

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ENGENHARIA
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E TRANSPORTES

TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO DE GRADUAÇÃO

**PROPOSTA DE SISTEMÁTICA PARA ORIENTAR A GESTÃO FINANCEIRA E
A DETERMINAÇÃO DE *VALUATION* DE PMES**

Arthur Leismann Moretto – arthurmoretto@hotmail.com

Orientador: Francisco José Kliemann Neto – kliemann@producao.ufrgs.br

PORTO ALEGRE

JAN/2024

RESUMO

Apesar da importância para o desenvolvimento econômico e geração de empregos no Brasil, as Pequenas e Médias Empresas (PMEs) enfrentam desafios diários quanto às suas questões financeiras. Uma gestão financeira eficaz torna-se fundamental para a longevidade de um negócio como este no Brasil. Além da organização financeira, o valor real de uma empresa está em sua capacidade futura de gerar caixa. Para isso, o presente artigo teve como propósito uma proposta de sistemática para orientar a gestão financeira e a determinação de *valuation* de PMEs. Assim, por meio de uma aplicação em uma pequena indústria, foram utilizadas ferramentas financeiras como Demonstração do Resultado do Exercício (DRE) e Fluxo de Caixa, além de metodologias como VPL (Valor Presente Líquido) para determinar um método para a definição de valor para um pequeno negócio. Como resultados tem-se uma melhor organização da gestão financeira atrelada ao Planejamento Estratégico, gerando dados confiáveis para estabelecer um *Valuation* de PMEs. O trabalho mostra que o valor de uma empresa é decorrente de um planejamento eficiente no longo prazo e, principalmente, de uma gestão financeira adequada e coerente. Na conclusão, observam-se as principais dificuldades encontradas em uma pequena empresa e a verdadeira importância do método aplicado.

Palavras-chave: *Valuation; PMEs; Valor Presente; Gestão Financeira; Projeção Financeira.*

ABSTRACT

Despite the importance for economic development and job creation in Brazil, Small and Medium Enterprises (SMEs) face daily challenges regarding their financial matters. Effective financial management becomes crucial for the longevity of such businesses in Brazil. In addition to financial organization, the real value of a company lies in its future cash generation capacity. Therefore, this article aims to propose a systematic approach to guide financial management and valuation determination for SMEs. Through an application in a small industry, financial tools such as the Income Statement (IS) and Cash Flow, as well as methodologies like Net Present Value (NPV), were utilized to establish a method for defining the value of a small business. Results include improved financial management aligned with Strategic Planning, generating reliable data for SMEs Valuation. The work demonstrates that a company's value arises from efficient long-term planning and, primarily, from proper and coherent financial management. In the

conclusion, the main difficulties encountered in a small business and the true importance of the applied method are observed.

Keywords: *Valuation; SMEs; Net Present Value; Financial Management; Financial Projection.*

1. INTRODUÇÃO

As pequenas e médias empresas (PMEs) desempenham no Brasil um papel importante, tanto no desenvolvimento econômico quanto na geração de empregos no país. Segundo o Ministério da Economia (BRASIL, 2023), o ano de 2022 terminou com 20.191.290 empresas ativas no Brasil. Dessas, mais de 90% são classificadas como micro, pequenas ou médias (BRASIL, 2022), as quais proporcionam grande parte da geração de empregos na sociedade. Em 2022, por exemplo, oito a cada dez postos de trabalho gerados foram originados por PMEs (SEBRAE, 2023), dados que, segundo Décio Lima, presidente do Sebrae, evidenciam a importância dos pequenos negócios para a economia brasileira.

Mesmo sendo tão importantes, as empresas de pequeno e médio porte passam por desafios diários para manter suas portas abertas, enfrentando dificuldades para lidar com a complexidade financeira vinculada às suas operações e estratégias de crescimento. Essas afirmações são comprovadas com o resultado demonstrado no Índice de Mortalidade das Empresas em 2021 (FENACON, 2021), que mostra que cerca de 48% das empresas brasileiras fecham em até 3 anos.

São diversas as causas para falência de PMEs, mas estudos apontam a falta de planejamento e visão de longo prazo como um dos principais motivos. Segundo pesquisas realizadas com empresas fechadas em 2020, 59% das entrevistadas constatou não ter nenhum planejamento para um período maior do que 6 meses (SEBRAE, 2021). A falta de preparo pode ocasionar em uma má gestão de caixa que acaba inviabilizando a operação do negócio.

Dessa forma, evidencia-se que gestão financeira e geração de caixa é crucial para sustentabilidade financeira de uma empresa. Martins (2001, p.264) descreve em seu livro *Avaliação de Empresas* que o valor de uma empresa está diretamente relacionado com o benefício líquido que ela gera. Ou seja, somente uma organização que consiga demonstrar

seu valor em forma de uma operação rentável irá se manter saudável no longo prazo. A saúde financeira é essencial para a narrativa de que negócio seguirá ao longo dos anos.

Nesse sentido, Aswath Damodaran citou em uma de suas aulas sobre avaliação de valor de empresas (*Valuation*): "Todo *valuation* tem uma história, uma narrativa por trás. Um bom *valuation* é muito mais sobre a história do que sobre os números" (DAMODARAN, 2015, tradução do autor), o que reforça o fato do valor de uma empresa estar em seu planejamento e gestão, sendo o resultado financeiro apenas um reflexo disso. Pode-se observar que tanto Martins quanto Damodaran enfatizam a importância da estratégia e planejamento de longo prazo para a sobrevivência e geração de valor das empresas. Essa estratégia, quando compreendida e analisada em formato de rentabilidade futura da empresa, possibilita o cálculo do valor real de uma empresa, o *Valuation*. Essa ferramenta, quando alinhada com uma boa gestão financeira, torna-se uma forte aliada do empreendedor para manter a sustentabilidade do seu empreendimento.

Considerando os desafios das pequenas e médias empresas e a importância do planejamento de longo prazo para a saúde das organizações, o presente estudo tem como objetivo propor uma sistemática para orientar a gestão financeira e a determinação de *valuation* para PMEs, visando auxiliar empresas desse segmento na tomada de decisões estratégico-financeiras.

Após esta introdução, este artigo apresentará outras quatro seções: referencial teórico, que contempla uma revisão das metodologias utilizadas no objeto de estudo; o método, que explica o passo a passo para definição de valor da empresa estudada; a análise dos resultados, na qual serão evidenciados os cenários encontrados a partir do estudo e, por fim, a conclusão, que é um fechamento do trabalho, indicando os aprendizados e resultados alcançados.

2. REFERENCIAL TEÓRICO

Essa seção tem como objetivo realizar uma breve revisão bibliográfica sobre os principais conceitos tratados no presente estudo. Inicialmente serão abordadas as características que enquadram uma empresa dentro do público-alvo (PMEs); em seguida, as principais ferramentas de gestão financeira serão apresentadas e aprofundadas para evidenciar a importância da organização financeira para saúde de qualquer instituição. A partir disso, torna-se possível explorar os conceitos de Planejamento Estratégico e

Projeções Financeiras, uma vez que a sobrevivência das empresas está diretamente relacionada com a capacidade de compreender cenários financeiros para orientar a tomada de decisão do empreendedor. Por fim, serão avaliadas ferramentas de *Valuation* para PMEs, que como finalidade podem auxiliar o tomador de decisão em processos de negociação e decisões de investimentos.

2.1. DEFINIÇÃO DE PEQUENAS E MÉDIAS EMPRESAS

No Brasil, adota-se como critério de classificação de tamanho empresarial dois principais pontos: faturamento e quantidade de funcionários. Segundo o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pequenas empresas têm uma Receita Operacional Bruta (ROB) anual entre R\$ 360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais) e R\$ 4.800.000,00 (quatro milhões e oitocentos mil reais), enquanto a empresa considerada média terá seu valor acima do limite superior da pequena até R\$ 300.000.000,00 (trezentos milhões de reais) (BRASIL, 2006).

Já segundo o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), a forma de classificação é dada de acordo com a quantidade de funcionários ativos na empresa. Essa classificação é diferenciada entre empresas industriais e de serviços. Para indústrias, são consideradas pequenas empresas aquelas que possuem entre 20 e 99 pessoas, enquanto em serviços esse número passa a ser considerado entre 10 e 49 funcionários. As médias, por sua vez, são indústrias entre 100 e 499 colaboradores, ou empresas do setor de serviços que tenham entre 50 e 99 trabalhadores.

2.2. FERRAMENTAS DE GESTÃO FINANCEIRA

A gestão financeira é um instrumento essencial para qualquer empresa, mas ainda é uma grande dor para PMEs no Brasil. Ela possibilita o conhecimento amplo da saúde financeira de uma empresa, fornecendo informações úteis para adequar a estratégia para o sucesso das operações. Mesmo com tamanha importância, muitas empresas de pequeno porte têm dificuldades na aplicação de tais ferramentas, o que compromete o desenvolvimento empresarial e até sua sobrevivência (FONSECA, 2019). No mesmo estudo, os autores apontam como as principais ferramentas para uma gestão financeira

eficaz a Demonstração de Resultados do Exercício (DRE), o Balanço Patrimonial (BP) e o Fluxo de Caixa (FC).

