

UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS
CURSO DE ADMINISTRAÇÃO

**ANÁLISE DE VIABILIDADE ECONÔMICA-FINANCEIRA DE UM
RESTAURANTE DE CULINÁRIA ORIENTAL NA CIDADE DE JUIZ
DE FORA**

PEDRO RAMOS ESTEVES

JUIZ DE FORA

2016

PEDRO RAMOS ESTEVES

**ANÁLISE DE VIABILIDADE ECONÔMICA-FINANCEIRA DE UM
RESTAURANTE DE CULINÁRIA ORIENTAL NA CIDADE DE JUIZ
DE FORA**

Projeto de pesquisa elaborado como requisito para
obtenção do grau de bacharel em Administração pela
Universidade Federal de Juiz de Fora.

ORIENTADOR: Prof. Me. Diogo Fernandes

JUIZ DE FORA

2016

AGRADECIMENTOS

Ao meu pai José Esteves e minha mãe Fabíola Ramos pelo apoio incondicional e durante toda a vida.

Aos meus irmãos Marina e Mateus pelo companheirismo e cumplicidade.

Ao meu orientador Diogo Fernandes pela dedicação e auxílio na construção deste trabalho.



UNIVERSIDADE FEDERAL DE JUIZ DE FORA
FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO E CIÊNCIAS CONTÁBEIS

Termo de Declaração de Autenticidade de Autoria

Declaro, sob as penas da lei e para os devidos fins, junto à Universidade Federal de Juiz de Fora, que meu Trabalho de Conclusão de Curso é original, de minha única e exclusiva autoria e não se trata de cópia integral ou parcial de textos e trabalhos de autoria de outrem, seja em formato de papel, eletrônico, digital, audiovisual ou qualquer outro meio.

Declaro ainda ter total conhecimento e compreensão do que é considerado plágio, não apenas a cópia integral do trabalho, mas também parte dele, inclusive de artigos e/ou parágrafos, sem citação do autor ou de sua fonte. Declaro por fim, ter total conhecimento e compreensão das punições decorrentes da prática de plágio, através das sanções civis previstas na lei do direito autoral¹ e criminais previstas no Código Penal², além das cominações administrativas e acadêmicas que poderão resultar em reprovação no Trabalho de Conclusão de Curso.

Juiz de Fora, 21 de Dezembro de 2016.

Pedro Ramos Esteves

¹ LEI Nº 9.610, DE 19 DE FEVEREIRO DE 1998. Altera, atualiza e consolida a legislação sobre direitos autorais e dá outras providências.

² Art. 184. Violar direitos de autor e os que lhe são conexos: Pena - detenção, de 3 (três) meses a 1 (um) ano ou multa.

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Distribuição das vendas por canal (agosto 2015 a setembro 2016)	34
Tabela 2 - Evolução percentual das vendas por canal	34
Tabela 3 - Categorias dos custos e seu critério de projeção	35
Tabela 4 - Tributação (Simples Nacional) – Comércio	35
Tabela 5 - Investimento Inicial	37
Tabela 6 - Fluxo de Caixa Operacional - Cálculo do LAJIR	39
Tabela 7 - Fluxo de Caixa do Projeto	39
Tabela 8 - Fluxo de Caixa do Projeto – VPL	40
Tabela 9 - VPL Móvel Anual	41
Tabela 10 - <i>Payback</i> Simples	41
Tabela 11 - <i>Payback</i> Descontado	42

RESUMO

Este trabalho tem como objetivo realizar um estudo de viabilidade financeira de um restaurante especializado em culinária oriental na cidade de Juiz de Fora, no estado de Minas Gerais. A partir deste estudo espera-se fornecer informações importantes para o tomador de decisão avaliar a melhor alternativa econômica e financeira, entre manter o negócio em funcionamento ou optar pelo encerramento das atividades, considerando as projeções dos fluxos de caixa do negócio nos próximos anos e o retorno financeiro esperado pelo proprietário.

Palavras chave: restaurante oriental, viabilidade financeira, *valuation*

Sumário

1. INTRODUÇÃO	10
2. REFERENCIAL	12
2.1. Micro e Pequenas Empresas	12
2.2. Administração Financeira	14
2.2.1. Relação Risco Retorno	16
2.2.2. Risco	16
2.2.3. Retorno	17
2.3. Estruturas de avaliação	18
2.3.1. Fluxo de caixa	18
2.3.2. Custo do Capital.....	19
2.3.2.1. Custo de Oportunidade.....	21
2.3.2.2. Custo do Capital Próprio	23
2.3.2.3. Custo do Capital de Terceiros.....	24
2.3.2.4. Custo Médio Ponderado do Capital.....	24
2.4. Métodos de avaliação de investimento	25
2.4.1. Método do Valor Presente Líquido – VPL	26
2.4.2. Taxa Interna de Retorno (TIR).....	28
2.4.3. <i>Payback</i> Simples	28
2.4.4. <i>Payback</i> Descontado	29
3. METODOLOGIA	30
3.1. Tipo de pesquisa	30
3.2. Universo e Amostra	30
3.3. Coleta de dados	31
3.4. Tratamento e análise de dados	31
4. ANÁLISE	32
4.1. O Negócio	32
4.2. Canais de Venda	32
4.3. Vendas Brutas	33
4.4. Custos do Negócio	34
4.5. Tributação	35

4.6.	Investimento Inicial.....	36
4.7.	Custo do Capital.....	37
4.8.	Fluxo de Caixa Livre.....	37
5.	RESULTADOS	39
5.1.	Valor Presente Líquido e Taxa Interna de Retorno	39
5.2.	<i>Payback</i> Simples	40
5.3.	<i>Payback</i> Descontado	41
6.	CONCLUSÃO.....	42
7.	REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	44
8.	ANEXOS	46

1. INTRODUÇÃO

No Brasil, conforme os dados disponibilizados pelo Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE, 2006), as micro e pequenas empresas representavam 98% das 5,1 milhões de empresas formalmente constituídas neste país. Estas mesmas empresas são responsáveis por oferecer 67% dos postos de trabalho do setor privado. Segundo um relatório divulgado pelo SEBRAE (2011), anualmente são criados mais de 1,2 milhões de novos empreendimentos formais no Brasil, sendo mais de 99% constituídas como micro e pequenas empresas e Empreendedores Individuais (EI). Apesar da sua grande importância para o desenvolvimento econômico e social nacional, estas empresas enfrentam diversas dificuldades e pressões no seu cotidiano, as quais levaram 26,9% das micro e pequenas empresas constituídas em 2006 a encerrarem as suas atividades antes mesmo de completarem dois anos de existência.

O quadro desanimador das micro e pequenas empresas brasileiras é agravado pela atual instabilidade política e, conseqüentemente, econômica do país. O setor de serviços acumula no ano de 2016 uma queda no seu volume de 5%. Segundo dados disponibilizados pelo IBGE³ (Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas), no mês de outubro de 2016 o setor apresentou queda de 2,4% com relação a setembro, na série com ajuste sazonal, após ter registrado recuo de 0,3% em setembro e 1,6% em agosto.

Além das dificuldades do cenário apresentadas anteriormente, um dos fatores que leva às micro e pequenas empresas a encerrarem suas atividades de forma precoce, é a precariedade, ou a não adoção, de um plano de negócios ou de uma análise de viabilidade financeira eficiente para o negócio. Tendo isto em vista, o presente trabalho apresenta um estudo de viabilidade financeira de um empreendimento do ramo de serviços alimentícios, um restaurante especializado em culinária oriental localizado na cidade de Juiz de Fora, no estado de Minas Gerais. O estudo visa avaliar a melhor alternativa econômica e financeira, entre manter o negócio em funcionamento ou optar pelo encerramento das atividades, considerando as projeções dos fluxos de caixa do negócio nos próximos anos e o retorno financeiro esperado pelo proprietário.

³ IBGE – Instituto Brasileiro de Geografia e Estatísticas. Disponível em: <http://saladeimprensa.ibge.gov.br/noticias?view=noticia&id=1&busca=1&idnoticia=3342>. Acesso em 10 de dezembro de 2016.

O trabalho desenvolvido está centrado na elaboração de uma estrutura de análise que permita avaliar e quantificar a viabilidade financeira da continuidade das atividades do empreendimento, baseado na perspectiva de retorno dos proprietários. O estudo não se propõe a realizar juízo de valor sobre as características ou sobre a qualidade dos serviços prestados pela empresa, tampouco avaliar os preços praticados pela mesma se comparados aos de outras empresas do mesmo setor e a sua elasticidade.

2. REFERENCIAL

2.1. Micro e Pequenas Empresas

Como classificar uma empresa quanto ao seu porte ou seu tamanho, atribuindo-lhe a classificação de micro, pequena, média ou grande empresa? Para essa pergunta não existe somente uma resposta, há diversas formas de classificação das empresas quanto ao seu porte. Em 2006, foi publicada a Lei Geral das Microempresas e Empresas de Pequeno Porte, Lei Complementar número 123 de 14 de dezembro de 2006 (ABTS, 2006), para regularizar as normas gerais relativas ao tratamento diferenciado dado às empresas menores. Para que se pudesse definir quais empresas teriam ou não acesso aos benefícios tratados por essa lei, o governo federal precisou criar uma definição mais clara para categorizar as empresas quanto ao seu tamanho. De acordo com esta lei, a definição do tamanho da empresa é realizado através da mensuração da receita bruta anual da organização, ou seja, do produto da venda de bens e serviços. Serão caracterizadas como microempresa, as organizações que auferirem em cada ano receita bruta igual ou inferior a R\$360.000,00 (trezentos e sessenta mil reais). Já para as empresas de pequeno porte, a receita bruta anual deverá ser superior a R\$ 360.000,00 e inferior ou igual a R\$ 3.600.000,00 (três milhões e seiscentos mil reais). Não poderão se beneficiar dos dispostos na lei 123, as empresas constituídas sob a forma de sociedade por ações, nem aquelas que possuem participação no capital de outra empresa jurídica ou que outra possua participação no seu capital (ABTS, 2006).

