

COMPARATIVO DE MÉTODOS DE VALUATION: ANÁLISE DO CASO HERING S/A

Leandro de Carvalho Alves (UFU)
lca@leandroalves.adm.br

Claudio Francisco Rezende (UFU)
Claudichico1@hotmail.com

Karem Cristina de Sousa Ribeiro (UFU)
kribeiro@ufu.br



Sejam pelos diversos métodos de mensuração de valor que a literatura apresenta ou pelas limitações e subjetividades de cada abordagem, o processo a determinação do valor de uma empresa não é uma tarefa simples. Espera-se do avaliador rigor no estabelecimento das premissas e na escolha do melhor metodologia para cada caso. Sendo assim, esse artigo demonstra e aplica o arcabouço teórico na mensuração de valor da Cia Hering S/A contraponto a metodologia da literatura clássica - Custo Histórico e Custo Histórico Corrigido - com a utilizada pelo mercado - Market Value Added (MVA) e o Fluxo de Caixa Descontado (FCD). Dessa forma, observa-se as abordagens baseadas em adição de riqueza aos acionistas (MVA e FCD) são as que mais se aproximam do valor da empresa negociado na BM&F BOVESPA. Contudo as limitações de cada modelo de mensuração ainda trazem distorções quando comparado com o valor negociado na bolsa. Como estudos futuros, sugere-se a aplicação da mesma metodologia utilizada nesse artigo a outras empresas e/ou setores da economia nacional. Também, se pode considerar a elaboração de outra avaliação da Cia Hering S/A utilizando diversos cenários, evidenciando, assim, os efeitos da subjetividade no processo de avaliação de empresas.

Palavras-chaves: Valuation; Métodos de Avaliação e Hering S/A

1. Introdução

A partir do início da década de 1990, a economia do Brasil experimentou transformações profundas acerca dos movimentos nos processos de fusões, aquisições, privatizações e internalização acentuada do capital internacional. Isto se deve ao resultado da adesão do país a políticas que vislumbravam a abertura econômica e financeira em nível mundial.

O movimento supracitado acirrou a competitividade entre as empresas num contexto global. Mediante tal acontecimento, nenhuma área contábil-financeira como a avaliação de empresas tem tido tanto escopo. Porém, avaliar uma empresa não é uma tarefa fácil, além de ser subjetiva (MARTINS, 2001).

A dificuldade então se apresenta pela existência de diversos métodos de avaliação de um empreendimento, os quais apresentam vantagens e limitações. O valor é um tema complexo, porém os aspectos favoráveis e desfavoráveis das opções não dão credibilidade em definir que uma delas seja perfeita (MARTINS, 2001).

Segundo Costa (2011), “o modelo poderá ser o melhor utilizado que não haverá garantia de se chegar ao valor justo e ainda afirma que resultados gerados na modelagem da empresa não darão garantia que serão comprovados nos resultados reais, isto é, no mercado”.

Neste contexto, este artigo tem como objetivo principal apresentar os diferentes resultados do valor de uma mesma empresa quando se toma vários tipos de métodos e compará-los com o preço negociado em bolsa. Destarte, espera-se com isto responder o problema do trabalho, qual seja: Qual dos diferentes métodos existentes na literatura para a análise do valor de uma empresa mais se aproxima do preço no mercado de ações?

A empresa estudo de caso deste trabalho é a Cia Hering S/A, cujas ações são negociadas na BM&F BOVESPA com o código HGTX3. A atividade principal dela é Confecção de Artigos do Vestuário e Acessórios e tem como classificação setorial Consumo Cíclico/Tecidos. Vestuário e Calçados/Vestuário. Entre 03/01/2008 à 01/04/2013 o preço de fechamento de sua ação deu um salto de \$ 3,20 para \$38.89, isto é, um acréscimo em seu valor em 1.115,31%. (BOVESPA, 2013; YAHOO FINANÇAS, 2013). Além disso, dentre os prêmios recebidos por ela nos últimos anos, destacam-se: o de Melhores Companhias para os Acionistas 2011 –

concedido pela Revista de Capital Aberto por ter registrado a maior pontuação no quesito valor econômico adicionado (EVA – *Economic Value Added*) – e o de empresa do Ano – atribuído pela Revista Exame Melhores & Maiores em 2010.

