

**Avaliação do valor de mercado de uma empresa de transportes utilizando o método do fluxo de caixa descontado**

**THIAGO COELHO TOSCANO**

**JOSMÁRIA LIMA RIBEIRO DE OLIVEIRA**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS (PUC MINAS)

**ANA TEREZA LANNA FIGUEIREDO**

PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE MINAS GERAIS (PUC MINAS)

## **Avaliação do valor de mercado de uma empresa de transportes utilizando o método do fluxo de caixa descontado**

### **1 Introdução**

Conhecer o valor de um ativo e o que determina esse valor ampara decisões eficazes sobre a carteira de investimentos, a definição do preço justo ao se pagar ou a receber em uma aquisição e na opção por investimentos, financiamentos e dividendos ao se administrar uma empresa (GITMAN, 2001). O processo de avaliação de empresas desempenha um papel importante como ferramenta de gerenciamento do negócio e de análise na tomada de decisões. O processo de avaliação consiste na estimativa de um valor para uma empresa ou ativo e tem como base um método matemático utilizado em um dado momento (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2011). Segundo Brealey e Myers (2000), tal mensuração considera certas premissas e hipóteses comportamentais, o contexto em que a avaliação está sendo realizada e os fatores envolvidos, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultado futuro.

Chiavenato (1995) afirma que a viabilidade econômica é definida como um conjunto de técnicas, que permite a comparação entre resultados obtidos nas alternativas possíveis de solução de um problema, possibilitando a tomada de decisões de maneira científica. Os objetivos da viabilidade econômica resumem-se na determinação da meta desejada, determinação dos fatores e meios à disposição, avaliação das alternativas e fornecimento de subsídios ao processo decisório. Toledo Júnior (1988) e Assaf Neto e Lima (2009), por sua vez, explicam que o objetivo fundamental do estudo da viabilidade econômica da abertura ou expansão de um negócio é justamente determinar a possibilidade de o empreendimento ser viável ou não. O estudo evita que projetos mal planejados causem prejuízos no futuro. Em suma, o estudo de avaliação de mercado da empresa é de extrema relevância para descrever de forma completa o seu potencial econômico e financeiro, por meio do qual é possível analisar a viabilidade técnica, mercadológica e econômico-financeira do negócio, utilizando-se de técnicas adequadas.

Para Samanez (2006), o processo de elaboração e análise de negócios deve considerar uma análise futura de valor de mercado a partir das projeções, e ao verificar cada etapa da viabilidade do processo, uma vez que as decisões se aplicam a problemas complexos. Esse dois fatores, análise de viabilidade e informações incompletas, fazem com que a coleta e o processamento de informações custem tempo e recursos, se torna uma questão lógica a empresa dispende recursos e tempo na análise da viabilidade de modo proporcional ao risco que o projeto apresenta (WOILER; MATHIAS, 1996). Para fundamentar as decisões, segundo Dolabela (1999), o interessado deve elaborar projeções que lhe sirva de guia no futuro e oriente o seu processo decisório para potencializar as oportunidades, tentar neutralizar as ameaças, criar valor para o cliente e riqueza para a empresa. Portanto, torna-se necessário um estudo de viabilidade econômico-financeira futura do negócio para saber a partir de que volume de atividade econômica a empresa se torna viável e lucrativa, e qual o seu valor atual de mercado.

Nesse sentido, a pesquisa realizada contemplou uma avaliação de valor de mercado e formatação do preço de venda para uma empresa de transporte rodoviário de cargas sediada em Minas Gerais, de acordo com as práticas contábeis adotadas no Brasil e a metodologia de avaliação de empresa baseada no Fluxo de Caixa Descontado. A data base para negociação utilizada na pesquisa foi 31 de dezembro de 2017. Com mais de 40 anos de experiência, a empresa objeto deste estudo possui uma frota com idade média de três anos, composta de veículos possuem capacidade para transportar dois milhões de toneladas/ano.

De acordo com Pomeranz (1985), o estudo de valor de mercado é um projeto de estudo e análise que procura verificar a atratividade mercadológica, do ponto de vista econômico e financeiro, de determinado negócio. De acordo com Ehrhardt e Brigham (2012),

quando surge a ideia ou oportunidade de investir, começa o processo de coleta e processamento de informações que, devidamente analisadas, permitirão testar a sua viabilidade. Os empreendimentos envolvem riscos, mas um bom estudo de viabilidade financeira constitui uma maneira de garantir que o futuro aconteça dentro de parâmetros mais controláveis, de acordo com Kato (2011). A viabilidade financeira mostra quais são os investimentos efetuados e quais são os retornos do negócio, valendo-se de uma previsão de produção e de vendas e, conseqüentemente, de despesas e de receitas ao longo dos primeiros meses de vida.

Para Brigham e Weston (2000) e Degen (1989), para o estudo de valor de mercado deve-se determinar antecipadamente qual será o investimento possível de ser realizado a curto e médio prazo, o que pode ser aplicado no negócio sem retorno no primeiro momento. E ainda, fazer uma análise preliminar do mercado, com a compreensão do perfil do cliente e da concorrência para planejar a melhor forma de fazer ou de vender, além do preço a ser cobrado. O estudo de viabilidade financeira do negócio ajudará a responder a partir de que volume de atividade econômica a empresa se torna viável e lucrativa (*break even point*) e quando os retornos superam as expectativas dos investidores.

## 2 Referencial Teórico

A avaliação pelo método de Fluxo de Caixa Livre da Empresa (em inglês, *Free Cash Flow to the Firm* – FCFE) é uma metodologia divulgada por Damodaran (2007) e Assaf Neto e Silva (2012), que se baseia no valor presente dos fluxos futuros de caixa esperados, durante um período de tempo relevante de qualquer ativo ou negócio. Assim, o critério do fluxo de caixa descontado está fundamentado no conceito de que o valor de uma empresa ou negócio está diretamente relacionado aos montantes e às épocas nos quais os fluxos de caixa livres, oriundos de suas operações, estarão disponíveis para distribuição. Esse critério também captura os ativos intangíveis, tais como marca, carteira de clientes, carteira de produtos e participação de mercado, na medida em que o valor desses ativos está refletido na capacidade de a empresa gerar resultados.

Portanto, para os acionistas, o valor da empresa é medido pelo montante de recursos financeiros que, espera, sejam gerados no futuro pelo negócio, descontados ao seu valor presente, para refletir o tempo, o custo de oportunidade e o risco associado a essa distribuição. Gitman (2001) explica que o desconto a valor presente é decorrente do fato de que o dinheiro tem valor no tempo, pois existem outras oportunidades para se obter taxas de retorno positivas. Assim, os fluxos de caixa associados com um investimento devem ser medidos no mesmo instante no tempo. Assim, no método utilizado neste trabalho, descontam-se os fluxos de caixa futuros para um valor presente, através da utilização de uma taxa de desconto apropriada, a qual reflita os riscos e as expectativas inerentes aos fluxos descontados. O conceito de valor presente é o mesmo utilizado por Sanvicente (1987), isto é, o valor atual de um montante futuro em unidades monetárias, ou seja, o montante de unidades monetárias que poderia ser investido hoje, a uma dada taxa de juros, durante um período especificado, para se igualar ao montante futuro.