2.2.1. Demonstração de Resultados do Exercício (DRE)

A Demonstração de Resultados do Exercício (DRE) é um documento contábil com o objetivo de explicar a formação de resultado líquido de um exercício, confrontando receitas, custos e despesas de uma empresa. Pode ser compreendida também como um resumo financeiro entre resultados operacionais e não operacionais de um negócio. (SEBRAE, 2019). A DRE é relativa a um fluxo de tempo, não a um determinado momento (DALBELLO, 1999).

No Brasil, a DRE é um documento obrigatório para todas as empresas que não se enquadram como MEI (Microempreendedor Individual), segundo a Lei 6.404/1976. Para fins legais de divulgação, ela deve expor o período estabelecido como exercício financeiro, normalmente de 12 meses - de janeiro a dezembro. Para fins administrativos ela pode ser elaborada mensalmente, enquanto para fins fiscais pode ser elaborada trimestralmente (SEBRAE, 2019).

2.2.2. Balanço Patrimonial (BP)

O Balanço Patrimonial (BP) é um documento contábil que reflete, estaticamente, a posição do patrimônio de uma empresa em um determinado momento. Ele é constituído por três elementos distintos (SEBRAE, 2022):

- i. Ativo: parte em que são expostos os bens e direitos da empresa (bens como dinheiro, estoques, contas a receber, imóveis, veículos etc.);
- ii. Passivo: parte em que são expostas as obrigações da empresa, o que é devido e precisa ser quitado (dívidas com fornecedores, contas a pagar, empréstimos bancários etc.);
- iii. Patrimônio Líquido: volume de recursos que pertencem aos sócios, sendo seu valor correspondente à subtração entre o ativo e o passivo. Corresponde à riqueza existente no negócio.

O BP tem uma característica própria importante: ele é absolutamente estático, e refere-se a um único momento (DALBELLO, 1999). No Brasil, o Balanço Patrimonial é um documento obrigatório a ser apresentado no final de um exercício para todas as

empresas que não se enquadram como MEI (Microempreendedor Individual), segundo a Lei 6.404/1976.

2.2.3 Fluxo de Caixa

O Fluxo de Caixa é um instrumento gerencial que expõe todas as movimentações financeiras de uma empresa em um determinado período. Ele é composto por controles de contas a pagar, contas a receber, vendas, despesas, saldos de aplicações e todos os outros elementos que representam alguma movimentação de recursos financeiros da empresa (SEBRAE, 2019).

Uma grande utilidade para essa ferramenta é a antecipação de eventuais faltas ou sobras de caixa, permitindo um melhor planejamento sobre as ações e movimentações futuras da empresa, otimizando o desempenho financeiro do negócio. É uma ferramenta essencial para gerenciar situações de alto custo de crédito ou taxas de juros elevadas, pois os juros influenciam na rentabilidade da empresa. Uma má administração do fluxo de caixa acaba afetando negativamente a rentabilidade do negócio.

Nesse contexto, destaca-se a ferramenta de Fluxo de Caixa como sendo primordial para a gestão empresarial. A gestão de caixa é indispensável em qualquer tomada de decisão e, quando bem acompanhada e atualizada, é a ferramenta que possibilita um diagnóstico eficiente da situação da empresa com os objetivos de maximizar a liquidez e a rentabilidade do negócio (DALBELLO, 1999). A partir de uma ferramenta como essa, torna-se possível planejar de maneira eficaz as ações futuras da empresa, que serão influenciadas diretamente pela disponibilidade de caixa e planejamento estratégico conduzido pela liderança da organização.

2.3. PLANEJAMENTO ESTRATÉGICO E PROJEÇÕES FINANCEIRAS

O planejamento estratégico evidencia estratégias para atingimento dos objetivos de uma instituição. Além disso, ele fornece os parâmetros pelo qual o desempenho do negócio pode ser monitorado, verificado ou controlado (WATSON, 2007). Por meio dessa afirmação, pode-se concluir que o planejamento estratégico na verdade é uma ferramenta que traça metas para alcançar algum objetivo estabelecido, apontando métricas de monitoramento ao longo de sua execução.

Segundo Watson (2007), quanto mais complexo e bem elaborado for o plano estratégico, melhor tende a ser o desempenho de pequenas empresas. Essa afirmação reforça a importância do planejamento a longo prazo para PMEs, pois evidencia que a saúde e longevidade das empresas está em seu planejamento.

Muitas vezes, para uma análise financeira, o planejamento estratégico deve ser traduzido por meio de projeções que evidenciem o impacto da estratégia na saúde do caixa da empresa. Damodaran (2013) apresenta um processo de três etapas para realizar projeções financeiras em empresas jovens:

- i. Estimar uma taxa de crescimento da Receita. Essa estimativa deve ser estabelecida conforme o mercado no qual a empresa está inserida. Por exemplo, não faz sentido estimar crescimento no longo prazo em uma empresa que está em um mercado que cada vez mais reduz seu tamanho. Essa taxa de crescimento também deve levar em consideração os diferenciais da empresa, estando à frente ou não de seus concorrentes;
- ii. Analisar a margem *EBITDA* (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization* - Lucro Antes dos Juros, Impostos, Depreciação e Amortização) histórica e prever qual margem essa empresa terá como estimativa no futuro. Para essa estimativa, deve ser levado em consideração o histórico já realizado pela empresa, os objetivos de margens da alta gestão e margens de empresas que sejam comparáveis com a sua, mas que já atingiram a maturidade no mercado;
- iii. Prever os investimentos necessários para a empresa atingir o faturamento previsto. Quanto dinheiro adicional será necessário e em quanto tempo a empresa consegue atingir a maturidade?

A partir da discussão e implementação dessas três etapas, torna-se possível compreender a geração de lucro da empresa ao longo do tempo, tendo assim uma primeira visão de projeção financeira do negócio.

2.4. VALUATION

Estudos indicam que as ferramentas mais utilizadas para uma avaliação de alguma empresa são (i) múltiplos comparáveis, (ii) múltiplos de transações precedentes e (iii)

abordagem dos fluxos de caixa descontados (BHOJRAJ; LEE, 2003). Como o presente estudo tem como público-alvo pequenas e médias empresas, há muita dificuldade de estabelecer-se múltiplos de mercado representativos para elas. Além disso, normalmente os *M&As* (*Mergers and Aquisitions* – Fusões e Aquisições) realizadas com pequenas e médias empresas são realizadas por empresas privadas que não divulgam informações como *valuation* e múltiplos. Dessa forma, pode-se assumir que a maneira mais viável para realizar um *valuation* de uma PME é pela metodologia de Fluxo de Caixa Descontado.

A partir da projeção financeira, torna-se possível compreender qual a geração de caixa futura de uma determinada empresa. Segundo Archer e Ghasemzadeh (1999), a metodologia *Net Profit Value - NPV* (Valor Presente Líquido - VPL) é utilizada para estimar um retorno financeiro esperado para algum projeto. Caso esse retorno trazido à valor presente seja maior do que o investimento realizado hoje para o projeto, ele é viável economicamente. Além de análises de viabilidade de projetos, essa metodologia também pode ser utilizada para definição de valor das empresas, pois a partir dela é possível estimar o retorno real da organização no futuro.

O cálculo utilizado na metodologia VPL se dá sobre a soma de todos os fluxos de caixa gerados ao longo da projeção financeira descontados a uma determinada taxa que reflita o risco do projeto (SHOU, 2022). Pode-se observar a expressão matemática conforme a Equação 1.

$$NPV = -CF_0 + \left(\frac{CF_1}{(1+i)^1}\right) + \left(\frac{CF_2}{(1+i)^2}\right) + \dots + \left(\frac{CF_n}{(1+i)^n}\right) \quad (1)$$

Onde:

CF = fluxo de caixa no período;

i = taxa de desconto utilizada;

n = tempo de vida do projeto (podendo tender ao infinito).

Segundo Damodaran (2003), a taxa de desconto utilizada no cálculo do VPL deve ser influenciada pelo meio em que a empresa está inserida. Caso uma empresa tenha sua operação em mercados ou países mais instáveis, o desconto no valor será maior por conta do risco, enquanto caso a empresa esteja inserida em um mercado e/ou país que não apresentam muitos riscos, essa deve ser mais baixa. Uma das metodologias mais utilizada

por agências reguladoras internacionais, segundo Camacho (2006), é a metodologia de *Capital Asset Pricing Model – CAPM*, cujo cálculo se dá pela Equação 2.

$$rE = rF + \beta_{alavancado} * (rM - rF) + rP + Rreg \quad (2)$$

Onde:

rE = custo de capital próprio;

rF = taxa livre de risco;

$\beta_{alavancado}$ = beta alavancado com estrutura de capital do próprio país;

rM = risco do mercado;

$rM - Rf$ = prêmio de risco do mercado;

rP = risco país;

$Rreg$ = risco regulatório local do setor.