À luz do exposto no que tange principalmente a diferentes resultados de avaliação pelos diversos conceitos teóricos existentes, a solução do problema procede no sentido de concluir, no caso específico estudado, qual o método melhor refletiu em termos de valor, o preço estabelecido pela oferta e demanda real.

A estrutura do trabalho compõe esta primeira parte que é a introdução. A segunda parte compreende a abordagem teórica acerca do tema proposto, bem como a apresentação dos métodos adotados, sejam patrimoniais (valores históricos e valores corrigidos), valor econômico agregado, e método do fluxo de caixa descontado. A terceira parte apresenta a metodologia utilizada. Em sequência, a análise dos resultados obtidos está desenvolvida. Por último, na quinta parte, estão as considerações finais sobre o que foi tratado ao longo do trabalho.

2. Referencial Teórico

Conforme Damodaran (2007, p.15):

"a avaliação desempenha um papel fundamental em muitas áreas financeiras – finanças corporativas, fusões e aquisições e gestão de carteiras (...) a avaliação não é um exercício objetivo, e qualquer prejulgamento ou viés que um analista traga ao processo afetará o valor".

Fernandez (2007) classifica os métodos de avaliação de empresas em seis grupos, conforme apresentado no Quadro 1.

Por sua vez, Martins (2001) apresenta, inicialmente, os valores contábeis patrimoniais, em que são comentados os conceitos de: Custo histórico; Custo histórico corrigido; Custo corrente; Custo corrente corrigido; e Custo futuro de reposição. Em seguida são conceituados os valores de saída, obtidos nos segmentos de mercado os quais são: valor realizado; valor corrente de venda; valor realizável líquido; valor de liquidação; valor realizável futuro; valor presente do fluxo futuro de caixa; valor justo de mercado; e *goodwill*.

Este trabalho tem como escopo, análises de métodos de avaliação contábil patrimonial, métodos de valor agregado, o *Economic Value Added* (EVA) e *Market Value Added* (MVA) além do fluxo de caixa descontado. Dos conceitos de avaliação patrimonial, as opções eleitas para o estudo deste caso foram os custos históricos e os custos históricos corrigidos. Estes valores de entrada possuem a vantagem de maior facilidade de identificação (praticabilidade); e maior facilidade comprovação, ou seja, objetividade (MARTINS, 2001). As demais opções de avaliação patrimonial ficaram ausentes porque tanto os valores correntes como os realizáveis não estão disponíveis para serem analisados.

Quadro 1 – Métodos de avaliação de empresas

Principais Métodos de Avaliação					
Balço Patrimonial	Resultado Econômico	Misto (Goodwill)	Fluxo de Caixa Descontado	Criação de Valor	Opções
Valor Contábil	Múltiplos de venda	Clássico União européia	Fluxo de Caixa dos Sócios	EVA®	Black e Scholes
Valor Contábil Ajustado	Valor dos lucros	Peritos Contábeis	Fluxo de Caixa Livre	Lucro Econômico Cash Flow	Opção de Investimento
Valor de Liquidação	Valor dos dividendos	Renda Abreviada	Capital Cash Flow	Return On Investment - CFROI	Expansão do projeto
Valor substancial	Outros múltiplos	Outros	APV	Outros	Expansão do projeto Usos Alternativos

Fonte: adaptado de Fernandez (2007)

De acordo com Assaf Neto (2003, p.188) “o valor econômico agregado (VEA), é uma medida de criação de valor identificada no desempenho operacional da própria empresa, conforme retratado pelos relatórios financeiros”. Para a estrutura básica do cálculo do VEA é necessário conhecer o custo médio ponderado de capital (WACC) da empresa. Este componente é calculado considerando as formas de custos de capital obtido por capital próprio e também a terceiros, aliado a composição do uso dessas fontes na estrutura de capital. A vantagem do valor agregado em detrimento aos conceitos de avaliação patrimonial se restringe ao fato de considerar a geração de valor para a empresa, haja vista que reflete o resultado apurado para superar as exigências mínimas dos detentores de capital, isto é, associa o custo de oportunidade de capital ao investimento realizado, ressaltando a eficácia empresarial. As formulações são mostradas no Quadro 2:

Quadro 2 – Fórmulas para o cálculo do EVA

Fórmula Básica	EVA = Lucro Operacional (Líquido do IR) – Custo de Capital (WACC x Investimento)
Fórmula Analítica	EVA = (ROI – WACC) x Investimento

Fonte: Assaf Neto (2003)

Outro método de valor econômico agregado é o MVA (*Market Value Added*), que Kassai (2002, p. 3) define como sendo:

“a medida do próprio *goodwill* da companhia, obtido deduzindo-se de seu valor de mercado (*market value*) o respectivo montante dos investimentos (*total capital*). Obviamente, em nossa opinião, esta é apenas uma das formas de se avaliar o *goodwill*”.