O Fluxo de Caixa Descontado Livre parte do modelo de valor presente, porém é considerado o fluxo de entrada de caixa de todos os períodos distintamente. Para Assaf Neto e Silva (2012), a técnica de avaliação por fluxos de caixa descontados captura os elementos que afetam o valor da empresa de maneira abrangente e, por constituir-se uma técnica de natureza econômica, reflete de forma mais consistente o valor da empresa do que o obtido a partir de técnicas contábeis, as quais se baseiam no lucro contábil e não consideram o investimento exigido para gerar lucros, nem o momento em que elas ocorrem.

Gitman (2001) esclarece que, do ponto de vista teórico, tendo em vista a continuidade das operações do negócio avaliado, o horizonte de projeção se estenderia ao infinito ou por

prazos muito longos. Entretanto, devido à grande dificuldade de se estimar parâmetros por prazos muito longos, é prática de mercado considerar um horizonte de projeção de alguns anos, de acordo com as características do negócio avaliado e, ao fim desse período, adicionar um valor terminal (perpetuidade). Assim, na presente avaliação, observando-se as características da Empresa, considerou-se um horizonte de projeção de dez anos e o valor terminal foi calculado com base em um fluxo de caixa futuro perpétuo, fundamentado no valor normalizado do fluxo de caixa livre do último ano da projeção, exatamente como sugerido por Kuhnen e Bauer (2001).

A metodologia do fluxo de caixa descontado tem como base o conceito de que o dinheiro tem valor diferente no tempo. Galdi, Teixeira e Lopes (2007) explicam que o valor de um ativo é o somatório dos valores presentes dos seus fluxos de caixa futuros (esperados) pelo simples fato de que um dólar disponível hoje vale mais que um dólar disponível amanhã, e, a segunda, porque um dólar com risco vale menos que um dólar sem risco. Essa metodologia também é defendida por Zdanowicz, Baggio e Batista (2015), ao realizar o *valuation* de duas empresas de capital aberto do setor de Educação Superior no Brasil, pois, segundo os autores, o fluxo de caixa é um dos principais fatores a garantir a continuidade do negócio. É fundamental que qualquer investimento financeiro além de prover lucros, deve também gerar caixa em suas atividades, pois é com este que se verifica a disponibilidade de recursos para fazer frente a seus compromissos assumidos.

O valor presente dos fluxos de caixa de um projeto é bastante sensível a variações na taxa de desconto. De acordo como Bradley, Jarrell e Kim (1983), quanto maior for essa taxa, menos valem os fluxos de caixa do projeto em valores atuais, taxa essa conhecida como custo médio ponderado do capital (em inglês, *Weighted Average Cost of Capital - WACC*), que representa o custo do financiamento da empresa. Segundo Assaf Neto e Silva (2012) e Damodaran (1996), a taxa de desconto do projeto possui dois componentes, a saber, o custo do capital do credor e o custo do capital do acionista. A taxa que compreende o custo do capital do credor é formada, basicamente, pela média ponderada das taxas incidentes sobre os empréstimos da empresa. Já o custo do capital do acionista é uma função da taxa livre de risco – que, para este caso, equivale à taxa de retorno de um título de renda fixa, emitido pelo governo brasileiro, a taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (SELIC) – e um valor adicional (*spread*) a ser somado a essa taxa, justamente pela expectativa do investidor em ganhar algum valor que justifique o risco do negócio. Isso porque, segundo, com Pimentel e Aguiar (2016), a SELIC é a principal referência para taxas livres de risco no mercado de crédito e título de curto prazo. Assim, o WACC utilizado é uma ponderação entre os valores esperados de retorno do credor e dos proprietários, ponderado a estrutura de capital na data base da avaliação. Segundo Gitman (2001) e Damodaran (2007), via de regra, o custo de capital de credor é menor pelo fato da dívida produzir benefício fiscal para o devedor, uma vez que as despesas financeiras geradas pelo endividamento reduzem o lucro tributável da empresa.

De acordo com Bonomo (2002), um ativo (projeto, empresa, ação, título) vale hoje o fluxo de caixa que produzirá no futuro, descontado a uma taxa que expresse o seu risco. A projeção dos demonstrativos de resultados futuros destina-se tão somente à finalidade de se calcular o fluxo de caixa projetado do negócio que está sendo avaliado, que contempla os fluxos futuros disponíveis para os acionistas. Segundo Vieira (2008), nessa etapa da avaliação, o que se quer estimar é a capacidade de geração de caixa proveniente das operações normais da empresa, ou seja, seu potencial de gerar riqueza para os acionistas em decorrência de suas características operacionais da carteira de clientes-contratos. Dessa forma, os fluxos de caixa anuais serão, então, descontados pelo custo do capital. Posteriormente, os fluxos de caixa descontados são somados para se estimar o valor do negócio. Seguindo as

recomendações de Assaf Neto e Silva (2012) e Gitman (2001), para calcular o fluxo de caixa futuro gerado pelas operações da empresa, inicialmente projetar-se-á seus resultados.

Samanez (2006) sugere que o primeiro passo para valorarmos um investimento pelo método de fluxo de caixa seja a determinação dos fluxos de caixa futuros do ativo que pretendemos analisar. Os fluxos de caixa normalmente são diferentes do resultado contábil (lucro líquido), devido a custos e despesas que não representam efetiva saída de caixa (tais como depreciação, amortização e exaustão) e de fluxos de investimentos (em ativos permanentes e capital de giro) que não são computados na apuração do lucro líquido. Damodaran (2007) propõe avaliar o valor de mercado de um negócio pelo método do fluxo de caixa livre da empresa (FCFF).

Descontando-se esses fluxos residuais pelo custo médio ponderado de capital (WACC), que é o custo das diversas fontes de recursos da empresa (dívida e patrimônio líquido) ponderados por pesos atribuídos pelos seus valores de mercado (BRADLEY; JARRELL; KIM, 1983). Costa, Costa e Alvim (2011) observam que, aos lucros líquidos projetados apurados, adicionam-se as despesas com depreciação (por se tratar de despesa não financeira) e subtraem-se os investimentos em ativos fixos projetados e a necessidade de capital de giro projetada. Ressalta-se que o lucro líquido calculado nas projeções de resultado não é diretamente comparável ao lucro líquido contábil a ser apurado futuramente nos exercícios subsequentes. Isso se deve ao fato, entre outras razões, de que o lucro líquido realizado é afetado por fatores não operacionais ou não recorrentes, tais como, receitas e despesas eventuais e ou não operacionais, entre outras. Estes fatores não são projetados em razão de sua imprevisibilidade.