A relação entre risco e retorno é uma discussão essencial em análises econômicas: quanto maior o risco observado em algum ativo, maior deverá ser o retorno esperado pelo investidor para assumir este risco. A metodologia *CAPM* estabelece que a remuneração exigida por um investidor varia de forma diretamente proporcional ao risco sistemático do investimento (CAMACHO, 2006, pg 6).

Ainda existem diversas outras metodologias para compreensão do custo de capital da empresa. Por exemplo, de acordo com Securato (2008), a taxa mínima de atratividade (TMA) se traduz no custo de oportunidade das fontes de capital próprias e de terceiros, ponderadas com a proporção de cada uma na estrutura de financiamento da empresa. Essa é a definição da metodologia *Weighted Average Cost of Capital – Custo Médio Ponderado de Capital (WACC ou CMPC)*, representado pela Equação 3.

$$WACC = Ke \times \left(\frac{E}{D + E} \right) + Kd \times \left(\frac{D}{D + E} \right) \quad (3)$$

Onde:

$WACC$ = Custo Médio Ponderado de Capital (CMPC);

Ke = custo de capital dos acionistas;

Kd = custo da dívida;

E = total de Patrimônio Líquido (*equity*);

D = total de dívida (*debt*).

A definição de metodologia para configurar uma taxa de desconto a fim de realizar um *valuation* pode variar dependendo do tamanho e maturidade de cada empresa. No entanto, como metodologias mais complexas como a *CAPM* dependem de fatores a nível de mercado e estruturais do próprio país na qual a empresa está inserida, torna-se difícil tangibilizar um cálculo como esse para um pequeno negócio. Dessa forma, o presente estudo irá se basear nos dados internos de estrutura de capital próprio e de terceiros do negócio (metodologia *WACC*) para determinar a taxa de desconto a ser utilizada.

Por fim, Damodaran (2002) afirma que para completar o *valuation* é crucial considerar como se dará o fim da empresa. A abordagem mais comum nesse contexto é assumir que o negócio continuará operando indefinidamente, atingindo a maturidade e crescendo de uma forma lenta e estável. Esse ponto, caracterizado como um estado de continuidade sem fim, é denominado de perpetuidade e é equacionado conforme a equação 4.

$$\text{Perpetuidade} = \frac{FCF_x(1+g)}{r-g} \quad (4)$$

Onde:

FCF = Fluxo de Caixa Livre da empresa no último ano projetado;

g = taxa de crescimento dos fluxos futuros;

r = taxa de desconto.

Observa-se que a taxa de crescimento (*g*) deve ser menor do que a taxa de desconto (*r*), uma vez que, caso isso não aconteça, a perpetuidade resultaria em um valor infinito. A perpetuidade ainda leva em consideração uma taxa de desconto (*r*), que deve ser definida tanto para concluir esse cálculo quanto para trazer os fluxos projetados a valores atuais.

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Essa seção tem como objetivo apresentar a classificação do trabalho, a empresa onde o estudo será aplicado e, por fim, o método que será utilizado para elaboração do

estudo. Dessa forma será possível compreender o passo-a-passo utilizado para orientação da gestão financeira e determinação de *valuation* para PMEs.

Como o presente estudo envolve uma aplicação prática em uma organização real e a resolução de um problema específico, a natureza deste trabalho pode ser classificada como aplicada (GERHARDT E SILVEIRA, 2009). Quanto à abordagem, classifica-se como quali-quantitativa, pois mesmo que seu resultado seja dado por meio de um valor, a projeção de uma empresa requer diversos aprofundamentos qualitativos para compreender o planejamento estratégico do empreendedor. Em relação aos objetivos, trata-se de um estudo explicativo, pois nesse caso há um modelo com diversas premissas que alteram o valor futuro (variável de interesse) do empreendedor (GIL, 2002). Por fim, quanto ao procedimento, define-se como pesquisa-ação, uma vez que ocorre a aplicação do método por parte do autor em conjunto com profissionais da empresa, visando chegar a uma projeção financeira condizente com as expectativas dos empreendedores para só então realizar-se um *valuation* (GERHARDT e SILVEIRA, 2009).

3.1 DESCRIÇÃO DO CENÁRIO

O objeto de estudo é uma pequena indústria que fabrica fitas adesivas e produtos para fechamento de embalagens, localizada no Rio Grande do Sul. A empresa foi fundada por um jovem empreendedor que tinha a visão de criar um negócio que produzisse fitas adesivas de alta qualidade a preços acessíveis. Após mais de 30 anos no mercado, hoje a empresa atende pedidos para diversos lugares do Brasil.

A marca começou focada na produção de fitas adesivas para o fechamento de embalagens e rapidamente expandiu seu portfólio de produtos para incluir fitas adesivas industriais e fitas adesivas para demarcação. Sua cultura é voltada para melhoria contínua, buscando o aperfeiçoamento dos processos internos e desenvolvimentos de produtos da melhor qualidade e tecnologia no mercado.

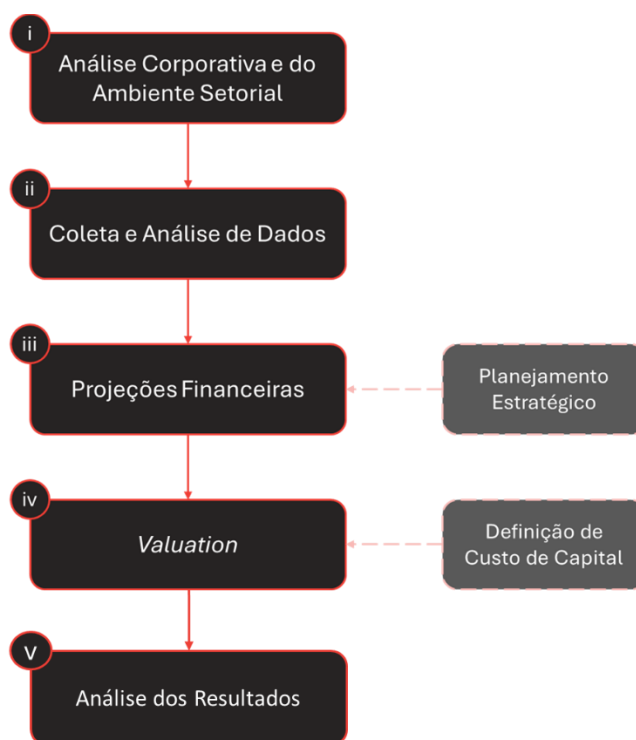
Com o passar dos anos, a empresa focou fortemente seu crescimento na organização de processos internos. Atualmente, os sócios acreditam que a empresa atingiu sua maturidade de forma organizada, tendo todos os dados necessários para realizar projeções assertivas de longo prazo. Com base nesse pensamento, surge o objetivo de compreender o valor da empresa no futuro. Por conta disso, o presente estudo tem como objetivo orientar a gestão financeira da empresa e a determinação de um *valuation*.

3.2 MÉTODO DO TRABALHO

Para orientar a gestão financeira e *valuation* de uma pequena empresa, a organização do trabalho apoia-se em cinco etapas: (i) Análise Corporativa e do Ambiente Setorial (ii) Coleta e Análise de Dados, (iii) Projeções Financeiras; (iv) *Valuation* e (v) Análise dos Resultados. Cada uma dessas etapas é crucial e possui requisitos específicos que devem ser atendidos para possibilitar a progressão para a próxima fase do trabalho, conforme a Figura 1.

Na etapa inicial, busca-se compreender as peculiaridades operacionais da empresa, assim como suas estratégias para agregar valor aos produtos/serviços oferecidos. Além disso, é de suma importância aprofundar o conhecimento sobre o setor ao qual a empresa pertence, explorando como o ambiente macroeconômico pode impactar suas decisões estratégicas.

Figura 1. Etapas do Projeto



Fonte: o autor

A segunda etapa consiste na coleta e avaliação minuciosa dos dados da empresa. Nessa etapa foram solicitadas as principais ferramentas de gestão financeira: DRE, Balanço Patrimonial e Fluxo de Caixa, além de outros arquivos gerenciais que se julgue pertinentes para análise e compreensão da empresa. Junto à coleta foi realizada uma

avaliação da gestão financeira, que consiste em compreender a maturidade dos processos administrativos e definição da base de dados mais fidedigna do negócio. É normal que as instituições controlem seus números tanto de maneira contábil quanto gerencial, porém muitas das empresas têm diferenças entre as duas visões que precisam ser exploradas e compreendidas. Isso deve ser avaliado como um ponto de atenção antes de entrar em projeções futuras.

A partir do recebimento das informações e da seleção das melhores fontes de dados disponíveis, foi realizada uma análise sobre o crescimento histórico, tanto das linhas de receita quanto dos custos e despesas da empresa, possibilitando a compreensão do padrão de comportamento da empresa ao longo do tempo. Além disso, foi avaliado se existe algum controle de fluxo de caixa eficaz, que os administradores utilizem para compreender a geração de caixa da empresa, a fim de avaliar se a empresa já controla o seu fluxo de caixa no curto e/ou médio prazo.