O conceito do MVA se constitui então em uma das facetas de mensuração do *goodwill*, tal qual apontado por Martins (2001). Neste mesmo conceito, Assaf Neto (2012) afirma que “o MVA é o valor adicionado àquele suficiente para repor seus ativos a preços de mercado, com base nas expectativas do mercado com relação ao potencial do empreendimento ao criar valor”. A metodologia gerencial de avaliação do MVA é:

$$\text{MVA} = \text{EVA}/\text{WACC}$$

De acordo com Assaf Neto (2003), “o método de Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o que representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico”. O fato de este método contemplar os benefícios futuros que um empreendimento possa proporcionar aos sócios em termos de agregar riqueza a seus investimentos, o torna eminente na avaliação de empresa.

Nestes termos, Assaf Neto (2003, p.586) relata que:

“em verdade, uma empresa é avaliada por sua riqueza econômica expressa a valor presente, dimensionada pelos benefícios de caixa esperados no futuro e descontados por uma taxa de atratividade que reflete o custo de oportunidade dos vários provedores de capital. Em resumo, pode-se colocar que uma empresa é avaliada pelos princípios fundamentais inseridos no método do fluxo de caixa descontado”.

Nesta mesma via, Soutes (2008, p.4) relata que:

“o modelo de fluxo de caixa descontado (FCD) é citado pela literatura como sendo um dos mais utilizados em avaliação de empresas, particularmente quando se objetiva mensurar o desempenho das ações no mercado acionário e, como consequência, traçar as políticas de aquisição, venda ou manutenção de investimentos”.

Segundo Bruni (1997), “o valor de uma empresa tem correspondência com as expectativas dos fluxos de caixa futuros que estarão disponíveis para sanar as dívidas aos credores, e também o suficiente para distribuir aos acionistas”. Para análise do FCD, torna-se necessário determinar os Fluxos de Caixa Livres e descontá-los a valor presente pela taxa mínima de retorno exigida pelo acionista. De acordo com Lucena (2007) “é na capacidade de gerar benefícios futuros que o método dos Fluxos de Caixa Descontados se debruça”.

Martins (2001) diz que a elaboração do FCD engloba cinco variáveis: 1) fluxo relevante de caixa; 2) período de projeção – espaço de tempo que permita a previsão do fluxo de caixa com razoável confiança; 3) valor da perpetuidade ou residual – são os fluxos de caixa, quantificados, não cobertos pelo período de projeção; 4) condições do endividamento financeiro e 5) taxa de desconto, que é aquela que melhor representa o custo de oportunidade e os riscos. Para se chegar ao valor dos fluxos de caixa livre (fluxo de caixa relevante), a apuração é sugerida por Martins (2001) da forma como apresentada no Quadro 3:

Quadro 3 – Fluxo de caixa livre

Receitas líquidas de vendas
(-) Custo das vendas
(-) Despesas Operacionais
(=) <i>Lucro antes dos juros e tributos sobre o Lucro (Ebit)</i>
(+) Ajuste das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa
(=) <i>Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (Ebitda)</i>
(-) Imposto de Renda/ Contribuição Social
(=) <i>Geração de caixa operacional</i>
(-) Investimento (ou desinvestimento)
Permanentes
Circulantes
(=) <i>fluxo de caixa livre</i>

Fonte: Martins (2001)

Em síntese, o fluxo de caixa relevante se formula pelo caixa gerado após a dedução dos pagamentos dos impostos e das variações em investimentos fixos e também nas variações do capital de giro.

Quanto ao tempo de projeção há um caráter de subjetividade. Consta em Martins (2001) que “este período compreende a quantidade de intervalos de tempo (anos, trimestres, meses, etc.) sobre os quais podemos projetar os fluxos de caixa com um nível razoável de esperança de concretização”. Entre vários aspectos que possa definir este tempo, a mesma fonte cita os preços dos produtos, volume de vendas; custo de matérias-primas; despesas operacionais; e variáveis macroeconômicas (juros, câmbio, etc.).