### **3 Metodologia**

Dada a necessidade de se buscar um entendimento sobre a natureza geral do negócio e as variáveis relevantes que precisam ser consideradas, a pesquisa realizada caracteriza-se como qualitativa, a qual visa a identificar e descrever os componentes de um sistema complexo e suas interrelações de significados, sem enumerar nem medir o evento com instrumentos estatísticos. Segundo Godoy (1995), a pesquisa qualitativa é adequada quando os dados a serem obtidos são detalhados e complexos ou quando os fatos apresentam certo grau de ambiguidade na análise fenomenológica.

A técnica de estudo utilizada foi o estudo de caso. Conforme Yin (2005), esse método é recomendável para pesquisas cujo objeto é uma unidade que se analisa profundamente, visando ao exame detalhado de um ambiente, um sujeito ou uma situação em particular, objetivando-se esclarecer o motivo de uma decisão ou conjunto de decisões, sua maneira de implementação e os resultados obtidos. Essa técnica é apropriada para a elaboração de fluxos de caixa que se deseja, a partir de receitas e despesas estimadas com base nas premissas definidas e nos dados coletados nas pesquisas, os quais foram analisados para discutir se o negócio era aceitável. As abordagens preferidas integram procedimentos de valor do dinheiro no tempo, considerações de risco e retorno e conceitos de avaliação, para selecionar dispêndios de capital que são consistentes com a meta de maximização os lucros. As técnicas de orçamento de capital mais populares foram utilizadas. Tratam-se do valor presente líquido (VPL) e a taxa interna de retorno (TIR).

As evidências para um estudo de caso podem vir de fontes distintas, tais como documentos, registros em arquivo, entrevistas, observação e artefatos físicos. Independentemente dos instrumentos de pesquisa, ao utilizar o estudo de caso é importante, antes de tudo, interpretar as respostas e os dados encontrados na pesquisa, buscando ser imparcial em relação a noções pré-concebidas ou preconceitos (YIN, 2005). Nem todas as fontes são importantes no estudo de caso e a escolha daquelas a serem utilizadas se dará de acordo com a conveniência, disponibilidade e a convergência das evidências. Dessa forma,

foram analisados os demonstrativos contábeis do período de 2016 e 2017 que se encontram nos Anexos deste trabalho.

As entrevistas não estruturadas com os representantes da empresa (dois sócios, um deles o diretor administrativo financeiro) foram utilizadas como instrumento de levantamento de informações de caráter perceptivo e interpretativo, permitindo compreensão mais clara dos processos e seus significados para a empresa. Em particular este instrumento, segundo Yin (2005), é recomendado para inferir questões menos mensuráveis, como a cultura das organizações, o conhecimento dos indivíduos, a aceitação e reconhecimento da ferramenta como instrumento de gestão, a absorção dessa tecnologia e adaptações no modelo. Esse tipo de pesquisa dá oportunidade para a obtenção de dados que não se encontram em fontes documentais e que sejam relevantes e significativos.

O propósito da entrevista com os sócios da empresa foi o de identificar perspectivas para favorecer a compreensão do escopo, da complexidade das atividades, além das principais preocupações. As informações foram coletadas a partir de entrevistas não estruturadas para se conhecer melhor aspectos que não eram passíveis de observação e mensuração direta, como sentimentos, intenções e comportamentos, e identificar possíveis problemas metodológicos no estudo e para esclarecer algumas questões que não estavam muito claras quanto ao problema.

#### **4 Resultados e análise**

A partir de informações constantes nos demonstrativos contábeis fornecidos pela própria empresa, os tópicos foram divididos em três temas de análise: do desempenho econômico, do desempenho financeiro e da estrutura de capital e endividamento. No que diz respeito às questões tributárias, o levantamento de dados indicou que a empresa é optante pelo Lucro Real. Assim, no âmbito federal, a empresa recolhe PIS (Programa de Integração Social) e COFINS (Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social) com alíquotas de 1,65% e 7,60%, respectivamente, sobre as receitas auferidas, deduzido dos respectivos créditos apurados sobre seus insumos.

Já com relação ao Imposto de Renda (IRPJ) e a Contribuição Social sobre o lucro líquido (CSLL) as alíquotas aplicáveis são de 15% de IRPJ, mais 10% a título de adicional sobre a parcela que exceder o valor resultante da multiplicação de R\$ 20.000,00 (vinte mil reais) pelo número de meses do respectivo período de apuração, e de 9% de CSLL sobre o lucro tributário do período. No âmbito estadual, a empresa recolhe o ICMS (Imposto sobre operações relativas à circulação de mercadorias e sobre prestações de serviços de transporte interestadual, intermunicipal e de comunicação) na sistemática de débito e crédito, conforme legislações vigentes no estado de Minas Gerais e demais estados.

A empresa possui parcelamento de tributos federais, de acordo com a lei 12.996/2014, cujo saldo aproximado em 31/12/2017 era de R\$ 1.865.255,67. Além disso, apresenta demandas judiciais nas quais é ré, em especial na esfera trabalhista, que totalizam uma contingência de R\$ 969.879,94, em doze processos. Na mesma data, isto é, 31/12/17, possui um saldo devedor de aproximadamente R\$ 38.752.715,12 referente a financiamentos e empréstimos e financiamentos bancários junto a instituições financeiras, bem como empréstimos com terceiros, vencendo a última parcela em novembro de 2022.

##### **4.1 Análise do desempenho econômico, financeiro, de endividamento e da estrutura de capital**

Os indicadores de desempenho econômico visam apresentar informações que dizem respeito à situação econômica da empresa, isto é, informações sobre a capacidade que a empresa tem de gerar benefícios econômicos, do ponto de vista de sua rentabilidade, lucratividade e nível de atividade. Tomando em conta os dados apresentados nos

demonstrativos contábeis da empresa, foi elaborada a Tabela 01 que apresenta um resumo dos principais índices de desempenho econômico da empresa, no período de 2016 e 2017:

**Tabela 01: Indicadores de desempenho econômico**

<b>Indicador</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Retorno sobre o Ativo (ROA)	0,2%	-2,0%
Retorno sobre o Patrimônio Líquido (ROE)	0,8%	-13,3%
Margem Bruta (MB)	36,0%	33,7%
Margem Operacional (MO)	-2,0%	-3,6%
Giro do Ativo (GA)	121,3%	160,0%

Fonte: Demonstrativos Financeiros de 2016 e 2017

Os indicadores de retorno do Ativo e do Patrimônio Líquido demonstram uma deterioração decorrente do resultado negativo no ano de 2017. De fato, se comparados os números de 2016 com retornos de títulos de mercado, como a SELIC que, em 2017, fechou o ano em 13,75% a.a. e em 7,00% a.a., em 2016 (BACEN, 2018), percebe-se que a empresa, apresenta uma rentabilidade muito baixa o que, inequivocamente, é decorrente do péssimo cenário econômico em que o país se encontrava e que será abordado mais adiante.

No que diz respeito às margens, é interessante notar que, apesar de nos dois anos a MB apresentar valores relativamente altos, acima de 30%, o fato de a MO ser negativa demonstra que essa margem não é suficiente para a empresa fazer frente às suas despesas operacionais. Uma análise mais pormenorizada do Demonstrativo de Resultados permite afirmar que as despesas com pessoal e com depreciação representam mais de 80% das despesas operacionais, de modo que a empresa está operando em um patamar muito abaixo da estrutura criada para suportá-la, novamente, decorrente da crise econômica instalada.

O nível de atividade da empresa é intenso, o que pode ser comprovado por seu giro de ativo superior a 100% ao ano. Os resultados demonstram que, para a empresa ter desempenho econômico favorável, é preciso que o nível de atividades aumente ainda mais, o que, provavelmente, só será possível a partir de uma recuperação econômica do país. Do contrário, a empresa precisará fazer ajustes na sua estrutura operacional para manter retornos econômicos favoráveis. Enquanto os indicadores econômicos apontam para a situação operacional da empresa, os indicadores de liquidez visam apresentar a situação da empresa, sob o ponto de vista de sua capacidade de pagamento e geração de caixa (ASSAF NETO; SILVA, 2012). A partir das mesmas demonstrações contábeis da empresa elaborou-se a Tabela 02 com os principais indicadores de desempenho financeiro:

**Tabela 02: Indicadores de desempenho financeiro**

<b>Indicador</b>	<b>2016</b>	<b>2017</b>
Índice de Liquidez Corrente (ILC)	0,73	0,78
Índice de Liquidez Seca (ILS)	0,71	0,74
Índice de Liquidez Imediata (ILI)	0,01	0,01
Prazo Médio de Pagamento (PMP - dias)	39,6	41,3
Prazo Médio de Estoque (PME - dias)	2,7	4,2
Prazo Médio de Recebimento (PMR - dias)	45,4	46,6
Ciclo Financeiro (CF - dias)	8,6	9,6

Fonte: Demonstrativos Financeiros de 2016 e 2017

O desempenho econômico desfavorável apresentado no tópico anterior afeta sobremaneira o desempenho financeiro da empresa. Isso pode ser verificado pelos índices de liquidez, nos quais no mais amplo, ILC, a empresa tem apenas R\$ 0,73 no ativo circulante para pagar cada R\$ 1 real do passivo circulante. Era de se esperar, portanto, que, na medida em que se retirasse dessa conta itens de pouca liquidez no ativo, a situação se agravasse cada vez mais. O CF da empresa não agrava o desempenho financeiro, haja vista que um CF de menos de 10 dias para uma operação tão complexa é um indicador favorável. Como prestadora de serviços, não há necessidade de manter muitos itens em estoque, o PME tende a ser baixo. Como o PMP e o PMR de recebimento estão em patamares relativamente próximos, a empresa tem conseguido manter o ciclo financeiro baixo, o que, por sua vez, deve contribuir para diminuir – ou, pelo menos, não aumentar – a sua necessidade de capital de giro, onerando ainda mais os resultados.

Os indicadores de endividamento e estrutura de capital demonstram que a empresa trabalha com um percentual bastante elevado de recursos de terceiros: mais de 80% do capital vem desta fonte de financiamento. Compreendendo a atividade da empresa, transportes e logística, fica fácil de entender que seu principal ativo são os caminhões, para os quais existe financiamento a taxas bem competitivas oferecidas pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). O resultado disso é que o percentual de capital de terceiros de curto prazo é relativamente baixo, menos de 40%, em 2016, e pouco mais que isso, em 2017.

Entretanto, cabe destacar uma informação presente no balanço patrimonial e que não poderia passar despercebida nessa análise. O ano de 2017 registra a conta “Banco Conta Garantida” no valor de R\$ 1.333.421,89 em 2017, conta esta que não havia no balanço de 2016. Sabe-se que este tipo de conta diz respeito à empréstimos de curto prazo que, neste caso, a empresa começou a acessar provavelmente para fazer frente a seus pagamentos. Se considerarmos o fraco desempenho econômico da economia brasileira, bem como os baixos índices de liquidez, o surgimento dessa conta é um indício da dificuldade da empresa em gerar caixa para bancar suas operações, fato este corroborado por todos os indicadores avaliados neste tópico.

#### **4.2 Análise do ambiente de negócios**

Para avaliar o ambiente de negócios no qual se insere a empresa pesquisada foi procedida a análise do cenário econômico e suas principais variáveis, e a análise do setor de transportes e logística no âmbito da economia brasileira. O Brasil atravessou a crise econômica mais grave e prolongada da sua história, demonstradas pelas sucessivas quedas no Produto Interno Bruto (PIB). Entretanto, dados macroeconômicos demonstram que o fundo do poço já passou e o país começa, agora, um período de recuperação. Quando se compara os dados do PIB com o Índice de Confiança dos Empresários, percebe-se que este último tem apresentado sucessivos aumentos nas suas aferições e possui forte correlação com o PIB, conforme FGV, IBGE, Ministério da Fazenda (2017).

A taxa de juros de mercado e o nível de atividade econômica têm uma relação umbilical, porque a alta do primeiro tende a reduzir o segundo, dado o encarecimento do crédito, que compromete o consumo das famílias e os investimentos privados. Nesse sentido, o viés de baixa observado no comportamento da taxa de juros nos últimos períodos demonstrado é mais um fator que tende a elevar as perspectivas positivas em relação ao futuro da economia. Por essas razões, apesar dos tempos nebulosos, a expectativa é de recuperação econômica nos próximos anos, o que deverá impactar positivamente o setor de transportes e logísticas, dado o altíssimo grau de correlação existente entre ele e o nível da atividade econômica doméstica, como se demonstrará na sequência.

Referente à análise setorial, observa-se que o Transporte Rodoviário – Desempenho do Setor, Infraestrutura e Investimentos (2017), apresentado pela Confederação Nacional do

Transporte (CNT), realizou análise da série histórica da Pesquisa CNT de Rodovias, no período 2004 a 2016, avaliando a evolução da qualidade da infraestrutura, os investimentos no setor, além de propor ações para solucionar os entraves identificados. O estudo afirma que o setor fornece serviços para todos os setores de atividade econômica, por meio do deslocamento de cargas e trabalhadores, de modo que o baixo nível de econômica observada no Brasil nos últimos anos, por meio do pífio desempenho do PIB brasileiro repercute negativamente no setor, diminuindo a demanda por serviços prestados pelas empresas. Em 2014, o transporte rodoviário de cargas foi responsável por 36,2% do PIB do setor de transporte. Os anos de 2015 e 2016 foram, na última década, os piores registrados na série histórica, apresentando a redução do volume de serviços em 6,6% e 7,1%, respectivamente. O estudo também demonstra que, dentre os segmentos do setor, o transporte terrestre é o que vem sofrendo de forma mais rigorosa as consequências da queda do nível de atividade da economia brasileira, com redução de -10,4% em 2016.

Esses dados são relevantes, porque dentro do transporte terrestre, que é composto pelo transporte ferroviário e rodoviário, este último representa 61% de participação na matriz de transporte de cargas e é o principal modo de deslocamento de passageiros, independentemente da distância. Justamente o setor de atuação da empresa pesquisada. Mesmo diante de informações tão ruins, o estudo traz também alguns dados positivos relativos aos investimentos das empresas de transporte rodoviário. Apesar do cenário ruim, cabe um destaque para o aumento de licenciamentos de ônibus e caminhões em período anterior à crise (CNT, 2017). A contratação dos investimentos em aquisição de veículos começou em 2014, teve seu pior desempenho na série histórica em 2015, mas, com exceção para veículos ônibus, o ano de 2016 foi de recuperação no número de licenciamentos, demonstrando que o ano de 2017 e 2018 deve ser de recuperação para o setor, ainda que de maneira lenta e gradual.

Os dados apresentados anteriormente corroboram aqueles levantados também pela CNT no estudo Sondagem Expectativas Econômicas do Transportador (2015), o qual a Confederação ouviu representantes de todos os modais (rodoviário, ferroviário, aquaviário e aéreo), tanto de cargas quanto de passageiros, a fim de avaliar as expectativas do setor relativamente ao desempenho da economia para os próximos anos. Por ser uma atividade-meio, a sua demanda depende, basicamente, da trajetória econômica do país, mais intimamente com a atividade industrial. Isso porque para os entrevistados na pesquisa, a maior parte deles afirmou que realiza o deslocamento de mercadorias industrializadas ou ligadas à indústria, de tal sorte que a retração industrial que assombra o país há alguns anos influencia diretamente os transportadores do segmento. Analogamente, na medida em que as expectativas com relação à recuperação econômica para os próximos anos se tornam mais animadoras, o mesmo se pode dizer a respeito das expectativas do setor.

### 4.3 Premissas da avaliação

A avaliação de mercado do valor da empresa será realizada pelo método de Fluxo de Caixa Descontado Livre, que, segundo Assaf Neto e Silva (2012) se baseia no valor presente dos fluxos futuros de caixa esperados. As premissas para definição da taxa de desconto utilizada de 7,97% tiveram como base o custo médio ponderado de capital e estão relacionadas na Tabela 03:

**Tabela 03: Premissas do cálculo do WACC da empresa pesquisada**

Variável	Valor	Fonte
Taxa livre de risco (a)	6,25%	Selic projetada para 2018 (BACEN, 2018)
Prêmio de risco (b)	3,95%	Damodaran (2018)
Beta setorial (transportes) alavancado (c)	1,01	Damodaran (2018)
Custo do Capital Próprio	10,24%	$K_e = (a) + [(b) \times (c)]$

Proporção do Capital Próprio ( $K_e$ )	25,0%	Balanco (25% de capital próprio e 75% de terceiros)
Taxa de captação de novas dívidas (d)	10,43%	Entrevista com gestores
Alíquota IRPJ (Imposto de Renda Pessoa Jurídica) e CSLL (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido) (e)	34,0%	Legislação IRPF e CSLL
Custo do Capital de Terceiros ( $K_d$ )	6,88%	$K_d = (d) \times (e)$
WACC	7,72%	$(0,75 \times K_d) + (0,25 \times K_e)$

Como base para as premissas macroeconômicas foram utilizadas informações históricas disponibilizadas pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e as projeções divulgadas pelo Banco Central do Brasil. As demais variáveis projetadas foram realizadas tendo por base um cenário conservador, uma vez que o crescimento da receita projetada foi inferior ao crescimento histórico da empresa nos últimos anos. As receitas, foram projetadas de acordo com as informações históricas da empresa, com taxa de crescimento anual de 5,21% sobre a receita base de 2016, considerando o crescimento econômico previsto 2,2% e inflação do setor de 3,01% no acumulado dos últimos 12 meses. Já os custos e despesas operacionais foram projetados conforme informações históricas acrescidos de 3,01% anualmente, referente inflação do setor nos últimos 12 meses, medida pelo Índice Nacional do Custo de Transporte de Carga Fracionada (INCTCF). As despesas financeiras foram projetadas conforme o reconhecimento dos juros a incorrer dos empréstimos e financiamentos e vigentes, além dos juros sobre os financiamentos a serem captados para renovação da frota de caminhões, reboques e veículos (reinvestimentos), com amortização média de 72 meses, e estratégia de manutenção da idade média da frota de 3 anos.

No que tange aos investimentos, estes referem-se aos reinvestimentos para continuidade e manutenção das operações da empresa, onde se estimou a renovação da frota de caminhões, reboques e veículos a cada 03 (três) anos e um incremento médio de 1% da estrutura atual do ativo para os demais grupos do imobilizado. A taxa depreciação foi aplicada de acordo com as regras atuais utilizadas pela empresa, de forma linear, tendo considerado o valor residual dos caminhões e reboques e veículos proporcionais a 50% e 40% do custo original, respectivamente. Também foi considerado o investimento em capital de giro, para o qual foi elaborada projeção com base na proporção de crescimento das receitas de cada período, considerando um ciclo financeiro de 10 (dez) dias.

Por fim, no casos dos tributos diretos e indiretos, considerou-se que a empresa é optante pelo Lucro Real, de modo que foram aplicadas as alíquotas impostos e contribuições para o referido regime. No âmbito estadual a empresa recolhe o ICMS (Imposto sobre Operações relativas à Circulação de Mercadorias e Sobre Prestações de Serviços e Transporte Interestadual, Intermunicipal e de Comunicação) na sistemática de débito e crédito.

#### 4.4 Demonstrativo de resultados

O Demonstrativo de Resultados do Exercício (DRE) da empresa, de acordo com Assaf Neto e Silva (2012) e Gitman (2001), permite avaliar o desempenho das receitas da empresa ao longo de um determinado período, confrontando-as com os custos e despesas realizados neste mesmo período, de modo que, ao final, é possível apresentar se a empresa está tendo lucro ou prejuízo. O Quadro 01 traz, portanto, as projeções de resultado para a empresa pesquisada para o período de 2018 a 2027, isto é, para os próximos 10 anos, a partir das premissas citadas anteriormente:

### Quadro 01: Projeção do Demonstrativo de Resultados

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADO DO EXERCÍCIO PROJETADA 2018 A 2027

Em R\$ mil	2018	2019	2023	2027
<b>Receita Bruta</b>	<b>126.767</b>	<b>133.371</b>	<b>163.414</b>	<b>200.225</b>
Impostos	-17.818	-18.746	-22.969	-28.143
<b>Receita Líquida</b>	<b>108.949</b>	<b>114.625</b>	<b>140.445</b>	<b>172.082</b>
Custo dos Serviços	-70.790	-72.984	-82.464	-93.175
<b>Lucro Bruto</b>	<b>38.159</b>	<b>41.640</b>	<b>57.981</b>	<b>78.907</b>
<i>Margem Bruta</i>	<i>35%</i>	<i>36%</i>	<i>41%</i>	<i>46%</i>
Desp. Administrativas	-3.652	-3.765	-4.254	-4.807
Desp. Pessoal	-20.690	-21.331	-24.102	-27.233
Outras Despesas	-1.044	-1.076	-1.216	-1.373
<b>EBITDA</b>	<b>12.773</b>	<b>15.468</b>	<b>28.409</b>	<b>45.494</b>
<i>Margem EBITDA</i>	<i>12%</i>	<i>13%</i>	<i>20%</i>	<i>26%</i>
Desp. Depreciação	-7.200	-7.203	-10.770	-6.595
<b>EBIT</b>	<b>5.573</b>	<b>8.265</b>	<b>17.639</b>	<b>38.899</b>
Desp. Financeira	-1.901	-1.943	-5.155	-2.960
<b>Lucro Antes dos Impostos</b>	<b>3.672</b>	<b>6.322</b>	<b>12.484</b>	<b>35.939</b>
Imposto de Renda	-918	-1.581	-3.121	-8.985
Contribuição Social	-331	-569	-1.124	-3.234
<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>2.424</b>	<b>4.173</b>	<b>8.239</b>	<b>23.720</b>
<i>Margem Líquida</i>	<i>2%</i>	<i>4%</i>	<i>6%</i>	<i>14%</i>

Fonte: Elaboração a partir dos dados da pesquisa

A Tabela 05 traz as projeções do fluxo de caixa livre da empresa - FCFF da empresa de 2018 a 2027 - próximos 10 anos, a partir das premissas adotadas. Para o cálculo da perpetuidade, utilizou-se a fórmula sugerida por Gitman (2001).

Considerando as premissas utilizadas para este estudo e os resultados gerados a partir das projeções realizadas, o fluxo de caixa livre da empresa foi projetado para os próximos 10 anos, tendo o ano de 2018 como início e os resultados dos demonstrativos contábeis de 2017 como ponto de partida. O fluxo de caixa livre para cada ano da projeção foi descontado usando como taxa o WACC calculado na Tabela 03 e cujo valor foi de 7,72%. Desse modo, chegou-se ao Valor Presente Líquido (VPL) desses fluxos que totalizou R\$ 10.776.864,00. A perpetuidade do fluxo de caixa foi calculado utilizando como parâmetros o fluxo descontado do ano 10 (2027) e o WACC de 7,72%. Para a taxa de crescimento (g) utilizou-se os dados do PIB projetado para 2018 de 2,2% que, considerando a análise de cenários, pode ser considerada relativamente conservadora.

## Quadro 02: Projeção Fluxo de Caixa Livre

FLUXO DE CAIXA PROJETADO 2018 A 2027

<i>Em R\$ mil</i>	2018	2019	2023	2027
Lucro Líquido	2.424	4.173	8.239	23.720
(+) Depreciação	7.200	7.203	10.770	6.595
.+/- NCG	-2.906	-3.258	-5.147	-8.131
(-) Parcelamento Tributário	-209	-209	-209	0
<b>Fluxo de Caixa Livre Operacional</b>	<b>6.508</b>	<b>7.908</b>	<b>13.653</b>	<b>22.184</b>
(-) Amortização Financ. / Empréstimos	-7.604	-6.889	-10.664	-8.905
(+/-) Capex			-18.577	-9.288
(+) Aporte de Capital				
(+) Novos Financ. / Empréstimos			17.809	8.905
<b>Fluxo de Caixa Livre da Empresa</b>	<b>-1.096</b>	<b>1.019</b>	<b>2.221</b>	<b>12.895</b>
Fator de Desconto	1,0000	1,0772	1,4506	1,9533
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>-1.096</b>	<b>946</b>	<b>1.531</b>	<b>6.602</b>

<b>Fluxo do Negócio</b>	
Σ dos fluxos de caixa descontados	10.777
Taxa de crescimento de longo prazo (g)	2,2%
Taxa de Desconto	7,72%
Perpetuidade	119.537
<b>Valor da empresa (Valuation)</b>	<b>130.314</b>

Fonte: Elaboração a partir dos dados da pesquisa

Assim, a identificação do valor de mercado para a empresa pesquisada somou-se o VPL citado e o fluxo de caixa da perpetuidade, chegando-se ao valor de R\$ 130.314.301,00. Nesse sentido, cabem algumas ressalvas, a partir de uma análise pormenorizada dos números projetados. A primeira é que a situação econômico e financeira da empresa melhora com relação aos dados históricos, na medida em que a receita cresce a uma taxa maior (PIB mais inflação) que os custos e despesas (inflação). Apesar do impacto positivo sobre os resultados, é preciso uma gestão muito eficiente para garantir que essa premissa se torne realidade no futuro. A segunda ressalva é com relação à renovação da frota. A necessidade de investimentos na renovação da frota exige um esforço de caixa próprio da empresa, mesmo com a existência de recursos de financiamento para grande parte do investimento total. Tal cenário afeta o caixa e, conseqüentemente, o valor da empresa. O mesmo ocorrerá caso a empresa decida adotar outras estratégias de gestão de ativos utilizadas por outras empresas com características semelhantes, como a locação dos veículos com todos os custos de manutenção incluídos, seja pela uma empresa terceirizada ou criada pelo grupo justamente com esse objetivo econômico, caso um estudo econômico, financeiro e tributário mais pormenorizado venha a indicar ganhos de produtividade. Outro ponto relevante é a possibilidade de uma injeção de capital adicional para reestruturação das dívidas de curto prazo que começaram a aumentar no último exercício em decorrência da desaceleração do mercado, modo a reduzir os custos financeiros da empresa. Fato é que a posição de caixa da empresa só começa a melhorar a partir do ano dez, com o fim de algumas amortizações, razão pela qual se optou pela projeção de 10 anos. Ainda assim, as projeções não levaram em

consideração a melhoria das disponibilidades que a venda da frota antiga pode causar e o impacto gerado sobre o valor de mercado da empresa a partir desta circunstância.

## **5 Considerações e recomendações**

A investigação científica realizou, por meio de uma técnica de análise, o valor de mercado em uma empresa de transportes rodoviário de cargas, sediada em Minas Gerais. Para tanto, o estudo de caso tratou dados obtidos por meio de entrevista, dados documentais e observação. Por meio do desconto do fluxo de caixa descontado da organização, foi obtido a partir de projeções de receitas, custos, despesas entre outros parâmetros, tendo como base para negociação a data de 31 de dezembro de 2017. Muito embora todo cuidado tenha sido tomado para assegurar que os dados e informações aqui apresentados tenham sido claros e precisos, o estudo não buscou verificar de forma independente todas as informações da empresa e não incluiu auditoria ou revisão limitada das demonstrações.

A empresa apresentou resultados históricos muito aquém do desejado, em relação ao custo de oportunidade do mercado. Mas, as perspectivas de recuperação econômica no cenário nacional para os próximos anos e as políticas eficientes de gestão interna que devem ser adotadas, justificam o crescimento da organização na forma como apresentado na projeção dos demonstrativos econômicos e financeiros, fazendo dela uma empresa com grande valor. Desse modo, com base nas premissas e projeções destacadas, o valor estimado de mercado (*valuation*) da empresa é de R\$ 130.314.301,00.

Este resultado, entretanto, apresenta condições limitativas impostas pelas metodologias adotadas, que afetam as análises, opiniões e conclusões nele contidas. É mister destacar que o trabalho foi fundamentado substancialmente em premissas e informações fornecidas pelos demonstrativos contábeis, bem como em entrevistas com os sócios, de modo a obter informações complementares ao primeiro método de coleta. Assim, o trabalho não buscou a atestação das informações como verdadeiras, bem como não deve ser interpretado como comprovação de autenticidade das informações coletadas e, conseqüentemente, não corresponde a uma opinião ou qualquer forma de garantia sobre a sua integridade.

Ainda que se trate de um estudo baseado em premissas e projeções e cujo sucesso e o alcance dos números ora projetados não possa ser garantido e, nem tampouco, se possa estimar com precisão a probabilidade de ocorrência das premissas utilizadas, pode-se considerar que o objetivo principal deste estudo foi alcançado. Além de tais possibilidades não se constituírem vício da avaliação e serem reconhecidos pelo mercado como parte da natureza do processo de avaliação de uma empresa, é importante destacar que o estudo de avaliação do valor de mercado da empresa foi provocado pelos seus sócios em decorrência da vontade de seus sócios de se desfazerem por completo das operações e dividir os ganhos decorrentes de uma eventual venda da empresa para terceiros. Em princípio, existia uma avaliação subjetiva por parte dos sócios de que a empresa teria um valor de mercado superior ao projetado em decorrência do seu faturamento, do seu histórico de mercado e da marca consolidada no mercado. Entretanto, o estudo ajudou a compreender que existem outras variáveis que afetam o valor real de mercado da empresa e, principalmente, afetam a tomada de decisão acerca da venda, muitas vezes subjetivos e nem sempre racionais, como o fato de ser um negócio familiar e existir apego sentimental à empresa. Ainda sim, neste, caso o que decorreu a partir do estudo foi uma delegação de um mandato de venda para terceiros especializados nesse tipo de operação e cuja remuneração é baseada no sucesso e nos ganhos decorrentes da venda.

## 6 Referências

- ASSAF NETO, A.; LIMA, F. G. **Curso de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 2009
- ASSAF NETO, A.; SILVA, C. A. T. **Administração do capital de giro**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2012.
- BACEN. Histórico das taxas de juros 2018. Brasília. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/Pec/Copom/Port/taxaSelic.asp>> Acesso em 13 abr. 2018.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Relatório Focus de 6 de abril de 2018. Brasília: BANCO CENTRAL DO BRASIL, 2018. Disponível em <<https://www.bcb.gov.br/pec/GCI/PORT/readout/readout.asp>> Acesso em 7 abr. 2018.
- BONOMO, M. **Finanças aplicadas ao Brasil**. 2. ed. Rio de Janeiro: FGV, 2002.
- BRADLEY, M.; JARRELL, G. A.; KIM, E. H. On the existence of an optimal capital structure: theory and evidence. **The Journal of Finance**, v. 39, n. 3, p. 857-878, December 1983.
- BREALEY, R. A.; MYERS, S. C. **Principles of corporate finance**. 6th edition. New York: Mc-Graw-Hill, 2000.
- BRIGHAM, E. F.; WESTON, J. F. **Fundamentos da administração financeira**. 10. ed. São Paulo: Makron Books, 2000.
- CHIAVENATO, Idalberto. **Vamos abrir um novo negócio?** ed. McGraw-Hill, São Paulo, 1995.
- CNT. Sondagem: Expectativas Econômicas do Transportador 2015. Brasília: CNT, 2015.
- CNT. Transporte rodoviário: desempenho do setor, infraestrutura e investimentos. Brasília: CNT, 2017.
- COSTA, L. G.; COSTA, L. R.; ALVIM, M. A. **Valuation: manual de avaliação e reestruturação econômica de empresas**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2011.
- DAMODARAN, Aswath. **Investment valuation: tools and techniques for determining the value so any asset**. USA: Wiley Frontiers in Finance, 1996.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de empresas**. 2. ed. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. Prêmio livre de risco. New York University Stern School of Business. Disponível em <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/ctryprem.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/ctryprem.html)> Acesso em 7 abr. 2018.
- DAMODARAN, Aswath. Beta setorial (transportes) alavancado. New York University Stern School of Business. Disponível em <[http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New\\_Home\\_Page/datafile/Betas.html](http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datafile/Betas.html)> Acesso em 7 abr. 2018.
- DEGEN, Ronald Jean. **O empreendedor: fundamentos da iniciativa empresarial**. ed. McGraw-Hill, São Paulo, 1989.
- DOLABELA, Fernando. **O segredo de Luísa**. 11. ed. Cultura Editores Associados, [S.I.], 1999.

EHRHARDT, M. C.; BRIGHAM, E. F. **Administração financeira, teoria e prática**. 2. ed. São Paulo: Cengage Learning, 2012.

GALDI, Fernando Caio; TEIXEIRA, Aridelmo José Campanharo; LOPES, Alexsandro Broedel. Análise empírica de modelos de valuation no ambiente brasileiro: fluxo de caixa descontado versus Modelo de Ohlson (RIV). **Revista de Contabilidade Financeira**. São Paulo, v.19, n.47: p31-43, mai-ago.2008.

GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira - essencial**. 2. ed. Bookman, Porto Alegre, 2001.

GODOY, Arilda S. Pesquisa qualitativa: tipos fundamentais. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.35, n.3: p20-29, mai-jun.1995.

HOJI, Masakazu. **Administração financeira: uma abordagem prática**. 4. ed. Atlas, São Paulo, 2003

KATO, J. **Curso de finanças empresariais**. São Paulo: M.Books. 2011.

KUHNEN, O. L.; BAUER, U. R. **Matemática financeira aplicada e análise de investimentos**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2001.

PIMENTEL, René Coppe; AGUIAR, Andson Braga de. The role of earnings persistence in valuation accuracy and the time horizon. **Revista de Administração de Empresas**. São Paulo, v.56, n.1: p71-86, jan-fev.2016.

POMERANZ, Lenina. **Elaboração e análise de projetos**. 7. ed. Hucitec, São Paulo, 1985.

ROSS, S.; WESTERFIELD, R.; JAFFE, J. **Administração financeira**. 2. ed. 11. reimpr. São Paulo: Atlas, 2011.

SAMANEZ, C. P. **Análise de investimentos e geração de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2006.

SANVICENTE, Antônio Zoratto. **Administração financeira**. 3. ed. Atlas, São Paulo, 1987.

TOLEDO JUNIOR, Itys-Fides Bueno de. **Estudos de viabilidade econômica**. 5. ed. Assessoria Escola, Mogi das Cruzes, 1988.

VIEIRA, M. V. **Administração estratégica de capital de giro**. São Paulo: Atlas, 2008.

WOILER, Samsão; MATHIAS, Washington Franco. **Projetos: planejamento, elaboração e análise**. 1. ed. Atlas, São Paulo, 1996.

YIN, Robert K. **Estudo de caso: planejamento e métodos**. 3.ed. Porto Alegre: Bookman, 2005.

ZDANOWICZ, José Eduardo; BAGGIO, Daniel Knebel; BATISTA, Guilherme. Valuation aplicado ao setor de educação de ensino superior por fluxo de caixa descontado. **Revista Textos de Economia**. Florianópolis, v.18, n.1: p80-102, jan-jun.2015.

## ANEXOS

### Anexo A – Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial (R\$ mil)					
Ativo	2017	2016	Passivo	2017	2016
<b>Circulante</b>	<b>18.161,3</b>	<b>15.710,4</b>	<b>Circulante</b>	<b>23.402,0</b>	<b>21.505,5</b>
Disponível	302,7	187,6	Fornecedores	6.864,1	6.554,0
Caixa	118,9	63,5	Obrigações tributárias	1.965,0	692,7
Bancos c/ movimento	12,5	24,8	Obrigações sociais	456,9	318,6
Valores mobiliários	171,3	99,3	Provisões diversas	2.428,2	1.813,9
Realizável a curto prazo	17.858,6	15.522,8	Credores diversos	529,9	696,8
Estoque	810,5	431,9	Cheques em trânsito	63,1	21,3
Clientes	13.403,3	11.156,9	Bancos conta garantida	1.333,4	41,4
Impostos a recuperar	103,8	103,8	Empréstimos e financiamentos	9.419,4	11.331,6
Outros créditos	3.287,6	3.586,1	Juros capital próprio	324,5	4,2
Despesas p/ exercício seguinte	253,4	244,1	Aluguéis a pagar	17,5	31,0
<b>Não circulante</b>	<b>46.557,7</b>	<b>57.149,2</b>	<b>Não circulante</b>	<b>31.654,4</b>	<b>38.013,2</b>
Realizável a longo prazo	2.191,2	4.170,5	Empréstimos e financiamentos	28.379,1	37.789,0
Consórcios	446,1	370,1	Obrigações tributárias	1.825,6	224,2
Impostos compensáveis	1.600,4	3.417,3	Obrigações trabalhistas	1.449,7	0,0
Depósitos judiciais	144,7	383,1	<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>9.662,6</b>	<b>13.340,9</b>
Imobilizado	44.366,5	52.978,7	Capital social	2.000,0	2.000,0
Investimentos	3.210,0	0,0	Reserva de lucros	6.821,6	8.530,3
Imobilizações técnicas	112.718,6	116.371,3	Ajuste exerc. anteriores	2.698,0	2.698,0
Intangível	94,0	0,0	Resultado do ano	-1.857,0	112,6
Depreciações acumuladas	-71.656,1	-63.392,6			
<b>Total do Ativo</b>	<b>64.719,0</b>	<b>72.859,6</b>	<b>Total do Passivo</b>	<b>64.719,0</b>	<b>72.859,6</b>

### Anexo B – Demonstrativo de Resultado do Exercício

Demonstrativo de Resultado do Exercício (R\$ mil)		
	2017	2016
<b>Receita de Serviços</b>	<b>120.489,1</b>	<b>104.561,9</b>
Fretes	120.489,1	104.561,9
<b>Deduções da receita</b>	<b>-16.935,6</b>	<b>-16.176,0</b>
(-) ICMS	-4.394,3	-4.017,2
(-) PIS	-1.864,2	-1.562,4
(-) COFINS	-8.578,7	-7.196,6
(-) Descontos concedidos	-850,8	-2.376,9
(-) INSS Receita Bruta	-1.247,6	-1.022,9
<b>RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA</b>	<b>103.553,5</b>	<b>88.385,9</b>
<b>Custo dos Serviços Vendidos</b>	<b>-68.661,5</b>	<b>-56.609,1</b>
(-) Frete P. Jurídica	-9.057,1	-7.556,4
(-) Frete P. Física	-7.442,1	-6.422,7
(-) Pedágio	-4.538,9	-3.517,4
(-) Combustíveis/Lubrificantes	-32.700,0	-25.714,0
(-) Pneus e Câmaras	-7.098,0	-5.352,7
(-) Despesas com veículos	-2.469,1	-6.772,0
(-) Outros custos	-5.356,3	-1.273,9
<b>RESULTADO BRUTO</b>	<b>34.892,0</b>	<b>31.776,8</b>
<b>Despesas</b>	<b>-38.825,1</b>	<b>-35.827,9</b>
(-) Despesas administrativas	-3.542,1	-3.951,0
(-) Depreciações	-11.368,3	-12.742,0
(-) Despesas c/ pessoal	-20.068,0	-17.222,9
(-) Provisões diversas	-804,0	
(-) Despesas tributárias	-45,1	-13,6
(-) Despesas financeiras	-2.834,7	-1.546,5
(-) Despesas indedutíveis	-162,9	-351,9
<b>Receitas</b>	<b>192,3</b>	<b>2.255,5</b>
(+) Receitas financeiras	192,3	2.255,5
<b>RESULTADO OPERACIONAL</b>	<b>-3.740,8</b>	<b>-1.795,6</b>
<b>Outras Receitas</b>	<b>2.470,0</b>	<b>1.911,2</b>
<b>Outras Despesas</b>	<b>-14,3</b>	<b>-3,0</b>
(-) Provisão CSLL	0,0	0,0
(-) Provisão IRPJ	0,0	0,0
<b>RESULTADO DO PERÍODO</b>	<b>-1.285,1</b>	<b>112,6</b>