

**Avaliação de empresas em contexto de incerteza: o efeito da pandemia COVID-19 em análise pelo fluxo de caixa projetado para o acionista**

**ANTÔNIO EDUARDO VIANA MIRANDA**

CENTRO FEDERAL DE EDUCAÇÃO TECNOLÓGICA DE MINAS GERAIS (CEFET/MG)

**THAIS SILVA ALVES MARQUES**

CENTRO FEDERAL DE EDUCAÇÃO TECNOLÓGICA DE MINAS GERAIS (CEFET/MG)

**HUDSON FERNANDES AMARAL**

CENTRO UNIVERSITÁRIO UNIHORIZONTES - MG

Agradecimento à órgão de fomento:

Agradecemos ao Programa de Pós-Graduação em Administração (PPGA) do Centro Federal de Educação Tecnológica de Minas Gerais (CEFET-MG)

# **AValiação DE EMPRESAS EM CONTEXTO DE INCERTEZA: O EFEITO DA PANDEMIA COVID-19 EM ANÁLISE PELO FLUXO DE CAIXA PROJETADO PARA O ACIONISTA**

## **1. INTRODUÇÃO**

Considerando o momento atual, em que cada vez mais os acontecimentos futuros se diferenciam das experiências do passado, é relevante o conhecimento e aplicação de ferramentas para que investidores possam avaliar empresas a fim de projetar retornos e tomar decisões. Nesse sentido, as avaliações dependem das expectativas futuras de desempenho, o que envolve determinado grau de julgamento (MULLER, TELÓ, 2003).

Dentro desta temática, existem diversos métodos de avaliação de ativos que são utilizados. Segundo Galdi et al. (2007), o método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) é o mais adequado para determinar a capacidade de geração de caixa e riqueza de uma empresa ao longo dos anos, tendo em vista a sua relevância e utilização no Brasil, além de apresentar maior rigor técnico e conceitual em estudos teóricos e empíricos.

Ainda segundo o autor, em suma, o método FCD consiste em verificar o potencial de uma empresa em gerar caixa no futuro. Para isso, traz a valor presente os fluxos de caixa futuros de uma empresa, mediante a uma taxa de desconto. Além disso, o FCD trabalha com a inserção de variáveis e premissas que compõem sua avaliação e permitem a projeção dos fluxos.

As premissas do FCD consideram parte dos riscos do negócio, ou seja, quando o tomador de decisão conhece e quantifica possíveis consequências de suas decisões. Contudo, o FCD não capta a incerteza, que ocorre quando não se tem previsão do que irá acontecer, e, portanto, dos respectivos efeitos (GALDI et al, 2007).

O surto provocado pela pandemia de COVID-19 é um evento surpresa, uma incerteza sem precedentes de alcance mundial. Governos de todo o mundo implementaram ações emergenciais (ASHRAF, 2020).

Especialmente no mês de março de 2020, observou-se que as empresas listadas nas bolsas ocidentais tiveram redução de 30% de seu valor, em média (SALISU; VO, 2020). Contudo, a perda não foi homogênea entre os diferentes setores e empresas (AVELAR, *et al*, 2021).

Com a finalidade de avaliar se a incerteza da pandemia COVID-19 afetou a avaliação das empresas comparando o fluxo projetado com o fluxo realizado na pandemia, este estudo calcula o impacto nas empresas Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e Via S.A, ambas listadas na B3.

A escolha das empresas é emblemática, já que as áreas de transporte e comércio foram duas das mais afetadas pela pandemia, com as restrições e controles de circulação impostas pelos governos nacionais e subnacionais de todo o mundo. Assim, pode-se verificar se os efeitos da pandemia foram significativos na avaliação das empresas.

Diante do exposto faz-se a questão de pesquisa: em que medida o fator incerteza, ocasionado pela pandemia COVID-19, afetou a avaliação pelo método dos fluxos de caixa descontados das empresas Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e Via S.A classificadas nos segmentos de transporte aéreo e eletrodomésticos, respectivamente, da Bolsa de Valores no período 2015 a 2020?

A partir dos resultados, será feita uma análise crítica e comparativa referente aos fluxos projetados e realizados no período pós pandemia, além de reflexão sobre os possíveis impactos do fator incerteza na avaliação de empresas.

### **Objetivo geral**

O objetivo principal deste estudo é analisar qual o efeito ocasionado pelo fator incerteza, no caso, a pandemia COVID-19, na avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado para o acionista das empresas Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e Via S.A no período 2015 a 2020.

### **Objetivos específicos**

- a) Projetar os fluxos de caixa das empresas, pelo método do fluxo de caixa descontado para o acionista, a partir das premissas, taxa de desconto e a estrutura de capital adotadas e/ou mensuradas no presente estudo.
- b) Comparar e analisar os fluxos projetados com os fluxos realizados das respectivas empresas no período pós pandemia, verificando como o fator incerteza afetou a avaliação das empresas.

## **2. FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA**

### **Fluxo de Caixa Descontado**

Segundo Lerner e Victor (2020), para aplicação do FCD é importante seguir alguns passos. Primeiramente deve-se estimar a vida útil do ativo/empresa, em seguida estimar os fluxos de caixa futuros com base nas premissas estabelecidas e, por fim, estimar a taxa de desconto que será utilizada para trazer as projeções dos fluxos de caixa a valor presente. Em relação a este último, essa taxa deve incorporar o custo de oportunidade. Além disso, o horizonte temporal para análise e projeção dos fluxos de caixa costuma variar de cinco a dez anos. A fórmula básica do FCD é, segundo Damodaran (2010):

$$Valor = \sum_{t=1}^n \frac{CF_t}{(1+r)^t}$$

em que:

n = tempo de vida do ativo;

$CF_t$  = fluxo de caixa do período t;

r = taxa de desconto.

Para projeção dos fluxos de caixa futuros é importante analisar os diferenciais da empresa no mercado, suas perspectivas e expectativas de crescimento, além dos riscos de mercado para determinar a taxa de crescimento (g) da empresa. Sendo assim, a maturidade das projeções são classificadas em período explícito ou previsível e a perpetuidade (DAMODARAN, 2010).

### **Fluxo de caixa do acionista**

Lopes e Galdino (2016) ponderam que a abordagem do Fluxo de Caixa Descontado ao Acionista (FCFE) baseia-se na premissa de que o acionista deverá retirar os dividendos e o excesso de montante de caixa em relação a necessidade operacional já que existem opções de investimento que rendem, no mínimo, a taxa de desconto. Além disso, se a empresa necessitar de aporte de capital, entende-se que o acionista o fará, garantindo a continuidade das operações da empresa:

Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o FCFE reflete a dedução de taxas tributárias, investimentos, pagamentos de dívidas, despesas de qualquer tipo e qualquer dispêndio de capital. Damodaran (2010) descreve que os fluxos de caixa podem ser negativos devido a possibilidade de ocorrência de resultados negativos, ou seja, lucro líquido negativo no período. O cálculo dos fluxos é dado pela fórmula a seguir:

$$FCFE = \text{Lucro Líquido} + \text{depreciação} - \text{CAPEX} - \text{NCG} + \Delta \text{ Dívida}$$

Conforme Neto (2014), se a empresa pagar menos do que o FCFE aos seus acionistas pode significar que ela esteja guardando recursos para manter sua liquidez ou utilizando em atividades que não seja sua atividade principal, como, por exemplo, em aplicações no mercado financeiro. Em contrapartida, quando ocorre o oposto, ou seja, a empresa paga mais do que o FCFE aos acionistas, a empresa pode estar captando recursos no mercado por meio de dívidas ou ações.

Neste modelo, a taxa de desconto é o custo de capital próprio e para seu cálculo é utilizado o modelo CAPM que representa o custo de oportunidade do acionista, por meio da fórmula a seguir:

$$K_e = R_f + \beta(R_m - R_f)$$

em que:

$K_e$  = custo de capital próprio;

$R_f$  = retorno do ativo livre de risco;

$R_m$  = retorno do mercado;

$R_m - R_f$  = prêmio de mercado;

$\beta$  = beta.

Neto (2014) salienta que, com base nos estudos de Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966), o modelo CAPM foi desenvolvido e nos dias de hoje ainda é amplamente utilizado no campo de Finanças e avaliação de empresas. É um método que analisa a relação entre o risco e o retorno que é esperado de um investimento e representa as expectativas de retorno dos acionistas. Seus componentes são:

- Custo de capital próprio: expressa a taxa mínima de retorno que os investidores exigem ao aplicarem seus recursos próprios na empresa;
- Ativo livre de risco: ativo que representa o menor risco de inadimplência e liquidez em uma economia. Exemplo: taxa do CDI, taxa Selic;
- Retorno de mercado: retorno da carteira formada por todos os títulos negociados ou por carteiras teóricas. Exemplo: Ibovespa;
- Prêmio pelo risco de mercado: retorno exigido ao se aplicar em qualquer ativo com risco, em lugar de se aplicar à taxa livre de risco. Varia proporcionalmente ao beta;
- Beta: coeficiente de risco que mede a sensibilidade do retorno da ação específica a variações das condições do mercado; risco sistemático de um ativo.

Após projetado os fluxos de caixa e calculado o custo de capital, o valor da empresa pode ser calculado com base no valor presente dos fluxos de caixa do acionista, descontados pelo custo de capital próprio. Pode ser descrito por meio da fórmula a seguir:

$$\text{Valor} = \sum_{t=1}^n \frac{FCFE_t}{(1 + K_e)^t}$$

em que:

$n$  = tempo de vida do ativo;

$FCFE_t$  = fluxo de caixa disponível para o acionista;

$K_e$  = custo de capital próprio.

### **Risco e Incerteza**

GALVÃO (*et al*, 2008), aponta que a gestão de riscos tem se tornado foco de atenção nas empresas. No contexto de avaliação de empresas, é preciso estar atento a como o risco e a incerteza afetam as decisões e desempenho das organizações.

O modelo do fluxo de caixa disponível tem limitação relevante: assume-se que o risco e incerteza associados à implementação da estratégia permanecerão constantes, contudo, frequentemente isto não acontece (BASSO, KIMURA, 2010).

Risco é conceituado como a volatilidade de resultados inesperados, pode estar relacionada aos valores de ativos e passivos. O risco está inserido em cenário de incerteza, sendo que o risco é quantificável. Já a incerteza trata-se de um ambiente futuro que não se consegue precisar (GALVÃO, *et al*, 2008).

Para Andrade (2011), o risco é uma probabilidade mensurável, portanto, calculável. Já a incerteza provém de situação expressa por valores não quantificáveis, indeterminados, logo não é calculável.

Keynes (apud Andrade, 2011), aponta que “a incerteza diz respeito a uma característica do conhecimento dos eventos futuros que, pela própria natureza, não pode ser expresso em termos de uma distribuição de probabilidade quantificável.

Xirimimbi (2018) afirma que o risco ocorre quando não há como se saber o resultado futuro, contudo, pode-se lhe atribuir probabilidades. Já a incerteza ocorre em situação em que não é possível atribuir probabilidades, por se tratar de eventos futuros não conhecidos.

### **Crises políticas, econômicas e financeiras**

A pandemia COVID-19 é uma crise, em que se verifica cenário de incerteza, percebida em relação ao futuro nesse ambiente (LAVARDA *et al*, 2021).

A origem do termo crise está associada à medicina, quando o paciente estava em situação de doença que poderia evoluir para a recuperação ou morte. Assim, a crise representava o ponto em que o organismo, devido à influências externas, ultrapassava a capacidade de responder por si só, podendo se recuperar totalmente ou falecer (SILVA, 2014).

Crise é “um ponto de inflexão, um momento de não retorno, que conduz inevitavelmente a um desenlace”. A crise leva à ruptura de um estado anterior. Acontece sob estado de incerteza em que indivíduos e comunidades estão envolvidos com dilemas e também com oportunidades (SANTOS, 2020).

Silva (2014), acrescenta que a crise política ocorre quando envolve a relação com a organização, administração e direção de uma sociedade organizada sob a forma de um Estado. Assim, a crise, sob esta perspectiva, se dá a partir do ponto em que o sistema político determinado, passa por mutação, seja evoluindo ou sendo substituído por outro sistema. Já as crises econômicas e financeiras, estão intimamente ligadas, contudo, o primeiro conceito é mais abrangente, sendo o segundo um componente da primeira. A economia é a ciência da tomada de decisão sobre alocação de recursos limitados, sendo os fluxos financeiros parte do sistema econômico mais abrangente.

Numa perspectiva nacional e internacional, as crises econômicas se dão quando se chega a um ponto de não retorno, que pode levar a uma alteração ou não de um sistema, que pode afetar mecanismos de distribuição de riqueza e/ou endividamento do Estado. (SILVA, 2014)

No ambiente das organizações, a crises é caracterizada como situação que: gera alto impacto na empresa, podendo ameaçar inclusive a viabilidade da mesma; possui alto grau de ambiguidade; provoca questionamento em relação à estratégia adotada pela empresa; e gera necessidade de decisões e ações rápidas (EBERLE, CASALI, 2012).

### **Pandemia do Covid-19**

A Organização Mundial de Saúde (OMS), define a COVID-19 como a doença causada pelo novo coronavírus conhecido como SARS-CoV-2. A OMS tomou conhecimento da existência deste novo vírus em 31 de dezembro de 2019, quando foi informada de um grupo de casos de "pneumonia viral" declarados em Wuhan (República Popular da China). Passados trinta dias do conhecimento da existência do vírus, especificamente no dia 30 de janeiro de

2020, Tedros Adhanom Ghebreyesus, Diretor Geral da OMS, declarou que o surto global do novo coronavírus constitui uma emergência de saúde pública de interesse internacional. Naquele momento, o vírus estava na China e em mais 18 países (ORGANIZAÇÃO PAN AMERICANA DE SAÚDE, 2020).

Já no dia 11 de março de 2020, momento em que o vírus estava em 114 países, com mais de 118.000 casos, o Diretor Geral concluiu que a COVID-19 pode ser considerada uma pandemia. Em seu pronunciamento recomendou que os países encontrassem equilíbrio entre a proteção da saúde, minimização de distúrbios sociais e econômicos e o respeito aos direitos humanos (WORLD HEALTH ORGANIZATION, 2021).

No Brasil, no âmbito Federal, por meio do Decreto Legislativo nº 6 de 20 de março de 2020 o Congresso reconheceu “para os fins do art. 65 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a ocorrência do estado de calamidade pública, nos termos da solicitação do Presidente da República encaminhada por meio da Mensagem nº 93, de 18 de março de 2020.”

De uma maneira geral, as pandemias, para além das questões sanitárias, tem múltiplos impactos na sociedade, o que inclui crises que afetam as empresas (NASCIMENTO, PRADO, CUNHA, 2021).

### **3. METODOLOGIA**

Com o objetivo de analisar qual foi o efeito da incerteza da pandemia no desempenho de duas empresas a partir de análise pelo método do fluxo de caixa descontado para o acionista, o presente estudo pode ser considerado como uma pesquisa descritiva. Gil (2006), pontua que as pesquisas desse tipo têm como objetivo a descrição de características de um fenômeno determinado, bem como o estabelecimento de relações entre variáveis. Por meio da pesquisa descritiva, procura-se expor as características de um objeto, sem interferir ou modificar o fenômeno, procurando-se conhecer e interpretar a realidade (VIEIRA, 2002).

Relativo aos procedimentos técnicos relativos ao levantamento de dados, o método utilizado será a pesquisa documental, ou de fontes primárias (MARCONI; LAKATOS, 1990), uma vez que os dados são obtidos no site da B3 e na página de relação com investidores das empresas Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e da Via S.A.

#### **Segmentos escolhidos**

A B3 é empresa de infraestrutura de mercado financeiro, com atuação em ambiente de bolsa e de balcão. As atividades da empresa incluem “criação e administração de sistemas de negociação, compensação, liquidação, depósito e registro para todas as principais classes de ativos”, o que inclui as ações “valores mobiliários emitidos por sociedades anônimas representativos de uma parcela do seu capital social.” (B3, 2021)

As empresas que negociam ações na B3 estão classificadas em 11 setores: bens industriais; comunicações; consumo cíclico; consumo não cíclico; financeiro; materiais básicos; petróleo, gás e biocombustíveis; saúde; tecnologia da informação; utilidade pública; e outros. Cada um destes setores possui seus respectivos subsetores e segmentos.

Os requisitos mínimos para as empresas serem consideradas aptas para avaliação neste estudo são:

1. Possuírem mais de cinco anos de negociação na B3- de maneira a permitir a avaliação pelo método do fluxo de caixa descontado para o acionista, por meio de acesso à histórico mínimo suficiente de relatórios estruturados publicados.
2. Estarem listadas em segmentos considerados fortemente afetados pelas recomendações e restrições feitas por ocasião da pandemia.

Assim, as empresas selecionadas, com os respectivos setores/subsetores/segmentos e justificativas, foram:

**Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A- Bens Industriais / Transporte / Transporte Aéreo-** segmento fortemente afetado pelas recomendações e restrição de circulação de pessoas, o que levou à queda do número de pessoas interessadas em fazer viagens aéreas, seja a trabalho ou a lazer.

**Via S.A- Consumo Cíclico / Comércio / Eletrodomésticos-** com as determinações de abertura e fechamento de lojas físicas realizadas no Brasil, as companhias que realizam vendas por meio eletrônico, experimentaram aumento da demanda por produtos comercializados por este canal. No caso, a empresa selecionada realiza vendas por meio eletrônico.

### **Método de coleta e análise de dados**

Para projetar os fluxos de caixa das empresas, o método do fluxo de caixa descontado para o acionista foi o escolhido para realização da análise, visto que o objetivo é avaliar o impacto da COVID- 19 na geração de valor para os investidores. O período analisado é de cinco anos: 2015 a 2020. Primeiramente foi calculado o FCD com base no fluxo real de todo o período. A seguir foi mensurado o FCD projetado para o período de 2015 a 2020, sendo esta projeção composta pelo fluxo realizado de 2015 a 2018 e o projetado de 2019 e 2020.

Em relação aos anos de 2019 e 2020 foi estimado o faturamento, custos operacionais, capital de giro e ativo fixo, receitas e despesas financeiras e contas patrimoniais (premissas selecionadas pelos autores). Os registros e cálculos foram feitos utilizando-se de planilhas do *Microsoft Excel*.

Os dados foram coletados a partir dos formulários de referência, com as projeções e os demonstrativos contábeis e financeiros das empresas Gol e Via disponíveis no site da B3 e na *website* oficial das respectivas empresas.

A seguir, estimou-se as taxas de desconto e a estrutura de capital das empresas. A taxa de desconto foi calculada pelo método CAPM, considerando as seguintes premissas:

- Retorno do mercado ( $R_m$ ): Ibovespa;
- Ativo livre de risco: tesouro americano (baseado no artigo Jacques et. al (2021)
- Utilização do beta desalavancado do setor e posteriormente alavancagem do beta por meio da estrutura de capital da empresa;
- O custo de capital de terceiros será dado pelo somatório da taxa livre de risco do mercado americano, o risco de inadimplência do país e o risco de inadimplência da empresa avaliada;
- O custo de capital próprio foi dado pelo CAPM acrescido do prêmio de risco país Brasil.

Importante ressaltar que foi necessário descontar a taxa de inflação americana e somar a taxa de inflação brasileira, para que os dados fossem trabalhados em moeda nacional (R\$).

Nos casos em que os dados necessários para o cálculo dos fluxos não estavam presentes nos relatórios das empresas, as estimativas foram feitas com base nas considerações de Pereira (2019).

Para a Gol, utilizou-se os seguintes dados presentes na projeção: receita líquida, margem de lucro antes do IR e CS, provisão para IR e CS, margem EBITDA. Foi necessário calcular o capital de giro e o investimento desta empresa, a partir da média dos respectivos dados nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção para os anos de 2019 e 2020.

Para a Via, as expectativas de receita, EBITDA e investimentos para o ano de 2019 estavam presentes no formulário, os demais dados foram estimados:

- Receita para 2020 - média de crescimento da receita nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção a partir do ano de 2019;
- Lucro bruto - média da margem bruta nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção;
- Despesas operacionais - média do percentual que as despesas operacionais representam do lucro líquido e sua projeção;

- Resultado financeiro - média da razão entre resultado financeiro e a receita líquida e sua projeção;
- Imposto de renda e contribuição social - média da alíquota de IR e CSLL sobre o lucro antes dos tributos, sendo que a alíquota foi considerada no valor de R\$0,00, nos anos de 2016 a 2018, quando a empresa teve prejuízo;
- Depreciação para 2020 - média da variação da depreciação nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção a partir do que seria no ano de 2019;
- Investimentos para 2020 - média da taxa de crescimento dos investimentos nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção a partir do ano de 2019;
- Capital de giro - média da variação do capital de giro nos anos de 2015 a 2018 e sua projeção.

Com a finalidade de comparar e analisar os fluxos projetados com os fluxos realizados das respectivas empresas no período pós pandemia, verificando como o fator incerteza afetou a avaliação das empresas, os fluxos projetados foram comparados com os fluxos realizados das respectivas empresas no período pós pandemia em três recortes: as diferenças entre os fluxos realizados e projetados dos anos de 2015 a 2020 trazidos a valor presente para o ano de 2015, se houve diferença entre o fluxo projetado e o realizado do ano de 2019; se houve divergência entre o fluxo projetado e o realizado do ano de 2020 (ano em que a pandemia se agravou no Brasil).

Importante ressaltar que não foi encontrado na literatura padrão de comparação entre projetado e realizado em ambiente de incerteza, para saber se as alterações são estatisticamente significativas ou não.

Realizados os objetivos específicos no capítulo seguinte: apresentação e análise de resultados, nas considerações finais fez-se observações sobre os fluxos calculados sobre qual foi o efeito da incerteza da pandemia no desempenho das duas empresas.

#### **4. ANÁLISE DOS DADOS**

Para o caso da Gol, a taxa de desconto estimada foi de 5,71%. Já os fluxos de caixa livre e descontado estão expressos na Tabela 1, que também considera os fluxos reais e projetados (2019E e 2020E).

Assim, o valor do fluxo real da Gol trazido a valor presente para o ano de 2015, em relação ao período 2015 a 2020, é de (14.052.273) reais mil, já o fluxo projetado é de (9.558.906) reais mil. Nota-se que ambos os valores são negativos. Contudo, o valor negativo do fluxo real é cerca de 32% menor que o projetado.

Comparando-se os fluxos de caixa livre do ano de 2019 da Gol - ano que não sofreu efeitos da pandemia, o fluxo de caixa real de (1.785.363) reais mil foi menor que o projetado de (1.035.339) reais mil, em que pese a receita real ter sido superior à receita projetada.

No ano de 2020, a diferença entre os fluxos foi ainda maior. Enquanto a real foi de (6.312.930) reais mil, a projetada foi de (1.174.723) reais mil, ou seja, o fluxo real foi mais de cinco vezes menor que o projetado. Nota-se também que a receita real representou cerca de 45% da receita projetada.

Já para a Via, a taxa de desconto foi de 16,04% e os fluxos reais e projetados estão expressos na Tabela 2. Assim como no caso da Gol, o fluxo real trazido a valor presente para o ano de 2015, em relação ao período 2015 a 2020, também é tem valor negativo de (178.773) reais mil, e é menor que o fluxo projetado (966.308) reais mil.

Analisando-se o ano de 2019, verifica-se que o fluxo real de (3.195.000) reais mil é inferior ao fluxo projetado de 690.665 reais mil. Ressalta-se que neste caso a receita real foi inferior à estimada para a empresa no referido ano.



Para o ano seguinte, o fluxo real da Via de 2.976.000 reais mil é superior ao estimado de 876.308 reais mil. Isto aconteceu em um cenário em que a receita real representou cerca de 87% da receita estimada para o ano de 2020.

**Tabela 1- Fluxos de caixa para o acionista real e projetado da empresa Gol para os anos de 2015 a 2020**

(reais mil)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019E	2020E
Receita Líquida	9778007	9867335	10329034	11411354	13864704	6371817	12900000	14200000
(-) Custo do Serviço Prestado	(8260357)	(7610920)	(7434780)	(9135311)	(9807028)	(5653305)		
<b>Lucro Bruto</b>	<b>1517650</b>	<b>2256415</b>	<b>2894254</b>	<b>2276043</b>	<b>4057676</b>	<b>718512</b>		
Despesas Comerciais	(1041041)	(989269)	(922298)	(761926)	(902669)	(465898)		
Despesas Administrativas	(682140)	(671869)	(976065)	(1028709)	(1341698)	(1319981)		
Outras Receitas Operacionais	25695	102548		914167	319353	115962		
Outras Despesas Operacionais (inclui depreciação)			7072					
Resultado de Equivalência Patrimonial	(3941)	(1280)	544	387	77	(439)		
Receitas Financeiras	332567	1936441	213446	259728	389563	736969		
Despesas Financeiras	3595890	1271564	1132205	2142286	2133357	5602418		
<b>Lucro Antes do IR e CS</b>	<b>(3447100)</b>	<b>1361422</b>	<b>70604</b>	<b>(482596)</b>	<b>388945</b>	<b>(5817293)</b>	<b>1290000</b>	<b>1704000</b>
Provisão para IR e CS	(844140)	(259058)	307213	(297128)	(209607)	(77958)	(258000)	(340800)
<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>(4291240)</b>	<b>1102364</b>	<b>377817</b>	<b>(779724)</b>	<b>179338</b>	<b>(5895251)</b>	<b>1032000</b>	<b>1363200</b>
(+) Depreciação	419691	447668	505425	668516	1727982	1870552		
(+) Despesas Tributárias	844140	259058	-307213	297128	209607	77958		
(+) Despesas Financeiras Líquidas	3595890	1271564	1132205	2142286	2133357	5602418		
(-) Receitas Financeiras líquidas	(332567)	(1936441)	(213446)	(259728)	(389563)	(736969)		
<b>EBITDA</b>	<b>235914</b>	<b>1144213</b>	<b>1494788</b>	<b>2068478</b>	<b>3860721</b>	<b>918708</b>	<b>3612000</b>	<b>4118000</b>
EBITDA	235914	1144213	1494788	2068478	3860721	918708	3612000	4118000

(reais mil)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019E	2020E
(-) Despesas Tributárias	(844140)	(259058)	307213	(297128)	(209607)	(77958)	(258000)	(340800)
(-) Investimentos	(18424)	(17222)	(1333)	(1177)	(1254)	(815)	(744)	(470)
Ativo Circulante	2461566	2080714	3344998	3310835	4927377	3245351		
Passivo Circulante	5542008	4848742	5750045	7200556	10362600	10398216		
<b>(+) Capital de Giro Líquido</b>	<b>(3080442)</b>	<b>(2768028)</b>	<b>(2405047)</b>	<b>(3889721)</b>	<b>(5435223)</b>	<b>(7152865)</b>	<b>(4388596)</b>	<b>(4951454)</b>
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>3707092</b>	<b>1900095</b>	<b>(604379)</b>	<b>(2119548)</b>	<b>(1785363)</b>	<b>(6312930)</b>	<b>(1035339)</b>	<b>(1174723)</b>
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>(3707092)</b>	<b>(1797477)</b>	<b>(540861)</b>	<b>(1794351)</b>	<b>(1429812)</b>	<b>(4782680)</b>	<b>(829154)</b>	<b>(889971)</b>

Fonte: elaborado pelos autores (2021)

**Tabela 2- Fluxos de caixa para o acionista real e projetado da empresa Via para os anos de 2015 a 2020**

(reais mil)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019E	2020E
Receita Líquida	19268000	19819000	25641000	26928000	25655000	28901000	29620800	33299192
(-) Custo do Serviço Prestado	(13095000)	(13113000)	(17515000)	(19031000)	(18312000)	(19435000)		
<b>Lucro Bruto</b>	<b>6173000</b>	<b>6706000</b>	<b>8126000</b>	<b>7897000</b>	<b>7343000</b>	<b>9466000</b>	<b>9396575</b>	<b>10563467</b>
Despesas Comerciais	(4440000)	(4814000)	(5699000)	(5719000)	(5564000)	(5892000)	(8218983)	(9239639)
Despesas Administrativas	(502000)	(630000)	(846000)	(1050000)	(931000)	(891000)		
Outras Receitas Operacionais								
Outras Despesas Operacionais (inclui depreciação)	(339000)	(362000)	(583000)	(815000)	(1937000)	(1117000)		
Resultado de Equivalência Patrimonial	(185000)	(187000)	20000	40000	47000	53000		
Receitas Financeiras								
Despesas Financeiras	(627000)	(776000)	(765000)	(741000)	(962000)	(696000)	(955628)	(1074300)
<b>Lucro Antes do IR e CS</b>	<b>80000</b>	<b>(63000)</b>	<b>253000</b>	<b>(388000)</b>	<b>(2004000)</b>	<b>923000</b>	<b>221964</b>	<b>249529</b>

(reais mil)	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2019E	2020E
Provisão para IR e CS	(66000)	(32000)	(85000)	121000	571000	81000	(64423)	(72424)
<b>Lucro Líquido do Exercício</b>	<b>14000</b>	<b>(95000)</b>	<b>168000</b>	<b>(267000)</b>	<b>(1433000)</b>	<b>1004000</b>	<b>157541</b>	<b>177105</b>
(+) Depreciação	173000	177000	243000	264000	702000	731000		355733
(+) Despesas Tributárias	66000	32000	85000	-121000	-571000	-81000		72424
(+) Despesas Financeiras Líquidas	627000	776000	765000	741000	962000	696000		1074300
(-) Receitas Financeiras líquidas								
<b>EBITDA</b>	<b>880000</b>	<b>890000</b>	<b>1261000</b>	<b>617000</b>	<b>-340000</b>	<b>2350000</b>	<b>1777248</b>	<b>1679562</b>
EBITDA	880000	890000	1261000	617000	-340000	2350000	1777248	1323829
(-) Despesas Tributárias	(66000)	(32000)	(85000)	121000	571000	81000	(64423)	(72424)
(-) Investimentos	(122000)	(144000)	(81000)	(108000)	(145000)	(206000)	(550000)	(563963)
Ativo Circulante	10671000	10708000	12204000	13544000	12452000	19248000		
Passivo Circulante	9468000	12057000	14278000	14880000	15733000	18497000		
<b>(+) Capital de Giro Líquido</b>	<b>1203000</b>	<b>(1349000)</b>	<b>(2074000)</b>	<b>(1336000)</b>	<b>(3281000)</b>	<b>751000</b>	<b>(472159)</b>	<b>(166867)</b>
<b>Fluxo de Caixa Livre</b>	<b>1895000</b>	<b>(635000)</b>	<b>(979000)</b>	<b>(706000)</b>	<b>(3195000)</b>	<b>2976000</b>	<b>690665</b>	<b>876308</b>
<b>Fluxo de Caixa Descontado</b>	<b>1895000</b>	<b>(547223)</b>	<b>(727051)</b>	<b>(451833)</b>	<b>(1762117)</b>	<b>1414450</b>	<b>380918</b>	<b>416497</b>

Fonte: elaborado pelos autores (2021)

Ao se comparar os fluxos das empresas para o período 2015 a 2020, percebe-se que o valor presente descontado às respectivas taxas é negativo em três cenários, exceto no fluxo projetado da Via, que é positivo.

Os fluxos livres reais para o ano de 2019, foram menores que os fluxos estimados para o mesmo ano das empresas, ainda que no caso da Gol a receita real tenha sido superior à calculada.

Ainda sobre os fluxos, no ano de 2020, quando ambas as empresas operaram na vigência da incerteza da pandemia COVID-19, observou-se que enquanto a Gol teve desempenho inferior ao projetado, a Via teve desempenho superior. Em relação à receita, as empresas não realizaram as projeções, mas a diferença entre a receita real e projetada da Gol foi consideravelmente superior à da Via.

Diante disto, a seguir fez-se as considerações sobre os resultados observados, bem como efetuadas considerações para realização de novos estudos e informadas as limitações da presente pesquisa.

## 5. CONCLUSÃO

Com o objetivo de analisar qual foi o efeito do fator incerteza, ocasionado pela pandemia COVID-19 na avaliação das empresas Gol Linhas Aéreas Inteligentes S.A e Via S.A, realizou-se o primeiro objetivo específico: projetou-se os fluxos de caixa pelo método do fluxo de caixa descontado para o acionista das empresas no período 2015 a 2020. Para tanto, calculou-se dois fluxos para cada empresa: o fluxo efetivamente realizado no período e o fluxo alternativo, que utilizou dados realizados no período 2015 a 2018, e os valores para os anos de 2019 e 2020 estimados a partir das previsões publicadas nos Formulários de Referência do ano de 2018 de cada uma das referidas companhias.

Ao se realizar o segundo objetivo: comparar o desempenho real e projetado das respectivas empresas nos anos de 2019 - ano que não foi afetado pela pandemia e 2020 - ano em que a COVID-19 era uma realidade para todo o mundo, percebeu-se que, no caso da Gol, o fluxo de caixa no ano de 2019 ficou pouco abaixo do valor projetado. Já no ano de 2020 a diferença é significativa, já que o fluxo real foi de (6.312.930) reais mil e o projetado foi de (1.174.723) reais mil. Neste mesmo ano, a receita real representou cerca de 45% da receita projetada da Gol.

Dessa maneira, os dados sugerem que a pandemia COVID-19, afetou negativamente o desempenho da Gol no ano de 2020 em relação às estimativas feitas pela empresa em 2018. As restrições e controles de circulação realizadas para minimizar os danos do vírus, parecem ter afetado sobremaneira as receitas e o caixa da empresa.

No caso da Via, para o ano de 2019, o fluxo real foi bem inferior ao fluxo projetado: - (3.195.000) reais mil realizado, ante o projetado de 690.665 reais mil. Contudo, no ano de 2020, o fluxo real da Via de 2.976.000 reais mil foi superior ao estimado de 876.308 reais mil, ainda que a receita real tenha representado cerca de 87% da receita estimada.

A incerteza da pandemia parece ter afetado “positivamente” o desempenho da Via no ano de 2020. Hipótese é que com as restrições de circulação e horários de funcionamento das lojas físicas, houve crescimento nas vendas *online* e diminuição dos custos e despesas associados.

Os resultados dos fluxos reais trazidos para o ano de 2015, considerando o período 2015 a 2020, para ambas as empresas foi negativo: Gol (14.052.273) reais mil e Via (178.773) reais mil. Já o resultado do fluxo projetado da Gol foi negativo: (10.533.069) reais mil, enquanto o da Via foi positivo, no valor de 797.233 reais mil. O desempenho real das duas empresas foi inferior ao estimado.

A partir de tais valores, pode-se afirmar que a projeção para a empresa Gol no período 2015-2020 se aproximou mais da realidade do que a projeção para a Via. Hipótese é que a divulgação de mais dados pela empresa Gol para o período 2019-2020, contribuiu para maior acuidade da

projeção, em cenário em que os efeitos da pandemia para as duas empresas no ano de 2020 foram totalmente distintos.

Logo, ainda que o fator incerteza tenha impacto na avaliação das empresas, a projeção de mais dados pelas empresas pode contribuir para aproximar os valores estimados/calculados dos valores efetivamente realizados.

Como limitações de pesquisa, primeiramente, tem-se a falta de padronização da divulgação das projeções das empresas nos relatórios da B3. Inclusive algumas optam por não divulgar projeções. Isto dificulta cálculos por meio do fluxo de caixa descontado e comparações entre as empresas listadas na B3. Em que pese esta limitação, a realização de estudos com diferentes empresas e/ou diferentes períodos de tempo, podem contribuir para melhor compreensão dos efeitos da pandemia na avaliação de empresas.

Ainda que os dados sugiram que o fator incerteza da pandemia tenha afetado o desempenho, e consequentemente a avaliação das empresas Gol e Via, este estudo não esgotou as possibilidades de análise. Outros estudos podem ser feitos utilizando diferentes métodos de análise de valor de empresas. Por fim, para além da pandemia, outros fatores podem ter afetado o desempenho das empresas no ano de 2020. Esta também é outra possibilidade de pesquisas futuras.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANDRADE, R. P. A construção do conceito de incerteza: uma comparação das contribuições de Knight, Keynes, Shackle e Davidson. **Nova Economia**, 21(2), 171-195, 2011. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S0103-63512011000200001>. Acesso em: 20 abr. 2022.

ASHRAF, B. N. Economic impact of government interventions during the COVID-19 pandemic: International evidence from financial markets. **Journal of Behavioral and Experimental Finance**, 27, 100371, 2020. Disponível em: <https://doi.org/10.1016/j.jbef.2020.100371>. Acesso em 31 ago. de 2022

AVELAR, E. A.; FERREIRA, P. O.; SILVA, B. N. E. R.; FERREIRA, C. O. Efeitos da Pandemia de Covid-19 sobre a Sustentabilidade Econômico-Financeira de Empresas Brasileiras. **Revista Gestão Organizacional**, v. 14, n. 1, p. 131-152, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.22277/rgo.v14i1>. Acesso em 31 ago. de 2021

BASSO, L. F. C.; KIMURA, H. O conceito de risco na visão baseada em recursos (RBV): uma análise exploratória. **RAM. Revista de Administração Mackenzie**, 11(5), 82-105, 2010. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1678-69712010000500005>. Acesso em 01 de mai. de 2022

BRASIL. **Decreto Legislativo nº 6 de 20 de março de 2020**. Reconhece, para os fins do art. 65 da Lei Complementar nº 101, de 4 de maio de 2000, a ocorrência do estado de calamidade pública, nos termos da solicitação do Presidente da República encaminhada por meio da Mensagem nº 93, de 18 de março de 2020. Brasília, 2020a. Disponível em: [http://www.planalto.gov.br/ccivil\\_03/portaria/DLG6-2020.htm](http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/portaria/DLG6-2020.htm). Acesso em: 20 abr. 2022.

B3. Institucional. São Paulo, 2021. Disponível em: [www.b3.com.br](http://www.b3.com.br). Acesso em 20 de abr. de 2021

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. **Avaliação de Empresas – Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. Tradução: Allan Vidigal Hastings. 3ª ed. São Paulo: Makron Books Ltda., 2002

DAMODARAN, A. **Avaliação de empresas** – 2ª Edição. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.

DAMODARAN, A. **The Little Book of Valuation**. New York: Stern School of Business, 2010.

EBERLE, A. D.; CASALI, A. M. Crise organizacional e sensemaking: o caso de um hospital público no contexto da pandemia de influenza A (H1N1). **Cadernos EBAPE.BR**, 10(4), 820-840, 2012. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/S1679-39512012000400004>. Acesso em 01 de mai. de 2022

GALVÃO, A.; *et al.* **Finanças corporativas: teoria e prática empresarial no Brasil**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2008- 2ª reimpressão.

GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 5. ed. 7 reimpressão. São Paulo: Atlas, 2006.

LAVARDA, R. A. B.; PERITO, B. Z.; GNIGLER, L. M.; ROCHA, R. V. C. Open Strategizing e incerteza percebida: o enfoque estratégico e contingencial no enfrentamento à crise causada pela pandemia do covid-19. **REAd. Revista Eletrônica de Administração**. Porto Alegre, 27(1), 1-34. Epub March 24, 2021. Disponível em: <https://doi.org/10.1590/1413-2311.311.104094>. Acesso em 01 de mai. de 2022

LERNER, A. F.; VICTOR, F. G. Análise da Influência do Fluxo de Caixa Livre nos Indicadores de Desempenho Econômico em Companhias Abertas Brasileiras. **Navus: Revista de Gestão e Tecnologia**, v. 10, n. 1, p. 1-23, 2020. Disponível em: <https://dialnet.unirioja.es/servlet/articulo?codigo=7774836>. Acesso em 01 de mai. de 2022

LOPES, R. D.; GALDINO, F. C. Modelos de avaliação de empresas: aspectos teóricos. **Administração de Empresas em Revista**, v. 15, n. 16, p. 24-37, 2016.

MACEDO, G. L.; SOUZA, G. P.; FERNANDES, P. H. L.; ALVES, A. L. C.. VALUATION: a origem e os métodos de avaliação de empresas, com ênfase no modelo de múltiplos. **Diálogos em Contabilidade: Teoria e Prática**, v. 7, n. 1, 2020.

MARCONI, M. A.; LAKATOS, E. M. **Técnicas de pesquisa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1990, p. 57-123, Capítulo 3- Técnicas de pesquisa.

MULLER, A. N.; TELÓ, A. R. Modelos de Avaliação de Empresa. **Revista FAE**, Curitiba, 6(2): 97-112, 2003. Disponível em: [http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista\\_da\\_fae/.../08\\_Aderbal.pdf](http://www.fae.edu/publicacoes/pdf/revista_da_fae/.../08_Aderbal.pdf). Acesso em 20 ago de 2022.

NASCIMENTO, A. C.; PRADO, N. B.; CUNHA, C. F. COVID-19 e modelos de gestão nas micro e pequenas empresas: qual a melhor saída?. **Revista Expectativa**. 2021. Disponível em: <http://e-revista.unioeste.br/index.php/expectativa/article/view/26442/17000>. Acesso em 01 mai de 2022.

NETO, A. **Valuation: métricas de valor e avaliação de empresas**. São Paulo: Editora Atlas S.A. 1 a Edição, 304p. 2014.

ORGANIZAÇÃO PAN AMERICANA DE SAÚDE. Institucional. Belo Horizonte, 2020. Disponível em: <https://www.paho.org/pt/news/30-1-2020-who-declares-public-health-emergency-novel-coronavirus>. Acesso em 20 de abr. de 2022.

PEREIRA, A. Z. V. R. **Valuation: avaliação do valor justo da empresa Via Vareja S.A. 2019**. 49 f. Trabalho de Conclusão de Curso (Graduação em Finanças) - Universidade Federal do Ceará, Faculdade de Economia, Administração, Atuária e Contabilidade, Fortaleza, 2019. Disponível em: <http://www.repositorio.ufc.br/handle/riufc/47058>. Acesso em 20 ago 2022.

SANTOS, M. O. Reflexões sobre os conceitos de tempo e de crise em tempos de pandemia. **Revista Nava**, v.5 n. 1 e 2, 2020. Disponível em: <https://periodicos.ufjf.br/index.php/nava/article/view/32629/21937>. Acesso em 01 de mai. de 2022.

SILVA, J. E., MORGAN, L. M., MACHADO, M. J. D. C. M.; MONTEBELO, M. I. D. L. M. Política de dividendos e criação de valor: um estudo no mercado brasileiro. **Revista Ambiente Contábil**-Universidade Federal do Rio Grande do Norte-ISSN 2176-9036, 11(1), 77-97, 2019. Disponível em: <https://doi.org/10.21680/2176-9036.2019v11n1ID15509>. Acesso em 20 de abr. de 2022.

SILVA, P. O conceito de crise: Perspectiva política e económica, In A S. Lara Crise, Estado e Segurança (59-68). Lisboa, Portugal: Edições MGI. 2014. Disponível em: [https://www.researchgate.net/profile/Pedro-Silva-85/publication/319254290\\_O\\_conceito\\_de\\_crise\\_Perspectiva\\_politica\\_e\\_economica/links/599df958a6fdcc500350b814/O-conceito-de-crise-Perspectiva-politica-e-economica.pdf](https://www.researchgate.net/profile/Pedro-Silva-85/publication/319254290_O_conceito_de_crise_Perspectiva_politica_e_economica/links/599df958a6fdcc500350b814/O-conceito-de-crise-Perspectiva-politica-e-economica.pdf). Acesso em 20 de abr. de 2022

VIEIRA, V. A. As tipologias, variações e características da pesquisa de marketing. **Revista FAE**. Curitiba, v.5, p.65, jan/abr 2002.

WORLD HEALTH ORGANIZATION. Institucional. Belo Horizonte, 2021. Disponível em: <https://www.who.int/>. Acesso em 20 de abr. de 2021

XIRIMBIMBI, A. L. P. **Avaliação de Projetos de Investimentos Em contexto de Risco e Incerteza**. Dissertação/Trabalho de Projeto/Relatório de Estágio (conclusão de curso)- Instituto Politécnico de Setúbal, Escola Superior de Ciências Empresariais. 2018. Disponível em: <https://comum.rcaap.pt/bitstream/10400.26/20862/1/Disserta%c3%a7%c3%a3o-Am%c3%a9rico%20Luheto.pdf>. Acesso em: 20 abr. 2022.