Seguindo a ordem posta das variáveis, a perpetuidade, tal qual define Martins (2001), “o seu valor se reporta àquele que o negócio possuirá após o período de projeção em termos atuais”. Não obstante, a expectativa de crescimento (g) constitui um elemento crucial para estimar esse valor. Porém, existe o fator subjetivo para chegar a essa taxa de crescimento, tornando o seu cálculo complexo.

A taxa de desconto encerra os componentes do fluxo de caixa livre. Para avaliação de empresa, os fluxos de caixa livres, assim como o valor futuro da perpetuidade, deverão ser atualizados, em função de uma taxa de juros que revele o custo de oportunidade, modelada pela fórmula geral para a estimativa do custo médio ponderado do capital (WACC) após o imposto de cada fonte de financiamento. (MARTINEZ, 1999; COPELAND, 2002).

De acordo com Copeland (2002, p. 206), o custo médio ponderado do capital (CMPC), pode ser dado pela fórmula no Quadro 4. Já Assaf Neto (2003) representa o mesmo cálculo de forma generalizada:

Quadro 4 – Fórmulas do custo médio ponderado de capital (WACC ou CMPC)

$WACC (CMPC) = K_b (1 - T_c) (B/V) + K_p (P/V) + K_s (S/V)$	<p>K_b = rendimento antes de imposto esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento irretratável não-conversível; T_c = alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação; B = valor tributário do endividamento; J = juros; V = valor de mercado da entidade objeto da avaliação; P = custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não-resgatável não-conversível; P = valor de mercado do capital preferencial; K_s = custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado; S = valor de mercado do capital social</p>
$WACC = [K_e \cdot W_{PL}] + [K_i \cdot W_p]$	<p>K_e = custo de oportunidade do capital próprio; K_i = custo explícito do credor; W_{PL} = proporção de capital próprio; W_p = proporção de capital de terceiros</p>

Fonte: Adaptado de Copeland (2002) e Assaf Neto (2003)

Oportuno acrescentar que, para estipular o rendimento do capital próprio, Bruni (1997) enumera duas possibilidades. A primeira pelas ações ordinárias e lucros acumulados (K_s) que resgata o modelo de Gordon-Shapiro, dada por:

$$K_s = D_1/P_0 + g$$

Nesta equação, os investidores além de uma taxa de distribuição de dividendos (D_1/P_0), esperam por um adicional (g) para formar o retorno de uma ação.

A segunda possibilidade, conforme Bruni (1997), reporta-se à utilização do modelo *Capital Assets Pricing Model* (CAPM). Neste modelo, o retorno esperado de um ativo será igual ao retorno obtido através de ativos sem risco R_f , adicionado a um prêmio pelo risco incorrido $\beta \cdot (R_m - R_f)$. Neste caso, a magnitude do risco será dada por β , isto é, quanto mais arriscado um ativo financeiro, maior será o valor de beta (β), e, portanto, o retorno exigido. A equação é dada como:

$$CAPM = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$$

3. Metodologia

Gil (2006, p.17) define pesquisa como “o procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar respostas aos problemas que são propostos”. Ainda de acordo com Gil (2006, p.42) “as pesquisas descritivas têm como objetivo primordial a descrição das características de determinada população ou fenômeno ou, então, o estabelecimento de relações entre as variáveis. Dessa forma, esse trabalho utiliza-se da pesquisa descritiva por meio de um estudo de caso da Cia. Hering. Corroborando, Yin (2010, p.20) diz que o estudo de caso contribui com o “conhecimento dos fenômenos individuais, grupais, organizacionais, sociais, políticos e relacionados”. Yin (2010, p.20) complementa dizendo que este método “permite que os investigadores retenham as características holísticas e significativas dos eventos da vida real”.

4. Análise dos resultados

Como explicitado, esse artigo procura mensurar o valor da Cia Hering utilizando quatro métodos de avaliação de empresas. Todos os cálculos tiveram como base as demonstrações financeiras da empresa – Balanço Patrimonial, Demonstração de Resultado do Exercício e Demonstração do Fluxo de Caixa – dos anos de 2008 a 2012 conforme dados do Economática®.

O primeiro método utilizado para medir o valor da empresa foi a avaliação patrimonial através do custo histórico, ou seja, o valor do Patrimônio Líquido da empresa. Como se pode ver na Figura 1, para este critério o valor da empresa nos anos analisados foram de, respectivamente, R\$ 242.765.000, R\$ 316.427.000, R\$ 528.224.000, R\$ 710.811.000 e R\$ 784.000.000.

