

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MBA EM FINANÇAS EMPRESARIAIS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: CAMBUCI S.A.**

GUILHERME FERREIRA BIONI E SILVA

Matrícula nº: 114127954

ORIENTADOR: PROFESSOR MARCO ANTÔNIO CUNHA DE OLIVEIRA

JULHO 2016

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO DE JANEIRO
INSTITUTO DE ECONOMIA
MBA EM FINANÇAS EMPRESARIAIS
TRABALHO DE CONCLUSÃO DE CURSO

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS PELO MÉTODO DE FLUXO DE
CAIXA DESCONTADO: CAMBUCI S.A.**

GUILHERME FERREIRA BIONI E SILVA

Matrícula nº: 114127954

ORIENTADOR: PROFESSOR MARCO ANTÔNIO CUNHA DE OLIVEIRA

JULHO 2016

As opiniões deste trabalho são de exclusividade e responsabilidade do autor.

Dedico este trabalho aos meus pais, Cesar Bioni e Mafalda Bioni, e à minha irmã, Gabriela Bioni, que estão sempre me incentivando e motivando.

Agradecimentos

Agradecimento especial aos meus familiares, sempre presentes. Agradeço pelo apoio incondicional, cobrança necessária. Eles são minha maior motivação.

Agradeço ao Professor Marco Oliveira, orientador desta obra, pela paciência, pelas inúmeras oportunidades, e certamente, pela atenção.

Agradeço aos professores do MBA que contribuíram com ensinamentos e experiências.

Muito obrigado!

RESUMO

O presente estudo tem como objetivo avaliar o valor de mercado de uma empresa. Para isso, foi utilizado o método de avaliação fundamentalista fluxo de caixa descontado. A empresa avaliada como ilustração foi a Cambuci, multinacional brasileira referência em artigos de vestuário esportivo. Após apresentados, empresa e método, o valor de mercado encontrado foi comparado ao valor atual da empresa. Para análise foram utilizados os últimos quatro anos como base para projeções e cálculos.

Sumário

1	INTRODUÇÃO	9
1.1	Aspectos Gerais	9
1.2	Objetivos	9
1.2.1	Objetivo Geral	9
1.2.2	Objetivos Específicos	9
1.3	Justificativa	10
2	Revisão Bibliográfica	11
2.1	Avaliação de Empresas	11
2.2	Avaliação por Fluxo de Caixa Descontados	11
2.2.1	Fluxo de Caixa Livres para Acionistas - FCFE	12
2.2.2	Custo de Capital Próprio - CAPM	12
2.2.3	Fluxo de Caixa Livres para Empresa - FCFF	12
2.2.4	Custo Médio Ponderado de Capital	13
2.3	Avaliação Relativa	13
2.3.1	Preço / Lucro (PL)	13
2.3.2	Preço / Valor Contábil (PBV)	14
2.3.3	Preço / Vendas (PS)	14
3	Metodologia	15
3.1	Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)	15
3.2	Valor Terminal	16
3.3	Custo de Capital Próprio (CAPM)	16
3.4	Custo Médio Ponderado de capital (WACC)	17
3.5	Valor da Empresa	18
4	Aplicação – Resultados	19
4.1	Empresa	19
4.2	Histórico de Cotações	20
4.3	Setor de atuação	20
4.4	Fluxo de Caixa 2012 – 2015	21
4.5	FCFF Projetado	21
4.6	Valor Presente do FCFF Projetado	22
4.7	Valor justo da ação CAMB4	24

5	Conclusão	25
6	Referências Bibliográficas	26

1 INTRODUÇÃO

1.1 Aspectos Gerais

A competitividade e o dinamismo presentes atualmente no mercado de capitais em conjunto com a facilidade e velocidade na troca de informações nos leva a concluir que é fundamental possuir o conhecimento de administração financeira e do valor de uma empresa no mercado e suas ações.

A avaliação de empresas tem extrema importância na tomada de decisões. Investimentos, compras e vendas de empresas e negócios, dissolução de sociedades e alteração na estrutura societária são complexas situações que dependemos do “Valuation”.