Como dito anteriormente, não existe somente uma forma de classificar as empresas objetivando segregá-las por tamanho. A utilização de conceitos distintos para enquadrar as organizações decorre do fato de que a finalidade e os objetivos das instituições que os adotam também são distintos. O Serviço de Apoio às Micro e Pequenas Empresas (SEBRAE 2006), utiliza-se de outro critério como forma de definir e classificar as empresas: o número de pessoas ocupadas. A entidade limita às microempresas aquelas que empregam até 9 pessoas, no caso da organização realizar atividades relacionadas ao comércio ou serviços ou até 19 pessoas, caso realize atividades dos setores industriais ou de construção. Já as pequenas empresas são definidas como as que empregam de 10 a 19 pessoas no caso de comércio e serviços e de 20 a 99 trabalhadores, no caso de indústrias e empresas de construção. Porém este critério de classificação não leva em consideração as diversas atividades que essas empresas podem exercer a as suas especificidades, como processos produtivos adotados, a intensiva utilização de tecnologia da informação ou robotização. Essa adoção permite que

algumas atividades que geram alto volume de negócios, sem a utilização de numerosa mão de obra, possam ser caracterizadas como microempresas e empresas de pequeno porte.

O presente estudo seguiu os critérios de classificação de Micro e Pequena Empresa (MPE), estabelecidos na Lei Complementar nº 123 de 14 de dezembro de 2006. Isso se deu pelo fato de o autor entender que a empresa pesquisada não precisa trabalhar com muitos funcionários e, ainda, que seu crescimento não está diretamente ligado ao aumento do seu contingente de trabalhadores. Entendido isso, o critério de classificação através da receita bruta anual parece mais adequado para o estudo.

No Brasil, no ano de 2004, segundo dados do SEBRAE (2006), haviam 5.110.285 empresas no setor privado, sendo que deste total aproximadamente 98% (ou 5.028.318) eram MPEs, restando apenas 2% que se enquadram como média e grande empresas. Ainda segundo o SEBRAE (2006), unidas, as micro e pequenas empresas responderam em 2002 por 57,2% dos empregos totais, a 26% da massa salarial e a 20,6% do PIB (Produto Interno Bruto). Os números somente confirmam a importância que essas empresas representam para o país, tanto do ponto de vista econômico, quanto social. No âmbito social, as MPEs exercem uma função muito importante, pois concentram a maioria dos empregos gerados para receber a população economicamente ativa do país.

Segundo estudo realizado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE 2003), são características das micro e pequenas empresas brasileiras:

- Baixa intensidade de capital;
- Altas taxas de natalidade e mortalidade;
- Forte presença de proprietários, sócios e membros da família como mão de obra ocupada nos negócios;
- Poder decisório centralizado;
- Estreito vínculo entre os proprietários e as empresas;
- Registros contábeis pouco adequados;
- Contratação direta de mão de obra;
- Utilização de mão de obra não qualificada ou semiquificada;
- Baixo investimento em inovação tecnológica;
- Maior dificuldade de acesso ao financiamento de capital de giro; e
- Relação de complementaridade e subordinação com as empresas de grande porte.

Segundo o mesmo estudo, o comportamento das taxas de natalidade e mortalidade das empresas se mostra bastante sensível à variável de tamanho das empresas. Constatou-se que quanto maior o porte das empresas, menores eram as suas taxas de natalidade e de mortalidade. Um dos fatores que justifica as altas taxas de natalidade é a pequena ou a inexistência de barreiras às entradas de novas empresas no mercado, tanto no que se refere à capital humano, quanto ao capital financeiro, necessários para o seu funcionamento, em especial no setor de comércio. Porém, se este é um fator que justifica as altas taxas de natalidade, o mesmo apresenta um comportamento ambíguo, pois é também decisivo para o desaparecimento. A esse fator somam-se outros fatores condicionantes para a alta taxa de mortalidade, como a restrição de acesso a crédito, a falta de suporte técnico, de gerenciamento adequado e de capital humano.

As taxas de mortalidade das empresas que se enquadram como micro ou pequena empresa são mais elevadas que nas empresas maiores e, reiterando a afirmação de que as taxas de natalidade e mortalidade são sensíveis ao tamanho das empresas, crescendo inversamente ao tamanho das mesmas, as microempresas ainda apresentam taxas de mortalidade superiores às pequenas empresas.

2.2. Administração Financeira

Segundo Souza (1997), finanças é a arte e a ciência de administrar recursos, sendo estes conhecidos como ativos e passivos financeiros das mais diversas organizações. Dito isso, na sua concepção, finanças abrange as instituições financeiras, governos, mercados financeiros, tanto nacionais quanto internacionais e os indivíduos. Souza ainda caracteriza finanças como a arte proveniente da necessidade de se identificar os investimentos mais apropriados para cada perfil de investidor, ou como a ciência existente em função das metodologias suportadas cientificamente para o acompanhamento dos fluxos de recursos, tanto de empresas como de indivíduos.

Para Assaf (2014), podemos entender a área das finanças em três grandes segmentos: mercado financeiro, finanças corporativas e finanças pessoais. O segmento do mercado financeiro estuda os títulos e os valores mobiliários que são negociados nos mercados e instituições financeiras. Já as finanças corporativas, se concentram em estudar os processos financeiros e como ocorrem as tomadas de decisões relativas à gestão financeira das instituições. O terceiro grande segmento, com surgimento recente, tem o foco nas avaliações dos investimentos e financiamentos das pessoas físicas, porém este possui grande relações

com o mercado financeiro, pois, geralmente, estes investimentos estão ligados diretamente ou são influenciados indiretamente pelas negociações dos títulos e valores mobiliários das diversas organizações que compõem o mercado.

Ainda segundo Assaf, devido à crescente complexidade dos mercados financeiros e do mundo dos negócios em geral, o gestor financeiro moderno não pode se restringir a dominar somente as técnicas e os instrumentos tradicionais da administração financeira, pois estes já se mostram insuficientes dada a complexidade e dinâmica que possui o atual mundo dos negócios. Ele acredita que um gestor financeiro atual deve possuir uma visão sistêmica da empresa, com capacidade para identificar as oportunidades da organização, tanto internas quanto externas. Deve ainda ser capaz de traçar, a partir da interpretação de dados e informações, ações e planos futuros alinhados com a estratégia da organização.

O estudo das finanças nas empresas evoluiu bastante ao longo do tempo, o que exigiu dos administradores financeiros uma maior compreensão da extensão e da complexidade do contexto no qual estão inseridas as organizações. Sendo assim, dentre essas exigências estavam a administração de crises financeiras e recessões, identificação de novas oportunidades, avaliações sofisticadas de riscos e retornos, gestão baseada em valor, governança corporativa, fatores jurídicos, entre outros assuntos importantes presentes no dia a dia das diversas organizações do mundo.

Para Souza (1997), a área de administração financeira das empresas está relacionada à análise de investimentos, à estrutura de capital e à administração do capital de giro. Dito isso, o administrador financeiro deverá decidir o melhor destino para investir os recursos da empresa, qual a melhor forma de captar os financiamentos para cobrir as necessidades de investimento e administrar diariamente o caixa da organização.

Na análise de investimentos, o administrador deverá estudar e planejar os investimentos que a empresa irá executar, visando o alcance do valor superior e buscando fluxos de caixas futuros que compensem o valor de aquisição ou de investimento. Cabe ao administrador estimar e avaliar o risco destes fluxos de caixa futuros e compará-los ao retorno que estes prometem oferecer ao final do prazo estimado para o investimento, valendo-se de ferramentas e metodologias científicas para embasar sua decisão.

Segundo Souza (1997), a estrutura de capital está relacionada à combinação de instrumentos de dívida de longo prazo e de financiamento do patrimônio líquido da empresa, ou seja, adequada combinação entre capital de terceiros e capital próprio para financiar as operações da empresa.

Já a administração do capital de giro, é entendida pelo autor citado acima, como à administração dos ativos e passivos de curto prazo da organização. Tais como: decisão do volume de caixa necessário para as operações no curto prazo, volumes de estoques suficientes para atender seus clientes, prazo de venda e de recebimento, decisões sobre o capital de giro e formas de captação de recursos de curto prazo.

2.2.1. Relação Risco Retorno

As empresas, as instituições e os indivíduos fazem parte de um ambiente em constante mutação. O mercado possui diversos cenários futuros e as decisões financeiras tomadas nestes cenários são repletas de incertezas. Por não ser possível saber com certeza os resultados de uma decisão, qualquer que seja ela, haverá um risco que reflita essa incerteza. Por outro lado, para que um indivíduo ou empresa esteja disposto a se expor a um determinado risco, este esperará em troca um retorno proporcional ao risco que este está se sujeitando. Neste contexto, as variáveis que têm por objetivo avaliar as decisões fundamentalmente voltadas para o futuro possuem significativa importância quanto ao estudo das finanças corporativas.

2.2.2. Risco

Segundo Morante e Jorge (2012), risco é o perigo a que estão sujeitas nossas atitudes, em especial aquelas tomadas no que diz respeito a decisões financeiras ou de mercado. Os autores acreditam que todo e qualquer empreendimento está sujeito a alguma forma de risco, dito isso, é necessário que ao realizar uma projeção se leve em consideração a sua relação com o risco.

Morante e Jorge ainda apresentam dois tipos de definições para risco elaboradas por estudiosos do assunto: risco sistêmico e risco específico. O risco sistêmico seria o risco comum ou inerente a qualquer negócio, relativo às condições econômicas estruturais ou do país que afetam as decisões empresariais. Já o risco específico, seria aquele relacionado ao negócio em si, seu setor ou condições que o afetem.

Souza (1997) associa o risco à propensão ou aversão que o administrador financeiro possui em relação às posições que este assume ao tomar decisões com o objetivo de gerenciar as finanças da empresa de maneira a atingir os objetivos almejados. Compactando desta mesma ideia, Morante e Jorge (2012) descrevem como Risco do Negócio, a incerteza que uma empresa tem para alcançar determinado resultado. Este é determinado a partir de uma análise sistemática das suas forças e fraquezas, buscando quantificar os riscos e antecipar

problemas futuros. Ainda dentro de Risco do Negócio, os autores anteriormente citados, destacam o Risco Inicial, como o risco que envolve a abertura e início das atividades de uma nova empresa ou projeto. Este deve levar em consideração o dimensionamento ideal do capital social necessário para o negócio.

Uma medida comumente utilizada para representar e dimensionar o risco é a medida estatística do desvio-padrão, ou variância, que indica o valor médio esperado e representativo do comportamento observado. Dito isso, ao se tomar decisões de investimento baseadas em um resultado médio esperado, a medida do desvio-padrão revelará a dispersão dos resultados (variáveis) em relação à média, neste caso o risco de não se alcançar o resultado esperado.