Para a segunda etapa da pesquisa o método utilizado foi o de avaliação patrimonial através do custo histórico corrigido. Para isso, os valores obtidos no passo anterior foram corrigidos utilizando como indexador o IGP-M, o que, dessa forma, busca garantir o poder monetário de compra do valor do patrimônio líquido. Nesse passo, o valor da empresa para os anos de 2008 a 2012 foram, respectivamente, R\$ 300.972.000, R\$ 399.130.000, R\$ 598.520.000, R\$ 766.339.000 e R\$ 784.000.000. A evolução desses valores está representada na Figura 2.

Figura 1 – Gráfico do valor da empresa – Custo histórico



Fonte: Resultados da pesquisa

Figura 2 – Gráfico do valor da empresa – Custo histórico corrigido



Fonte: Resultados da pesquisa

Analisando os dados anteriores observamos que o valor da empresa pelo custo histórico cresceu a uma média de 34,05% a.a. entre 2008 e 2012. Contudo, quando se retira o efeito da inflação (custo histórico corrigido), media pelo IGP-M, esse crescimento foi de 27,04% a.a.

Dando continuidade na pesquisa, o próximo método utilizado para a mensuração do valor da Cia. Hering foi a abordagem do valor econômico agregado. A primeira etapa desse método é o cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC). Para isso, é necessária obtenção do custo de capital de terceiros e do custo do capital próprio para que seja possível fazer a ponderação destes de acordo com a representatividade no capital total da empresa.

O custo de capital de terceiros foi obtido na Economática[®] já o custo de capital próprio foi obtido através do método do CAPM (*Capital Asset Price Model*) conforme demonstrado por Bruni (1997) e exposto na Tabela 1.

Tabela 1 – Cálculo do custo de capital próprio

Variável	Valor	Explicação
Taxa Livre de Risco	0,58%	Poupança - médias últimos 60 meses
Retorno Mercado	12,09%	Taxa média de crescimento IBOVESPA - média dos últimos 60 meses
Risco Brasil	1,04%	Economática
Beta	0,54	Beta desalavancado do setor - média dos últimos 60 meses
CAPM	7,83%	$CAPM = R_f + b \times (R_m - R_f)$

Fonte: Resultados da pesquisa

De posse dos custos de capital de terceiros e próprio, a Tabela 2 detalha o custo médio ponderado de capital (WACC) para o período analisado e para cada ano em separado.

Tabela 2 – Cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC)

	2008	2009	2010	2011	2012
Custo Capital de Terceiros	118,70%	26,70%	36,30%	63,30%	84,10%
CAPM	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%	7,83%
% Capital Terceiros	21,00%	11,80%	6,00%	3,20%	2,10%
% Capital Próprio	35,07%	48,33%	59,17%	64,15%	66,31%
WACC	49,35%	11,53%	10,45%	10,46%	10,17%
WACC Médio no Período			17%		

Fonte: Resultados da pesquisa

Assim, o último passo para se obter o valor da empresa através da abordagem do valor econômico agregado é o cálculo do ROI (*Return on Investment*), do EVA, do MVA e do próprio valor da empresa, conforme demonstrado na Tabela 3 e exposto na Figura 3.

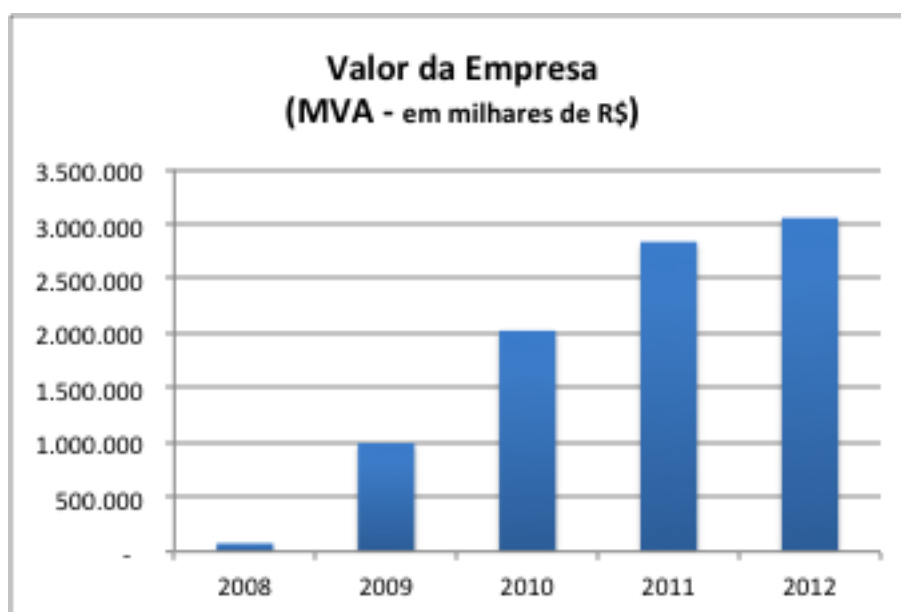
Tabela 3 – Cálculo do ROI, EVA, MVA e valor da empresa

