

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC - SP**

**Eduardo Cezar de Oliveira**

**Avaliações de Empresas de Tecnologia da Informação no Brasil que possuem  
ações na BMF & Bovespa no período de 2009 á 2014**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS**

**SÃO PAULO  
2015**

**PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO  
PUC - SP**

**Eduardo Cezar de Oliveira**

**Avaliações de Empresas de Tecnologia da Informação no Brasil que possuem  
ações na BMF & Bovespa no período de 2009 á 2014**

**MESTRADO EM CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS**

Dissertação apresentada à Banca Examinadora da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo, como exigência parcial para obtenção do título de MESTRE em Ciências Contábeis e Atuariais, sob orientação do Prof. Antonio Benedito Silva Oliveira.

**SÃO PAULO  
2015**

**Banca Examinadora**

---

Prof. Dr. Anísio Cândido Pereira

Fundação Escola de Comércio Álvares Penteado - FECAP

---

Prof. Dr. Juarez Torino Belli

Pontifícia Universidade Católica - PUC

---

Prof. Dr. Antonio Benedito Silva Oliveira

Pontifícia Universidade Católica - PUC

Professor Orientador – Presidente da Banca Examinadora

Aos meus heróis; José e Carmem;

Ao meu irmão Junior;

Aos meus sobrinhos Gabriel e Nicolas.

## **Agradecimentos**

Agradeço primeiramente à Deus por me proporcionar saúde física e mental para a elaboração dos meus projetos de vida além da fé para acreditar que eles podem ser realizados.

Agradeço a minha família por me proporcionar todo o amor necessário para acreditar nos meus sonhos e por me fazer sentir amado.

Agradeço de coração aos meus amigos, que de rodas de bate-papo á aventuras em viagens por esse Brasil gigantesco me proporcionam alegrias e confidencias que me ajudam a construir minha alma e espírito para os desafios que a vida nos dá.

Ao professor Doutor Antonio Benedito Silva Oliveira, meu orientador, por me fornecer seus conhecimentos tão importantes para a conclusão deste trabalho, além da paciência, um dom particular da sua pessoa.

Aos professores do curso de mestrado de Ciências Contábeis e Atuariais da PUC, que ao longo de 2 anos contribuíram muito para o meu aprendizado profissional e pessoal.

E por fim, todos que torcem por mim e contribuem para a finalização deste trabalho.

## Resumo

Este trabalho tem como objetivo apresentar os diversos métodos utilizados para realizar a avaliação das empresas e realizar uma comparação do valor de mercado que as empresas de TI que possuem ações na BMF & Bovespa com o valor presente do fluxo de caixa calculado utilizando as informações dos relatórios financeiros. A coleta de informações teve duas etapas. Na primeira, realizou-se um estudo exploratório através da pesquisa bibliográfica e na segunda, realizou-se uma pesquisa mercadológica utilizando a principal metodologia: o valor presente do fluxo de caixa descontado. Para os cálculos, foi selecionado 10 empresas de Tecnologia da Informação que possuem ações na BMF & Bovespa e realizado a comparação entre o valor presente do fluxo de caixa descontado com seu valor de mercado, o que apresentou indícios que os investidores brasileiros ainda apresentam insegurança na compra destes papéis se comparados ao comportamento dos investidores norte americanos em relação as empresas norte americanas.

**Palavras chave:** Avaliação de empresas, Valuation, Tecnologia da Informação.

## **Abstract**

This paper aims to present the various methods used to conduct the evaluation of the companies and carry out a comparison of the market value of the it companies that have shares in BMF Bovespa & with the present value of the cash flow calculated using the information from the financial annual reports had two stages. First, an exploratory study was conducted through literature search and on second, there was a market research using the main methodology: the present value of the discounted cash flow. For the calculations, has selected 10 information technology companies that have shares in BMF & Bovespa and performed the comparison between the present value of the discounted cash flow with their market value, which presented evidence that Brazilian investors still have insecurity in buying these papers compared the behavior of North American investors about North Americans companies.

**Keywords:** Companies evaluation, Valuation, Information Technology.

## **LISTA DE FIGURAS**

Figura 1 – Valor Presente do Fluxo de Caixa Projetado.....	14
Figura 2 – Valor para o acionista .....	19
Figura 3 – Valor Econômico da empresa.....	21
Figura 4 – Valor Presente Ajustado (VPA).....	33

## LISTA DE TABELAS

<b>Tabela 3 –</b> Empresas de TI listadas na BMF & Bovespa.....	52
<b>Tabela 3.1 –</b> Empresas de TI listadas na NASDAQ.....	52
<b>Tabela 4 –</b> Cálculo do PIB como taxa de crescimento.....	56
<b>Tabela 4.1 –</b> Betas de empresas do setor de Tecnologia da Informação por benchmark de mercado .....	59
<b>Tabela 4.2 –</b> Valores médios dos betas de mercado obtidos para o setor de Tecnologia da Informação.....	60
<b>Tabela 4.3 –</b> Aplicação do CAPM.....	61
<b>Tabela 4.4 –</b> Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para acionistas.....	62
<b>Tabela 4.5 –</b> Estrutura cálculo do custo do capital de terceiros.....	68
<b>Tabela 4.6 –</b> Cálculo do CMPC.....	70
<b>Tabela 4.7 –</b> Projeções para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa para a empresa.....	72
<b>Tabela 4.8 –</b> Cálculo do valor de mercado de cada empresa.....	77
<b>Tabela 4.9 –</b> Cálculo do valor de perpetuidade de cada empresa.....	78
<b>Tabela 4.10 –</b> Cálculo do valor de perpetuidade de cada empresa.....	78
<b>Tabela 4.11 –</b> Comparação entre os diversos cálculos.....	79
<b>Tabela 4.12 –</b> Análise do software Assistat Normalidade.....	73
<b>Tabela 4.13 –</b> Análise do software PSPPire VPFCA x VM.....	81
<b>Tabela 4.14 –</b> Resultado do software PSPPire VPFCA x VM.....	84
<b>Tabela 4.15 –</b> Análise do software PSPPire VPFCE x VM.....	86
<b>Tabela 4.16 –</b> Tabela Valor Presente do Fluxo de Caixa do acionista das empresas americanas.....	87
<b>Tabela 4.17 –</b> Tabela Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa das companhias americanas.....	95
<b>Tabela 4.18 –</b> Tabela Comparação do VPFCA/VPFCE x Valor de Mercado.....	104

## **LISTA DE GRÁFICOS**

<b>Gráfico 4.1</b> – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas do segmento Computadores e equipamentos.....	66
<b>Gráfico 4.2</b> – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas do segmento Programas e Serviços.....	67
<b>Gráfico 4.3</b> – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para a empresa do segmento Computadores e equipamentos.....	75
<b>Gráfico 4.4</b> – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para a empresa do segmento Programas e Serviços.....	76

## Sumário

<b>1. INTRODUÇÃO.....</b>	<b>3</b>
1.1. Tema e contextualização do problema .....	4
1.2. Problemas de pesquisa e hipóteses .....	4
1.3. Objetivos da pesquisa .....	7
1.3.1. Objetivo geral.....	7
1.3.2. Objetivos específicos .....	7
1.4. Justificativa .....	8
1.5. Metodologia de pesquisa .....	9
1.6. Estrutura da pesquisa.....	10
<b>2. REFERENCIAL TEÓRICO .....</b>	<b>11</b>
2.1. O PRINCÍPIO DA AVALIAÇÃO .....	11
2.2. Principais metodologias de avaliação de empresas .....	12
2.3. Valor presente do fluxo de caixa descontado .....	14
2.3.1. Componentes da metodologia do vpfcd .....	16
2.3.2. Projeções dos fluxos de caixa.....	17
2.3.3. Valor presente do fluxo de caixa para os acionistas .....	19
2.3.4. Valor presente do fluxo de caixa para a empresa .....	20
2.3.5. Fluxo de caixa livre .....	22
2.3.6. Valor da perpetuidade.....	24
2.3.7. Taxa de desconto .....	25
2.3.8. Custo do capital de terceiros.....	26
2.3.9. Custo do capital próprio.....	26
2.3.10. Custo médio ponderado de capital.....	29
2.4. Valor presente ajustado.....	31
2.5. Valor presente do fluxo de dividendos.....	35
2.6. Múltiplos de ebitda.....	37
2.7. Múltiplos do faturamento .....	39
2.8. EVA® .....	41
2.9. MVA® .....	45