A partir do dimensionamento e da avaliação do risco a que se está exposto um indivíduo ou uma organização ao tomar alguma decisão, seja financeira ou não, é necessário estabelecer uma comparação com os resultados possíveis que esta decisão gerará. Partindo do pressuposto de que indivíduos e empresas são avessos ao risco, concluímos que para que aceitem correr determinado risco, exigirão um retorno diretamente proporcional, quanto maior o risco, maior será o retorno exigido pelo investidor.

2.2.3. Retorno

Souza (1997) descreve o retorno como sendo a capacidade de uma empresa de explorar todas as possibilidades de um investimento cujas receitas superem os custos, de forma a gerarem um resultado positivo e satisfatório para atender às expectativas dos acionistas e *stakeholders*. O retorno será uma dimensão do risco do investimento que representará a necessidade de se remunerar o capital investido.

Morante e Jorge (2012) definem retorno da seguinte maneira:

Retorno é todo ganho ou perda de um proprietário ou aplicador de recursos sobre os investimentos realizados. É, portanto, uma expectativa pessoal, subjetiva ou objetiva, de quanto renderá um valor aplicado em ações, fundos de investimento, ou outro ativo. Por que expectativa pessoal? Porque todo investimento apresenta determinado risco. Pode dar certo ou não. Pode se concretizar ou não. Pode depender de terceiros ou não. Pode apresentar situações inusitadas e desconhecidas que frustrem as expectativas iniciais, ou até mesmo promessas contratuais. [...](Morante e Jorge, 2012, p.78)

Basicamente o que determinará o retorno exigido do investidor ao realizar um investimento é o risco deste. No mercado financeiro a mensuração do retorno reflete diretamente no preço do ativo financeiro ou da ação. Isso ocorre também quando se investirá em um ativo que lhe promete um determinado retorno, porém o seu rendimento está condicionado a uma série de outros fatores, seja outras moedas ou taxas que dependam de outras economias menos estáveis. Quanto menos for possível garantir os retornos prometidos e maiores forem as margens de possibilidade de perdas, menor será, financeiramente, a disposição de investimento do indivíduo ou empresa. Como os mercados são geralmente controlados pela lei da oferta e demanda, se poucos investidores estiverem dispostos a correr o risco investindo em um determinado ativo, este se desvalorizará e seu valor tenderá a representar o seu risco e, conseqüentemente, suas possibilidades de proporcionar retornos satisfatórios.

2.3. Estruturas de avaliação

2.3.1. Fluxo de caixa

Copeland, Koller e Murrin (2002) sustentam a ideia de que o valor de uma empresa é movido pela sua capacidade de gerar fluxos de caixa no longo prazo, ou seja, pelo seu crescimento futuro e pelos retornos obtidos pela organização sobre o capital investido em relação ao custo do seu capital. Estes autores defendem a utilização do método de avaliação a partir do fluxo de caixa descontado, por este representar melhor o desempenho absoluto de uma empresa ao invés de se ater a análises de curto prazo que estão mais ligadas ao desempenho comparado às expectativas.

As demonstrações de fluxo de caixa (DFC) demonstram todos os recebimentos e os pagamentos efetuados pela empresa em caixa e, também, os seus financiamentos de capital e investimentos. Elas irão revelar todas as entradas e saídas de dinheiro do caixa da empresa e proporcionam aos gestores financeiros uma boa visão para que estes possam planejar eficientemente a gestão financeira da entidade.

Segundo Assaf e Lima (2014), a DFC apresenta três categorias para classificar os fluxos de caixa: Fluxo de Caixa das Operações, Fluxo de Caixa das Atividades Financeiras e Fluxo de Caixa das Atividades de Investimento. A primeira está relacionada à produção e entrega de bens e serviços, às entradas de caixa, que incluem tanto os recebimentos à vista, como a receber, e às saídas de caixa que envolvem os pagamentos efetuados a fornecedores, pagamentos de salários e de impostos. A segunda categoria, fluxo de caixa das atividades

financeiras, se refere às atividades relacionadas a empréstimos e financiamentos. Nesta categoria estão os recebimentos de empréstimos e as entradas de recursos, bem como as saídas referentes a pagamentos de dividendos, amortizações e bens adquiridos. Na terceira e última categoria estão as atividades referentes a investimentos relacionados ao aumento ou à diminuição dos ativos de longo prazo.

Ainda segundo os autores supracitados, as transações como depreciação, amortização e exaustão não afetam o caixa, são apenas reduções de ativos e, por este motivo, não entram na DFC, assim como as eventuais estimativas de perdas prováveis com recebimento de clientes.

Sucintamente, a demonstração do fluxo de caixa é a demonstração financeira de uma empresa que resume suas fontes e seus usos do caixa ao longo de um período. Pode até existir uma certa flexibilidade no resumo das fontes e dos usos do caixa em uma demonstração financeira, porém independentemente da forma como ele é apresentado, o resultado é chamado de demonstração do fluxo de caixa (Ross, Westerfield e Jordan, 2008).

Segundo Bernardi (2010), uma empresa é avaliada por sua capacidade de gerar dividendos no futuro. Este método de avaliação compara o patrimônio líquido a valor presente com o valor a investir, descontando o fluxo de caixa utilizando usualmente as mesmas taxas já definidas quando da definição do retorno.

2.3.2. Custo do Capital

Ao avaliar um investimento, independentemente do método de escolha escolhido pelo avaliador, deve-se definir uma remuneração mínima para o capital investido, valor esse que determinará se o investidor aceitará ou não participar do investimento. Essa taxa de retorno exigida é o que se denomina custo do capital. Ele é formado a partir das expectativas mínimas de retorno de todas as fontes de financiamento do investimento existentes. Por exemplo, ao se fixar uma taxa de retorno mínima de 15%, sendo essa o custo do capital do projeto, o investimento em questão deve produzir um retorno igual ou superior a esta taxa. Caso o investimento não seja capaz de remunerar os investidores com um retorno mínimo igual à taxa, apura-se um valor presente líquido negativo e os investidores escolherão não participar deste investimento (Assaf e Lima, 2014).

Ainda segundo Assaf e Lima, em uma avaliação, seja de investimento ou do valor de uma empresa, o custo do capital é utilizado como a taxa na qual serão descontados os fluxos

de caixa previstos do investimento. Este custo é essencialmente formado por uma taxa livre de risco somada a um prêmio associado ao projeto em avaliação, ou seja:

$$\text{CUSTO DO CAPITAL} = \text{Taxa Livre de Risco} + \text{Prêmio pelo Risco}$$

As empresas, ao angariar recursos para um investimento, buscam formar a melhor composição possível de fontes de financiamento de modo a produzir um menor custo total de capital. Este é determinado pela média ponderada dos custos de cada alternativa de financiamento e a esta taxa damos o nome de Custo Médio Ponderado de Capital (WACC – *Weighted Average Cost of Capital*). O WACC será a taxa mínima exigida por todos os investidores, refletindo assim, tanto o custo do capital de terceiros como o custo do capital próprio (Assaf e Lima, 2014).

Se avaliarmos um projeto cujo retorno exigido seja de 10%, este investimento somente terá um VPL (Valor Presente Líquido) positivo caso seu retorno seja superior aos 10% anteriormente informados. Tomemos como exemplo um projeto de investimento considerado sem risco, neste caso, o retorno exigido será a taxa atual oferecida no mercado de capitais para os investimentos livres de risco. Esta seria utilizada para descontar os fluxos de caixa futuros do investimento. Assim o custo de capital do projeto sem risco será a própria taxa livre de risco (Ross, Westerfield e Jordan, 2008)

Seguindo o raciocínio anterior, caso o investimento possua algum nível de risco, o custo do capital do projeto será a taxa livre de risco adicionada ao prêmio pelo risco. Este será tão maior quanto for o risco do investimento. Sendo assim, superior à taxa livre de risco e passará a ser utilizada como a taxa de desconto que descontará os fluxos de caixa do projeto.

O financiamento das atividades de uma organização ou de um projeto de investimento passa pela decisão de quais fontes de recursos financeiros utilizar, recursos próprios ou recursos de terceiros. Esta decisão não precisa ser necessariamente bipolar, ou seja, o tomador da decisão não precisará escolher uma fonte de recurso em detrimento de outra. As fontes, recursos próprios ou de terceiros, podem ser combinadas mesmo que seus custos possam ser diferentes. Porém ambas contribuirão para a formação do custo de capital do projeto proporcionalmente à sua participação no montante do valor total do investimento. Em seguida abordaremos os custos de capital referentes aos recursos próprios, de terceiros e ambos ponderados pela sua participação.

2.3.2.1. Custo de Oportunidade

Ao se fazer determinada escolha de investimento, estamos deixando de utilizar este recurso, que está sendo empregado no projeto, em alternativas diferentes. A este dilema, damos o nome de custo de oportunidade. Para Samanez (2007), os custos de oportunidade são um reflexo da escassez de recursos, pois caso estes fossem ilimitados, não haveria necessidade de se escolher uma opção em detrimento de outra e, por isso, este custo não existiria. Este autor ainda aponta dois fatores que são escassos por excelência: o tempo e o dinheiro. Diariamente as pessoas se encontram em situações que precisam decidir como gastá-los da menor maneira que lhes convir.

Segundo Lapponi (2007), o custo de oportunidade de uma decisão é o valor do benefício da alternativa abandonada em favor da alternativa escolhida com um nível de risco semelhante. Este autor apresenta um exemplo elucidativo para que o leitor compreenda o efeito deste custo na prática:

(...) suponha que o dono da empresa é também o dono do imóvel onde está instalada a empresa e ele, como proprietário, decidiu não receber aluguel mensal pela utilização do imóvel. Como no cálculo do custo do produto o contador inclui somente os custos explícitos, o custo mensal do aluguel não será incluído porque não há registro desse desembolso, é um custo implícito. Entretanto, na visão do economista, o custo total é o resultado da soma dos custos explícitos mais os custos implícitos. No caso do dono da empresa, de seu retorno deverá descontar o custo implícito correspondente ao valor de mercado do aluguel do imóvel, por exemplo, \$ 1.800 por mês, pois ao utilizar o imóvel na empresa ele abandonou a alternativa de alugá-lo. (Lapponi, 2007, p.8)

2.3.2.2. Custo do Capital Próprio

Ao se estudar o custo total de capital, precisamos inicialmente conhecer todas as fontes de recursos utilizadas pela empresa e suas respectivas taxas, seja própria ou de terceiros, e só então poderemos mensurar a taxa de retorno exigida para o investimento. A diante serão apresentados conceitos de custo de capital próprio:

Custo do capital próprio é o retorno mínimo que os acionistas exigem de seu capital investido na empresa. Equivale ao rendimento mínimo que a

empresa deve obter para remunerar seus acionistas e manter o preço de mercado de suas ações. (Assaf e Lima, 2014, p.515).