	2008	2009	2010	2011	2012
ROI	5%	18%	24%	27%	26%
WACC	49,35%	11,53%	10,45%	10,46%	10,17%
Investimento (R\$)	692.141	654.707	892.703	1.108.026	1.182.334
EVA (R\$)	(304.200)	39.070	118.279	180.998	190.703
MVA (R\$)	(616.406)	338.781	1.131.802	1.729.573	1.875.031
Valor da Empresa (R\$)	75.735	993.488	2.024.505	2.837.599	3.057.365

Fonte: Resultados da pesquisa

Tomando-se por base o valor da empresa obtido através do MVA, observa-se que no período analisado houve um crescimento médio de 152% a.a. Além disso, tem-se também que o valor da empresa calculado com a abordagem de valor agregado é, em todos os anos analisados, maior que os obtidos pela avaliação patrimonial.

Figura 3 – Gráfico do valor da empresa – MVA



Fonte: Resultados da pesquisa

O último passo da pesquisa é o cálculo do valor da empresa utilizando-se da metodologia do fluxo de caixa descontado. Contudo, como ressaltado no referencial teórico, esse método de avaliação não se aplica ao histórico da empresa visto que ele se baseia em projeções de fluxo de caixa futuras. Dessa forma, o valor da empresa será calculado somente para o ano de 2012.

Para esse passo foi utilizada a demonstração de fluxo de caixa livre da Economática[®]. Apesar de ligeiramente diferente do modelo apresentado por Martins (2001), ambos apresentam o mesmo resultado. Dessa forma a Tabela 4 demonstra o cálculo do fluxo de caixa livre da empresa para os anos de 2008 a 2012.

Tabela 4 – Cálculo do fluxo de caixa livre

	2008	2009	2010	2011	2012
Vendas	53.677	77.398	164.602	146.057	152.278
(-) Custos e Despesas Operacionais	39.506	13.197	73.454	106.117	139.902
(=) EBIT	14.171	64.201	91.148	93.940	80.376
(-) Imposto de Renda	8.818	5.828	8.990	33.940	29.328
(=) NOPAT (Lucro Líquido Operacional após impostos)	5.353	58.373	82.157	60.001	51.048
(+) Depreciação	9.593	3.234	6.580	1.663	4.931
(-) Investimento em Permanente	5.413	7.957	80.160	1.251	4.722
(-) Investimento em Capital de Giro	1.924	6.481	12.341	3.037	1.667
(=) Fluxo de Caixa Livre	2.391	7.169	6.235	67.375	16.591

Fonte: Resultados da pesquisa; Economática[®]

De posse da demonstração de fluxo de caixa livre, foi projetado o fluxo de caixa para os próximos cinco anos utilizando como base as variações médias de 2008 a 2012 para cada uma das linhas da demonstração (Custos e Despesas Operacionais, Imposto de Renda, Depreciação, Investimento em Permanente e Investimento em Capital de Giro). Cabe ressaltar que a variação do Investimento em Capital de Giro do ano de 2010 foi desconsiderada do cálculo, visto que essa variável sofreu uma elevação anormal para esse ano. Assim, a Tabela 5 demonstra o fluxo de caixa projetado para os anos de 2013 a 2017.