Com o histórico e métodos de gestão financeira da empresa compreendidos, pode-se passar para a terceira etapa, onde inicialmente foi realizada uma reunião com o empreendedor a fim de entender qual o planejamento estratégico para o negócio no curto, médio e longo prazo. Nessa reunião, o planejamento estratégico foi traduzido em projeções financeiras, por meio de três passos estabelecidos por Damodaran (2013):

- i. Estimar uma taxa de crescimento da Receita;
- ii. Analisar a margem *EBITDA* histórica e prever para qual margem essa empresa terá como estimativa no futuro. Para essa estimativa, deve ser levado em consideração o histórico observado na etapa anterior;
- iii. Prever os investimentos necessários para a empresa atingir o faturamento previsto.

A terceira etapa completa-se ao trazer-se a valor presente o fluxo de caixa projetado a partir do planejamento discutido anteriormente. Para isso, foi realizada uma análise de estrutura de capital da empresa, por meio do seu Balanço Patrimonial, entendendo quanto do capital investido é de terceiros e quanto é próprio.

Na quarta etapa foi inicialmente aplicada a metodologia de cálculo do *WACC*, definindo-se um custo de capital para ser utilizado como taxa de desconto quando o caixa for ser trazido a VPL. A soma de todos os fluxos de caixa projetados, trazidos a valor presente representarão o *valuation* da empresa.

Por fim, os resultados foram analisados e apresentados para a empresa, contando com o apoio dos empreendedores para realização de ajustes e sensibilidades no modelo financeiro, caso seja necessário. Essas etapas foram realizadas ao longo de cinco meses de trabalho, ilustrados na Figura 2.

Figura 2. Cronograma Realizado



Fonte: o autor

4. RESULTADOS E DISCUSSÕES

A aplicação seguiu o método da Figura 1 e o cronograma da Figura 2. Foi realizada uma visita presencial à sede da indústria em busca de uma compreensão aprofundada da gestão e dos processos envolvidos na geração de valor da empresa. Durante esta visita, foi conduzida uma reunião com o responsável financeiro do negócio, que apresentou detalhadamente cada etapa do processo, além de explicar minuciosamente a abordagem adotada na gestão e acompanhamento dos resultados da empresa. Essa experiência proporcionou uma visão holística das práticas operacionais e estratégias financeiras empregadas pela organização, contribuindo significativamente para a compreensão do contexto empresarial e dos resultados que serão apresentados a seguir.

4.1. ETAPA 1 - ANÁLISE CORPORATIVA E DO AMBIENTE SETORIAL

A empresa em questão é uma pequena indústria que, por meio da transformação de uma matéria-prima, agrega valor a toda uma cadeia de suprimentos no mercado. Seu

processo envolve a aquisição de bobinas de fitas adesivas, sendo que essas são customizadas de acordo com as necessidades específicas dos clientes. Essa personalização abrange não apenas a definição das dimensões da fita adesiva conforme solicitado, mas também adaptações para propósitos específicos, como a criação de fitas zebradas para o isolamento de áreas. O verdadeiro valor adicionado reside na eficiente transformação do material, minimizando as perdas durante o processo e proporcionando produtos personalizados que atendem às demandas específicas do mercado. Esse enfoque não só evidencia a flexibilidade da empresa em atender às exigências dos clientes, mas também destaca sua eficiência operacional ao otimizar o uso da matéria-prima.

Ao expandir a análise para o mercado em que essa empresa está inserida, observa-se um setor considerado essencial para a sociedade. Em uma época caracterizada pela predominância de produtos industrializados, é comum que muitos desses itens necessitem ser devidamente embalados e lacrados para transporte ou armazenamento adequado. Nesse contexto, as fitas adesivas desempenham um papel fundamental, tornando-se um componente indispensável para possibilitar a chegada dos produtos aos consumidores finais.

Em termos de competitividade, há 5 *players* (Moscka, Adelbras, Comfitas, Alltape e 3M) que detêm mais de 50% do mercado de fitas no Brasil (*EXACTITUDE CONSULTANCY*, 2023). Enquanto isso, inúmeras fabricantes menores são responsáveis pelo abastecimento do mercado local onde são localizadas, proporcionando produtos acessíveis devido à proximidade geográfica e fretes reduzidos. Em contrapartida, as grandes indústrias direcionam-se ao público varejista e atacadista, lidando com contratos e pedidos em escalas maiores.

Esse mercado, por sua vez, apresenta uma tendência de crescimento alinhada ao aumento do consumo pela população. À medida que mais produtos são consumidos, a demanda por fitas adesivas em cada etapa da cadeia logística, facilitando o transporte e armazenamento, tende a aumentar. Considerando o histórico de crescimento populacional, a perspectiva é de expansão contínua do consumo de produtos, impulsionando, por consequência, o mercado de fitas adesivas.

Apesar desse cenário favorável, é crucial que a empresa permaneça constantemente atualizada em relação às dinâmicas do mercado. O surgimento de novas formas de embalagem e produtos alternativos pode representar desafios, tornando

imperativa a necessidade de adaptação e inovação. Manter-se informado sobre as últimas tendências e novidades no mercado é essencial para garantir a relevância da indústria de fitas adesivas e a sustentabilidade de seus negócios em um ambiente competitivo em constante evolução.

4.2. ETAPA 2 - COLETA E ANÁLISE DOS DADOS

Nessa fase, ocorrerá uma avaliação tanto da coleta quanto da análise de dados. Para facilitar esse processo, a etapa foi subdividida em duas partes distintas: a coleta dos dados e a subsequente análise detalhada.

4.2.1. COLETA DOS DADOS

Conforme apontado no estudo, o segundo passo para orientar a gestão financeira e a determinação de *Valuation* é a compreensão da maturidade dos dados da empresa. Para isso, foi questionado ao empreendedor como são organizados seus processos financeiros.

Por se tratar de uma PME, a empresa deve apresentar anualmente o DRE e Balanço Patrimonial contábil para o governo. Apesar de ter esses documentos atualizados conforme as regulamentações exigidas, os gestores da indústria avaliada preferem acompanhar os resultados e gerir os negócios por meio dos extratos bancários (regime de caixa). Quando questionado sobre o porquê do acompanhamento com base nos extratos bancários, o empreendedor justificou que essa abordagem oferece uma visão mais precisa das obrigações pendentes, permitindo-lhe antecipar quais contas ainda estão por pagar. Além disso, destacou que esse método proporciona *insights* cruciais sobre a disponibilidade de recursos para as operações planejadas.

O empreendedor ressaltou a importância de manter um acompanhamento regular da conta corrente, utilizando-a como uma ferramenta-chave para avaliar a saúde financeira da empresa. Além disso, mencionou a elaboração de relatórios de vendas em conjunto com os extratos bancários, evidenciando como essa abordagem integrada oferece a capacidade de identificar clientes em atraso e melhorar o controle sobre os recebimentos. Essa estratégia, segundo o empreendedor, contribui para uma gestão financeira mais eficiente e proativa.

Dessa forma, foi disponibilizado para análise um relatório de todas as movimentações bancárias dos últimos 9 anos da empresa (desde 2015). A partir do tratamento desses dados e da compreensão dos grupos de despesas, foi possível reclassificar as informações em diferentes categorias de receita, custos, despesas e investimentos, formando um DRE histórico com base no regime de caixa dos últimos anos do negócio, conforme Figura 3.

Figura 3. DRE Histórico

	Realizado							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
Receita Bruta	5.129.582	5.081.973	5.178.235	5.166.860	5.593.006	6.075.038	10.872.928	11.914.674
(-) Deduções	-986.826	-1.525.984	-1.608.661	-1.169.460	-1.050.535	-956.631	-462.563	-1.503.105
<i>Aliquota Deduções</i>	<i>-19%</i>	<i>-30%</i>	<i>-31%</i>	<i>-23%</i>	<i>-19%</i>	<i>-16%</i>	<i>-4%</i>	<i>-13%</i>
(=) Receita Líquida	4.142.755	3.555.988	3.569.575	3.997.400	4.542.471	5.118.407	10.410.365	10.411.569
(-) Custos	-1.294.979	-2.017.466	-1.640.000	-2.006.714	-2.631.222	-2.639.698	-6.017.754	-4.948.001
(=) Lucro Bruto	2.847.777	1.538.522	1.929.575	1.990.685	1.911.249	2.478.709	4.392.611	5.463.568
<i>Margem Bruta</i>	<i>69%</i>	<i>43%</i>	<i>54%</i>	<i>50%</i>	<i>42%</i>	<i>48%</i>	<i>42%</i>	<i>52%</i>
(-) Despesas	-1.362.081	-1.822.461	-1.864.927	-1.587.565	-1.767.588	-1.819.758	-2.336.989	-2.555.229
EBITDA	1.485.696	-283.939	64.648	403.120	143.661	658.950	2.055.622	2.908.339
<i>Margem EBITDA</i>	<i>36%</i>	<i>-8%</i>	<i>2%</i>	<i>10%</i>	<i>3%</i>	<i>13%</i>	<i>20%</i>	<i>28%</i>
(-) D&A								
EBIT	1.485.696	-283.939	64.648	403.120	143.661	658.950	2.055.622	2.908.339
<i>Margem EBIT</i>	<i>36%</i>	<i>-8%</i>	<i>2%</i>	<i>10%</i>	<i>3%</i>	<i>13%</i>	<i>20%</i>	<i>28%</i>
(+/-) Resultado Financeira	-4.974	-6.819	-5.329	-6.290	-6.630	-4.595	-2.285	-2.154
LAIR	1.480.722	-290.757	59.319	396.830	137.031	654.355	2.053.337	2.906.185
(-) IR e CSLL	-51.324	-36.475	-64.316	-80.247	-102.446	-154.160	-643.852	-685.153
<i>Aliquota Deduções</i>	<i>-3%</i>	<i>13%</i>	<i>-108%</i>	<i>-20%</i>	<i>-75%</i>	<i>-24%</i>	<i>-31%</i>	<i>-24%</i>
Lucro Líquido	1.429.398	-327.232	-4.997	316.583	34.585	500.195	1.409.485	2.221.032
<i>Margem Líquida</i>	<i>35%</i>	<i>-9%</i>	<i>0%</i>	<i>8%</i>	<i>1%</i>	<i>10%</i>	<i>14%</i>	<i>21%</i>