Segundo Souza (1997), o capital próprio é formado por recursos de longo prazo financiados pelos proprietários, com tempo de permanência indeterminado. Estes recursos são captados através da emissão de ações ordinárias, que dão direito de participação na administração aos seus proprietários, emissão de ações preferenciais, que possuem, como o próprio nome já indica, prioridade na distribuição dos dividendos, porém não permitem a participação na administração e através de lucros retidos na forma de reserva.

O custo de capital próprio reflete o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa no momento em que estes decidem a aplicação do seu capital no negócio. A determinação deste custo envolve um estudo mais complexo das finanças corporativas e é de difícil quantificação prática. Nas companhias de capital aberto, ou seja, com ações negociadas nas bolsas de valores mobiliários, não é possível verificar diretamente com os proprietários o custo de seu capital, sendo assim necessário um método de direcionamento deste cálculo.

O custo do capital de terceiros é menor comparativamente ao do capital próprio, pois o retorno do acionista está condicionado ao sucesso da empresa ou do negócio alvo do investimento, é necessário que este gere lucros em volume suficiente para remunerar os o custo do capital investido. O acionista não terá direito algum de pleitear pagamento pelos recursos aplicados em caso de a empresa apurar prejuízo. Essa possibilidade de não pagamento está atrelada ao risco do negócio, o que em consequência exige um prêmio maior por este risco (Assaf e Lima, 2014).

A apuração do custo do capital próprio pode ser realizada através de um procedimento bastante utilizado na prática, o método do fluxo de caixa descontado dos dividendos futuros esperados pelo mercado. Este método se baseia que o valor de uma ação é igual a sua capacidade de gerar fluxos futuros esperados de dividendos a valor presente, sendo o período de tempo dos fluxos infinito. Devido à dificuldade prática de se estimar o valor futuro esperado de dividendos previstos, principalmente a sua taxa de crescimento para prazos indeterminados, é que adotaremos neste estudo o modelo do CAPM (modelo de precificação de ativos). Este modelo considera o risco da empresa para se determinar a taxa mínima exigida pelo investidor, ou seja, para determinar o seu custo de capital.

Segundo Assaf e Lima (2014), para se determinar o CAPM é necessário que a taxa de retorno possua uma taxa livre de risco da economia, somada a um prêmio que represente a remuneração do risco sistemático do ativo em avaliação, este representado pelo coeficiente

beta. O beta é determinado pela inclinação da reta de regressão linear entre o retorno do ativo e a taxa de retorno da carteira de mercado. A diferença entre a taxa de retorno do mercado e a taxa definida para o livre de risco reflete o prêmio pago pelo mercado em comparação aos ativos livres de risco. Esta diferença é alavancada pelo beta do ativo, assim refletirá o risco do mercado ajustado ao ativo em avaliação. Tendo dito isso, a expressão de cálculo do CAPM é a seguinte:

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

Onde:

K_e = taxa mínima de retorno requerida pelos acionistas (custo do capital próprio);

R_f = taxa de retorno de ativos livre de risco;

β = coeficiente beta, medida do risco sistemático (inclinação da linha de regressão);

R_M = rentabilidade da carteira de mercado (índice do mercado de ações).

2.3.2.3. Custo do Capital de Terceiros

Neste item será apresentado o conceito de custo de capital de terceiros segundo autores de referência no assunto.

O custo do capital de terceiros é a remuneração exigida pelos credores de dívidas da empresa. É o custo hoje, geralmente líquido do IR, para se levantar recursos de empréstimos e financiamentos no mercado. (...) é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. [...] (Assaf e Lima, 2014, p.514).

O custo de terceiros pode ser representado por K_i , e diante da dedutibilidade fiscal permitida aos encargos financeiros, pode ter seu custo final reduzido pela respectiva provisão para o Imposto de Renda (IR), tendo sua expressão de cálculo apresentada da seguinte forma:

$$K_i(\text{após o IR}) = K_i(\text{antes do IR}) \times (1 - \text{IR})$$

sendo:

IR = alíquota de Imposto de Renda considerada para a decisão.

Segundo Souza (2014), o capital de terceiros representa as captações originárias de empréstimos e financiamentos de longo prazo. O custo dessa fonte de recursos é, geralmente, inferior ao custo do capital próprio, porém esta fonte tem prioridade em relação aos acionistas sobre os lucros e ativos da empresa, ou seja, ela será remunerada primeiro que as outras fontes de recursos. O pagamento dos juros que formam o custo deste capital constitui uma despesa dedutível para fins de imposto de renda da empresa.

O nível de endividamento de uma empresa mostra o volume de recursos de terceiros que foi utilizado nas atividades operacionais da empresa. A partir da proporção de ativos financiados com recursos de terceiros é que será calculado o grau de alavancagem financeira da empresa. Quanto maior este grau, maior é o risco que a empresa aceita assumir, pois está se comprometendo em remunerar um credor que será pago independentemente dos resultados apurados no exercício. A empresa ainda oferece garantias efetivas de pagamento do capital recebido e assim, pode ser acionada legalmente pelo credor, podendo inclusive ter sua falência requerida e seus bens recolhidos para pagamento da dívida. Estas garantias de recebimento acabam por tornar o custo do capital de terceiros menor comparativamente ao custo do capital próprio.

2.3.2.4. Custo Médio Ponderado do Capital

O custo do capital pode ser interpretado como um limite mínimo para o retorno sobre os recursos investidos em um projeto. Porém, conforme foi apresentado anteriormente, não existe apenas uma fonte de recursos. Dentre os tipos de fontes de que uma empresa pode dispor, distinguem-se duas categorias: o capital de terceiros e o capital próprio. Ambas as categorias de fontes tiveram seus custos demonstrados em tópicos anteriores deste trabalho, assim, não será necessário apresentá-los novamente. Como as empresas utilizam tanto capital de terceiros como capital próprio como fonte de seus recursos, é necessário que o investimento provenha retorno superior ao custo médio das fontes de capital. A este custo chamamos de custo médio ponderado do capital (CMPC), ou também conhecido pela sigla WACC, proveniente de seu nome no idioma inglês: *weighted average cost of capital*.

Segundo Samanez (2007), o custo médio ponderado do capital é uma média ponderada dos custos de todas as fontes de recursos utilizadas para financiar os ativos da organização. Partindo do pressuposto que o projeto da empresa é financiado com capital próprio e capital de terceiros simultaneamente, o WACC será igual à soma das rentabilidades médias dessas

fontes de recursos, ponderadas pelas suas respectivas participações dentro do montante total do financiamento. Esta média pode ser expressa da seguinte forma:

$$WACC = \sum_{i=1}^n W_i \times K_i$$

Onde:

WACC = custo médio ponderado do capital ;

K_i = custo específico de cada fonte de financiamento (capital próprio e de terceiros);

W_i = participação relativa (proporção) de cada fonte de capital no financiamento total.

(...) esse custo total representa, efetivamente, a taxa mínima de retorno (atratividade econômica) desejada pela empresa em suas decisões de investimento. Ao não promover um retorno operacional pelo menos igual a seu custo total de capital, a empresa deixará de remunerar de forma adequada suas fontes de financiamento, prejudicando seu valor de mercado. Em outras palavras, um retorno do investimento menor que WACC leva a uma destruição de seu valor de mercado, reduzindo a riqueza de seus acionistas. Retornos operacionais acima da taxa de atratividade, por outro lado, revelam uma agregação de valor econômico à empresa pela geração de resultados superiores ao mínimo exigido pelos proprietários de capital. Nessas condições, as decisões financeiras promovem uma agregação de riqueza, sendo consistentes com seu objetivo de maximizar o valor de mercado. (Assaf e Lima, 2008, p. 512)

Devido ao fato de a empresa na qual este estudo se direciona se enquadrar na forma de tributação conhecida como Simples Nacional, onde o imposto incide diretamente sobre a receita bruta e não sobre o lucro, não será calculado o benefício fiscal que seria proporcionado pelo endividamento com juros nos recursos provenientes de terceiros.

2.4. Métodos de avaliação de investimento

O presente estudo se sustenta na ideia de que o valor de uma empresa é movido pela sua capacidade de gerar fluxos de caixa no longo prazo. Segundo Copeland (2002), a capacidade de geração de fluxo de caixa de uma empresa é determinada pelo seu crescimento no longo prazo e pelos retornos obtidos sobre o capital investido em relação ao seu custo de

capital. No decorrer deste tópico apresentaremos algumas das formas de se avaliar o valor de uma empresa e de um investimento, objetivando fornecer informações valiosas para nutrir o tomador de decisão. Com posse de tais informações, esperamos que este seja capaz de avaliar quantitativamente o investimento se comparado à capacidade de geração de fluxo de caixa da empresa.

Assaf e Lima classificam os métodos quantitativos de análise econômica de investimento em dois grandes grupos: aqueles que não levam em consideração o valor do dinheiro no tempo e os que consideram essa variação através da utilização do fluxo de caixa descontado. Os métodos que compõem o segundo grupo ganham atenção preferencial, isso ocorre em razão do maior rigor conceitual e da importância para as decisões de longo prazo. São eles o valor presente líquido (VPL) e a taxa interna de retorno (TIR). (ASSAF E LIMA, 2008).

2.4.1. Método do Valor Presente Líquido – VPL

Um investimento vale a pena quando gera valor para o seu proprietário. Dito isso, esperasse que este último, ao se dispor a investir em determinado projeto, deseja saber se este gerará mais valor para ele ou sua empresa que um outro projeto semelhante. Este é obviamente o real desafio: identificar com antecedência se o investimento A é melhor ou pior que o investimento B ou C. Para solucionar este desafio, existem algumas ferramentas e metodologias que irão facilitar a comparação entre as diversas opções de investimento. O método do valor presente líquido (VPL) é uma delas.

O método do valor presente líquido, segundo Samanez (2007), tem como finalidade calcular a valores presentes, o impacto dos eventos futuros associados a uma determinada alternativa de investimento. Ele tem por objetivo medir o valor presente dos fluxos de caixa futuros do projeto ao longo de sua vida útil. Esperasse que esta metodologia possibilite ao investidor encontrar alternativas de investimento que valham mais do que custam para os seus patrocinadores.