Diante disso, é possível perceber que a avaliação de empresas é um importante tema dentro da área financeira. Bom conhecimento técnico aliado com experiência no mercado financeiro são fatores determinantes para tomada de decisões e para o sucesso do seu empreendimento. O segundo capítulo faz uma revisão bibliográfica de avaliação de empresa, o terceiro apresenta a metodologia utilizada. Mais adiante no quarto capítulo temos a aplicação do método para a empresa Cambuci. No quinto e último capítulo é realizada a conclusão.

1.2 Objetivos

1.2.1 Objetivo Geral

Avaliar uma empresa S.A e seu patrimônio líquido por meio do método de fluxo de caixa descontado, auxiliando, dessa forma, a tomada de decisões futuras. Para melhor entendimento, vamos utilizar como exemplo a empresa Cambuci, uma multinacional brasileira gestora das marcas Penalty e Stadium.

1.2.2 Objetivos Específicos

- Observar capacidade de gerar fluxos de caixa a partir dos ativos já instalados;
- Verificar a taxa de crescimento esperada dos fluxos de caixa;
- Observar o tempo transcorrido até a empresa alcançar o crescimento estável;

- Identificar o custo de capital da empresa.

1.3 Justificativa

Sempre que fazemos uma avaliação temos como objetivo melhorar, manter-nos competitivos. Juntam-se os prós e contras. Corrigimos o que está errado e aperfeiçoamos o que está correto.

A avaliação de empresas não é diferente. A partir de uma avaliação geral e detalhada da empresa, bem como do mercado financeiro, podemos identificar pontos de falhas e acertos no trabalho realizado. O estudo bem dirigido de uma empresa nos permite traçar planos e metas, justificando a tomada de decisões que resultarão no futuro da companhia.

2 Revisão Bibliográfica

2.1 Avaliação de Empresas

Maximizar o valor da companhia é objetivo principal em finanças corporativas. É necessário, portanto, agregar o maior conjunto de informações possíveis. O valor da empresa, a estratégia corporativa e o entendimento das decisões financeiras devem ser conciliados.

De acordo com Damodaran (2009, p.9), o valor de uma empresa pode estar diretamente relacionado às decisões que toma – relativas a que projetos empreende, como os financia e sua política de dividendos. A compreensão deste relacionamento é a chave para a tomada de decisões que adicionam valor e permitam uma reestruturação sensata.

2.2 Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado

Como descrito por Damodaran (2009, p.11), embora a avaliação por fluxo de caixa descontado represente apenas uma das três abordagens possíveis e a maior parte das avaliações feitas no mundo real sejam relativas, esta é a base sobre a qual se constroem todas as outras abordagens. Os outros dois métodos possuem como pilares a avaliação por fluxo de caixa descontado.

Segundo Martlanc, Pasin e Pereira (2005, p.14), o método do fluxo de caixa descontado está fundamentado na ideia de que o valor de uma empresa está diretamente relacionado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa estarão disponíveis para distribuição.

Para avaliar uma empresa e seu patrimônio líquido, devemos estudar suas decisões sobre investimentos, financiamentos e dividendos. Conforme Damodaran (2004, p.611), o valor de uma empresa é determinado por quatro fatores – sua capacidade de gerar fluxos de caixa a partir dos ativos já instalados, a taxa de crescimento esperada desses fluxos de caixa, o tempo transcorrido até a empresa alcançar o crescimento estável, e o custo de capital.

Deve-se, então, além de mensurar os fluxos de caixa dos investimentos atuais, também calcular a estimativa do valor esperado dos investimentos futuros.

2.2.1 Fluxo de Caixa Livre para Acionistas - FCFE

O fluxo de caixa para acionistas e investidores é representado pelo fluxo de caixa livre para patrimônio líquido.

Damodaran (2009, p.370) explica que considerando os efeitos do fluxo de caixas das despesas líquidas de capital, das mudanças no capital de giro e mudanças líquidas na dívida dos acionistas, podemos definir os fluxos de caixa remanescentes após essas mudanças como o fluxo de caixa livre do acionista (FCFE).

FCFE = Lucro Líquido - (despesas de capital - depreciação) - (mudança no capital de giro não caixa) + (novas emissões de dívida - pagamentos de dívida)

2.2.2 Custo de Capital Próprio - CAPM

A captação de dinheiro pelas empresas pode ser realizada tanto através de aplicadores em recursos emprestados como de investidores em ações. Ambos os grupos de investidores esperam retorno financeiros de seus investimentos.

Segundo Damodaran (2009, p.188), o custo do capital próprio é a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento nas ações de uma empresa.

Retorno esperado = taxa livre de risco + beta * (prêmio de risco)

2.2.3 Fluxo de Caixa Livres para Empresa - FCFF

O fluxo de caixa para empresa se refere a todos os detentores de direitos da empresa, incluindo também os credores.

De acordo com Damodaran (2009 p.405), os fluxos de caixa livres para empresas são a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de direitos da empresa, incluindo todos os que possuem ações, bônus e ações preferenciais.

FCFF = LAJI (1- alíquota de IR) + depreciação - despesas de capital - variação do capital de giro não monetário

2.2.4 Custo Médio Ponderado de Capital

O custo médio ponderado de capital, também conhecido como WACC (*Weighted Average Cost of Capital*), representa o custo de financiamentos – capital próprio e capital de terceiros – de longo prazo de uma empresa. Auxilia no cálculo do valor da empresa quando usado como taxa de desconto de fluxos de caixas futuros.

Conforme Ross, Westerfield & Jaffe (2008):

$$WACC = [R_b * (1 - IR) * (B / (S + B))] + [R_s * (S / (S + B))]$$

2.3 Avaliação Relativa

Avaliação relativa consiste em comparar como os mercados precificam diferentes empresas. A análise é realizada com base em ativos semelhantes, variáveis possíveis de serem comparadas como lucros, fluxos de caixa, valores contábeis ou receitas. A maioria dos relatórios de avaliações de empresas é baseada em índices preço/lucro, preço/valor contábil e preço/vendas.

Segundo Damodaran (2009, p.19), diferentemente da avaliação por fluxo de caixa, que busca o valor intrínseco, a avaliação relativa confia muito mais no mercado. O investidor faz uma estimativa do valor de uma empresa examinando e comparando a precificação de ações similares no mercado.

2.3.1 Preço / Lucro (PL)

De acordo com Damodaran (2009, p.499), o índice preço/lucro é consistentemente definido, com o numerador sendo o valor de mercado do patrimônio líquido por ação e o denominador medido pelo lucro por ação, que é a medida do lucro do patrimônio líquido.

O índice PL é a relação entre o preço de mercado por ação e o lucro por ação:

$$PL = \text{Preço de mercado por ação} / \text{Lucro por ação}$$

2.3.2 Preço / Valor Contábil (PBV)

Conforme Damodaran (2009, p.546), o índice PBV é calculado pela divisão do preço de mercado por ação pelo valor contábil corrente do patrimônio líquido por ação:

$$**PBV = Preço por ação / Valor contábil do patrimônio líquido por ação**$$

2.3.3 Preço / Vendas (PS)

O índice PS divide um valor de patrimônio líquido pela receita gerada pela empresa. Damodaran (2009, p.578) aponta que há dois índices preço/vendas em uso. O primeiro, mais popular, é o índice de valor de mercado do patrimônio líquido em relação a receita da empresa. O segundo, mais robusto, é a razão entre o índice de valor da empresa (incluindo débito e patrimônio líquido) e a receita

PS = Valor de mercado do patrimônio líquido / Receita → índice de preço relativo a vendas

PS = (Valor de mercado do patrimônio líquido + Valor de mercado do débito) / Receita → índice de valor relativo a vendas

3 Metodologia

Este capítulo apresenta a forma como foi desenvolvido o estudo, aplicando a metodologia de avaliação de empresas. Neste trabalho foi utilizado apenas fluxo de caixa descontado para empresas.

A empresa avaliada como exemplo do estudo é a Cambuci, multinacional brasileira, dona das marcas Penalty e Stadium. Para tanto, foram usados os balanços financeiros referentes aos anos de 2012 a 2015. Os dados são públicos e foram coletados na internet através do “*Google Finance*”.

Para os anos de 2016 a 2019 estimou-se um crescimento entre 10% e 5% das receitas. Para os anos de 2020 a 2025 foi considerada uma taxa de 3% para o crescimento da receita em relação do ano anterior.