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Pode-se observar que a PME avaliada nesse estudo demonstrou ter uma gestão financeira eficaz e organizada. Todos os dados solicitados foram disponibilizados de uma maneira ágil, permitindo avançar para a próxima etapa e realizar uma análise robusta e aprofundada sobre os resultados obtidos no histórico da empresa.

4.2.2. ANÁLISE DOS DADOS

Com o intuito de compreender a evolução dos indicadores financeiros da empresa, inicialmente foi realizada uma análise da Receita. Essa análise visa compreender o comportamento do faturamento nos últimos anos, colocando os dados lado a lado e

realizando uma análise horizontal (percentual de variação ao longo do tempo) para aprofundar o entendimento. Em seguida, realizou-se uma avaliação dos gastos, investigando o crescimento ou decréscimo de cada gasto específico ao longo do tempo, além de determinar a proporção percentual que representavam em relação à receita em cada período avaliado (análise vertical).

A primeira análise realizada foi a avaliação da evolução do faturamento da empresa ao longo dos anos. Ao isolar as vendas da empresa a partir de 2015, observou-se uma Taxa de Crescimento Anual Composta (*CAGR - Compound Annual Growth Rate*) de 11%. Além disso, pode-se observar na Figura 4 que o crescimento da receita está concentrado nos últimos 5 anos.

Figura 4. Análise Horizontal da Receita

	Realizado									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Cresc. Em 8 anos	CAGR
Receita Bruta	5.129.582	5.081.973	5.178.235	5.166.860	5.593.006	6.075.038	10.872.928	11.914.674	132%	11%
Crescimento		-1%	2%	0%	8%	9%	79%	10%		

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Para compreender o porquê desse comportamento da evolução do faturamento, foi avaliado se houve algum gasto na empresa que pudesse ocasionar esse aumento. Observando os investimentos realizados pela empresa, identificou-se um investimento relevante em maquinário em 2017 (Figura 5).

Figura 5. Investimentos Realizados

	Realizado							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
CAPEX	-159.953	-56.984	-231.372	-79.377	-60.206	-47.123	-124.493	-161.054
AUTOMOVEIS	-127.065	-1.037	-99.307	-14.402	-14.402	-3.928	0	0
EQUIP GERAL	-18.255	-3.687	-4.745	0	-13.895	-4.716	-2.467	-6.339
EQUIP INFO	-10.361	-13.865	-3.099	0	-10.841	-1.621	-4.303	-2.069
MAQUINARIO	-4.273	-30.395	-148.561	-47.262	-3.355	-676	0	0
MOVEIS	0	-8.001	-19.437	-17.712	-17.712	-36.183	0	0
MATERIAIS DE CONSTRUÇÃO	0	0	0	0	0	0	-117.723	-167.501
RETIFICACAO IMOBILIZADO	0	0	43.776	0	0	0	0	14.855

Fonte: o autor, valores ilustrados por questões de confidencialidade

Ao questionar o gestor, ele explicou que a empresa organizou seus processos internos e realizou um investimento em maquinário para aumentar sua capacidade produtiva, o que acabou resultando em um aumento da receita no futuro. Dessa forma, o aumento da receita faz sentido e está condizente com os investimentos realizados pela empresa.

Após compreender a evolução das receitas da empresa, segue-se para uma análise profunda do comportamento de seus gastos. No caso estudado, esses gastos se comportaram conforme a análise vertical da Figura 6.

Figura 6. Análise Vertical dos Gastos

	Realizado								Análise - Histórico							
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022
(-) Custos	-1.294.979	-2.017.466	-1.640.000	-2.006.714	-2.631.222	-2.639.698	-6.017.754	-4.948.001	-31%	-57%	-46%	-50%	-58%	-52%	-58%	-48%
FORNECEDORES NACIONAIS	-772.799	-885.687	-602.790	-1.351.476	-2.241.525	-2.355.356	-5.670.441	-4.934.843	-19%	-25%	-17%	-34%	-49%	-46%	-54%	-47%
FORNECEDORES INTERNACIONAIS	-447.226	-943.747	-850.370	-538.518	-333.794	-208.409	-197.230	0	-11%	-27%	-24%	-13%	-7%	-4%	-2%	0%
OUTROS CUSTOS	-74.953	-188.032	-186.839	-116.721	-55.903	-75.934	-150.082	-13.158	-2%	-5%	-5%	-3%	-1%	-1%	-1%	0%
(=) Lucro Bruto	2.847.777	1.538.522	1.929.575	1.990.685	1.811.249	2.478.709	4.392.611	5.463.568								
Margem Bruta	69%	43%	54%	50%	42%	48%	42%	52%								
(-) Despesas	-1.362.081	-1.822.461	-1.864.927	-1.587.565	-1.767.588	-1.819.758	-2.336.989	-2.555.229	-33%	-51%	-52%	-40%	-39%	-36%	-22%	-25%
Despesas Administrativas	-442.842	-644.751	-578.285	-462.300	-462.560	-457.742	-659.511	-568.671	-11%	-18%	-16%	-12%	-10%	-9%	-6%	-5%
Despesas com Pessoal	-626.402	-829.224	-789.756	-728.762	-721.698	-710.652	-1.047.611	-1.184.229	-15%	-23%	-22%	-18%	-16%	-14%	-10%	-11%
Outras Despesas	-292.837	-348.486	-496.886	-396.503	-583.330	-651.364	-629.868	-802.330	-7%	-10%	-14%	-10%	-13%	-13%	-6%	-8%
EBITDA	1.485.696	-283.939	64.648	403.120	143.661	658.950	2.055.622	2.908.339								
Margem EBITDA	36%	-8%	2%	10%	3%	13%	20%	28%								

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Em um primeiro momento observa-se que a empresa manteve uma margem bruta estável ao longo dos anos. Avaliando os custos da empresa (gastos que estão diretamente ligados à linha de receita), percebe-se que a partir de 2018 houve uma migração de fornecedores internacionais para fornecedores nacionais, mas nada que tenha gerado grandes variações na margem bruta da empresa.

Em compensação, a margem operacional (Margem *EBITDA*) aumentou com o passar dos anos. Ao observar o ano de 2022, com 28% de margem, vemos um aumento de 8 pontos percentuais em comparação a 2021 e de 15 pontos percentuais quando comparado com 2020. Isso indica que, além do crescimento da receita, a empresa também obteve uma melhoria na eficiência de sua operação, conseguindo gerar mais resultado com menos despesas (comparação percentual).

Por fim, ao observar os gastos da empresa, conclui-se que, na média, mais de 70% dos gastos da empresa são com a compra de matérias-primas e com a mão-de-obra necessária para sua transformação. Despesas administrativas e outras despesas apresentam valores cada vez menos significativos.

Como resumo das análises dos dados da empresa observa-se, na Figura 7, um crescimento acumulado de 132% do faturamento entre 2015 e 2022, representando um CAGR de 11%. Em contrapartida o custo médio no período representou 51% da receita líquida média, tendo pouca variação ao longo dos anos e sem ganho de margem sobre os fornecedores. Já quando o assunto são as despesas, observa-se um ganho operacional ao

longo dos anos que resulta em um aumento da Margem Líquida. Essa, por sua vez, obteve um crescimento de 55% no período avaliado, representando um CAGR de 6%.