<b>3. METODOLOGIA DE PESQUISA .....</b>	<b>49</b>
3.1.    Métodos e técnicas de pesquisa .....	49
3.2.    Amostra e o universo da pesquisa .....	51
3.3.    Modelagem.....	53
3.4.    Técnicas de análise.....	54
<b>4. APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS.....</b>	<b>56</b>
4.1.    Taxa de desconto para valor presente do fluxo de caixa para o acionista.....	57
4.2.    Cálculo do beta.....	58
4.3.    Aplicação do capm.....	60
4.4.    Valor presente do fluxo de caixa para o acionista .....	62
4.5.    Cálculo do custo médio ponderado de capital - cmpc .....	67
4.6.    Valor presente do fluxo de caixa para a empresa .....	71
4.7.    Cálculo do valor de mercado utilizando cotações .....	77
4.8.    Cálculo do valor de perpetuidade .....	77
4.9.    Comparação entre os métodos .....	78
4.10.    Análise das correlações de pearson dos resultados .....	79
4.11.    Análise das correlações de spearman dos resultados .....	81
4.12.    Análise das empresas americanas .....	86
4.13.    Comparação do vpfca e vpfce versus valor de mercado .....	104
<b>CONSIDERAÇÕES FINAIS .....</b>	<b>107</b>
<b>REFERÊNCIAS .....</b>	<b>109</b>
<b>APÊNDICE I - PROJEÇÕES DOS FLUXOS DE CAIXA DAS EMPRESAS.....</b>	<b>113</b>
<b>APÊNDICE II - PROJEÇÕES DO CÁLCULO DO BETA DE CADA ATIVO .....</b>	<b>123</b>
<b>APÊNDICE III - VALOR PRESENTE DO FLUXO DE CAIXA DAS EMPRESAS AMERICANAS .....</b>	<b>141</b>

## 1. INTRODUÇÃO

Miller e Modigliani (1958) alteraram as finanças corporativas com a Moderna Teoria de Finanças após a proposta da estrutura de composição do capital de uma empresa, sendo o mesmo dividido em próprio e de terceiros. O sistema de financiamento do capital através de terceiros poderia conduzir a empresa para a maximização dos lucros com o custo baixo do capital de terceiros ajudando assim a atingir a meta financeira das corporações. A nova realidade dos negócios das organizações traz o desafio não só de apresentarem bons resultados nas Demonstrações Financeiras divulgadas trimestralmente para o mercado, mas na busca de agregar valor à companhia.

A aceitação maior do conceito da criação de valor empresarial como matéria de avaliação de empresas teve maior concentração nos EUA com um novo pensamento nos objetivos corporativos para os novos executivos conforme apresentado por ASSAF NETO (2003). Diversos indicadores mais tradicionais com base nos lucros contábeis foram aos poucos substituídos por medidas que indicasse o sucesso econômico que a corporação trazia aos seus acionistas.

Damodaran (2006) afirma que a avaliação das empresas deve ser considerada como o coração das finanças e deve-se considerar a melhor maneira para incluir o valor em uma companhia por meio dos investimentos, financiamentos e decisões sobre a distribuição de lucros. A questão a cerca do valor empresarial tem definido como critério de mensuração de um mercado econômico e as pessoas têm mantido suas expectativas com base no valor de seus investimentos trarão no futuro compensando assim o risco que é tomado. A combinação de crescimento e o retorno sobre o capital investido é o que tem determinado o valor empresarial (KOLLER,2010).

O investidor que avalia as empresas considera como um dos fatores para a tomada de decisão a capacidade que essa empresa gera em riqueza. Com relação aos dados relativos ao valor contábil e o valor de mercado, é o valor econômico que poderá indicar a este investidor se o investimento ao longo de um determinado período poderá gerar a riqueza procurada pelo mesmo.

Este estudo analisará o grau de significância do valor de mercado encontrado na BMF & Bovespa e o reflexo com relação ao Valor Presente de Fluxo de Caixa Descontado calculado para empresas do setor de tecnologia da informação.

### **1.1. Tema e Contextualização do problema**

São diversos os propósitos de avaliação das empresas de Tecnologia no Brasil com ações na BMF & Bovespa: (i) comparar o retorno sobre o capital com relação ao risco tomado; (ii) quantificar o real crescimento da empresa no mercado; (iii) validar o crescimento econômico e financeiro que os acionistas esperam com relação ao realizado, entre outros.

Para Copeland *et al* (2002), os três principais princípios que direcionam para uma avaliação de valor de uma empresa são: (i) serem ligados a criação de valor para o acionista; (ii) devem constar na medição de desempenho operacional e financeiro assim como nas metas da administração e (iii) espere-se o crescimento á longo prazo.

### **1.2. Problemas de Pesquisa e Hipóteses**

Em 20 de fevereiro de 2014, Damodaran publicou em seu blog da internet um texto sobre a negociação de U\$ 19 bilhões de dólares de uma empresa de mensagens de smartphone que foi comprada pelo Facebook Co, um site de redes sociais americano. Esta transação chamou a atenção para a questão sobre o valor que uma empresa possui e o valor que ela pode ser negociada. Neste caso: “O valor de compra da empresa acima foi baseado no Valor Presente de Fluxo de Caixa Descontado ou foi utilizado outro método de análise de valor da empresa antes da consolidação da negociação da mesma?”.

Com base nesta transação de bilhões de dólares, a atenção volta-se para o tema de uma empresa, como a mencionada acima, possuir poucos ativos imobilizados (computadores, servidores, softwares) e possuir um valor

de venda de empresa muito superior em relação á outras negociações realizadas.

Outros fatores que contribuem para um olhar com maior atenção é o fato da Pricewaterhouse Coopers (PWC, 2014) ter publicado em março de 2014 um ranking de 100 empresas do mundo que tem o maior capital de mercado e as duas primeiras serem empresas de tecnologia da informação.

A Apple Inc, empresa norte americana que tem como carro chefe equipamentos como o macbook (computador pessoal), o iphone (smartphone) e o ipad (tablet), aparece em primeiro lugar do ranking da PWC com um valor de mercado igual à U\$ 469 bilhões no ano de 2014, em 2009 a empresa possuía um valor de mercado igual à U\$ 94 bilhões, ou seja, a empresa quadriplicou o seu valor de mercado em 5 anos.

A Google Inc, responsável por desenvolver uma plataforma de buscas na internet e desenvolver vários produtos de busca de palavras, ocupa o segundo lugar no mesmo ranking sendo outra empresa de tecnologia da informação com um valor de mercado igual à U\$ 409 bilhões. Em 2009 a empresa apresentava um valor de mercado de U\$ 110 bilhões, ou seja, para o mesmo período desta pesquisa a empresa também quadriplicou seu valor de mercado.

Ao verificar a quarta empresa deste ranking, encontra-se a Microsoft Corp com valor de mercado de U\$ 318 bilhões e em 9º lugar a Tcent Holdings Ltd, empresa chinesa de tecnologia de informação com um valor de mercado avaliado em U\$ 149 bilhões.

É possível encontrar as mesmas empresas citadas acima (Apple Inc, Google Inc e Microsoft Corp) no ranking das 100 companhias de maior valor da Bolsa de Valores de Nova York (NASDAQ, 2014). O valor da ação da Apple Inc (AAPL) na bolsa de Nova York no dia 16 de março de 2015 era de U\$ 124,20 dólares, um valor alto perto das demais companhias que possuem o capital aberto na bolsa de valores norte-americana.

Atualmente as companhias com maior valor de mercado no Brasil são empresas que produzem alguma espécie de matéria-prima, algumas do ramo de petróleo e gás, metalurgia e mineração e química e petroquímica.

A revista Valor Econômico (VALOR, 2014) publicou o ranking das 1000 maiores empresas nacionais em 2014, onde o 1º lugar deste ranking indica a

empresa Petróleo Brasileiro S.A (Petrobras) do ramo de Petróleo e Gás e em 2º lugar a empresa Vale S.A do ramo de Metalurgia e Siderurgia.

O 4º lugar do ranking é ocupado pela Ultrapar Participações S.a (Ultra), outra empresa de Petróleo e Gás e o 8º lugar a Gerdau S.A, empresa de Metalurgia e Siderurgia. As empresas Positivo SA, Itaútec SA e IdeiasNET SA , que serão apresentadas durante este trabalho, ficam respectivamente em 190º , 243º e 269º lugar no mesmo ranking, bem distante das empresas citadas acima.