3.1 Fluxo de Caixa da Empresa (FCFF)

Segundo Damodaran (2004, p.612), o fluxo de caixa pode ser mensurado de duas formas. Uma é somando os fluxos de caixa de todos os portadores de diferentes direitos na empresa. Dessa forma, os fluxos de caixas dos investidores em ações (dividendos ou recompra de ações) são adicionados aos fluxos de caixa dos portadores de dívida (juros e pagamentos da dívida líquida). A outra abordagem é estimar esses fluxos de caixa antes dos pagamentos de dívida, mas após as necessidades de reinvestimentos terem sido atendidas.

FCFF = LAJIR (1- alíquota de IR) - (despesas de capital - depreciação) - variação do capital de giro não monetário

Ou ainda

FCFF = LAJIR (1 - t) (1 – taxa de reinvestimento)

Onde: LAJIR é igual aos lucros antes dos juros e dos impostos.

3.2 Valor Terminal

Conforme Damodaran (2007), o valor terminal para avaliação de empresa é calculado considerando uma continuidade operacional da empresa. Após considerar uma taxa de crescimento estável, o valor terminal pode ser calculado por um modelo de crescimento de uma perpetuidade.

A taxa de crescimento no cálculo de uma perpetuidade não deve ser superior à taxa de crescimento da economia, e a taxa de reinvestimento deve ser consistente.

3.3 Custo de Capital Próprio (CAPM)

Definidos os fluxos de caixa esperados e o valor terminal, devemos calcular a taxa de desconto que reflete o grau de risco dos fluxos de caixa.

Conforme Damodaran (2007), o CAPM é dado pela equação abaixo:

$$R_s = R_f + \beta_s \times (R_m - R_f) + PRP$$

Onde: R_s é o custo do capital próprio em dólares;

R_f é a taxa livre de risco;

β_s é o beta do ativo

$R_m - R_f$ é o prêmio de risco de mercado em dólares em mercados maduros;

PRP é o prêmio de risco país medido a partir do EMBI (*Emerging Markets Bond Index Plus*).

Para o cálculo do custo do capital próprio foi considerado a atuação da empresa em dólares e depois foi aplicado a paridade das taxas de juros¹ real-dólar que resulta no custo do capital próprio em reais. A taxa livre de risco utilizada foi o Yield do US T-Bond de 10 anos disponível no site da *Bloomberg*.

$$\text{Paridade das taxas} \rightarrow \frac{1+R_s(\text{dólar})}{1+\text{Inflação}(\text{dólar})} = \frac{1+R_s(\text{reais})}{1+\text{inflação}(\text{reais})}$$

¹ Inflação Brasil: www.portalbrasil.net Inflação EUA: www.minneaolisfed.org

Damodaran (2007) aponta taxa livre de risco como a taxa de juros que rende um título, cujo investidor conhece o retorno esperado e não tenha risco de inadimplência nem dúvida sobre taxas de reinvestimento.

O beta de um ativo indica as variações do ativo de acordo com as oscilações do mercado. Em Damodaran (2007), o beta de uma empresa é determinado pelo setor de atuação da empresa, grau de alavancagem operacional e grau de alavancagem financeira da empresa, sendo mais elevado se a sensibilidade do setor em relação ao mercado for alta. Empresas com grande alavancagem operacional também indicam um beta alto.

Segundo Damodaran (2007), o beta pode ser calculado através do beta desalavancado do setor de atuação da empresa com a seguinte equação:

$$\beta_L = \beta_\mu \times [1 + (1 - t) \times (B / S)]$$

Onde: β_L é o beta alavancado para ações da empresa;

β_μ é desalavancado do setor da empresa;

t é o imposto de renda de pessoa jurídica;

B / S é a razão dívida / patrimônio líquido.

3.4 Custo Médio Ponderado de capital (WACC)

O valor presente dos fluxos de caixa projetados foi calculado através do modelo WACC – *Weighted Average Cost of Capital*, ou seja, levando em consideração o custo do capital próprio e o custo do capital de terceiros.

$$WACC = [R_b * (1 - IR) * (B / (S + B))] + [R_s * (S / (S + B))]$$

Onde:

WACC = Custo médio ponderado de capital

$R_b = R_f + \text{Spread} =$ Custo de capital de terceiros

IR = Alíquota de impostos sobre o resultado

B = Capital de terceiros

R_s = Custo de capital próprio (calculado pelo CAPM)

S = Capital próprio

3.5 Valor da Empresa

De acordo com Damodaran (2009, p.13), o valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados para empresa, ou seja, os fluxos de caixa residuais após a realização de todas as despesas operacionais, necessidades de reinvestimentos e impostos, mas antes do pagamento de dívidas, pelo custo médio ponderado de capital.