Este método permite que, através de uma taxa de desconto (custo do capital), os fluxos projetados sejam ajustados e convertidos a valores presentes. Os fluxos de caixa resumem as entradas e saídas efetivas de dinheiro de uma empresa ou projeto ao longo do tempo. Para se realizar uma avaliação econômica de um projeto de investimento, devemos utilizar os fluxos de caixa incrementais, ou seja, aqueles decorrentes diretamente da aceitação do projeto a ser avaliado. (SAMANEZ, 2007)

O cálculo do VPL pode ser representado pela equação abaixo:

$$VPL = -I + \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1+K)^t}$$

Onde:

VPL = valor presente líquido;

I = investimento inicial;

Σ = indica somatório da data 1 até a data n dos fluxos de caixa do período;

K = custo do capital;

FC_t = fluxo de caixa no t-ésimo período

Copeland (2002), ao descrever o uso do método do fluxo de caixa descontado como avaliação do valor de uma empresa, exalta que uma questão importante neste cenário é a duração indeterminada da empresa. O autor aponta como uma possível solução, a previsão dos fluxos de caixa em um horizonte temporal de 100 anos. Porém esta abordagem é afetada pela dificuldade de se realizar a previsão explícita de décadas de desempenho. Este problema pode ser solucionado se considerarmos a divisão do valor da empresa em dois períodos, durante e após um período de previsão explícita.

Assaf apresenta, na metodologia de avaliação de uma empresa, o valor da perpetuidade (PV_p) como sendo uma relação entre o fluxo de caixa operacional disponível (FCOD) e o custo total de capital (WACC), ou seja:

$$PV_p = \frac{FCOD}{WACC}$$

Nesta equação, tanto o numerador como o denominador são constantes, porém ao se considerar que os fluxos de caixa crescem a uma taxa constante g , a expressão de cálculo se modifica para:

$$PV_p = \frac{FCOD}{WACC - g}$$

Esta expressão de cálculo foi desenvolvida por M. Gordon e é conhecida na literatura financeira por modelo de Gordon.

2.4.2. Taxa Interna de Retorno (TIR)

Segundo Souza e Clemente (1997), a Taxa Interna de Retorno (TIR) é por definição a taxa que torna o Valor Presente Líquido (VPL) de um fluxo de caixa igual a zero.

Ehrhardt e Brigham (2012) definem a TIR de um projeto como sendo a taxa de desconto que torna os valores presentes das entradas igual ao custo inicial (ou igual aos valores presentes de todos os custos se eles incorrem durante vários anos). A TIR pode ser interpretada como sendo uma estimativa da taxa de retorno do projeto, assim, o investidor poderá trabalhar com qualquer taxa superior à mesma que o retorno do investimento será positivo. Esta se comparada com o custo do capital do projeto, poderá ser utilizada como critério de aceite, sendo rejeitado o mesmo caso a taxa não supere o custo.

A TIR pode ser calculada igualando-se a zero a fórmula de cálculo do VPL exposta acima. O valor obtido em “K” será igual a taxa interna de retorno. (ROSS, 1998). Para facilitar o cálculo da TIR, será utilizado no estudo, como ferramenta de análise, o programa *Microsoft Office Excel 2007*. O mesmo, através da função “TIR”, utiliza uma técnica iterativa para o cálculo, iniciando com uma estimativa e refazendo os cálculos até que se alcance o resultado com uma precisão de 0,00001 por cento.

A utilização da Taxa Interna de Retorno como única técnica de análise pode mascarar a criação de valor do projeto e levar o investidor a tomar uma decisão errada quanto a qual projeto viabilizar. Por esse motivo, a TIR deve ser utilizada como uma técnica complementar de avaliação ao modelo do VPL.

2.4.3. *Payback* Simples

O método do *payback* simples indica o número de períodos necessários (tempo) para que um investimento realizado seja recuperado. O cálculo deste indicador é bastante simples, somam-se os valores dos benefícios do projeto (fluxos de caixa livres), período a período, até que a somatória dos mesmos se iguale ao valor do investimento inicial. (SOUZA; CLEMENTE, 1997).

Para Assaf (2009), o *payback* é um importante indicador de risco de um projeto de investimento. Utilizando-se o mesmo como medida de grau de risco, o administrador da empresa poderá avaliar a decisão entre projetos, quanto maior for o tempo para o investimento ser recuperado, maior será o risco envolvido no projeto.

O método de análise do *payback*, apesar de ter um cálculo muito simples, possui muitas limitações em sua aplicabilidade. A primeira é que o mesmo não considera a distribuição dos fluxos de caixa dentro do período de *payback*. A segunda limitação, é o fato deste método ignorar todos os fluxos de caixa que ocorrem após o período em que o investimento é recuperado. A terceira é que ele não considera o custo do capital e o valor do dinheiro no tempo. (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2009).

Caso o retorno obtido em cada período seja constante, o Payback pode ser obtido pela fórmula abaixo:

$$Payback = \frac{I}{FC}$$

Considerando:

- I = Investimento inicial
- FC = Fluxo de caixa

2.4.4. *Payback* Descontado

O fato de o método do *payback* simples não considerar o valor do dinheiro no tempo pode ser corrigido pela utilização da técnica derivada deste primeiro, conhecida como *Payback* Descontado. Este método é um modelo similar ao *payback* simples, porém este considera o valor do dinheiro no tempo, ou seja, todos os fluxos de caixa livre do projeto são trazidos para o valor presente ou para o ano-base, para posterior cálculo do valor acumulado. Após descontar os fluxos de caixa para valor presente, os valores dos períodos descontados são somados até que sua somatória alcance o valor do investimento inicial do projeto. (BORDEUAX-REJÔ et al, 2006).

Abreu e Stephan (1982) recomendam, assim como no método do *payback* simples, que o *payback* descontado também seja utilizado como auxiliar na tomada de decisão do método do Valor Presente Líquido (VPL) e/ou da Taxa Interna de Retorno (TIR). As vantagens e desvantagens deste método continuam as mesmas se comparado ao modelo do *payback* simples. Ambos desconsideram os fluxos caixa após o período de retorno do investimento e desconsideram a distribuição dos fluxos dentro deste período.

3. METODOLOGIA

3.1. Tipo de pesquisa

A pesquisa ora em projeto pode ser assim classificada:

Quanto aos fins, será uma pesquisa aplicada, pois tem como objetivo fundamental do projeto a análise da viabilidade financeira da continuidade do negócio em questão através dos métodos de análise de investimento anteriormente citados. Segundo Vergara (2005) a pesquisa aplicada possui a necessidade de resolver problemas concretos como motivação fundamental.

Quanto aos meios, a pesquisa será de natureza documental, uma vez que serão utilizados demonstrativos financeiros e contábeis históricos para projetar a receita e os custos do negócio. A pesquisa também será de natureza bibliográfica, pois se utiliza de materiais e estudos já publicados por outros autores. Vergara (2005) define a pesquisa de natureza documental como a pesquisa realizada em documentos conservados no interior das organizações ou com pessoas, tais como regulamentos, cartas, balanços patrimoniais e planos de ação. O referido autor também define a pesquisa bibliográfica como a pesquisa desenvolvida baseada em materiais publicados em livros, revistas, jornais, trabalhos acadêmicos ou rede de computadores.

O estudo em questão tem como foco a análise de uma empresa específica existente e em funcionamento na cidade de Juiz de Fora, portanto, ainda quanto aos meios, este terá a natureza de um estudo de caso.

A pesquisa terá uma orientação predominantemente quantitativa, uma vez que o investidor necessita de resultados financeiros numéricos para avaliar a continuidade ou não das atividades do negócio. O estudo não se propõe fazer juízo de valor quanto aos aspectos qualitativos do funcionamento da operação ou das condições as quais o investimento foi feito.

3.2. Universo e Amostra

Segundo Vergara (2005), o universo é o conjunto de elementos que compreendem as características que serão estudadas. Portanto o projeto se limita apenas ao universo do próprio estabelecimento comercial.

O estudo em questão não possui nenhum tipo de amostra

3.3. Coleta de dados

Será adotada como instrumento de pesquisa para o projeto a análise de conteúdo. As informações necessárias para a realização deste estudo de caso serão fornecidas pelo próprio restaurante.

3.4. Tratamento e análise de dados

Os dados coletados através dos instrumentos de pesquisa serão analisados com auxílio da ferramenta *Microsoft Office Excel 2007*, a qual permitirá compilar, analisar, projetar e quantificar os resultados do estudo.

4. ANÁLISE

4.1. O Negócio

O nome do restaurante alvo deste estudo não será divulgado por questões de privacidade e segurança da perpetuidade do negócio. O anonimato do mesmo se deu por opção do proprietário e autor deste estudo. O estabelecimento se caracteriza como um prestador de serviços no ramo alimentício, mais precisamente um restaurante especializado em culinária oriental que tem como principal atividade o fornecimento de refeições prontas para consumo e entregues na casa do cliente, ou seja, opera na modalidade de *delivery*. Esta operação se caracteriza pela utilização ou não do serviço de entrega da refeição no domicílio do cliente. A este último, é facultativa a escolha de utilizar ou não o serviço de entrega, visto que o mesmo possui a opção de retirar a sua refeição no balcão do próprio estabelecimento.

O restaurante no qual se baseia o estudo teve suas atividades iniciadas no mês de agosto do ano de 2015. O mesmo se estabeleceu no bairro São Mateus, na cidade de Juiz de Fora, no estado brasileiro de Minas Gerais. A escolha da localização se deu pelo fato do proprietário acreditar que o local possuía grande potencial de mercado, tendo em vista a grande quantidade de moradores na região e em seu entorno. A centralidade do bairro também foi fator predominante para a escolha do ponto comercial. Porém esta escolha não foi fruto de nenhum estudo prévio realizado pelo empresário. O fato de operar principalmente na modalidade de *delivery*, tornou a escolha do local um fator não primordial para o sucesso do negócio, visto que o mesmo atende a toda a cidade. Assim, a localização do restaurante influencia apenas na taxa de entrega cobrada do cliente, que reflete proporcionalmente à distância percorrida pelo entregador.

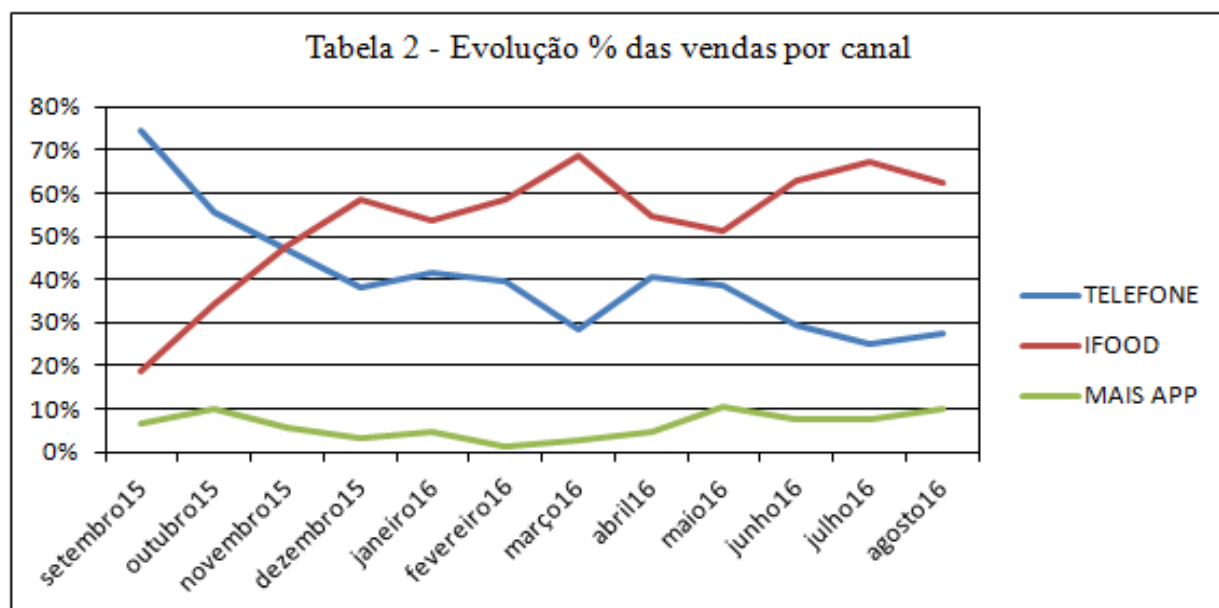
4.2. Canais de Venda

Conforme mencionado anteriormente no item 4.1 deste estudo, o negócio em questão optou por operar na modalidade de *delivery*, modalidade esta que se caracteriza pelo consumo das refeições fora do estabelecimento no qual são produzidas e negociadas. Dito isto, os principais canais de venda do negócio são o telefone, no qual são recebidos os pedidos dos clientes, e os canais de venda pela internet, através de aplicativos específicos onde são ofertados serviços e produtos de diversos estabelecimentos do mesmo gênero. A empresa possui parceria para venda com dois aplicativos de venda pela internet, são estes: o Ifood e o Mais App. Ambos os aplicativos oferecem serviços e produtos de diversos estabelecimentos

cadastrados e através deles os clientes podem escolher o restaurante pretendido e realizar o pedido de modo prático e cômodo. O cliente final não paga pelo serviço da plataforma de pedido, este ônus é pago pelo estabelecimento que recebeu o pedido. Os aplicativos Ifood e Mais App cobram de seus parceiros, respectivamente, 12% e 10% do valor dos pedidos pelo serviço de venda prestado. A distribuição da média das vendas entre os canais, no período de setembro de 2015 a agosto de 2016, e sua evolução percentual estão apresentadas nas tabelas abaixo:

Tabela 1 - Distribuição das vendas por canal (agosto 2015 a setembro 2016)	
Telefone	39,5%
Ifood	54,3%
Mais App	6,2%
TOTAL	100,0%

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA



FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

4.3. Vendas Brutas

As vendas brutas foram projetadas com base nas vendas brutas históricas apresentadas pelo restaurante durante o seu primeiro ano de funcionamento, ou seja, o período utilizado para a projeção compreende entre os meses de setembro de 2015 e agosto de 2016. Para tal projeção, foi utilizada como base para o próximo período a média das vendas dos 12 meses anteriores, multiplicada pela taxa de crescimento adotada. Devido ao atual momento da

economia brasileira, foi adotado como taxa para corrigir a projeção, a taxa de crescimento do setor de serviços. Segundo a Pesquisa Mensal de Serviços do IBGE de outubro de 2016, o setor de serviços do Brasil apresentava, no momento de sua elaboração, uma retração de 5%.

4.4. Gastos do Negócio

Os custos do restaurante foram categorizados e separados de acordo com a sua relação com as vendas para que fosse possível realizar uma projeção das despesas totais com menores distorções da realidade. Os custos foram separados em custos variáveis, aqueles que variam diretamente com o crescimento ou diminuição da receita bruta, e custos fixos, as despesas que não se alteram com uma relação direta com a variação das vendas. Para cada categoria foi adotado um critério de projeção diferente e as categorias e critérios adotados estão explicitados na tabela 3 a seguir:

Tabela 3 - Categorias dos custos e seu critério de projeção			
DESPESAS	TIPO	% RECEITA	FORMA DE PROJEÇÃO
COMISSÃO IFOOD	VARIÁVEL	7,18%	12% das vendas pelo aplicativo
COMISSÃO MAIS APP	VARIÁVEL	0,61%	10% das vendas pelo aplicativo
EMBALAGENS	VARIÁVEL	5,80%	% da receita x inflação
HORTFRUT	VARIÁVEL	0,94%	% da receita x inflação
MOTOBOY	VARIÁVEL	11,54%	% da receita x inflação
PEIXARIA	VARIÁVEL	31,66%	% da receita x inflação
SUPERMERCADO	VARIÁVEL	10,49%	% da receita x inflação
AGUA	FIXO	0,24%	média 12 meses x inflação
ALUGUEL + IPTU	FIXO	5,15%	média 12 meses x inflação
CONTABILIDADE	FIXO	1,24%	média 12 meses x inflação
DEDETIZAÇÃO	FIXO	0,05%	média 12 meses x inflação
DESP. BANCARIAS	FIXO	0,37%	média 12 meses x inflação
DESPESAS GERAIS	FIXO	0,69%	média 12 meses x inflação
GRAFICA	FIXO	0,24%	média 12 meses x inflação
LUZ	FIXO	2,00%	média 12 meses x inflação
MAQUINA CARTÃO	FIXO	0,99%	média 12 meses x inflação
MARKETING	FIXO	0,14%	média 12 meses x inflação
PGTO FUNCIONÁRIOS	FIXO	11,35%	média 12 meses x inflação
REFORMAS	FIXO	1,01%	média 12 meses x inflação
TELEFONE	FIXO	0,76%	média 12 meses x inflação

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

A taxa de inflação utilizada para cada ano foi baseada na projeção da mesma para os anos de 2016 a 2020 divulgada no relatório Focus do IBGE. São elas 6,94%, 5,72%, 5,00%, 5,00% e 4,90% respectivamente.

4.5. Tributação

O restaurante avaliado neste estudo de caso tem a natureza jurídica de uma sociedade empresária limitada e é optante pelo regime tributário do Simples Nacional. Sendo assim, o mesmo será tributado conforme alíquotas descritas na tabela 4 abaixo:

Tabela 4 – Tributação (Simples Nacional)							
Receita Bruta em 12 meses (em R\$)	Alíquota	IRPJ	CSLL	Cofins	PIS/Pasep	CPP	ICMS
Até 180.000,00	4,00%	0,00%	0,00%	0,00%	0,00%	2,75%	1,25%
De 180.000,01 a 360.000,00	5,47%	0,00%	0,00%	0,86%	0,00%	2,75%	1,86%
De 360.000,01 a 540.000,00	6,84%	0,27%	0,31%	0,95%	0,23%	2,75%	2,33%
De 540.000,01 a 720.000,00	7,54%	0,35%	0,35%	1,04%	0,25%	2,99%	2,56%
De 720.000,01 a 900.000,00	7,60%	0,35%	0,35%	1,05%	0,25%	3,02%	2,58%
De 900.000,01 a 1.080.000,00	8,28%	0,38%	0,38%	1,15%	0,27%	3,28%	2,82%
De 1.080.000,01 a 1.260.000,00	8,36%	0,39%	0,39%	1,16%	0,28%	3,30%	2,84%
De 1.260.000,01 a 1.440.000,00	8,45%	0,39%	0,39%	1,17%	0,28%	3,35%	2,87%
De 1.440.000,01 a 1.620.000,00	9,03%	0,42%	0,42%	1,25%	0,30%	3,57%	3,07%
De 1.620.000,01 a 1.800.000,00	9,12%	0,43%	0,43%	1,26%	0,30%	3,60%	3,10%
De 1.800.000,01 a 1.980.000,00	9,95%	0,46%	0,46%	1,38%	0,33%	3,94%	3,38%
De 1.980.000,01 a 2.160.000,00	10,04%	0,46%	0,46%	1,39%	0,33%	3,99%	3,41%
De 2.160.000,01 a 2.340.000,00	10,13%	0,47%	0,47%	1,40%	0,33%	4,01%	3,45%
De 2.340.000,01 a 2.520.000,00	10,23%	0,47%	0,47%	1,42%	0,34%	4,05%	3,48%
De 2.520.000,01 a 2.700.000,00	10,32%	0,48%	0,48%	1,43%	0,34%	4,08%	3,51%
De 2.700.000,01 a 2.880.000,00	11,23%	0,52%	0,52%	1,56%	0,37%	4,44%	3,82%
De 2.880.000,01 a 3.060.000,00	11,32%	0,52%	0,52%	1,57%	0,37%	4,49%	3,85%

FONTE: RECEITA FEDERAL DO BRASIL – SIMPLES NACIONAL

4.6. Investimento Inicial

No estudo, serão considerados como investimento inicial do negócio, todas as despesas e custos pré-operacionais, ou seja, todos os gastos desde a concepção da idéia até o início de sua operação. Por se tratar de um estabelecimento real, já em funcionamento, o investimento inicial que será utilizado na análise será o desembolso realizado para que o restaurante iniciasse suas atividades. O estudo não possui intenção de fazer qualquer juízo dos valores gastos e sua distribuição. Estes desembolsos e seus valores estão explicitados na tabela 5 abaixo:

Tabela 5 - Investimento Inicial	
OBRAS	
ADESIVOS	R\$ 250,00
BANCADAS DE PREPARO	R\$ 5.680,00
ILUMINAÇÃO	R\$ 1.600,00
PINTURA	R\$ 2.100,00
EQUIPAMENTOS	
BANCADA INOX REFRIGERADA	R\$ 4.600,00
BANCOS	R\$ 380,00
COIFA	R\$ 3.580,00
COMPUTADOR	R\$ 1.530,00
ESTANTES	R\$ 850,00
EXPOSITOR DE BEBIDAS	R\$ 2.450,00
FACAS E UTENSÍLIOS	R\$ 550,00
FOGÃO INDUSTRIAL	R\$ 1.500,00
FREEZER HORIZONTAL	R\$ 2.300,00
FREEZER VERTICAL	R\$ 958,00
FRITADEIRA	R\$ 1.800,00
GELADEIRA	R\$ 946,00
IMPRESSORA TÉRMICA	R\$ 570,00
MESA E CADEIRA ESCRITÓRIO	R\$ 1.100,00
TELEVISÃO LCD	R\$ 870,00
VITRINE DE BANCADA	R\$ 2.300,00
DEMAIS CUSTOS	
CAPITAL DE GIRO	R\$ 12.000,00
CUSTOS ABERTURA	R\$ 750,00
ESTOQUE INICIAL	R\$ 8.500,00
IDENTIDADE VISUAL E MARKETING	R\$ 3.250,00
INVESTIMENTO INICIAL	R\$ 60.414,00

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

4.7. Custo do Capital

Todo o investimento inicial foi pago com capital próprio do investidor. O custo de oportunidade do financiamento pelo capital próprio é o de mais difícil estimativa, pois não pode ser encontrado diretamente no mercado. Para fins de cálculo do Custo de Capital Próprio (CCP), será utilizado neste estudo o modelo de precificação de bens de capital, o CAPM – *Capital Assets Price Model*. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o CAPM deve refletir o retorno sobre os títulos livres de risco mais o risco sistêmico da empresa (beta) multiplicado pelo preço de mercado do risco (ágio pelo risco). A equação do custo do capital ordinário está descrita abaixo, onde R_F é a taxa de retorno livre de risco, \bar{R}_M é a taxa de retorno prevista para a carteira do mercado como um todo, $\bar{R}_M - R_F$ é o prêmio pelo risco no mercado e o β é o risco sistêmico do capital próprio.

$$k_S = R_F + \beta \times (\bar{R}_M - R_F)$$

O estabelecimento alvo deste estudo não possui ações negociadas na bolsa, assim, não possui um β acessível que reflita o risco sistêmico da empresa. Para termos de comparação, será utilizado neste estudo o β da empresa JBS S.A. (JBSS3) verificado no dia 17 de novembro de 2016 (0,43). A taxa de retorno livre de risco adotada será a taxa obtida pelo cálculo da média ponderada dos juros praticados pelas instituições financeiras, a Selic (13,75% aa). O \bar{R}_M utilizado será o retorno médio anual do Ibovespa nos últimos 20 anos (21,70% aa). Desta forma, o custo do capital próprio é de 17,17% a.a.

4.8. Fluxo de Caixa Livre

A fim de se saber como a empresa gera ou consome caixa, é necessário que seja calculado o fluxo de caixa livre do negócio. Segundo Copeland, Koller e Murrin (2002), o fluxo de caixa livre é o fluxo de caixa operacional efetivo da organização após impostos. O fluxo de caixa livre não é afetado pela estrutura financeira que a empresa possa ter, pois este surge antes do financiamento. Esta estrutura financeira que o negócio possa vir a ter afetará o seu valor, na medida em que esta impacta diretamente o custo médio ponderado do capital. A organização alvo deste estudo não possui financiamentos e, portanto, esta questão não se fará relevante na análise. De acordo com o citado anteriormente, para que seja calculado o fluxo de caixa livre do negócio, é necessário primeiramente calcular o valor do lucro antes dos juros e impostos (LAJIR). Sua fórmula de cálculo está expressa na tabela 6 a seguir:

Tabela 6 – Fluxo de Caixa Operacional - Cálculo do LAJIR
Venda Bruta
(-) Impostos Federais
(-) Impostos Estaduais
(=) Receita líquida
(-) CMV
(=) Lucro Bruto
(-) Despesas Operacionais
(=) Lucro Operacional (LAJIR)

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

Conforme Copeland, Koller e Murrin (2002) recomendam, no tocante à maioria das empresas, que se utilize um período de previsão explícita entre 10 e 15 anos, neste estudo será utilizado um período de 10 anos. Devido à série histórica do empreendimento apresentar apenas um ano, as projeções foram realizadas mensalmente e aglutinadas em anos para facilitar a análise. O cálculo dos fluxos de caixa está descrito no anexo 1, e os fluxos de caixa livres estão explicitados na tabela 7 a seguir:

Tabela 7 - Fluxo de Caixa do Projeto			
ANO	RECEITAS	CUSTOS E DESPESAS	FLUXO
0		-R\$ 60.414,00	-R\$ 60.414,00
1 (real)	R\$ 358.398,50	R\$ 328.044,34	R\$ 30.354,16
2 (projetado)	R\$ 349.369,03	R\$ 324.493,92	R\$ 24.875,11
3 (projetado)	R\$ 351.175,19	R\$ 329.306,92	R\$ 21.868,27
4 (projetado)	R\$ 348.961,72	R\$ 329.641,48	R\$ 19.320,24
5 (projetado)	R\$ 346.590,56	R\$ 329.926,08	R\$ 16.664,47
6 (projetado)	R\$ 344.227,43	R\$ 330.282,40	R\$ 13.945,03
7 (projetado)	R\$ 341.881,61	R\$ 330.738,14	R\$ 11.143,47
8 (projetado)	R\$ 339.552,32	R\$ 331.300,16	R\$ 8.252,17
9 (projetado)	R\$ 337.239,03	R\$ 331.974,41	R\$ 5.264,62
10 (projetado)	R\$ 334.941,52	R\$ 332.767,19	R\$ 2.174,33

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

5. RESULTADOS

De posse dos fluxos de caixa livres apresentados no item 4.8, utilizou-se o *software* Microsoft Office Excel 2007 para realizar a análise financeira do empreendimento do ramo de serviços alimentícios, o restaurante especializado em culinária oriental localizado na cidade de Juiz de Fora, no estado de Minas Gerais. Nesta análise foram utilizados os métodos do Valor Presente Líquido (VPL), a Taxa Interna de Retorno (TIR), o *Payback* Simples e o *Payback* Descontado.

5.1. Valor Presente Líquido e Taxa Interna de Retorno

O Valor Presente Líquido (VPL) foi calculado a partir do fluxo de caixa abaixo, ponderado pela taxa do capital próprio calculada no item 4.7 deste estudo. De forma análoga ao VPL, a TIR também foi calculada a partir do investimento inicial no ano 0 e dos fluxos de caixa apresentados na tabela abaixo:

Tabela 8 - Fluxo de Caixa do Projeto - VPL				
ANO	RECEITAS	CUSTOS E DESPESAS		FLUXO
0		-R\$	60.414,00	-R\$ 60.414,00
1 (real)	R\$ 358.398,50	R\$	328.044,34	R\$ 30.354,16
2 (projetado)	R\$ 349.369,03	R\$	324.493,92	R\$ 24.875,11
3 (projetado)	R\$ 351.175,19	R\$	329.306,92	R\$ 21.868,27
4 (projetado)	R\$ 348.961,72	R\$	329.641,48	R\$ 19.320,24
5 (projetado)	R\$ 346.590,56	R\$	329.926,08	R\$ 16.664,47
6 (projetado)	R\$ 344.227,43	R\$	330.282,40	R\$ 13.945,03
7 (projetado)	R\$ 341.881,61	R\$	330.738,14	R\$ 11.143,47
8 (projetado)	R\$ 339.552,32	R\$	331.300,16	R\$ 8.252,17
9 (projetado)	R\$ 337.239,03	R\$	331.974,41	R\$ 5.264,62
10 (projetado)	R\$ 334.941,52	R\$	332.767,19	R\$ 2.174,33
CAPM				17,17%
VPL				R\$ 88.517,59
TIR				34,14%

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

A fim de se aprofundar a análise dos fluxos de caixa futuro do empreendimento e determinar o melhor momento de venda do negócio para o proprietário, foi calculado o VPL anual até o fim do negócio. Paralelamente, de acordo com a tabela 5 deste estudo, foi calculado o valor dos equipamentos (ativos) do restaurante e sua depreciação ao longo dos 10

anos. Foi considerado que os equipamentos deste restaurante possuem durabilidade média de 10 anos, portanto foi adotada uma taxa de depreciação linear de 10% ao ano. A título de análise, para que se determinasse um valor de referência para a venda do negócio para auxiliar essa tomada de decisão, o valor do investimento inicial realizado pelo proprietário foi projetado com seu valor corrigido pela inflação acumulada do período. Com base nestes dados, foi elaborada a tabela 9, a seguir.

Quadro 9 - VPL Móvel Anual							
Anos	Inflação	Fluxo de Caixa Livre	VPL Anual	Ativos imobilizados (durabilidade e 10 anos)	Fluxo de caixa livre mais imobilizado	VPL Anual (FCL mais Ativos)	Valor de referência para venda do negócio
0		-60.414,00		26.284,00	-34.130,00		60.414,00
1	6,94%	30.354,16	88.517,59	23.655,60	54.009,76	158.556,25	64.606,73
2	5,72%	24.875,11	73.360,57	21.027,20	45.902,31	131.768,22	68.302,24
3	5,00%	21.868,27	61.080,37	18.398,80	40.267,07	108.488,53	71.717,35
4	5,00%	19.320,24	49.698,69	15.770,40	35.090,64	86.847,31	75.303,22
5	4,90%	16.664,47	38.910,97	13.142,00	29.806,47	66.667,06	78.993,07
6	4,80%	13.945,03	28.926,93	10.513,60	24.458,63	48.306,32	82.786,32
7	4,71%	11.143,47	19.948,22	7.885,20	19.028,67	32.141,16	86.682,21
8	4,61%	8.252,17	12.229,56	5.256,80	13.508,97	18.630,65	90.679,86
9	4,52%	5.264,62	6.077,02	2.628,40	7.893,02	8.320,28	94.778,23
10	4,43%	2.174,33	1.855,73	0,00	2.174,33	1.855,73	98.976,16

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

Como se pode observar nesta análise preliminar, no ano 3 e ano 5, para o VPL anual e VPL anual considerando ativos, respectivamente, o valor de referência para venda do negócio no mercado supera o retorno líquido do proprietário. Tendo em vista, que o negócio está fadado ao encerramento ao final do décimo primeiro ano, sugere-se a venda do empreendimento entre os anos 3, limite inferior, e 5, limite superior. Após o quinto ano, não há viabilidade em se manter o negócio funcionando.