Estes dados levantam algumas indagações com relação ao valor de mercado destas companhias e cabe uma pesquisa com relação ao cenário brasileiro.

Para Tozoni-Reis (2010), hipóteses são as indagações que apontam para a investigação e provocam as respostas provisórias aos problemas da pesquisa. “As hipóteses orientam o diálogo do investigador com a realidade a ser compreendida e interpretada, portanto, devem ser claras, objetivas, específicas e ter como base as referências teóricas do estudo apresentado pelo projeto” (TOZONI-REIS, 2010, pg. 92). Baseado na contextualização esta pesquisa possui as seguintes hipóteses:

- 0) Se o valor de mercado calculado com base nas informações da BMF & Bovespa se aproxima quantitativamente do valor calculado do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado das 10 empresas do setor e subsetor de Tecnologia da Informação.
- 1) Se o valor de mercado calculado com base nas informações da BMF & Bovespa não se aproxima quantitativamente do valor calculado do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado das 10 empresas do setor e subsetor de Tecnologia da Informação.

### **1.3. Objetivos da Pesquisa**

Para Marconi e Lakatos (2003) a formulação do objetivo de um estudo deverá estar obrigatoriamente conjugado com o problema que será apresentado de forma que responda exatamente o que se busca com a pesquisa.

#### **1.3.1. Objetivo Geral**

O objetivo desta pesquisa é realizar o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado, tanto para o acionista quanto para a empresa e compará-lo com o valor de mercado das empresas de TI que possuem ações na BMF & Bovespa no período de 2009 á 2014.

#### **1.3.2. Objetivos específicos**

Assim, para atingir o objetivo principal desta pesquisa, será necessário realizar uma análise empírica e exploratória da valorização das empresas de TI com ações na BMF & Bovespa no período de 2009 á 2014 considerando o principal modelo de análise de valor das empresas (Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado) para verificar se as mesmas obtiveram o crescimento de valor no mesmo período. Os objetivos específicos são:

- Elaborar uma revisão teórica dos principais métodos de avaliação de empresa;
- Calcular o Valor do Fluxo de Caixa Descontado das 10 empresas com capital aberto na BMF & Bovespa;
- Calcular a perpetuidade das 10 empresas;
- Calcular o Valor de Mercado das 10 empresas com base no valor das ações da BMF & Bovespa;
- Realizar um comparativo entre o Valor de Mercado encontrado com o Valor do Fluxo de Caixa Descontado das 10 empresas;
- Realizar um comparativo de 25 empresas de Tecnologia da Informação norte americanas com as brasileiras.

#### **1.4. Justificativa**

Nos últimos anos, percebe-se que a economia brasileira vem se consolidando e atraindo investidores para o mercado de capitais. Através do processo de privatização, abertura de mercado e até mesmo o fortalecimento do Mercosul trouxe a América Latina e ao Brasil uma boa perspectiva com relação aos investimentos. As chamadas economias emergentes apresentam expectativas promissoras e podem ser consideradas ótimas oportunidades de investimentos.

A realidade norte americana já pode ser considerada bem diferente com relação ao mercado de capitais, apenas no ano de 1990 foram abertas 154 IPOs na NASDAQ de empresas de Tecnologia da Informação movimentando U\$ 5,3 bilhões de dólares. Este número aumenta no ano de 2004, onde 250 empresas abriram IPOs na NASDAQ e movimentaram U\$ 48,9 bilhões de dólares.

Estes números comprovam o quanto o mercado norte americano se mostra a frente do Brasil com relação ao mercado de capitais, principalmente no setor de Tecnologia da Informação sendo que nos anos 90, a cotação média das startups americanas saltou de U\$ 11 milhões para U\$ 30 milhões num período de 4 anos. (ROGERS, 2009, pg.263).

No Brasil, conforme dados da BMF & Bovespa (2014) atualmente existem no Setor de Tecnologia da Informação a divisão de subsetor e segmento Computadores e Equipamentos e Programas e Serviços, onde estão alocadas 3 empresas (Bematech S.A, Itautec. S.A e Positivo S.A) no segmento de Computadores e Equipamentos e 7 empresas (Gama Participações S.A, IdeiasNET S.A, Linx S.A, Quality Software S.A, SeniorSolution S.A, Telec Brasileiras S.A e TOTVS S.A. Comparado com a NASDAQ, o número de empresas de TI com ações na BMF & Bovespa é relativamente baixo se comparado ao mercado de capitais norte americano.

Estes dados chamam a atenção para a realização da pesquisa deste trabalho sendo necessário realizar uma análise com base nos relatórios financeiros divulgados na CVM para verificar o processo de criação de valor para as empresas de TI que tem ações na BMF & Bovespa aqui no Brasil. O

período analisado compreende janeiro de 2009 á dezembro de 2014 para levantamento de dados e informações necessárias para os cálculos de valor das empresas.

As pesquisas feitas por Cunha (2011) e Assaf Neto (2003) apontam a dificuldade em se obter as medidas financeiras ideais, medidas baseadas em lucros e outras informações contábeis não consideram o risco que cerca a tomada de decisões financeiras e principalmente o custo de oportunidade dos acionistas durante o processo de avaliação empresarial.

O processo de avaliação empresarial tem sido analisado por diferentes pontos de vista, mas aparentemente o resultado encontrado através dos cálculos quando comparado ao resultado esperado pelos acionistas tem apresentado diferenças relevantes.

É possível verificar uma carência nas pesquisas de valor das empresas Brasileiras de Tecnologia da Informação, possivelmente devido o fato do Brasil ser um país emergente ainda no quesito de abertura de capital na BMF & Bovespa de startups e demais empresas do Setor e Subsetor de Tecnologia da Informação, e esta carência justifica a pesquisa deste trabalho.

### **1.5. Metodologia de pesquisa**

Existe uma diversidade de métodos que podem ser aplicados nas diversas ciências e utilizados nos trabalhos de pesquisa que podem ser determinados pelo objeto da investigação.

Para Marconi e Lakatos (2003), os métodos e as técnicas a serem empregados na pesquisa científica podem ter sua seleção desde a composição do problema em si, da formação das hipóteses e da delimitação do seu universo ou até mesmo da amostra. A seleção do instrumento metodológico é diretamente relacionada com o problema que será estudado.

Este trabalho tem foco na pesquisa exploratória que pode ser usada em casos nos quais é necessário conseguir definir o problema com mais precisão e também identificar cursos relevantes de ação ou obter dados adicionais antes que se desenvolva uma abordagem sendo o primeiro passo pra a pesquisa exploratória utilizar-se da pesquisa bibliográfica.

*“Este tipo de pesquisa procura explicar e responder problemas de uma dimensão teórica, utilizando-se basicamente de uma bibliografia respeitável e atualizada para fundamentar o assunto em questão. Embora seja o tipo mais usual, outros tipos de pesquisas também podem se utilizar dessa ferramenta. (MARCONI & LAKATOS, 2003, pg. 183)”*

Este trabalho utiliza quanto ao procedimento para coleta de dados a pesquisa com base nas técnicas mercadológicas utilizando-se de fontes escritas e primárias dos arquivos particulares da empresas de TI brasileiras e norte americanas que estão disponíveis no site da BMF & Bovespa e no site da NASDAQ (Bolsa de valores de Nova York) para consulta pública.

### **1.6. Estrutura da Pesquisa**

O trabalho está estruturado da seguinte forma:

- O primeiro capítulo apresenta a introdução, os problemas de pesquisa e hipóteses, o objetivo da pesquisa e a estrutura da pesquisa.
- O segundo capítulo descreve o Referencial Teórico que irá abordar a parte de conceituação teórica considerada também Revisão Bibliográfica. Será a base referencial para elaborar-se os cálculos da pesquisa.
- O terceiro capítulo aborda a Metodologia de Pesquisa. Neste capítulo será explicado como se dará o procedimento metodológico da pesquisa.
- O quarto capítulo apresenta a Análise dos dados e a interpretação dos resultados.
- Nas considerações finais do trabalho busca-se atender aos objetivos da pesquisa com base nas informações coletadas através das pesquisas de cunho bibliográfico e (empíricos, exploratório, qualitativo ou quantitativo).

## 2. REFERENCIAL TEÓRICO

Este capítulo apresenta os principais conceitos de avaliação econômico-financeira de empresas e a visão de diversos autores sobre os diversos métodos utilizados para a realização de uma avaliação em sua essência.

O capítulo pretende mostrar, na teoria, como é possível realizar uma avaliação de uma empresa utilizando-se das principais ferramentas e como aplicá-las durante o processo de avaliação.