Para cálculo do valor da empresa, segue equação:

$$VE = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FCFF_t}{(1+WACC)^t} + \frac{FCFF_{n+1}/(WACC-gn)}{(1+WACC)^n}$$

Onde: gn é a taxa de crescimento após ano terminal por tempo indeterminado;

$FCFF_t$ = fluxo de caixa livre para empresa no ano t ;

WACC é o custo médio ponderado de capital.

4 Aplicação – Resultados

Abaixo, a aplicação do FCFF para Cambuci S.A. e seus resultados. As projeções, bem como as análises são de opinião própria do autor da obra.

4.1 Empresa

O grupo Cambuci S.A. foi fundado em 1945 e é uma multinacional 100% brasileira.

Em 1970, a empresa Cambuci criou a Penalty, marca de artigos esportivos, com foco em Futebol. Mais tarde a marca se tornou importante parceira da Confederação Brasileira de Futebol de Salão.

A Cambuci transformou-se em empresa de capital aberto um pouco antes da metade da década de 1980. Nos anos 90 a empresa começou a internacionalizar a marca pela América do Sul.

Em 2005, a empresa lançou no mercado a marca Stadium, com a intenção de ganhar mercado nas classes C, D e E.

Em 2008, a Cambuci S.A. inicia internamente projeto para reposicionar a Penalty no mercado, e em 2011, apresenta seu novo direcionamento estratégico. Esse reposicionamento, focado em uma nova identidade visual, na reformulação completa do portfólio de produtos, na estruturação para excelência na prestação de serviço e no fortalecimento da marca no mercado internacional; tem por objetivo preparar da melhor forma possível a Penalty para os próximos anos.²

Gestora das marcas de materiais esportivos Penalty e Stadium, a Cambuci S.A. está presente em quatorze países, entre os quais Argentina, Chile, Japão e Espanha.

² Disponível em http://investidores.cambuci.com.br/site/index.php?acao=paginas&pagina_id=7&id_pai=1&id_filho=35

4.2 Histórico de Cotações

As ações CAMB4 são negociadas no novo mercado da BOVESPA.

Figura 1: Histórico de cotações CAMB4 – 25/05/2010 até 25/07/2016



Fonte: www.fundamentus.com.br

No período demonstrado, o maior preço cotado por ação foi R\$ 39,52 em 11/10/2010, enquanto o menor registrado no mesmo período foi R\$ 4,29 em 11/07/2016. Hoje, 20/07/2016 o preço por ação é R\$ 5,1.

4.3 Setor de atuação

A Cambuci S.A. (CAMB4) pertence ao setor de tecidos, vestuários e calçados. Para cálculo do beta alavancado foi usado o beta desalavancado do setor 0,68. Então:

$$\beta_L = \beta_u \times [1 + (1-t) \times (B/S)]$$

Onde: B é o valor da dívida em dezembro 2015

S é o valor de mercado em 20/07/2016

$$\beta_L = 0,68 \times (1 + (1 - 0,34) \times (154.280.000 / 19.660.500)) = 4,20$$

4.4 Fluxo de Caixa 2012 – 2015

Com base nas demonstrações financeiras da CAMB4, o fluxo de caixa referente aos anos 2012 – 2015 se apresenta da seguinte forma:

Tabela 1: Demonstrações Financeiras 2012 – 2015 (Em reais)

Dem. Financeiras CAMB4	2012	2013	2014	2015
Ativo circulante	183.660.000	180.520.000	172.090.000	180.160.000
Passivo circulante	108.820.000	130.740.000	165.090.000	238.870.000
Caixas e aplicações	23.280.000	23.370.000	18.260.000	10.860.000
Dívidas de curto prazo	79.390.000	91.060.000	109.570.000	137.600.00

Capital de Giro = (Ativo circulante - Caixas e aplicações) - (Passivo circulante - Dívidas de Curto Prazo)

Tabela 2: Fluxo de Caixa 2012 – 2015 (Em reais)

Fluxo de caixa CAMB4	2012	2013	2014	2015
Receita	274.170.000	283.290.000	283.860.000	285.920.000
LAJIR	-8.230.000	27.800.000	45.530.000	34.650.000
Depreciação	6.500.000	9.750.000	8.470.000	10.950.000
Investimento	-8.000.000	-4.660.000	-3.000.000	-490.000
Capital de Giro	130.950.000	117.470.000	98.310.000	68.030.000
Varição Capital de Giro	-6.140.000	13.480.000	19.160.000	30.280.000

Fonte: Elaborado pelo autor

4.5 FCFF Projetado

Apesar da crise econômica que assola o Brasil, a Cambuci através da marca Penalty, continua investindo no esporte através de patrocínios de jogadores de futebol e futsal³, patrocínios de clubes de federações e confederações⁴, como também patrocínio de clubes⁵. Porém ainda sofre com a concorrência de grandes empresas internacionais. Dessa forma, entre os anos 2016 e 2019, foi projetado um

³ Disponível em <http://www.penalty.com/ApoioJogadores/>

⁴ Disponível em <http://www.penalty.com/Federacoes/>

⁵ Disponível em <http://www.penalty.com/ApoioClubes/>

crescimento na receita entre 10% e 5% e uma pequena queda no reinvestimento por ano.

A tabela abaixo apresenta o FCFF projetado entre os anos 2016 e 2019:

Tabela 3: FCFF Projetado 2016 – 2019 (Em reais)

FCFF Projetado CAMB4	2016	2017	2018	2019
Receita	314.512.000	336.527.840	353.354.232	371.021.944
LAJIR	38.527.720	41.392.924	43.745.254	46.414.845
LAJIR * (1 - Alíquota)	25.428.295	27.319.330	28.871.868	30.633.798
Reinvestimento	35.000.000	33.000.000	31.000.000	29.000.000
FCFF	-9.571.705	-5.680.670	-2.128.132	1.633.069

Fonte: Elaborado pelo autor

4.6 Valor Presente do FCFF Projetado

O FCFF projetado teve seu valor presente calculado a partir do custo médio ponderado de capital (WACC).

Parâmetros usados para os cálculos:

$R_f = 0,023$ (*Tbond para Estados Unidos 10 anos – Fonte: Bloomberg*)

$R_m - R_f = 0,0629$ (*Stocks menos T-Bonds – Fonte: Damodaran*)

$\text{Spread}^6 = 0,0503$ (*Rating da empresa*)

$\text{CRP} = 0,0205$ (*Prêmio risco país – Fonte: Ipeadata*)

$B_s = 4,20$ (*Beta alavancado*)

⁶ Spread disponível em 17/11/2016 em <http://br.advfn.com/bolsa-de-valores/bovespa/cambuci-CAMB4/cotacao>

O custo de capital próprio foi calculado através do modelo CAPM:

$$R_s = R_f + B_s * (R_m - R_f) + CRP$$

$$R_s \text{ (em dólar)} = 0,023 + 4,20*(0,0629) + 0,0205 = 30,78\%$$

O custo de capital próprio e o Rb em reais foram calculados utilizando a paridade das taxas de juros.

$$R_b = R_f + CRP + Spread$$

$$R_b = 0,023 + 0,0205 + 0,0503 = 0,0938 \text{ (em dólar)}$$

$$R_s \text{ (em reais)} = (1 + 0,3078) * (1 + 0,06) / (1 + 0,02) - 1 = 35,91\%$$

$$R_b \text{ (em reais)} = (1 + 0,0938) * (1 + 0,06) / (1 + 0,02) - 1 = 13,67\%$$

Então:

$$WACC = [R_b * (1 - IR) * (B / (S + B))] + [R_s * (S / (S + B))] \text{ ou}$$

$$WACC = [0,1367 * (1 - 0,34) * 0,887] + [0,3591 * 0,1131] = 0,121$$

A tabela abaixo apresenta o crescimento projetado e o WACC ao longo dos anos. Há uma projeção de crescimento nas receitas da Cambuci, porém com perda de força no decorrer dos anos devido à entrada de uma nova multinacional americana no ramo de vestuário esportivo no mercado consumidor brasileiro⁷. Entre os 2016 e 2019, foi projetado um aumento decrescente entre 10% e 5%. Para os anos seguintes entre 2020 e 2025 foi considerado um crescimento um pouco mais alto e constante de 8,1% e a partir de 2026 um crescimento perpétuo também de 8,1%. A inflação projetada é 6%.