5.2. Payback Simples

O cálculo do *Payback* Simples também foi realizado com os fluxos de caixa do negócio acumulados até que seu valor se igualasse ou superasse o valor do investimento inicial, conforme a tabela 10.

Tabela 10 - <i>Payback</i> Simples		
ANO	FLUXO	ACUMULADO
1 (real)	R\$ 30.354,16	R\$ 30.354,16
2 (projetado)	R\$ 24.875,11	R\$ 55.229,27
3 (projetado)	R\$ 21.868,27	R\$ 77.097,54

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

Nota-se que o investimento inicial é totalmente recuperado já no terceiro ano de vida do negócio.

5.3. *Payback* Descontado

Para o cálculo do *Payback* Descontado os fluxos foram descontados ao custo de capital próprio do projeto de 17,17% a.a. Assim, os fluxos descontados e seu valor acumulado estão demonstrados na tabela 11.

Tabela 11 - <i>Payback</i> Descontado		
ANO	FLUXO DESCONTADO	ACUMULADO
1 (real)	R\$ 25.906,42	R\$ 25.906,42
2 (projetado)	R\$ 18.119,38	R\$ 44.025,80
3 (projetado)	R\$ 13.595,08	R\$ 57.620,88
4 (projetado)	R\$ 10.251,06	R\$ 67.871,94

FONTE: ELABORAÇÃO PRÓPRIA

A partir do quadro acima, percebe-se que o investimento inicial é totalmente recuperado no quarto ano de vida do negócio.

6. CONCLUSÃO

O presente trabalho teve como objetivo principal realizar a análise financeira de um restaurante especializado em culinária oriental, localizado na cidade de Juiz de Fora, no estado de Minas Gerais, a fim de fornecer ao proprietário informações que possibilitem avaliar a continuidade das atividades do estabelecimento, conforme as projeções financeiras em um cenário de retração da economia nacional. O estudo buscou apresentar o valor presente dos fluxos de caixa esperados para o empreendimento, determinando assim, um valor base para o proprietário avaliar possíveis ofertas de venda do negócio e outras opções de investimento, caso opte-se pela venda do restaurante.

Ao se avaliar o negócio como um todo, desde a sua concepção até os fluxos futuros projetados, depara-se com uma Taxa Interna de Retorno de 34,14% a.a. Esta taxa é superior ao custo do capital exigido pelo acionista que, calculado através do modelo do CAPM, obteve resultado igual a 17,17% a.a. A TIR, sendo superior ao CAPM, demonstra que o negócio possui potencial de remunerar o investimento inicial a uma taxa superior à exigida pelo investidor.

Apesar de o negócio apresentar apenas um ano de exercício, de acordo com as projeções dos fluxos de caixa livre proporcionados, é possível estimar, através do modelo de análise do *Payback* Simples que o negócio se pagará com os rendimentos líquidos em 3 anos. Se considerar o valor do dinheiro no tempo, utilizando o modelo do *Payback* Descontado, o período em que o proprietário necessitará para cobrir o seu investimento inicial será de 4 anos.

Os fluxos de caixa livre decrescentes demonstram que, devido ao atual cenário de retração do setor de serviços e das taxas de inflação projetadas para os anos seguintes, o empreendimento em questão está perdendo o seu valor. Com base nas projeções e no valor presente líquido (VPL) do negócio, é vantajoso para o proprietário vender o estabelecimento caso a oferta de compra seja igual ou superior a R\$ 88.517,59 .

De acordo com a tabela 9 deste estudo, ao se analisar o VPL anual e o valor de referência para a venda do negócio, verifica-se que no ano 3, o valor presente líquido dos fluxos esperados se iguala ao investimento inicial corrigido pela inflação acumulada no período. Portanto, é possível determinar o terceiro ano de projeção como o momento ideal para a venda e, também, como sendo o limite inferior para a saída do negócio. Pois anteriormente a este período, o valor presente dos fluxos de caixa projetados é superior ao valor de referência, não justificando a venda do empreendimento. Dito isso, ao se comparar a

evolução do VPL anual somado ao valor dos ativos depreciados, com o valor de referência para a venda do negócio, é possível determinar o limite superior para a saída do negócio, ou seja, a data limite para venda, como sendo o quinto ano de projeção. Neste período, o valor da soma dos fluxos com os ativos se torna inferior ao valor do investimento inicial corrigido pela inflação. A diferença citada anteriormente aumenta progressivamente nos períodos seguintes, corroborando a definição do ano 5 como limite superior.

O estudo apresenta a ressalva de não considerar o custo de oportunidade do tempo de trabalho do proprietário, este analisa apenas o negócio se comparado a outras opções de investimento que dependem unicamente do investimento financeiro do provedor de capital. É importante também ressaltar como limitação do estudo, a duração da série histórica que serviu como base para a projeção dos fluxos futuros de apenas um ano e o atual cenário de instabilidade econômica do país. Estes fatores são determinantes no que se refere ao grau de precisão das projeções realizadas.

7. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ABREU, P. F. S. P. de; STEPHAN, C. **Análise de Investimentos**. Rio de Janeiro: Campus, 1982.

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 4ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2009.

ASSAF NETO, Alexandre. **Mercado Financeiro**. 12ª ed. São Paulo: Editora Atlas, 2014.

ASSAF NETO, Alexandre. LIMA, Fabiano Guasti. **Curso de Administração Financeira**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2014

ASSAF NETO, Alexandre. LIMA, Fabiano Guasti. **Fundamentos de Administração Financeira**. 3ª ed. São Paulo: Atlas, 2010

BERNARDI, Luiz Antonio. **Manual de empreendedorismo e gestão**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 2010.

BORDEUAX-REGÔ, Ricardo. **Viabilidade Econômico-financeira de Projetos**. 1ª ed. Rio de Janeiro: Editora FGV, 2006.

COPELAND Tom. KOLLER Tim e MURRIN Jack. **Avaliação de Empresas Valuation: Calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3ª ed. São Paulo. Pearson Makron Books, 2002.

EHRHARDT Michael C. BRIGHAM Eugene F. **Administração Financeira** . 2ª ed. São Paulo. Cengage Learning, 2012.

LAPPONI, Juan Carlos. **Projeto de Investimento na empresa**. Rio de Janeiro: Elsevier, 2007 – 3ª reimpressão.

MORANTE, Antônio Salvador & JORGE, Fauzi Timaco. **Análise Financeira, Planejamento e Controle Orçamentário**. São Paulo: Atlas 2012.

RECEITA FEDERAL DO BRASIL – SIMPLES NACIONAL. **Tabela de enquadramento tributário Simples Nacional**. 2012. Disponível em:
< <http://www8.receita.fazenda.gov.br/SimplesNacional/>> Acesso em: 10/11/2016

ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W.; JORDAN, B. D..**Princípios de administração financeira**. 1ª ed. São Paulo: Atlas, 1998.

ROSS Stephen A. WESTERFIELD Randolph W. e JORDAN Bradford D. **Administração Financeira (Fundamental of Corporate Finance)**.8ª ed. Porto Alegre. Editora AMGH Editora S.A. e MCGRAW – HILL EDUCATION, 2008.

ROSS, Stephen A. WESTERFIELD, Randolph W. JAFFE, J. F. **Administração Financeira**.2. ed. São Paulo: Atlas, 2009.

SAMANEZ, Carlos Patrício. **Gestão de Investimentos e Geração de Valor**. ed. Pearson: 2007

SEBRAE. **Taxa de sobrevivência das Empresas no Brasil**. Brasília/DF, 2011

SEBRAE. **Onde estão as micro e pequenas empresas no Brasil**. São Paulo, 2006

SOUZA, Alceu CLEMENTE, Ademir. **Decisões Financeiras e Análise de Investimentos: fundamentos, técnicas e aplicações**. 2^a ed. São Paulo: Editora Atlas, 1997.

VERGARA, Sylvia Constant. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 6 ed. São Paulo: Atlas, 2005.

8. ANEXOS

Continua

Anexo 1 - Fluxo de Caixa do Projeto						
Tempo	Ano 0	Ano 1	Ano 2	Ano 3	Ano 4	Ano 5
Total de investimentos	-60.414,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Receita Bruta de Vendas		358.398,50	349.369,03	351.175,19	348.961,72	346.590,56
Imposto Simples Nacional	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Receita Líquida de Vendas		358.398,50	349.369,03	351.175,19	348.961,72	346.590,56
Comissões de Vendas (aplicativos)		26.534,00	28.329,93	28.535,10	28.384,65	28.202,58
Frete repassado motoboy		41.749,65	40.425,23	40.687,18	40.423,05	40.146,26
Custo de Mercadoria Vendida		175.580,91	169.957,16	172.417,64	171.298,36	170.125,41
Lucro Bruto		114.533,94	110.656,71	109.535,27	108.855,65	108.116,31
Despesas		84.179,78	85.781,59	87.667,00	89.535,42	91.451,84
Lucro Operacional Antes dos Juros		30.354,16	24.875,11	21.868,27	19.320,24	16.664,47
Juros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lucro Líquido		30.354,16	24.875,11	21.868,27	19.320,24	16.664,47
Fluxo de Caixa Livre	-60.414,00	30.354,16	24.875,11	21.868,27	19.320,24	16.664,47

Conclusão

Anexo 1 - Fluxo de Caixa do Projeto					
Tempo	Ano 6	Ano 7	Ano 8	Ano 9	Ano 10
Total de investimentos	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Receita Bruta de Vendas	344.227,43	341.881,61	339.552,32	337.239,03	334.941,52
Imposto Simples Nacional	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Receita Líquida de Vendas	344.227,43	341.881,61	339.552,32	337.239,03	334.941,52
Comissões de Vendas (aplicativos)	28.017,44	27.833,06	27.649,90	27.467,98	27.287,31
Frete repassado motoboy	39.869,41	39.594,66	39.321,93	39.051,15	38.782,29
Custo de Mercadoria Vendida	168.952,21	167.787,94	166.632,21	165.484,74	164.345,41
Lucro Bruto	107.388,37	106.665,94	105.948,28	105.235,15	104.526,50
Despesas	93.443,34	95.522,47	97.696,11	99.970,53	102.352,17
Lucro Operacional Antes dos Juros	13.945,03	11.143,47	8.252,17	5.264,62	2.174,33
Juros	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00
Lucro Líquido	13.945,03	11.143,47	8.252,17	5.264,62	2.174,33
Fluxo de Caixa Livre	13.945,03	11.143,47	8.252,17	5.264,62	2.174,33