Figura 7. Tabela Resumo

	Realizado									
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	Cresc. Em 8 anos	CAGR
Receita Bruta	5.129.582	5.081.973	5.178.235	5.166.860	5.593.006	6.075.038	10.872.928	11.914.674	132%	11%
(=) Receita Líquida	4.142.755	3.555.988	3.569.575	3.997.400	4.542.471	5.118.407	10.410.365	10.411.569		
(-) Custos	-1.294.979	-2.017.466	-1.640.000	-2.006.714	-2.631.222	-2.639.698	-6.017.754	-4.948.001	-51%	
Análise Vertical	-31%	-57%	-46%	-50%	-58%	-52%	-58%	-48%		
(-) Despesas	-1.362.081	-1.822.461	-1.864.927	-1.587.565	-1.767.588	-1.819.758	-2.336.989	-2.555.229	-33%	
Análise Vertical	-33%	-51%	-52%	-40%	-39%	-36%	-22%	-25%		
Lucro Líquido	1.429.398	-327.232	-4.997	316.583	34.585	500.195	1.409.485	2.221.032	55%	6%
Margem Líquida	35%	-9%	0%	8%	1%	10%	14%	21%		

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Considerando que tanto o mercado quanto a própria empresa foram compreendidos, torna-se necessário conversar com os empreendedores para identificar seus planos futuros referentes ao negócio. A partir disso começa a etapa de Projeções Financeiras.

4.3. ETAPA 3 - PROJEÇÕES FINANCEIRAS

Conforme os princípios de Damodaran, para realizar uma projeção financeira é necessário compreender a estratégia de crescimento da empresa. Em uma reunião com o gestor que acompanhou o projeto, os seguintes aspectos foram definidos:

- i. Estimar uma taxa de crescimento da receita. Os sócios da empresa estão felizes com o crescimento da empresa nos últimos anos e acreditam que o resultado de 8 anos é o suficiente para comprovar a solidez do negócio. Dessa forma, decidiu-se estabelecer uma taxa de crescimento igual ao CAGR histórico, 11% de crescimento ao ano, em valores nominais, resultando na Figura 8. Além disso, a empresa só tinha disponível os dados de 2023 até o mês de setembro. Por isso, o último trimestre de 2023 foi estimado de acordo com seu orçamento.

Figura 8. Projeção de Receita

	Realizado								2023		Projeção					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	set/23	4º tr/23	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Bruta	5.129.582	5.081.973	5.178.235	5.166.860	5.593.006	6.075.038	10.872.928	11.914.674	10.356.701	3.441.426	13.798.127	15.289.681	16.982.372	18.862.459	20.950.686	23.270.096
Crescimento		-1%	2%	0%	8%	9%	70%	10%			16%	11%	11%	11%	11%	11%

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

- ii. Analisar a margem *EBITDA* histórica e projetar qual margem a empresa terá como estimativa no futuro, e para isso deve ser levado em consideração o histórico observado na etapa anterior. Observa-se que a margem *EBITDA* da empresa está crescendo com o passar dos anos, conforme apontado na análise do histórico. Porém, o ganho de eficiência tende a se estabilizar para o futuro e não aumentar indefinidamente. Avaliando o ano de 2023, percebe-se que até setembro esse indicador não apresentou o mesmo patamar de 2022; por isso, em conversas com os gestores da empresa optou-se por projetar uma margem que fosse condizente com seu histórico. Logo, considerando os dados entre 2020 e set/2023, estimou-se uma margem de 20%, que os sócios acreditam conseguir manter para o futuro, conforme observado na Figura 9.

Figura 9. Estimativa de margem *EBITDA*

	Realizado								2023		Projeção					
	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	set/23	4º tri 23	2023	2024	2025	2026	2027	2028
(c) Despesas	-1.362.081	-1.822.461	-1.864.927	-1.587.565	-1.767.588	-1.819.758	-2.336.989	-2.555.229	-2.204.826	-848.695	-3.053.522	-3.291.985	-3.656.434	-4.061.231	-4.510.842	-5.010.229
Despesas Administrativas	-442.842	-644.751	-578.285	-462.300	-462.560	-457.742	-659.511	-668.671	-636.091	-244.848	-880.939	-865.717	-961.558	-1.068.011	-1.186.248	-1.317.576
Despesas com Pessoal	-626.402	-829.224	-789.756	-728.762	-721.698	-710.652	-1.047.611	-1.184.229	-1.116.403	-429.732	-1.546.133	-1.564.940	-1.728.191	-1.930.623	-2.144.359	-2.381.757
Outras Despesas	-292.837	-348.486	-496.886	-396.503	-583.330	-651.364	-629.868	-802.330	-452.334	-174.115	-626.450	-861.328	-956.684	-1.062.597	-1.180.235	-1.310.897
EBITDA	1.485.696	-283.939	64.648	403.120	143.661	658.950	2.055.622	2.908.339	1.181.005	-15.995	1.165.011	2.775.304	3.082.552	3.423.816	3.802.860	4.223.867
Margem <i>EBITDA</i>	36%	-8%	2%	10%	3%	13%	20%	28%	13%	-1%	10%	20%	20%	20%	20%	20%

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

- iii. Prever os investimentos necessários para a empresa atingir o faturamento previsto. Conforme observado na Figura 5, para uma empresa crescer e manter sua operação ativa é necessário que ocorram diversos investimentos, sejam eles em maquinário, em infraestrutura, *softwares* etc. Quando uma empresa é projetada, Damodaran (2013) comenta que um dos pilares para suportar o planejamento estratégico da empresa são os investimentos que não aparecem na DRE, conhecidos como CAPEX (*Capital Expenditure*), ou Investimentos em Bens de Capitais. Esses investimentos compõem o Imobilizado e o Intangível da empresa, e pode ser observado no Balanço Patrimonial (Figura 10).

Figura 10. Imobilizado em setembro 2023

IMOBILIZADO	<u>1.465.134</u>
MAQUINAS E EQUIPAMENTOS	625.972,17
MOVEIS E UTENSILIOS	259.439,26
INSTALACOES	76.205,51
VEICULOS	235.009,91
FERRAMENTAS	357,79
EQUIPAMENTOS DE COMPUTACAO	124.203,97
OUTRAS IMOBILIZACOES	1.133,71
BENFEITORIAS PRED PROPRIOS	4.095,15
BENFEITORIAS PREDIOS TERCEIROS	138.716,26

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Para o estudo realizado, foi considerado um indicador sobre quanto de imobilizado a empresa precisa ter para realizar um certo valor de receita. Dividindo o imobilizado bruto, apresentado na Figura 10, pela receita realizada em 2023, encontra-se um múltiplo que equivale a 0,11. Isso quer dizer que é necessário 0,11 vezes a receita em ativos imobilizados para manter a operação. Esse número foi utilizado como um múltiplo de receita para estimar o valor do imobilizado com as receitas futuras. Logo, com a projeção de aumento de 11% anual da receita, a multiplicação desse indicador pelo faturamento ocasiona em um aumento do imobilizado bruto. A diferença entre o imobilizado calculado com o mesmo cálculo para o ano anterior é o investimento necessário para manter a operação ativa, conforme Figura 11.

Figura 11. Cálculo do CAPEX futuro

	Projeção					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Bruta	13.798.127	15.289.681	16.982.372	18.862.459	20.950.686	23.270.096
<i>Crescimento</i>	16%	11%	11%	11%	11%	11%
CAPEX	0	-158.378	-179.736	-199.634	-221.735	-246.283
<u>Imobilizado</u>	<u>1.465.134</u>	<u>1.623.512</u>	<u>1.803.248</u>	<u>2.002.882</u>	<u>2.224.617</u>	<u>2.470.901</u>
<i>Imobilizado / Receita</i>	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11	0,11

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Por fim, obtendo a projeção da Receita, da Margem *EBITDA* e dos investimentos necessários para o futuro, resta calcular o imposto pago para concluir a projeção da empresa e montar um DRE futuro, no mesmo formato da Figura 3. Dado que nos últimos 5 anos a empresa optou pelo Lucro Real nos seus cálculos de impostos, esse critério foi mantido para o futuro.

Dessa forma, as deduções foram calculadas a partir de uma alíquota histórica, obtida pela média dos impostos pagos entre 2020 e 2023. Para o pagamento do Imposto de Renda (IR) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido, foi considerada a alíquota cheia, de 34% sobre o LAIR (Lucro Antes do Imposto de Renda e Contribuição Social). Essa abordagem visa garantir uma projeção precisa dos encargos fiscais, permitindo uma análise financeira abrangente para o futuro da empresa.

A partir do resultado da projeção da Receita, da *Margem EBITDA*, do *CAPEX* e dos impostos, chega-se no DRE projetado, conforme Figura 12.

Figura 12. Projeções Financeiras

	Projeção					
	2023	2024	2025	2026	2027	2028
Receita Bruta	13.798.127	15.289.681	16.982.372	18.862.459	20.950.686	23.270.096
(-) Deduções	-1.886.811	-1.556.706	-1.729.046	-1.920.465	-2.133.076	-2.369.225
<i>Alíquota Deduções</i>	-14%	-10%	-10%	-10%	-10%	-10%
(=) Receita Líquida	11.911.316	13.732.975	15.253.327	16.941.994	18.817.610	20.900.871
(-) Custos	-7.692.784	-7.665.687	-8.514.340	-9.456.947	-10.503.907	-11.666.775
(=) Lucro Bruto	4.218.533	6.067.289	6.738.987	7.485.047	8.313.702	9.234.097
<i>Margem Bruta</i>	35%	44%	44%	44%	44%	44%
(-) Despesas	-3.053.522	-3.291.985	-3.656.434	-4.061.231	-4.510.842	-5.010.229
EBITDA	1.165.011	2.775.304	3.082.552	3.423.816	3.802.860	4.223.867
<i>Margem EBITDA</i>	10%	20%	20%	20%	20%	20%
(-) D&A						
EBIT	1.165.011	2.775.304	3.082.552	3.423.816	3.802.860	4.223.867
<i>Margem EBIT</i>	10%	20%	20%	20%	20%	20%
(+/-) Resultado Financeira	-2.689	0	0	0	0	0
LAIR	1.162.321	2.775.304	3.082.552	3.423.816	3.802.860	4.223.867
(-) IR e CSLL	-647.080	-943.603	-1.048.068	-1.164.097	-1.292.972	-1.436.115
<i>Alíquota Deduções</i>	-56%	-34%	-34%	-34%	-34%	-34%
Lucro Líquido	515.241	1.831.700	2.034.484	2.259.718	2.509.887	2.787.752
<i>Margem Líquida</i>	4%	13%	13%	13%	13%	13%

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

4.4. ETAPA 4 - VALUATION

Como apresentado anteriormente, a arte de valorar uma empresa depende de diversos aspectos, sendo o mais crucial a projeção do fluxo de caixa da empresa. A projeção apresentada anteriormente foi elaborada a partir das movimentações bancárias ocorridas no período, e por conta disso pode-se admitir que o resultado encontrado é a própria geração de caixa da empresa. Como os investimentos são gastos que não transitam via DRE, deve-se adicionar o *CAPEX* projetado ao Lucro líquido encontrado

anteriormente para obter-se o fluxo de caixa livre da empresa (*FCF – Free Cash Flow*), conforme observado na Figura 13.

Figura 13. Projeção de Caixa

Período de Projeção	1 2024	2 2025	3 2026	4 2027	5 2028
(=) Lucro Líquido	1.831.700	2.034.484	2.259.718	2.509.887	2.787.752
(-) CAPEX	-158.378	-179.736	-199.634	-221.735	-246.283
(=) Fluxo de Caixa Livre	1.673.322	1.854.749	2.060.084	2.288.152	2.541.469

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Além da projeção dos próximos 5 anos, não se pode admitir que o valor da empresa seja apenas a geração de caixa dos próximos 5 anos. Quando se é considerado somente o período da projeção, implicitamente está sendo afirmado que após o período da projeção a indústria irá encerrar suas atividades. Para resolver esse problema, é necessário utilizar uma técnica para estimar o valor de todos os fluxos de caixa futuros posteriores à projeção realizada, e essa técnica é conhecida como cálculo da Perpetuidade.

A fórmula da Perpetuidade (4) assume que o fluxo de caixa livre crescerá a uma taxa constante g indefinidamente. Para isso, deve-se calcular a perpetuidade a partir do último fluxo projetado. É importante ressaltar que este cálculo tem como premissa a estabilidade das operações na perpetuidade e um crescimento constante previamente definido, conforme a Equação 4.

Para o crescimento na perpetuidade, foi utilizado a projeção do PIB de acordo com o relatório do Banco Central (Relatório Bacen). Dessa forma, assume-se que a empresa irá crescer conforme o desenvolvimento do próprio país.

Considerando que o dinheiro tem valor no tempo, torna-se necessário trazer a geração de caixa futura a valores presentes. Para isso, foi utilizada a metodologia VPL (Valor Presente Líquido), em que uma taxa de desconto é aplicada sobre os fluxos de caixa futuros e resulta no valor real deles na data atual conforme determinado risco estimado. Para determinar essa taxa, foi utilizada a metodologia *WACC*, conforme a Equação 3.

Como já mencionado no estudo, a empresa avaliada não possui dívidas. Dessa forma, para o cálculo do *WACC* torna-se necessário apenas compreender o custo de capital dos acionistas para a empresa (custo de oportunidade dos sócios). Nesse caso, foi

considerado um *benchmark* com valores de Fundos Imobiliários na Bolsa de Valores. O valor considerado foi de 13,50%. Somado a isso, foi utilizado um prêmio de risco de 6% por conta do tamanho e falta de liquidez da empresa. Acumulando-se os dois valores, chega-se ao valor de 20,31% para a taxa de desconto, conforme Figura 14.

Figura 14. Custo de Capital

Prêmio de tamanho e Liquidez	6,00%	Premio adicional pelo tamanho e falta de liquidez do ativo
TMA	13,50%	Rentabilidade de Fundos Imobiliários
Custo de capital próprio real	20,31%	

Fonte: o autor

A partir do cálculo da perpetuidade e da definição da taxa de desconto, torna-se possível trazer todos os fluxos projetados a valor presente, conforme ilustrado na Figura 15.

Figura 15. VPL dos fluxos projetados

Período de Projeção	1 2024	2 2025	3 2026	4 2027	5 2028	5 Perpetuidade
(=) Lucro Líquido	1.831.700	2.034.484	2.259.718	2.509.887	2.787.752	2.897.924
(-) CAPEX	-158.378	-179.736	-199.634	-221.735	-246.283	-256.016
(=) Fluxo de Caixa Livre	1.673.322	1.854.749	2.060.084	2.288.152	2.541.469	14.510.637
Custo de Capital	20,31%	20,31%	20,31%	20,31%	20,31%	20,31%
VPL	1.390.842	1.281.391	1.182.987	1.092.139	1.008.269	5.756.756

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

Por fim, observa-se na Figura 15 o valor presente de cada período, incluindo a perpetuidade. Dessa forma, o valor da empresa é obtido por meio da soma dos fluxos projetados, trazidos a valor presente. Isso significa calcular tanto o valor do período explícito (projetado) quanto o da perpetuidade. Ao combinar essas duas partes, obtém-se o valor total da empresa, também conhecido como *Enterprise Value (EV)*, conforme Figura 16. Esse processo proporciona uma visão abrangente sobre o caixa que a empresa irá gerar ao longo do tempo, considerando tanto os fluxos projetados quanto a expectativa de fluxos perpétuos.

Figura 16. *Valuation*

Período de Projeção	1	2	3	4	5	5
	2024	2025	2026	2027	2028	Perpetuidade
VPL	1.390.842	1.281.391	1.182.987	1.092.139	1.008.269	5.756.756
VPL Período Explícito	5.955.627					
VPL Perpetuidade	5.756.756					
Enterprise Value	11.712.383					

Fonte: o autor (valores ilustrativos por questões de confidencialidade)

4.5. ETAPA 5 – ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como resultados obtidos, destaca-se que o valor encontrado nessa análise não é o único aspecto relevante. O maior benefício está no exercício de organizar a base financeira e expor o planejamento estratégico em números. Dessa forma é possível avaliar o potencial de geração de valor da empresa. No caso específico, identificou-se uma empresa com margem operacional planejada em 20%, o que representa um negócio saudável no longo prazo.

A aplicação do *valuation* não é apenas uma preparação dos sócios para possíveis negociações futuras, mas também ressalta a necessidade de planejamento a longo prazo para manter a saúde da operação. Assim, evidencia-se a importância de um controle eficiente do fluxo de caixa da empresa e do conhecimento da estratégia competitiva do negócio. Em última análise, a lucratividade é essencial para a sobrevivência de uma PME, e sua conquista é facilitada por meio de uma gestão financeira eficaz.

Considerando o nível de detalhamento dos dados fornecidos pela indústria onde este trabalho foi aplicado, assim como as discussões aprofundadas sobre planejamento estratégico com os empresários, foi percebido um nível elevado de maturidade nessa indústria, tanto financeira quanto de controle de dados. Isso reforça a importância no longo prazo de manter uma operação organizada para sustentabilidade de uma empresa.

5. CONCLUSÃO

Ao longo deste trabalho realizou-se uma análise detalhada sobre os aspectos financeiros de uma PME. O foco do trabalho foi, por meio da aplicação prática em uma indústria de pequeno porte, evidenciar o passo-a-passo para orientar a gestão financeira e a determinação de *valuation* especificamente para negócios desse porte.

Nesta seção serão apresentadas as considerações finais do trabalho, bem como as conclusões obtidas a partir da aplicação do método proposto e recomendações para aplicações futuras.

5.1. PRINCIPAIS CONCLUSÕES

Conforme apresentado anteriormente na Figura 1, o método aplicado apoia-se em quatro principais etapas: (i) Análise Corporativa e do Ambiente Setorial (ii) Coleta e Análise de Dados, (iii) Projeções Financeiras, (iv) *Valuation* e (v) Análise dos Resultados.

Durante a aplicação prática, tornou-se evidente que uma das principais dificuldades enfrentadas por pequenas empresas reside na obtenção das informações necessárias para viabilizar a aplicação do método proposto. Embora a empresa avaliada dispusesse de um conjunto adequado de informações para a realização do *valuation*, a replicação desse método pode ser obstaculizada devido à limitação no acesso a informações em outras situações.

Uma gestão financeira eficaz e eficiente é crucial para projetar um fluxo de caixa robusto. Ao realizar o exercício de planejar o futuro de um negócio, é imperativo analisar e compreender todo o histórico apresentado pela empresa, a fim de compreender sua singularidade e antecipar eventuais complicações. Somente assim é possível realizar uma projeção que verdadeiramente reflita a realidade.