Tabela 5 – Cálculo do fluxo de caixa livre projetado

	2013	2014	2015	2016	2017
Vendas	886.865	341.848	906.542	607.402	477.261
(-) Custos e Despesas Operacionais	378.264	666.469	014.941	436.280	945.725
(=) EBIT	508.602	75.379	891.602	171.122	531.536
(-) Imposto de Renda	78.794	47.181	41.724	72.429	53.127
(=) NOPAT (Lucro líquido operacional após impostos)	429.807	28.198	849.878	98.693	478.409
(+) Depreciação	40.383	46.686	53.972	52.396	72.134
(-) Investimento em Permanente	78.474	95.147	15.363	39.874	69.593
(-) Investimento em Capital de Giro	1.390	414	123	37	11
(=) Fluxo de Caixa Livre	290.327	79.324	88.364	21.178	80.939

Fonte: Resultados da pesquisa

Considerando a variação média do PIB brasileiro entre os anos de 2008 e 2012 para o cálculo da perpetuidade, a Tabela 6 apresenta o valor da empresa tendo como base o fluxo de caixa descontado.

Tabela 6 – Cálculo do valor da empresa para 2012

	2012	2013	2014	2015	2016	Perpetuidade
Fluxo de Caixa	290.327	79.324	88.364	21.178	80.939	5.644.075
WACC			17,48%			
g	3,20%		Média do Crescimento do PIB últimos 50 meses			
FC Descontado	290.327	22.894	53.869	83.146	10.029	2.963.397
Valor da Empresa 2012			4.723.661			

Fonte: Resultados da pesquisa

Da mesma forma que o MVA, o valor da empresa pelo fluxo de caixa descontado é maior que os valores calculados pela avaliação patrimonial.

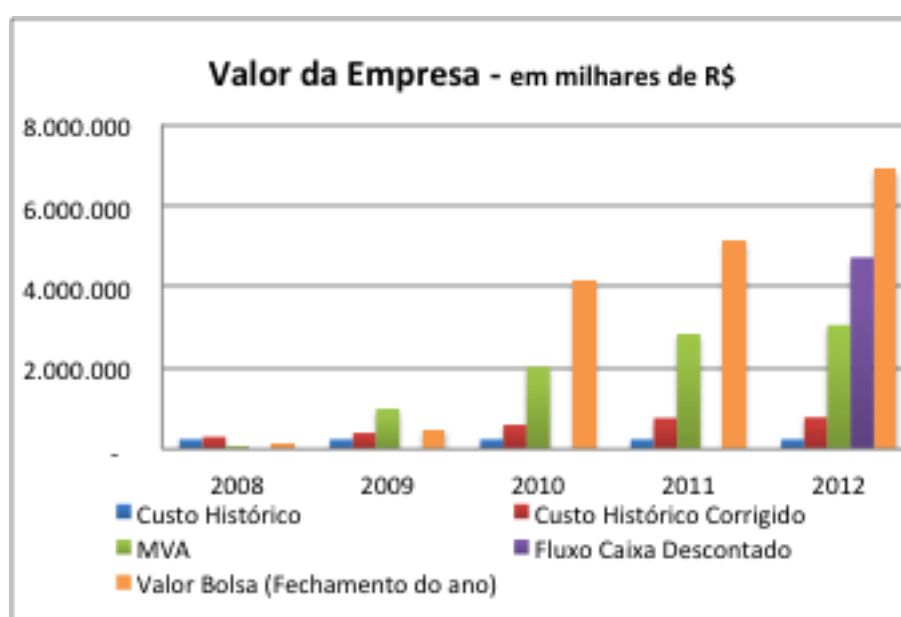
Fechando o objetivo do estudo, tendo calculado o valor da empresa utilizando as quatro metodologias propostas, resta comparar os valores obtidos com o valor negociado da empresa tomando-se como base a BM&FBOVESPA, conforme demonstrado na Tabela 7 e na Figura 4.

Tabela 7 – Comparação dos valores da empresa

	2008	2009	2010	2011	2012
Custo Histórico	42.765	42.765	42.765	42.765	42.765
Custo Histórico Corrigido	80.972	99.130	98.520	76.339	84.000
MVA	5.735	93.488	204.505	837.599	1.057.365
Fluxo Caixa Descontado					723.661
Valor Bolsa (Fechamento do ano)	26.365	90.223	180.522	134.966	895.766

Fonte: Resultados da pesquisa

Figura 4 – Gráfico dos valores da empresa



Fonte: Resultados da pesquisa

Como se pode observar, o valor da empresa que mais se aproximou do valor negociado em bolsa foi o obtido pelo fluxo de caixa descontado. Mesmo assim, nesse estudo houve uma diferença de 45,98% entre esses dois valores. Essa diferença pode ser explicada pela subjetividade existente na metodologia, principalmente no que tange as projeções do fluxo de caixa e a taxa da perpetuidade.