⁷ Disponível em <http://www.abf.com.br/under-armour-abrira-lojas-no-brasil/>

Tabela 4: Crescimento projetado (Em reais)

Ano	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023	2024	2025	2026...
Receita	314.512.000	336.527.840	353.354.232	371.021.944	401.148.925	433.722.218	468.940.462	507.018.428	548.188.324	592.701.216	640.828.555
g(rec)	10,0%	7,0%	5,0%	5,0%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%	8,1%
Margem Operacional	0,12	0,12	0,12	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13	0,13
LAJIR	38.527.720	41.392.924	43.745.254	46.414.845	50.504.650	54.909.233	59.977.485	65.658.886	71.812.670	77.643.859	83.948.541
Reinvestimento	35.000.000	33.000.000	31.000.000	29.000.000	27.000.000	27.000.000	27.000.000	27.000.000	27.000.000	27.000.000	27.000.000
FCFF Proj.	-9.571.705	-5.680.670	-2.128.132	1.633.798	6.333.069	9.240.094	12.585.140	16.334.865	20.396.363	24.244.947	28.406.037
WACC	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121	0,121

Fonte: Elaborado pelo autor

4.7 Valor justo da ação CAMB4

O valor presente dos fluxos de caixa projetados à taxa WACC calculada, resultam no seguinte valor presente líquido total: **R\$ 182.041.463,00**.

Obtemos agora o valor justo da firma retirando do total encontrado o valor líquido da dívida da empresa. Posteriormente, dividimos pelo número de ações. Segue tabela abaixo:

Tabela 5: Valor Justo da Ação (Em reais)

Soma Valor Presente	R\$ 182.041.463,00
- Dívida	R\$ 143.420.000,00
Acionistas	38.621.463
Nº de ações	3.855.000
Preço por ação	R\$ 10,02
Cotação em 20/07/16	R\$ 5,10

Fonte: Elaborado pelo autor

5 Conclusão

O estudo de *Valuation* da empresa CAMBUCI através do método de fluxo de caixa descontado combinado com as avaliações do analista (autor da obra) do mercado de atuação da empresa e do mercado financeiro resultaram o preço de R\$ 10,02 por ação da empresa. O preço de mercado em 20/07/2016 é R\$ 5,10. Essa diferença é considerada alta, porém o valor encontra-se superestimado do ponto de vista das premissas utilizadas. É importante frisar que os valores obtidos são afetados pela premissa de crescimento, ainda que pequena, de longo prazo.

O desempenho futuro da empresa também está condicionado à forma como será administrada nos anos que seguem junto à situação econômica do país. Dessa forma, diferentes premissas e cenários poderiam também ser utilizados, bem como outros métodos de avaliação de empresas poderiam ser abordados.

O trabalho desenvolvido é exclusivo para ilustração do uso do método de fluxo de caixa descontado, não sendo considerado, portanto, como opinião de investimento.

6 Referências Bibliográficas

CAMBUCI S.A. – Informações. Disponível em <www.cambuci.com.br> Acesso em Fevereiro/2016

CAMBUCI S.A. – Informações das ações <<http://www.fundamentus.com.br/detalhes.php?papel=CAMB4&x=0&y=0>>

CAMBUCI S.A. – Informações do Balanço Financeiro <<https://www.google.com/finance?q=camb4&ei=qGYhV5n9J8O7mAGRqLegAQ>>

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Empresas. 2ª ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, Aswath. Avaliação de Investimentos. 2ª ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2009.

DAMODARAN, Aswath. Finanças Corporativas: Teoria e Prática. 2ª ed. Porto Alegre: Bookman, 2004.

MARTLANC, R., PASIN, R. e CAVALCANTE, F. Avaliação de Empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

PENALTY – Informações. Disponível em <www.cambuci.com.br> Acesso em Fevereiro/2016

ROSS, A., WESTERFIELD, R. e JORDAN, B. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2008.