Inicialmente, o foco de um trabalho de *valuation* deve ser direcionado para a melhoria e organização da gestão financeira da empresa. Somente após estabelecer uma gestão madura, capaz de acumular dados fidedignos à realidade do negócio, é que se torna possível compreender adequadamente o seu valor. Essa abordagem sequencial é fundamental para garantir uma avaliação precisa e informada.

Por fim, a aplicação do método proposto demonstrou ser eficaz e atingir o objetivo inicial do trabalho. A partir do valor da empresa, torna-se possível apresentar para os gestores uma visão clara de como as ações realizadas no dia a dia podem impactar positivamente nesse cálculo. Além disso, ao obter um valor específico, os sócios adquirem informações cruciais sobre a própria empresa, deixando-os preparados para decisões financeiras complexas.

Nesse contexto, um *valuation* pode ser interpretado como uma ferramenta informativa fundamental para o planejamento de crescimento e formulação de estratégias

voltadas à geração de valor. Ao possuir esse documento, o gestor se encontra consideravelmente mais preparado para conduzir conversas significativas sobre o futuro e a saúde financeira de sua empresa.

Destaca-se que o trabalho apresenta um conjunto de etapas que não apenas orientam, mas também viabilizam a determinação do *valuation* de PMEs. Essa abordagem pode ser considerada uma contribuição valiosa e diferenciada.

5.2.RECOMENDAÇÕES FUTURAS

Recomenda-se para trabalhos futuros ajustar a aplicação do método apresentado em outras pequenas empresas. Uma vez que este estudo foi aplicado em uma indústria específica, é importante reconhecer que o método pode estar condicionado a características singulares dessa empresa em particular. Portanto, a validação e adaptação do método em diversos contextos empresariais podem proporcionar uma compreensão mais abrangente de sua aplicabilidade e limitações.

6. REFERÊNCIAS

1. BHOJRAJ, S.; LEE, C.M.C.; OLER, D.K. *International valuation using smart multiples*. *Journal of Accounting Research*. v. 41, p. 745-774, 2003.
2. BRASIL. Lei Complementar nº 123/2006, de 14 de dezembro 2006. Diário Oficial [da] República Federativa do Brasil, Poder Executivo, Brasília, DF, 14 dez. 2006. p. 1.
3. BRASIL. Ministério da Economia. Mais de 1,3 milhão de empresas são criadas no país em quatro meses, 2022. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2022/julho/mais-de-1-3-milhao-de-empresas-sao-criadas-no-pais-em-quatro-meses> Acesso em 07.jun.2023.
4. BRASIL. Ministério da Economia. Brasil registrou abertura de 3.838.063 novas empresas em 2022, 2023. Disponível em: <https://www.gov.br/economia/pt-br/assuntos/noticias/2023/janeiro/brasil-registrou-abertura-de-3-838-063-novas-empresas-em-2022#:~:text=O%20ano%20terminou%2C%20portanto%2C%20com,ativas%20ao%20final%20de%202022> Acesso em 07.jun.2023.
5. CAMACHO, F.; ROCHA, K.; FIUZA, G. *Custo de capital das concessionárias de distribuição da energia elétrica no processo de revisão tarifária: 2007-2009*. Rio de Janeiro, 2006. Texto para discussão n. 1174, IPEA. Disponível em: https://portalantigo.ipea.gov.br/agencia/images/stories/PDFs/TDs/td_1174.pdf Acesso em 03.ago.2023.
6. DALBELLO, LIANE. *A relevância do uso do fluxo de caixa como ferramenta de gestão financeira para avaliação da liquidez e capacidade de financiamento de empresas*, Florianópolis, 1999.
7. DAMODARAN, A. *Valuing private firms*. 2003c. Disponível em: https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/home.htm Acesso em: 02 ago. 2023
8. DAMODARAN, Ashwath. *Valuation*. Disponível em: https://youtu.be/znmQ7oMiQrM?list=PLUkh9m2BorqnKWu0g5ZUps_CbQ-JGtbI9&t=18 Acesso em 01.ago.2023.
9. FENACON - Federação Nacional das Empresas de Serviços Contábeis e das Empresas de Assessoramento, Perícias, Informações e Pesquisas. Quase 50% das empresas fecham em até três anos, 2021. Disponível em:

<https://fenacon.org.br/noticias/quase-50-das-empresas-fecham-em-ate-tres-anos/>
Acesso em 01.ago.2023.

10. FONSECA LOPES, B.; CRISTINA PASSOS, L.; SILVA ÂNGELO FERREIRA, M.; BARROS ASSIS DUARTE, M.; FRANCISCO DE OLIVEIRA, M. Ferramentas de gestão financeira. *LIBERTAS: Revista de Ciências Sociais Aplicadas*, v. 9, n. 1, p. 51-77, 26 jul. 2019. Disponível em: <http://famigvirtual.com.br/famig-libertas/index.php/libertas/article/view/234> Acesso em 06.ago.2023.
11. GERHARDT, T. E.; SILVEIRA, D. T. Métodos de Pesquisa. Porto Alegre: Editora da UFRGS, 2009.
12. GIL, A. C. Como elaborar projetos de pesquisa. São Paulo: Atlas, 2002.
13. MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Editora Atlas, 2001. Acesso em 01.ago.2023.
14. N.P. Archer, F. Ghasemzadeh, *An integrated framework for project portfolio selection. International Journal of Project Management*, vol. 17(4), 1999, pp. 207-216. DOI: [https://doi.org/10.1016/S0263-7863\(98\)00032-5](https://doi.org/10.1016/S0263-7863(98)00032-5).
15. SECURATO, J. R. Cálculo financeiro das tesourarias: bancos e empresas. 4. ed. São Paulo: Saint-Paul Editora. 2008. 432 p.
16. SEBRAE. ASN Internacional. Micro e pequenas empresas criaram 85% das vagas de trabalho geradas em fevereiro. Disponível em: [https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=No%20Brasil%20existem%20%2C4,\(16%2C1%20milh%C3%B5es\)](https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/sp/sebraeaz/pequenos-negocios-em-numeros,12e8794363447510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=No%20Brasil%20existem%20%2C4,(16%2C1%20milh%C3%B5es)) Acesso em 07.jun.2023.
17. SEBRAE. Como fazer um demonstrativo de resultados. Disponível em: [https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ap/artigos/como-fazer-um-demonstrativo-de-resultados,48f3ace85e4ef510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=Demonstra%C3%A7%C3%A3o%20do%20Resultado%20do%20Exerc%C3%ADcio,regime%20de%20compet%C3%A2ncia%20\(receitas%20e](https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ap/artigos/como-fazer-um-demonstrativo-de-resultados,48f3ace85e4ef510VgnVCM1000004c00210aRCRD#:~:text=Demonstra%C3%A7%C3%A3o%20do%20Resultado%20do%20Exerc%C3%ADcio,regime%20de%20compet%C3%A2ncia%20(receitas%20e) Acesso em 06.ago.2023.
18. SEBRAE. Entenda melhor a contabilidade do seu negócio. Disponível em: <https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/control-as-financas-do-seu-negocio,4e2c438af1c92410VgnVCM100000b272010aRCRD#:~:text=Assim%2C%20o%20balan%C3%A7o%20patrimonial%20reflete,conjunto%20de%20obriga%C3%A7%C3%B5es%20da%20empresa> Acesso em 06.ago.2023.

19. SEBRAE. Saiba como fazer o fluxo de caixa da sua empresa. Disponível em: <https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/ufs/ap/artigos/fluxo-de-caixa,a8751947e93c9410VgnVCM2000003c74010aRCRD#:~:text=Portanto%20o%20Fluxo%20de%20caixa,de%20despesas%2C%20de%20saldos%20de> Acesso em 06.ago.2023.
20. SEBRAE. A taxa de sobrevivência das empresas no Brasil. Disponível em: <https://sebrae.com.br/sites/PortalSebrae/artigos/a-taxa-de-sobrevivencia-das-empresas-no-brasil,d5147a3a415f5810VgnVCM1000001b00320aRCRD> Acesso em 01.ago.2023.
21. Shou, Tianle. *A Literature Review on the Net Present Value (NPV) Valuation Method*. Disponível em: <https://www.atlantis-pess.com/article/125975449> Acesso em 03.ago.2023.
22. Watson, G. (2007). *Strategic benchmarking reloaded with six sigma: improve your company's performance using global best practice*. New Jersey: John Wiley and Sons. Disponível em: <https://ivypanda.com/essays/strategic-planning-3/> Acesso em: 03 ago.2023.
23. Exactitude Consultancy (2023). *Mercado de Fitas Adesivas no Brasil - Tamanho, Participação, Tendências, Análise e Previsões, 2022-2028*. Disponível em: <https://exactitudeconsultancy.com/> Acesso em: 21 jan.2024.
24. DAMODARAN, Aswath. *Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset*; 2. ed. Nova York: John Wiley & Sons, 2002.