5. Considerações finais

Esse trabalho teve como objetivo comparar o valor da Cia Hering S/A (HGTX3) negociado na BM&F BOVESPA com os obtidos através de quatro metodologias de cálculo de valor da

empresa: Custo Histórico, Custo Histórico Corrigido, MVA e Fluxo de Caixa Descontado. Como resultado, conclui-se que as metodologias que se baseiam na geração de riqueza para os acionistas (MVA e FCD) apresentam como resultado um *valuation* mais próximo do mercado de ações, ainda que as limitações e subjetividades destes métodos afastem os valores obtidos do valor real.

Além de estar em linha com a literatura atual, esse resultado demonstra claramente que tanto a escolha do método quanto as definições das premissas interferem diretamente no resultado final da determinação de valor.

Como estudos futuros, sugere-se a aplicação dessa mesma metodologia a outras empresas e/ou setores da economia. Também, se pode considerar a elaboração de outra avaliação da Cia Hering S/A utilizando diversos cenários, evidenciando, assim, os efeitos da subjetividade no processo de avaliação de empresas.

REFERÊNCIAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças Corporativas e Valor**. São Paulo: Atlas, 2003

_____. **Finanças Corporativas e Valor**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 2012

BM&F BOVESPA. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/Cias-Listadas/Empresas-Listadas/ResumoEmpresaPrincipal.aspx?codigoCvm=14761&idioma=pt-br>>. Acesso em: 26/abr/2013

BRUNI, Adriano Leal; SOUSA, Almir Ferreira de; Luporini, Carlos Eduardo de Mori. Determinação do Valor da Empresa através do Fluxo de Caixa Descontado: Um estudo de Caso. In: SEMEAD – Seminários de Administração da DEA/USP, 2., 1997, São Paulo. **Anais...** . v. II, p. 294-307.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. São Paulo: Pearson Makron Books, 2002.

COSTA, Luiz Guilherme Tinoco Aboim Costa; COSTA, Luiz Rodolfo Tinoco Aboim. Alvim, Marcelo Arantes. **Valuation: Manual de Avaliação e Reestruturação Econômica de Empresas**, São Paulo: Atlas, 2011.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007. Tradução: Sonia Midori Yamoto e Marcleo Arantes Alvim.

FERNANDEZ, Pablo, **Company Valuation Methods**. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.2139/ssrn.274973>>. Acesso em: 22/04/2013.

FIPECAFI. Organizador: MARTINS, Eliseu. **Avaliação de Empresas: da Mensuração Contábil à Econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.

GIL, Antônio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2006.

HERING. Disponível em <<http://www.ciahering.com.br/site/pt-br/Empresa/Pr%C3%AAmios>>. Acesso em: 25/04/2013

KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia; ASSAF NETO, Alexandre. Índice de especulação de valor agregado – IEVA. **Revista Contabilidade & Finanças**, São Paulo, v. 13, n. 30, Sept./Dec. 2002. Disponível em: <<http://dx.doi.org/10.1590/S1519-7077200200030000>>. Acesso em: 24/04/2013.

LUCENA, Wenner Glaucio Lopes; GUILHERME, Hiponio Fortes; SALES, Luciana Batista; MORAES, Edson Franco de. **Análise de Sensibilidade do Valor de uma Empresa: Enfoque na Construção de uma Matriz Estocástica.** Disponível em: <http://www.aedb.br/seget/artigos07/1164_SEGET_Finan_as_2007.pdf>. Acesso em: 24/04/2013.

MARTINEZ, Antônio Lopo. Buscando o valor intrínseco de uma empresa: Revisão das metodologias para avaliação de negócios. In: Encontro da ANPAD, 23., 1999, Foz do Iguaçu, **Anais...** Disponível em: <http://anpad.org.br/diversos/trabalhos/EnANPAD/enanpad_1999/FIN/FIN3.pdf>. Acesso em: 25/abr/2013.

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

YAHOO FINANÇAS. Disponível <http://br.financas.yahoo.com/q/hp?s=HGTX3.SA&a=00&b=3&c=2008&d=03&e=28&f=2013&g=m>. Acesso em: 26/04/2013.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos.** 4. ed. Porto Alegre: Bookman, 2010.