Será comparado mais ao final do trabalho, o referencial teórico com o resultado da pesquisa quantitativa feita através dos cálculos de avaliação das 10 empresas que constam até o ano de 2014 na BMF & Bovespa. Em pesquisas feitas anteriormente (Assaf Neto (2003), Cerbasi (2003) e Cunha (2011)), notou-se que as pesquisas realizadas apontam para possibilidade de aplicar modernas técnicas de avaliação econômicas e financeiras com a utilização dos demonstrativos financeiros contábeis publicados. As limitações das informações destes demonstrativos financeiros e seus conflitos, que possam ainda continuar inseridos nos mesmos, fato que pode ocorrer mesmo após a execução de diversos ajustes no futuro, não são suficientes para invalidar as principais conclusões a respeito do desempenho das empresas.

Por este trabalho, serão elencados os possíveis problemas que podem ocorrer no processo de avaliação das empresas do cenário brasileiro a fim de explicar os motivos pelos quais os valores calculados e apresentados na estejam alinhados com o valor real de mercado das empresas.

### 2.1. O princípio da avaliação

Obter um investimento sólido no qual o investidor não pague muito mais por um ativo do que ele realmente vale é a primeira premissa para fundamentar inicialmente a avaliação de empresas. Razões estéticas ou emocionais não devem ser levadas em consideração durante o processo de aquisição de uma empresa e sim os fluxos de caixa esperado por este investidor, afirma Damodaran (2007). O mesmo ponto de vista pode ser exposto por Martins (2012) onde o valor de um empreendimento irá ser proporcional aos benefícios

líquidos que espera retirar no presente e no futuro. Pode-se então assumir dois pressupostos:

- 1) Descontinuidade, em desmanche ou liquidação; e
- 2) Continuidade, em marcha ou *goingconcern*.

Para o primeiro, verifica-se o valor dos ativos avaliado a preço de venda, diminuídos dos gastos para efetuar esta venda e o necessário para saldar seu passivo com terceiros e para o segundo o cálculo será feito basicamente do fruto futuro que a empresa será capaz de produzir.

Ainda existe discussão sobre a exatidão do processo de avaliação de empresas sendo criados dois sub-grupos, aqueles que acreditam que a avaliação bem feita pode ser considerada uma ciência exata e outros que consideram uma forma de arte onde o resultado é manipulado para gerar o resultado esperado. Dado a importância deste assunto no mundo das finanças corporativas, algumas premissas assumidas de maneira incoerente podem trazer sérios danos para a avaliação como uma mensuração ou estimativa de um fluxo de caixa futuro ou até mesmo a utilização de técnicas não adaptadas para um mercado emergente com o brasileiro.

A proposta deste capítulo é a de apresentar e discutir alguns fundamentos a partir da teoria já discutida em países desenvolvidos explorando a avaliação de empresas, para isso, antes, deve-se apresentar as principais metodologias de avaliação de empresas.

## **2.2. Principais metodologias de avaliação de empresas**

Martins (2012, pg. 268) afirma que o avaliador tem o grande desafio no momento de escolher o método adequado e atentar para suas limitações pode ser um diferencial já que existem diversas categorias compreendendo os vários modelos de avaliação empresarial. Alguns modelos são baseados no mercado e procuram aferir o valor do empreendimento por meio de comparações com empresas similares e que possuem transações no mercado. Outros modelos são baseados em ativos e passivos contábeis ajustados que visam alcançar o

valor econômico do empreendimento, isso baseado na conversão para o valor do mercado dos itens evidenciados nos relatórios financeiros e por fim os modelos que descontam os fluxos futuros de benefícios futuros, sendo estes definidos com a premissa de que o valor da entidade deve ser auferido com base na sua potencialidade de gerar riqueza no futuro.

Damodaran (2005, pg. 11) demonstra três abordagens para a avaliação empresarial: Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado, onde esta relaciona o valor de um ativo ao valor presente dos fluxos de benefícios futuros esperados relativos ao ativo em questão; avaliação Relativa que estima o valor de um ativo enfocando a precificação de ativos comparáveis relativamente a uma variável comum, esta variável poderia ser os lucros, os fluxos de caixa e/ou valor contábil e por fim a avaliação de direitos contingentes que utiliza os modelos de precificação de opções para medir o valor de ativos que possuam características de opções.

Para Hitchner (2003, pg.3), antes de qualquer avaliação de um negócio existe a necessidade de compreender o padrão de valor que deve ser aplicado. Valor justo do mercado, valor do investimento, valor intrínseco, valor justo com base nos direitos de estado e valor justo com base em relatórios financeiros são apontados como os cinco padrões de valor. Os negócios ou seus ativos são avaliados por algumas variedades de propósitos que podem ser: fusões e aquisições; litígio e disputa de propriedade, heranças e doações, imposto de renda e divórcio, planos de remuneração dos colaboradores com direito de ações, relatórios financeiros, compra ou venda de contratos, falências, entre outros.

Assaf Neto (2003, pg.92) apresenta o direcionamento do valor para antecipação das mudanças e melhora da identificação das oportunidades. Este drive desenvolvido atende de maneira mais próxima aos objetivos do segmento da empresa como unidade de negócios. Esses valores podem ser medidos através dos vetores de giro de estoques, taxa de re-investimento dos lucros, retorno sobre o investimento e estrutura de capital da empresa em análise.

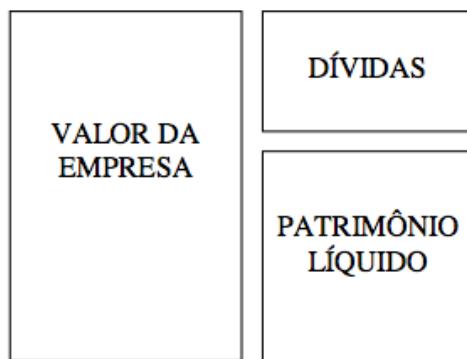
### 2.3. Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação de empresas pelo método do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado como metodologia foi apresentada inicialmente no trabalho de Miller e Modigliani (1961) e a partir dele, diversas variações da metodologia surgiram posteriormente mantendo as características essenciais do modelo de Miller e Modigliani.

Para Copeland (2002) *et al* a avaliação pelo Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado traz alguns benefícios, pois é a única forma de avaliação que exige as informações completas da empresa avaliada, neste caso, deve ser considerado o longo prazo, gerenciando todos os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial e entendendo como comparar os fluxos de caixa de diferentes períodos de tempo em uma base ajustada ao risco.

Para Cunha (2011, pg. 41) o modelo de Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado apura o valor da empresa para todos os proprietários de capital, tanto credores quantos acionistas. A ilustração abaixo demonstra de forma simplificada:

**Figura 1 – Valor Presente do Fluxo de Caixa Projetado**



Fonte: Martins (2012)

Para Hitchner (2003, pg.101) o método de Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado deve ser discutido primeiramente como método de avaliação

de empresas, pois irá tornar mais fácil o entendimento futuro das demais metodologias. A consideração mais importante inicialmente é que se todas as demais coisas estejam equilibradas, maior certeza de um fluxo de caixa futuro e maior valor dos ativos ou da entidade. A real certeza de receber fluxos de benefícios econômicos futuros é diferente de ativos para ativos e de entidade para entidade, ativo ou entidade de risco deve ser avaliado e medido na forma de uma taxa chamada de “taxa de desconto”, “taxa de retorno” ou “custo de capital”.

A fórmula apresentada por Hitchner é:

$$VP = \sum_{t=1}^n FC^t / (1+i)^t \quad (1)$$

onde :

VP = Valor de negociação da empresa

$\Sigma$  = Somatória de

FC = fluxos de caixa projetados

i = taxa de desconto do fluxo de caixa

n = números de períodos pelos quais se projeta o fluxo de caixa

Damodaran (2007, pg. 164) destaca que o Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado é muito utilizado em aquisições e finanças corporativas e este modelo determina o valor acionário de uma empresa como sendo o valor de suas operações resultantes dos fluxos de caixas livres descontado a uma taxa relativa que irá refletir o risco em que o negócio está inserido. Esta metodologia é a mais utilizada nas empresas que apresentam fluxos de caixa positivos pois desta maneira há um aumento de confiabilidade destes fluxos de caixa estimados para períodos futuros e onde havia um substituto para risco que possa ser utilizado para a obtenção de taxas de descontos. Nesta técnica de avaliação por fluxo de caixa há a captura de todos os elementos que afetam

o valor da empresa de maneira abrangente e acaba refletindo-se de forma mais consistente o valor da empresa do que o valor obtido a partir de técnicas contábeis que irão se basear no lucro contábil e neste caso, não irá considerar o investimento exigido para gerar os lucros nem o momento em que ele ocorre, todavia, esta metodologia pode necessitar de algumas adaptações nas seguintes situações:

- a) empresas em dificuldades financeiras;
- b) empresas cíclicas;
- c) empresas com ativos não utilizados ou subutilizados;
- d) empresas que possuem patentes ou opções de produtos;
- e) empresas em processo de reestruturação;
- f) empresas envolvidas em aquisições; e
- g) empresas de capital fechado.

Martins (2012, pg. 275) afirma que o fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento, neste caso, o conceito contábil geralmente, deixa desejar neste aspecto.

### **2.3.1. Componentes da metodologia do VPFCD**

A aplicação do método do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado necessita de três componentes que devem ser determinados anteriormente aos cálculos finais, são eles:

- a) A projeção dos fluxos de caixa, que é determinado a partir dos modelos de simulação aplicáveis à empresa. Esses modelos levam em conta as variáveis de natureza econômico-financeira que terão maior impacto na formação dos fluxos de caixa futuros como por exemplo, as vendas da empresa, as necessidades de investimento, entre outros.

- b) A taxa de desconto que será utilizada para o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa Descontado e também do Valor da Perpetuidade. A taxa de desconto pode ser determinada pelo CMPC (Custo Médio Ponderado do Capital) que irá incluir nos cálculos o custo de oportunidade dos acionistas (que será utilizado para o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa para o Acionista) e o custo de capital de terceiros, neste caso, a proporção da participação na estrutura de capitais da empresa pelo método CMPC.
- c) Valor da perpetuidade que será o valor do negócio ao final do período analisado, no caso desta pesquisa o período será de 10 anos, ou seja, o valor que os acionistas podem esperar obter com a alienação das ações no final do horizonte projetado. O mesmo pode ser mensurado como o valor do fluxo de caixa perpétuo considerado ao se assumir um estado de equilíbrio da empresa a partir de certo período. Após este período, assume-se uma taxa de crescimento, que será uma estimativa da taxa de crescimento constante do negócio a partir deste período de equilíbrio.

### **2.3.2. Projeções dos Fluxos de Caixa**

Toda a empresa, segundo Cerbasi (2003), vale pelo que ela é capaz de gerar de recursos ao longo de toda sua história de geração de resultado e supõe-se que esta empresa irá gerar recursos contínuos e infinitamente. Somente em casos especiais, um horizonte temporal finito de geração de resultado é identificado, e sua procedência provém de concessões ou até mesmo contratos com prazos determinados.

Para a realização das projeções dos fluxos de caixa, Nogueira (1999) apresenta 5 formas de projeções utilizando-se da matemática para realizar as deduções de maneira simplificadas:

- a) Modelo de crescimento nulo utilizando fluxos constantes infinitos;
- b) Modelo de crescimento constante utilizando o Modelo de Gordon;

- c) Modelo com dois períodos de crescimento utilizando duas fases de projeção, sendo a primeira uma projeção com crescimento constante e no segundo um crescimento infinito dos fluxos;
- d) Modelo H que deriva do modelo com dois períodos sendo na primeira fase da projeção supõe-se uma taxa de crescimento não constante e que irá diminuir de maneira linear ao longo do período até atingir a taxa de crescimento estável no patamar estacionário;
- e) Modelo com três ou mais períodos.

Para Nogueira (1999), o modelo de crescimento nulo dos fluxos pode ser um modelo mais fácil de calcular, mas apresenta baixa aplicação prática pois irá admitir que os fluxos de caixa permaneçam constantes infinitamente, sendo que a projeção seja para o primeiro ano e nos demais serão mantidos os mesmos fluxos.

Para o modelo de crescimento constante que utiliza o método de Gordon para seu cálculo, os números e taxas são mais estáveis para as empresas pois, estas taxas, não pode ser significativamente maiores que a taxa da economia que a empresa se encontra já que se trata de uma taxa de longo prazo.

No modelo com dois períodos de crescimento as empresas devem estar na fase onde ainda não conseguiram estabilidade no mercado, sendo assim, é possível explicitar os fluxos de caixa destas empresas utilizando expectativas de alto crescimento inicial, mas, futuramente irão tender a estabilizar-se em determinada taxa de crescimento. Para este modelo, Damodaran (2007) aponta que este modelo limita-se em uma busca mudança de taxa de crescimento quando é passado o primeiro período de crescimento intenso para o período de crescimento estável ou até mesmo nulo. Buscando apresentar uma correção, utiliza-se o modelo H, sendo que para este modelo a taxa de crescimento não é constante e diminui linearmente ao longo do tempo do período até atingir a taxa de crescimento estacionário.

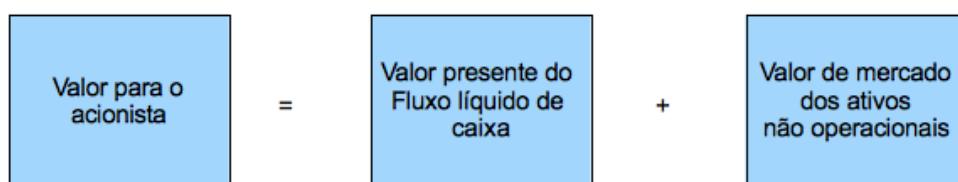
Para o modelo com três ou mais períodos de crescimento é apresentado como uma generalização dos modelos anteriores e caberá a avaliação do analista com base em seu discernimento os momentos claramente definidos

onde haverá a alteração de crescimento dos fluxos de caixa gerados pela empresa.

### 2.3.3. Valor Presente do Fluxo de Caixa Para os Acionistas

Os Valores Presentes do Fluxo de Caixa para os Acionistas restringe-se aos fluxos de caixas dos sócios, neste caso, Martins (2012) fundamenta que estes fluxos de caixas representam o fluxo líquido após a computação dos efeitos de todas as dívidas tomadas para completar o financiamento da empresa, ou seja, fluxos de caixas vinculados aos juros, amortização e novos endividamentos. A figura abaixo elucida o caso:

**Figura 2.** Valor para o acionista



Fonte: Martins (2012)

Martins (2012, pg. 280) complementa que, devido o passivo de um banco comercial, por exemplo, ser praticamente todo operacional, não se deve avaliar a parte por não ser liquidável de aquisição, em outras palavras, aplica o conceito de valor de empresa não surte efeitos mas aplicar o conceito de valor para o acionista sim.

Para Copeland, Koller e Murrin (2002, pg.155), investidores que possuem um ativo e que recebem um direito residual sobre seus fluxos de caixa têm direito a quaisquer fluxos de caixa excedentes, principalmente após o atendimento de todas as obrigações financeiras incluindo o pagamento de dívidas e depois que tenham sido atendidas todas as necessidades de reinvestimento da empresa.

Pereira (2011) apresenta a seguinte fórmula para o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa para o Acionista:

$$t = \infty$$
$$\text{Valor do PL} = \sum_{i=1}^{\infty} C_{ft} \text{ do acionista} / (1 + K_e)^t \quad (2)$$

onde:

$C_{ft}$  = Fluxo de caixa do acionista esperado no período  $t$ ;

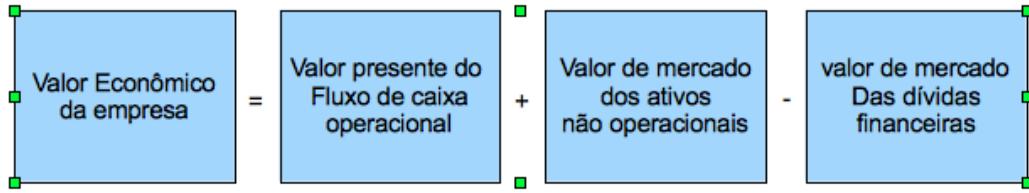
$K_e$  = custo do capital próprio

Damodaran (2007, pg.123) ressalta um ponto importante que pode ser considerado para este método é que o mesmo está baseado na premissa de que o acionista deve retirar não só os dividendos, mas o montante de caixa excedente à necessidade operacional, já que ele sempre terá outra opção de investimento que produzirá pelo menos o custo do seu capital próprio. Caso a atividade operacional necessitar de mais aporte de capital, neste caso, o acionista o fará, garantindo assim a continuidade da empresa.

#### **2.3.4. Valor Presente do Fluxo de Caixa Para a Empresa**

Os Valores Presentes do Fluxo de Caixa para a Empresa representam segundo Martins (2012, pg.275) os valores presentes dos fluxos de caixa operacionais fornecidos pela empresa independentes de quem sejam os fornecedores de recursos inclusive os recursos de terceiros. O valor econômico da empresa neste caso representa o potencial de geração de riqueza que os ativos da empresa propiciam ou até mesmo podem propiciar no futuro independentemente da forma com que esses ativos são financiados. A figura abaixo demonstra e sumariza:

**Figura 3.** Valor Econômico da empresa



Fonte: Martins (2012)

Pereira (2011) apresenta a seguinte fórmula para o cálculo do Valor Presente do Fluxo de Caixa para a Empresa:

$$\text{Valor do PL} = \sum_{i=1}^{t=\infty} C_{it} / (1 + CMPC)^t \quad (3)$$

Onde:

$C_{it}$  = Fluxo de caixa da empresa esperado no período  $t$ ;

CMPC = custo médio ponderado do capital

Segundo Damodaran (2007, pg.134) detentores de direitos compõem uma empresa e inclui também investidores em patrimônio líquido além dos detentores de obrigações e os fluxos de caixa para a empresa são comparados como os fluxos de caixa acumulados para os detentores de direitos. Neste caso, o fluxo de caixa operacional líquido produzido pelos ativos operacionais é trabalhado deduzindo os montantes necessários a novos investimentos em capital de giro e capital fixo e acrescido de eventuais liberações de recurso por desinvestimentos, mas ao fim são considerados os fluxos relativos aos financiadores. No Valor Presente do Fluxo de Caixa para a Empresa, o fluxo de caixa para a empresa é trazido a valor presente pelo CMPC, para condizer com esta definição, à taxa de desconto aplicada ao fluxo de caixa livre deve refletir o

custo de oportunidade de todos os provedores de capital ponderado devido sua contribuição relativa para o capital que forma a empresa em seu total.

### **2.3.5. Fluxo de Caixa Livre**

Martins (2012, pg.280) cita que o uso do Fluxo de Caixa Livre é aparentemente interessante já que é gerado pela empresa após a dedução dos impostos, investimentos permanentes e variações já esperadas no capital circulante líquido. Em suma, pode-se dizer que o Fluxo de Caixa Livre é o montante disponível para todos os fornecedores de recursos, por isso deve-se apurá-lo antes do pagamento de dívidas.

Segundo Koller (2010, pg.137), para avaliar as operações da empresa deve-se descontar o fluxo de caixa livre projetado com os devidos ajustes de risco do custo de capital, o fluxo de caixa livre após os impostos devem estar disponíveis para todos os investidores, sejam eles detentores de capital próprio ou detentores de dívidas. O mesmo não é um fluxo de caixa das operações reportado nos relatórios anuais das companhias, mas pode ser gerado de maneira independente tendo itens financeiros e itens não-operacionais. Pode ser considerado também como fluxo de caixa pós impostos, se a companhia segura apenas ativos operacionais e negócios financiados totalmente por capital próprio. Koller demonstra a seguinte formula para o cálculo:

$$FCL = LOLAI + Despesas \text{ não Operacionais} - \text{Investimentos} \quad (4)$$

Onde:

LOLAI = lucro operacional líquido após imposto

Brown (apud MARTINS, 2012, pag.281) menciona que o fluxo de caixa livre disponível aos donos do capital não pode ser confundido com o fluxo de caixa tradicional devido ao primeiro conceito que é gerado pelas operações correntes e está disponível para realizar a distribuição, sem que seja afetado o

crescimento do empreendimento, neste caso o termo livre pode ser associado ao excesso de caixa disponível para a distribuição ou aumento de capital. O Fluxo de Caixa Livre é apurado da seguinte forma:

Receita Líquida de Vendas  
(-) Custo de vendas  
(-) Despesas operacionais  
(=) Lucro antes dos juros e tributos sobre o lucro (Ebit)  
(+) ajuste das despesas operacionais que não provocam a saída de caixa  
(=) Lucro antes dos juros, tributos sobre o lucro, depreciação, amortização e exaustão (Ebitda)  
(-) Imposto de Renda / Contribuição Social  
(=) Geração de Caixa operacional  
(-) Investimentos (ou desinvestimentos)  
    Permanentes  
    Circulantes  
(=) Fluxo de caixa livre

Desta maneira, Martins (2012, pag.281) destaca que um aspecto importante é a exclusão das despesas de depreciação, amortização e exaustão. Com relação ao quesito de apuração de resultados do empreendimento, elas são indispensáveis já que representam o caixa a ser retido e tratado como a recuperação dos investimentos realizados pela empresa, todavia, o processo de avaliação foca muito nos efeitos que se dará no fluxo futuro de caixa.

Os investimentos já feitos pela empresa não interessam mais no momento da avaliação sendo relevantes somente os aspectos que irão causar impacto no fluxo de caixa no futuro. Os mesmos serão depreciados nos resultados futuros, mas no fluxo de caixa aparecerão no momento dos desembolsos, ou seja, sua divulgação nas demonstrações de resultados será diferente, no Demonstrativo de Resultados Esperados entram como despesas operacionais enquanto na demonstração de Fluxo de Caixa figuram na linha de

investimentos. A decisão será tomada com base no Valor Presente Líquido do fluxo de caixa futuro comparado com o investimento necessário para adquiri-lo.

### **2.3.6. Valor da Perpetuidade**

Martins (2012, pg. 283) apresenta o valor da perpetuidade como aquele que o negócio possuirá mesmo após o término do período projetado, trazido a valor presente. Normalmente, o mesmo é estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e é incrementado pela expectativa de crescimento. Para Cornell (1993, pg. 144) define o valor da perpetuidade como valor da atratividade da empresa no final do horizonte das projeções.

A perpetuidade é um dos elementos mais relevantes para se avaliar uma empresa, pois, em determinadas situações grande parte do valor das empresas é explicado por este conceito. Este valor irá depender da espécie do negócio, neste caso o componente pode ser maios ou menos já que o mesmo é influenciado pela expectativa de crescimento após o período de projeção. Para o cálculo do valor da perpetuidade tem-se:

$$\text{Perpetuidade} = \frac{\text{FCL}^n \times (1 + g)}{\text{CMPC} - g} \quad (5)$$

Onde:

$\text{FCL}^n$  = fluxo de caixa livre do último período da projeção;

$\text{CMPC}$  = custo médio ponderado de capital;

$g$  = taxa de crescimento

Embora o uso da taxa de crescimento apure uma aproximação razoável e próxima do valor de perpetuidade em algumas circunstâncias, uma previsão dos valores das variáveis de decisão para vários períodos futuros descontando-se para o presente é sugerida. Desta maneira reduz-se o risco de equívocos relacionados com as simplificações assumidas pelos modelos matemáticos.

### 2.3.7. Taxa de Desconto

Para Martins (2012), tanto o fluxo de caixa livre quanto o valor da perpetuidade devem ser apresentados em valores presente através da utilização de uma taxa de desconto que irá atuar como o custo de oportunidade que o acionista espera como retorno quando realiza o investimento, todavia, pelo fato do capital empregado nos ativos e nas operações desta empresa não serem de origem de uma mesma fonte, torna-se necessário buscar uma taxa que reflita o custo médio do capital utilizado para tal empreitada. Esta taxa usualmente é o Custo Médio Ponderado de Capital, pois, possui uma capacidade implícita de incorporar os riscos associados a determinação do negócio da empresa.

Esta metodologia irá estabelecer rígidos pressupostos como: meta e benefícios fiscais associados aos juros dos capitais de terceiros e uma estrutura de capital, sendo este modelo criticado por ter componentes variáveis ao longo do tempo (Martins, 2012, pg.284).

Para o cálculo do capital de terceiros existe uma objetividade uma vez que a empresa em questão financia sua atividade com títulos, dívidas e compromissos cujos valores são definidos e identificados de maneira clara nos relatórios financeiros apresentados. Mesmos os passivos das empresas variando, a atenção é voltada para a dívida não temporária que se baseia em taxas de juros explícitas dos financiamentos. Sendo assim o desafio se encontra no cálculo do custo de capital próprio.

Martins (2012) afirma que o cálculo é bastante complexo e subjetivo pois, o mesmo deveria refletir os riscos associados ao negócio assim como as condições particulares e expectativas daquele que deseja adquirir ou manter uma empresa. Leva-se em consideração o acúmulo de lucros como uma forma de investimento e a remuneração real esperada pelo investidor varia em função do risco associado ao país e ao ramo da atividade, além da própria empresa que está em avaliação.

Neste trabalho, buscou-se considerar que as empresas podem possuir financiamentos das suas atividades com dois fundamentos, dívidas, que podem

ser empréstimos e financiamentos e recursos próprios, sendo o fluxo de caixa que será considerado como referência nas avaliações de cada empresa é aquele que irá refletir o retorno para os investidores e acionistas.

### **2.3.8. Custo do Capital de Terceiros**

Para o custo de capital de terceiros ser composto as fontes de recursos exigíveis irão assumir vários formatos. Martins (2012, pg. 209) define como as variáveis que irão estabelecer a remuneração aos credores pelo pagamento de juros determinados com base na devolução do montante principal.

Desta maneira, a empresa irá realizar desembolsos com base num cronograma de maneira obrigatória comprovada através de um documento de espécie contratual ou até mesmo um título emitido.

Para uma empresa que não pretende alterar sua estrutura de financiamento, o mesmo pode ser obtido baseado no retorno esperado dos títulos em sua maturidade. Os pagamentos de juros são dedutíveis para alguns tributos, no caso do Brasil, o Imposto de Renda (IR) e a Contribuição Social (CSLL) diferente dos dividendos, onde somente após o desconto dos impostos são pagos aos acionistas. Tem-se a seguir a fórmula:

$$K_d = K_a (1 - A) \quad (6)$$

Onde:

$K_d$  = custo do capital de terceiros depois dos efeitos tributários;

$K_a$  = custo do capital de terceiros antes do IR/CSLL; e

$A$  = alíquota do IR/CSLL.

### **2.3.9. Custo do Capital Próprio**

De acordo com Gitman (2010) o custo de oportunidade do capital próprio ou, de maneira simples, apenas o custo de capital próprio é o retorno esperado

pelos investidores e acionistas pela utilização de seus recursos na empresa em comparação às demais alternativas de mercado.

Para Nascimento (1998), o custo do capital próprio é o custo de oportunidade do investidor, pois representa a expectativa do retorno do capital investido pelo mesmo em comparação com a decisão de aplicar em outras oportunidades de negócios.

Estes acionistas segundo Martins (2012), os acionistas proporcionam uma fonte de financiamento de longo prazo, tendo como principais fontes de remunerações o recebimento de dividendos e o aumento do valor da ação, ambos, normalmente possuem relação forte com os lucros produzidos. Os recursos provenientes dos sócios e acionistas podem ser divididos em: retenção de benefícios e ampliação do capital social mediante novas emissões de ações.

Partindo da premissa que o objetivo da empresa é maximizar a riqueza dos sócios, a retenção de benefícios deve ocorrer se a inversão na empresa for tão atrativa quanto à oferta do mercado, caso contrário, todo o lucro deve ser distribuído como dividendos.

Existem diversas sistemáticas para o dimensionamento do custo de capital como:

- a) Abordagem de dividendos com base no Modelo de Gordon;
- b) Capital Asset Pricing Model (CAPM); e
- c) Arbitrage Pricing Model (APM).

Nesta pesquisa será utilizado o modelo CAPM como modelo de precificação do nosso ativo e cálculo do custo do capital próprio que será utilizado como taxa de desconto no Valor Presente do Fluxo de Caixa para a Empresa.

O CAPM propõe um tipo de formulação na qual o risco de um ativo é decomposto em um fator que irá depender do mercado como um todo, incluído o risco sistêmico que será mensurado através do cálculo do Beta de cada ação das 10 empresas de TI da BMF & Bovespa.

O CAPM foi desenvolvido por Willian Sharpe e é considerado teoricamente melhor que a abordagem de dividendos segundo Martins (2012,

pg.212). Em sua forma normativa, o CAPM propõe apenas a parcela referente ao risco de mercado que deve ser recompensada demonstrada na Moderna Teoria de Portfólios de Sharpe (1970). Neste caso, assume-se que só o risco sistemático é importante e a taxa de rendimentos requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco acrescido de um prêmio pelo risco.

Para o cálculo do CAPM é necessário realizar o cálculo do Beta ( $\beta$ ) que é o coeficiente de volatilidade da ação e propõe-se a medir a relação existente entre as variações dos retornos de um título ( $R_i$ ) e global do mercado ( $R_m$ ) conforme descrê a formula abaixo:

$$\beta = \frac{\text{Cov} (R_i, R_m)}{\text{Var} (R_m)} \quad (7)$$

Martins (2012) afirma que o Beta tentaria evidenciar a sensibilidade de determinada ação aos aspectos que impactam o mercado. Para Cerbasi (2003) Beta de uma ação mede a sua tendência de variação em relação ao mercado como um todo, representado por um índice. Para um Beta igual a 1, tem-se uma ação que tende a subir e descer na mesma intensidade e proporção, já para o Beta maior que 1, as ações tenderão a ter oscilações maiores que o mercado, tanto em altas quanto em quedas e por fim um Beta menor que 1 indica que ação tenderá a ter menor variabilidade em relação aos movimentos do mercado.

Damodaran (2007) afirma que o Beta de uma empresa poderá ser influenciado por três variáveis: o tipo de negócio, a alavancagem operacional e a alavancagem financeira.

Após o Beta de um ativo ser calculado através da fórmula acima é possível dar continuidade ao cálculo do CAPM, onde é considerado o prêmio pelo risco do investimento pelo diferencial de rendimentos livres de risco com o rendimentos que se espera do mercado, utilizando o Beta como sensibilizador do título, conforme descreve a fórmula abaixo:

$$\text{CAPM} = R_f + \beta (R_m - R_f) \quad (8)$$

Onde :

CAPM = retorno médio do ativo ou custo de capital;

R<sub>f</sub> = taxa livre de risco do país;

R<sub>m</sub> = esperança do retorno médio do mercado; e

β = coeficiente do risco sistêmico.

Exposta a definição, para a estimativa de Betas mais consistentes para a estimativa de betas requer preços de mercado para o ativo a ser avaliado, o que impossibilita sua aplicação a ações não negociadas na BMF & Bovespa, em empresas pouco líquidas e em empresas de capital fechado. Dadmodaran (2007) sugere que seja adotado o beta de empresas de capital aberto com ações regularmente negociadas em bolsa que possam ser comparadas em questão de termos de risco de negócios e alavancagem.

### **2.3.10. Custo Médio Ponderado de Capital**

A seleção de investimentos pode ser efetuada com base no custo de capital apurado para cada fonte específica de financiamento, entretanto devido alguns motivos as empresas convivem com alguns limites associados a sua estrutura de financiamento, motivos esses podem ser os riscos financeiros, restrições impostas por órgãos deliberativos, contrato, entre outros. Neste caso, comparar os objetos com as fontes de financiamento pode não favorecer a decisão das melhores inversões de recursos.

Martins (2012) recomenda o CMPC, pois o mesmo leva em conta determinada estrutura de capital ideal ou possível, sendo os custos das fontes específicas seriam ponderados por participações determinadas no total de financiamentos, dividindo-se em três passos:

- a) Cálculo do custo de cada fonte financeira específica;
- b) Determinação da porcentagem de cada fonte financeira no total do financiamento; e
- c) Soma dos produtos dos itens 1 e 2 (CMPC).

O uso de uma estrutura ideal e valores de mercado, além de refletir melhor as expectativas dos fornecedores de recursos, reduzem o problema das variações do risco financeiro, em suma, o custo de cada fonte depende da estrutura de capita da empresa.

Determinar a porcentagem de cada fonte no total do financiamento pode ser elaborado de várias formas.

A taxa de desconto utilizada para determinar o valor atual do fluxo de caixa projetado que ficará disponível para a distribuição aos acionistas é calculada pelo custo de capital próprio obtido a parti do CAPM. Desta maneira, caso se opte por avaliar o caixa que é gerado para que a empresa honre os compromissos decorrentes de suas dívidas e dos investimentos realizados pelos acionistas, esta taxa de desconto que será utilizada é aquela calculada pela união de dois componentes:

- a) Custo do capital próprio (CAPM); e
- b) Custo de capital de terceiros.

Desta maneira, a taxa de desconto a ser utilizada será o CMPC dado pela fórmula:

$$CMPC = \sum_{i=1}^n K_j x_j$$
 (9)

Sendo:

CMPC = custo médio ponderado do capital;

$K_j$  = custo específico de cada fonte de capital calculado após os tributos que incidem sobre o lucro; e

$X_j$  = participação relativa de cada fonte de capital no financiamento total.

Esta taxa de desconto representa o custo de oportunidade do capital que um acionista ou investidor espera de retorno dos seus fundos investidos em um negócio se comparado á outro negócios com risco equivalente.

#### **2.4. Valor Presente Ajustado**

Quando se constrói uma avaliação econômico-financeira de uma empresa, muitos analistas financeiros realizam o desconto de todos os fluxos de caixas futuros à constante do Custo Médio Ponderado do Capital. Usando a constante CMPC assume-se que a companhia gerencia a estrutura de capital com alvo na relação dívida/valor, porém, em algumas situações esta dívida cresce de maneira linear paralelamente ao valor da companhia. Supondo que a companhia planeje mudar a estrutura de capital significativamente, neste caso, as companhias com uma alta proporção de dívidas, cumprem seus compromissos financeiros com fluxos de caixa improvisados diminuindo a relação dívida/valor futuro. Nestes casos, a avaliação baseada na constante CMPC deve mudar o valor dos benefícios fiscais, mesmo o CMPC sendo ajustado anualmente para manusear as mudanças da estrutura de capital o processo ainda é muito complexo, para isso, Koller (2010, pg.143) apresenta um modelo alternativo: Valor Presente Ajustado.

Koller (2010, pg. 144) apresenta a seguinte forma:

$$\text{Valor Presente Ajustado} = \text{Valor da Empresa como Companhia Financiada por recursos próprios} + \text{Valor Presentes dos Benefícios Fiscais} \quad (10)$$

Para Copeland (2002) o modelo de Valor Presente Ajustado divide o valor operacional de duas maneiras: o valor operacional de maneira como a empresa fosse totalmente financiada pelo seu próprio capital social e de outro lado o valor dos benefícios fiscais decorrentes do financiamento por endividamento.

Miller e Modigliani (1963) fizeram a primeira tentativa de isolar o efeito dos Benefícios Fiscais onde eles utilizaram o Valor Presente da economia fiscal em dívida como perpetuidade utilizando o custo da dívida como taxa de desconto.

Myers (1974), ao desenvolver o Valor Presente Ajustado demonstrou que o valor da empresa e do capital próprio pode ser decompostos em tantas partes quanto forem necessários, neste caso em função das interações dos investimentos com a estrutura de capital e também examinando a inter relação entre o investimento e as decisões financeiras.

Martins, (2012, pg. 285) apresenta como metodologia do Valor Presente Ajustado como o ajuste dos fluxos de caixa e valores presentes pelos custos e benefícios associados aos financiamentos como demonstra a fórmula:

$$VPA = VPL + VPLF \quad (11)$$

em que:

VPA = valor presente ajustado da empresa com dívidas;

VPL = valor presente da empresa sem dívidas; e

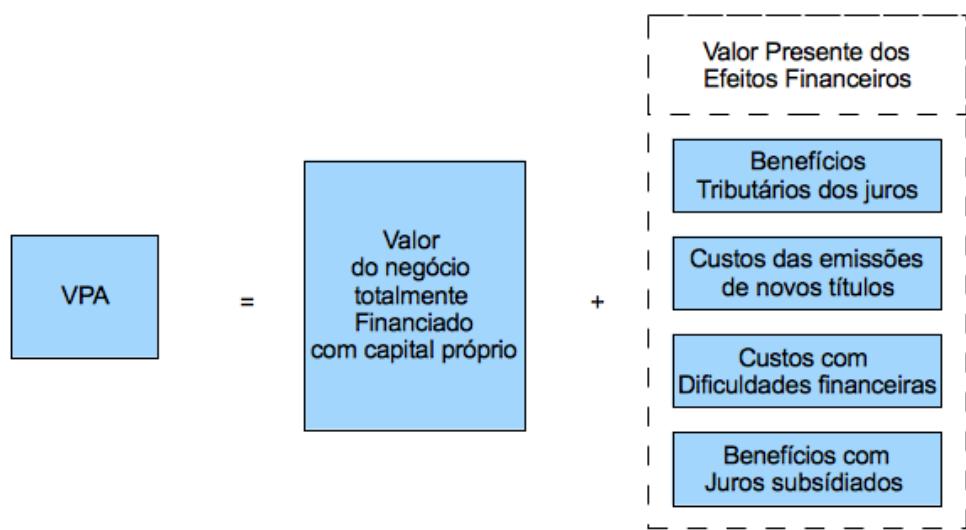
VPLF = valor presente líquido dos efeitos colaterais do capital de terceiros.

Neste caso, os principais efeitos colaterais do capital de terceiros seriam:

- a) subsídio fiscal – efeitos positivos que uma dívida pode provocar no valor dos impostos sobre o lucro (dedutibilidade);
- b) custo da emissão de novos títulos – gastos associados ao lançamento de títulos junto ao público;
- c) custo das dificuldades financeiras – elevação do risco de falência (e CMPC) causado pela alavancagem financeira; e
- d) subsídios ao financiamento com capital de terceiros – certas alternativas de endividamento oferecem condições especiais, provocando m aumento do spread entre captação e aplicação de recursos.

O Valor Presente Ajustado evidencia com maior clareza as origens do valor de um empreendimento, pois surge nas operações propriamente ditas ou nos subsídios obtidos na contratação de financiamento, sendo neste caso, que ocorra uma combinação de fontes de valor, assim a ferramenta contribui para elevação do nível de transparência associado ao processo de geração de riqueza. A ilustração abaixo sintetiza o assunto:

**Figura 4 – Valor Presente Ajustado (VPA)**



Fonte: Martins (2012)

O Valor Presente Ajustado pode ser obtido utilizando segundo Damodaran (2007, p.146):

- Estimativa do valor da empresa sem nenhuma alavancagem;
- Cálculo do valor presente dos benefícios fiscais do endividamento;
- Avaliação do efeito do endividamento em função da probabilidade de falência e do custo esperado da falência.

Para o valor da empresa não alavancada tem-se por Damodaran (2007, p. 146)":

$$EV^u = \frac{FCFF^{\circ} (1+g)}{\rho U - g} \quad (12)$$

Onde:

$EV^u$  = valor de empresa não alavancada;

$FCFF^{\circ}$  = fluxo de caixa operacional após os impostos;

$g$  = taxa de crescimento esperado;

$\rho U$  = custo não alavancado do patrimônio líquido.

Já valor da empresa alavancada com os custos de falência no modelo de Valor Presente Ajustado pode ser obtido através:

$$EV^u = \frac{[FCFF^{\circ} (1+ g)]}{\rho U - g + tcD - \pi aBC} \quad (13)$$

adiciona-se:

$tc$  = alíquota de impostos;

$D$  = dívida;

$\pi a$  = probabilidade de falência após a dívida adicional;

$BC$  = valor presente dos custos de falência.

Cunha (2011, pg.28) define o Valor Presente Ajustado como uma abordagem que fornece um modelo de análise mais apurada, pois considera todos os efeitos colaterais que uma dívida pode causar no valor da empresa, ou seja, o valor da empresa com dívida é obtido em três etapas: a primeira é a de estimar os benefícios que são gerados pelos ativos da empresa sem dívida,

a segunda etapa é estimar o benefício para a empresa da dívida e a terceira são os outros efeitos colaterais que representam perdas e ganhos sob a captação de dívidas. Os efeitos colaterais podem ser considerados o conjunto de variações associadas às percepções dos acionistas sobre a captação de dívida que a empresa faz, sendo esta de difícil mensuração. Pode-se utilizar probabilidade de falência, custos de alavancagem e/ou custos de agência, expressando pela fórmula:

$$VI = Vu + BF + \emptyset \quad (14)$$

Onde:

VI = valor da empresa com dívida;

Vu = benefícios gerados pelos ativos da empresa sem dívida;

BF = benefício fiscal para a empresa da dívida;

$\emptyset$  = efeitos colaterais.

## 2.5. Valor Presente do Fluxo de Dividendos

Este modelo pode ser considerado a maneira que usa estimativa do custo de capital próprio facilmente de ser utilizado e compreendido, porém, o seu uso tem limitações para a avaliação de empresas que apresentem situação de estabilidade ou até mesmo empresas que tenham crescimentos constantes, o que pode não ser uma característica de uma realidade para elas. