfica em milhões de reais.



5.3.3 Cálculo do valor da empresa – Vitazen

Assim como no tópico anterior, para a empresa Vitazen LTDA também foi projetado fluxo de caixa até o ano de 2020, baseando-se nos investimentos realizados e expectativas de crescimento.

Tabela 8: Fluxo de Caixa Vitazen

Fluxo de Caixa Vitazen LTDA	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Receita bruta	R\$8.500.000,00	R\$12.000.000,00	R\$18.000.000,00	R\$25.000.000,00	R\$30.000.000,00
Vendas a vista	R\$1.700.000,00	R\$2.400.000,00	R\$3.600.000,00	R\$5.000.000,00	R\$6.000.000,00
Recebimento de vendas a prazo	R\$6.800.000,00	R\$9.600.000,00	R\$14.400.000,00	R\$20.000.000,00	R\$24.000.000,00
Outros recebimentos	R\$15.000,00	R\$15.000,00	R\$25.000,00	R\$30.000,00	R\$35.000,00
(-) IMPOSTO sobre vendas	R\$(136.000,00)	R\$(192.000,00)	R\$(288.000,00)	R\$(400.000,00)	R\$(480.000,00)
(=) Receitas líquidas	R\$8.379.000,00	R\$11.823.000,00	R\$17.737.000,00	R\$24.630.000,00	R\$29.555.000,00
(-) Custo do produto vendido					
Compra de materiais	R\$(6.800.000,00)	R\$(9.600.000,00)	R\$(14.400.000,00)	R\$(17.500.000,00)	R\$(21.000.000,00)
Mão-de-obra	R\$(306.000,00)	R\$(486.000,00)	R\$(486.000,00)	R\$(486.000,00)	R\$(786.000,00)
Custos diretos e indiretos	R\$(750.000,00)	R\$(850.000,00)	R\$(950.000,00)	R\$(1.000.000,00)	R\$(1.000.000,00)
(-) Despesas variáveis					
(=) Margem de contribuição					
(-) custos e despesas fixas					
(=) Caixa das atividades operacionais	R\$523.000,00	R\$887.000,00	R\$1.901.000,00	R\$5.644.000,00	R\$6.769.000,00
(+/-) Financiamentos					
(+) Empréstimos de terceiros	R\$300.000,00			R\$500.000,00	
(-) pagamento de Empréstimos – Principal	R\$(500.000,00)	R\$(600.000,00)	R\$(600.000,00)	R\$(225.000,00)	R\$(125.000,00)
(-) pagamento de Empréstimos - juros	R\$(63.400,00)	R\$(76.080,00)	R\$(76.080,00)	R\$(28.530,00)	R\$(15.850,00)
(=) CAIXA APÓS DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	R\$259.600,00	R\$210.920,00	R\$1.224.920,00	R\$5.890.470,00	R\$6.628.150,00
(+/-) Investimentos					
(-) Investimentos em outras empresas					
(-) Aquisição de imobilizado/ intangíveis	R\$(177.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(50.000,00)	R\$(6.300.000,00)	R\$(50.000,00)
(+) Vendas de imobilizado					

(=) CAIXA APÓS OS INVESTIMENTOS	R\$82.600,00	R\$160.920,00	R\$1.174.920,00	R\$(409.530,00)	R\$6.578.150,00
Pró-labore					R\$(2.587.060,00)
(+) CAIXA INICIAL (Caixa do final do ano anterior)		R\$82.600,00	R\$243.520,00	R\$1.418.440,00	R\$1.008.910,00
(=) CAIXA FINAL	R\$82.600,00	R\$243.520,00	R\$1.418.440,00	R\$1.008.910,00	R\$5.000.000,00

Fonte: elaborado pela autora.

A partir do fluxo de caixa demonstrado acima, temos que para a empresa Vitazen:

5.3.3.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa

O valor presente do fluxo de caixa é calculado pela soma dos caixas das atividades operacionais, dividido por 1 mais o Wacc, elevado ao período em questão.

$$\text{VPFC} = \frac{523.000}{1,15} + \frac{887.000}{(1,15)^2} + \frac{1.901.000}{(1,15)^3} + \frac{5.644.000}{(1,15)^4} + \frac{6.769.000}{(1,15)^5}$$

$$\text{VPFC} = 8.968.000$$

O valor presente da empresa Vitazen baseado na projeção de fluxo de caixa, trazido para período atual é de R\$ 8.968.000,00.

5.3.3.2 Valor da Perpetuidade

Para o cálculo do valor da perpetuidade, primeiro é necessário realizar a média dos caixas das atividades operacionais dividido pela quantidade de períodos estudados. Então tem-se:

$$\bar{X}FC = \frac{523.000 + 887.000 + 1.901.000 + 5.644.000 + 6.769.000}{5}$$

$$\bar{X}FC = 3.145.000$$

A partir disso, segue o cálculo do valor da Perpetuidade para a empresa Vitazen, tendo em vista que o mesmo é realizado pela divisão da média encontrada a cima pelo Wacc, tudo isso dividido por 1 mais o Wacc elevado a 5, que é a quantidade de períodos que possui o fluxo de caixa.

$$VPPerp = \left(\frac{\bar{X}FC \text{ 5 anos}}{Ke} \right) \div (1 + Ke)^n$$

$$VPPerp = \left(\frac{3.145.000}{0,15} \right) \div (1 + 0,15)^5$$

$$VPPerp = 10.423.000$$

Então, pode ser afirmado que o valor da Perpetuidade para a empresa Vitazen baseado no Fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa igual a 15% é de R\$ 10.423.000,00.

5.3.3.3 Cenário Base

A seguir esta demonstrado o cálculo do valor da empresa no cenário base, que leva em consideração taxa de desconto igual a 15%.

Txa de desconto: 15%

VP FC = R\$ 8.968.000

VP Perpet = R\$ 10.423.000

Valor da Empresa = R\$ 19.391.000

O valor da empresa no cenário base é igual a 19.391.000,00 reais.

5.3.3.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista

a) Cenário Otimista

Para o cenário otimista, a taxa de desconto a ser utilizada é de 13%.

Taxa de Desconto = 13%

VPFC = R\$ 9.610.000

VPPerp = R\$ 13.131.000

Valor da Empresa = R\$ 22.741.000

Assim tem-se que em um cenário otimista, considerando-se wacc = 13%, o valor da empresa Vitazen chalé de R\$ 13.131.000.

b) Cenário Pessimista

Para o próximo cálculo, o wacc será considerado igual a 17%, visando estipular um valor para a empresa com uma visão negativista.

Taxa de Desconto = 17%

VPFC = R\$ 8.381.000

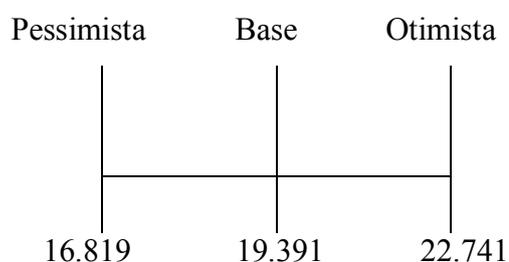
VPPerp = R\$ 8.438.000

Valor da Empresa = R\$ 16.819.000

Assim, no cenário pessimista, o valor da empresa Vitazen será de R\$ 16.819.000,00.

5.3.3.5 Representação Gráfica

Segue representação gráfica dos 3 valores encontrados para Vitazen LTDA em milhões de reais, visando comparar a variação que pode ocorrer no cálculo do valor de uma empresa, dependendo-se do ponto de vista do avaliador.



5.3.4 Cálculo do valor da empresa – Proposta de Fusão

Tendo em vista propor a fusão de Vitazen e Clientella, o fluxo de caixa projetado a seguir irá considerar as duas empresas como uma, ou seja, esse fluxo de caixa é a proposta de criação de uma nova empresa, considerando os fluxos de caixa anteriores, além de uma possível criação de valor a partir da união de forças das duas distribuidoras.

Tabela 9: Fluxo de Caixa Nova Empresa

Fluxo de Caixa Empresa Nova Empresa	2016	2017	2018	2019	2020
(+) Receita bruta	R\$17.000.000,00	R\$22.000.000,00	R\$30.000.000,00	R\$40.000.000,00	R\$48.000.000,00
Vendas a vista	R\$3.400.000,00	R\$4.400.000,00	R\$6.000.000,00	R\$8.000.000,00	R\$9.600.000,00
Recebimento de vendas a prazo	R\$13.600.000,00	R\$17.600.000,00	R\$24.000.000,00	R\$32.000.000,00	R\$38.400.000,00
Outros recebimentos	R\$30.000,00	R\$30.000,00	R\$50.000,00	R\$55.000,00	R\$60.000,00
(-) IMPOSTO sobre vendas	R\$(306.000,00)	R\$(392.000,00)	R\$(528.000,00)	R\$(700.000,00)	R\$(840.000,00)
(=) Receitas líquidas	R\$16.724.000,00	R\$21.638.000,00	R\$29.522.000,00	R\$39.355.000,00	R\$47.220.000,00
(-) Custo do produto vendido					
Compra de materiais	R\$(13.056.000,00)	R\$(16.896.000,00)	R\$(23.040.000,00)	R\$(26.880.000,00)	R\$(32.256.000,00)
Mão-de-obra	R\$(666.000,00)	R\$(1.026.000,00)	R\$(1.026.000,00)	R\$(1.026.000,00)	R\$(1.326.000,00)
custos totais	R\$(1.400.000,00)	R\$(1.440.000,00)	R\$(1.530.000,00)	R\$(1.575.000,00)	R\$(1.575.000,00)
(-) Despesas variáveis					
(=) Margem de contribuição					
(-) Custos e despesas fixas					
(=) Caixa das atividades operacionais	R\$1.602.000,00	R\$2.276.000,00	R\$3.926.000,00	R\$9.874.000,00	R\$12.063.000,00
(+/-) Financiamentos					
(+) Empréstimos de terceiros	R\$450.000,00	R\$-	R\$50.000,00	R\$50.000,00	R\$50.000,00
(-) Pagamento de empréstimos – Principal	R\$(650.000,00)	R\$(750.000,00)	R\$(650.000,00)	R\$(275.000,00)	R\$(175.000,00)
(-) Pagamento de empréstimos - juros	R\$(82.420,00)	R\$(95.100,00)	R\$(82.420,00)	R\$(34.870,00)	R\$(22.190,00)
(=) CAIXA APÓS DAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	R\$1.319.580,00	R\$1.430.900,00	R\$3.243.580,00	R\$9.614.130,00	R\$11.915.810,00
(+/-) Investimentos					
(-) Investimentos em outras empresas				R\$(2.000.000,00)	R\$(100.000,00)
(-) Aquisição de imobilização/ intangíveis	R\$(499.000,00)	R\$(100.000,00)	R\$(100.000,00)	R\$(6.400.000,00)	R\$(1.050.000,00)
(+) vendas de imobilizados					
(=) CAIXA APÓS OS INVESTIMENTOS	R\$820.580,00	R\$1.330.900,00	R\$3.143.580,00	R\$1.214.130,00	R\$10.765.810,00
Pró-labore	R\$(54.000,00)	R\$(54.000,00)	R\$(854.000,00)	R\$(1.000.000,00)	R\$(5.038.120,00)
(+) CAIXA INICIAL (Caixa do final do ano anterior)	R\$80.000,00	R\$846.580,00	R\$2.123.480,00	R\$4.413.060,00	R\$4.627.190,00
(=) CAIXA FINAL	R\$ 846.580,00	R\$ 2.123.480,00	R\$ 4.413.060,00	R\$ 4.627.190,00	R\$1 0.354.880,00

Fonte: elaborado pela autora.

Para a empresa Nova Empresa seguem abaixo os cálculos do valor presente, valor da perpetuidade e valor da empresa:

5.3.4.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa

Assim como citado anteriormente, o cálculo do valor presente do fluxo de caixa é feito pela soma do caixa das atividades operacionais, dividido por 1 mais wacc, elevado ao período em questão. A partir disso, segue:

$$VPFC = \frac{1.602.000}{1,15} + \frac{2.276.000}{(1,15)^2} + \frac{3.926.000}{(1,15)^3} + \frac{9.874.000}{(1,15)^4} + \frac{12.063.000}{(1,15)^5}$$

$$VPFC = 17.338.000$$

Então temos que o valor da presente da organização para a nova empresa (proposta de fusão) é de R\$ 17.338.000,00.

5.3.4.2 Valor da Perpetuidade

Para o cálculo do valor da média dos caixas das atividades operacionais temos que:

$$\bar{X}FC = \frac{1.602.000 + 2.276.000 + 3.926.000 + 9.874.000 + 12.063.000}{5}$$

$$\bar{X}FC = 5.948.000$$

Então, a media do caixa das atividades operacionais é de R\$ 5.948.000,00. A partir disso:

$$VPPerp = \left(\frac{\bar{X}FC \cdot 5 \text{ anos}}{Ke} \right) \div (1 + Ke)^n$$

$$VPPerp = \left(\frac{5.948.000}{0,15} \right) \div (1 + 0,15)^5$$

$$VPPerp = 19.715.000$$

O valor da Perpetuidade para a proposta de fusão, tendo como base o fluxo de caixa projetado, aplicado a uma taxa de desconto de 15% é igual a 19.715.000 reais.

5.3.4.3 Cenário Base

Considerando $wacc = 15\%$, segue abaixo cálculo do valor da empresa para o cenário base:

Taxa de desconto: 15%

VP FC = R\$ 17.338.000

VP Perpet = R\$ 19.715.000

Valor da empresa = R\$ 37.053.000

Temos que para o cenário base, o valor da nova empresa é de 37 milhões e 53 mil reais.

5.3.4.4 Cenário Otimista e Cenário Pessimista

a) Cenário Otimista

Para calcular o cenário otimista, assim como para as outras duas empresas anteriores, a taxa de desconto será considerada 13%. Então tem-se que:

Taxa de Desconto = 13%

VPFC = R\$ 18.524.000

VP Perp = R\$ 24.833.000

Valor da Empresa = R\$ 43.358.000

O valor da nova empresa para o cenário base é de 43.358.000 reais.

b) Pessimista

Para o cenário pessimista, a taxa a ser considerada será de 17%.

Taxa de Desconto = 17%

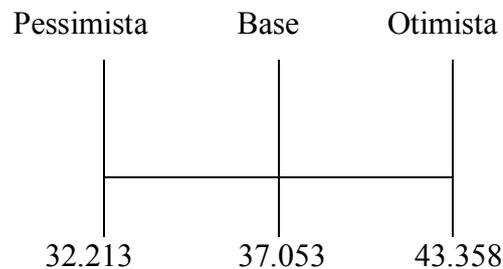
VPFC = R\$ 16.254.000

VP Perp = R\$ 15.959.000

Valor da empresa = R\$ 32.213.000

Assim, para o presente cenário, o valor da fusão das empresas Clientella e Vitazen será de R\$ 32.213.000,00.

5.3.4.5 Representação Gráfica



Valores representados em milhões de reais.

A representação gráfica novamente demonstra a divergência dos valores calculados, dependendo do ponto de vista, se mais negativo ou mais positivo. Sendo que o cenário otimista obteve 6.305.000 de reais a mais que o cenário base, enquanto o cenário pessimista estipulou o valor da empresa R\$ 4.840.000,00 reais a baixo da base.

6 PROPOSTAS DE AÇÕES

6.1 ANÁLISE DOS ÍNDICES ECONÔMICO-FINANCEIROS

A análise dos índices financeiros para a empresa Clientella indicam que, desde sua abertura em 2014, a empresa vem crescendo exponencialmente, auferindo receitas mais elevadas a cada ano. Isso demonstra boa saúde financeira, além de grande potencial de crescimento para os anos seguintes.

No ano de 2016 foi possível observar certo aumento no endividamento da mesma, porém esse endividamento está enraizado nos investimentos em estrutura realizados, tendo em vista que devido ao aumento das atividades, a antiga sede da empresa ficou muito pequena para sustentar suas atividades. Assim foi necessário o aluguel de um novo imóvel, maior que o anterior, construção de uma nova câmara fria e efetuação de compra de novos veículos para a distribuição de suas mercadorias. Mesmo com as novas dívidas, a empresa ainda se encontra em boa situação financeira, e seu proprietário prevê a quitação das mesmas dentro dos próximos 2 anos.

Pela análise dos indicadores financeiros para a empresa Vitazen para os anos de 2013, 2014 e 2015, observou-se claramente melhora na situação da mesma com relação a seu endividamento. Porém, ainda endividada, seu proprietário optou pela venda da empresa por motivos de exaustão, mas com base no diagnóstico econômico-financeiro ficou claro que a empresa apesar de ainda possuir um nível considerável de dívidas, a mesma possui uma boa liquidez e estabilidade no mercado, e também possui altos níveis de receita. A partir disso, o novo proprietário teve a visão do potencial da mesma, apostando em sua capacidade de crescimento.

Ele conseguiu perceber que com uma boa gestão financeira, em dois anos será possível quitar todas as dívidas, podendo assim começar a investir no crescimento da organização. Além disso, o mercado da cidade de Curitiba possui maior capacidade de expansão do que o mercado Maringaense, fazendo com que as previsões de crescimento para a empresa Vitazen sejam maiores que as da Clientella.

6.2 CÁLCULO DO VALOR DA SINERGIA

Martelanc; et al (2005) cita diversas vantagens que podem levar à uma fusão a geração de sinergia entre as empresas relacionadas, dentre elas, as que foram verificadas na fusão de Clientella e Vitazen de acordo com seu sócio-proprietários, foram: “Ganhos com economia de escala; Aumento do poder de mercado diante de clientes, distribuidores e fornecedores; Remoção de barreiras à entrada em novos mercados; e Obtenção de vantagens fiscais.”

De acordo com os cálculos realizados, foi verificado que o valor pago pelo novo proprietário na compra da empresa Vitazen foi estipulado muito abaixo do valor calculado da empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, assim, percebe-se que foi um bom negócio. Isso pode ter sido ocasionado pela pressa do antigo proprietário de “se livrar” dos problemas pelos quais sua empresa estava passando.

Em um cenário base, tendo em vista a taxa de desconto estipulada, o valor da Clientella (empresa atual) foi definido em R\$ 10.750.000,00. Já o valor da empresa Vitazen (adquirida) nesse mesmo cenário foi de: R\$ 19.391.000,00. Se ambas empresas forem tratadas individualmente, o valor de ambas somado seria: R\$ 30.141.000,00.

Após a realização de um fluxo de caixa unificado, considerando uma fusão das duas empresas, foi calculado o valor da “Nova Empresa”. No cenário base, esse valor foi de: R\$ 37.053.000,00. Assim, o valor da sinergia que será gerado com a fusão das duas empresa será de R\$ 6.912.000,00.

Isso ocorre por diversas razões como por exemplo, as duas empresas por atuarem no mesmo ramo, porém em mercados diferentes (cidade de Maringá e cidade de Curitiba), ao se fundirem poderão desfrutar de benefícios como: poder de barganha perante seus fornecedores, ou seja, por agora estarem comprando quantidade dos mesmos produtos para ambas empresas, a negociação com seus fornecedores se diferencia, assim com o aumento nas quantidades compradas, o desconto na hora da compra é maior, levando a uma leve redução nos custos de aquisição da mercadoria, estimado em aproximadamente 5% pelo proprietário das empresas.

Além disso, outras despesas como: compra de imobilizado e despesas administrativas também possuem previsão de queda com a fusão, pois novamente, pela maior quantidade negociada obtém-se maiores descontos. As despesas administrativas poderão sofrer redução dependendo de como forem tratadas pela organização como um todo.

Assim, o trabalho visa sugerir a fusão das mesmas, não apenas em suas atividades operacionais, porém também em seu administrativo. No momento cada empresa possui escritórios gerencias separados, a partir disso sugere-se a união desses escritórios, para isso

será necessário a definição de uma sede, ou em Curitiba ou em Maringá, assim serão necessários menor numero de funcionários para a gestão, além de que uma padronização nos métodos gerencias possibilitará facilidades na administração das empresas.

REFERÊNCIAS

ALCÂNTARA, Rosane. **A gestão estratégica dos canais de distribuição: um exame da evolução e do atual estágio do relacionamento entre o atacado de entrega e a indústria.** São Paulo: Fundação Getúlio Vargas, 1997.

ARBACHE, Fernando; et al. **Gestão de logística, distribuição e trade marketing.** São Paulo: Editora FGV, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 4 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1998.

ASSAF NETO, Alexandre. **Estrutura e análise de balanços: um enfoque econômico-financeiro.** 11 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2015.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor.** 4 ed. São Paulo: Editora Atlas, 2010.

BRESSAN, Flávio. **O método do estudo de caso e seu uso em Administração.** São Paulo: Revista Angrad, v. 5, n. 1, p. 24-40, 2004.

CAMBRICOLI, Fabiana. **Com crise, procura por remédio na rede pública cresce 30%.** 2016. Revista Exame. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/brasil/noticias/com-crise-procura-por-remedio-na-rede-publica-cresce-30>. Acesso em: 20 de outubro de 2016.

CAVALCANTE, Francisco. **Cálculo da Perpetuidade com ou sem Crescimento.** São Paulo: Up-to-Date, Ano I, Número 15. Disponível em: <http://www.cavalcanteassociados.com.br/utd/UpToDate015.pdf>. Acesso em: 25 de outubro de 2016.

DAMODARAN, Aswath. **Damodaran Online.** Disponível em: <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>. Acesso em: 25 de outubro de 2016.

DOMINGOS, Bruno. **Crise é econômica, política e ética, diz economista da FGV**. 2015. Revista Exame. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/crise-e-economica-politica-e-etica-diz-carlos-langoni-em-seminario-da-fgv>. Acesso em: 20 de outubro de 2016.

FARIAS, Tácito Augusto; COSTA, Karoline Santana; FIGUEIREDO, Luiz Eduardo. **Fusões e aquisições de empresas no Brasil**. Registro Contábil, v. 6, n. 2, p. 110-129, 2015. Disponível em: <http://www.seer.ufal.br/index.php/registrocontabil/article/view/1504>. Acesso em: 07 de dezembro de 2016.

FILGUEIRAS, Maria. **Sócios ontem, inimigos hoje**. São Paulo: Revista Exame, Ano 50, n. 14, p. 60-63, Agosto de 2016.

RODRIGUES, William Costa et al. Metodologia científica. Paracambi: Faetec/ist, v. 40, 2007.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: Um guia prático para fusões & aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

MATARAZZO, Dante. **Análise financeira de balanços: Abordagem básica e gerencial**. São Paulo: Editora Atlas, 2003.

NEIVA, Raimundo. Valor de Mercado da Empresa. 2 ed. São Paulo: Editora Atlas, 1997.

PRODANOV, Cleber; DE FREITAS, Ernani. **Metodologia do Trabalho Científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. Novo Hamburgo: Editora Feevale, 2ª Edição, 2013.

WHITAKER, Paulo. **Taxa sobe a 11,6% e Brasil tem quase 12 mi de desempregados**. 2016. Revista Exame. Disponível em: <http://exame.abril.com.br/economia/noticias/taxa-sobe-a-11-6-e-brasil-tem-quase-12-mi-de-desempregados>. Acesso em: 20 de outubro de 2016.

APÊNDICE

APÊNDICE A – Roteiro de entrevista ao sócio-proprietário

A entrevista realizada teve caráter não estruturado, tendo em vista que se baseou em diversas conversas informais. Assim, segue roteiro com perguntas realizadas para a realização do presente trabalho:

1. Conte a respeito da história da sua empresa, e de como ela veio a adquirir a nova empresa no ano de 2016.
2. Qual era o tamanho da estrutura da Clientella quando iniciou as atividades no ano de 2014, e como a mesma se encontra agora?
3. Você possui os demonstrativos financeiros das empresas Clientella e Vitazen? Se sim, quais?
4. Para a realização do fluxo de caixa, qual a previsão de vendas para os anos de 2016, 2017 2018, 2019 e 2020 para a empresa Clientella?
5. Qual a previsão de vendas para os anos de 2016, 2017 2018, 2019 e 2020 para a empresa Vitazen?
6. Com o lucro restante ao final de cada período, qual será a destinação desse dinheiro? Se investimentos na própria empresa, pró-labore ou aplicação financeira?
7. No caso de fusão das duas empresas, existe alguma previsão de alteração nos resultados financeiros dos fluxos de caixa anteriores?
8. De que forma você acredita que os custos poderão ser reduzidos com a união das forças das duas empresas?

ANEXO

ANEXO 1 – Parecer da Chefia Imediata

Em 12 de novembro de 2016 19:51, Rodrigo Demori <rodrigo.demori@clientella.com.br> escreveu:

Eu, Rodrigo Demori Marostica, proprietários das empresas Clientella LTDA e Vitazen LTDA declaro a autenticidade do trabalho de Carina de Albuquerque Martins.

Quanto a ação proposta unificação do administrativo da organização, declaro que não só será acatado, como a empresa já vinha pensando nessa possibilidade de padronização dos processos, visando a melhora e facilidade nas atividades do dia-a-dia.

A união das atividades operacionais das duas empresas assim como sugerido por Carina, irá diminuir os nossos custos, pois quando efetuarmos a compra de produtos com nossos fornecedores, por estarmos comprando em quantidades mais elevadas, possibilitará descontos, diminuindo os custos organizacionais.

Sobre o diagnóstico organizacional realizado por Carina, foi de grande ajuda para nossa empresa para melhor visualizar a nossa situação atual.

Com as projeções dos fluxos de caixa também foi possível refletir sobre o futuro da empresa como um todo.

Att,

Rodrigo Demori

Visite o nosso site - www.clientella.com.br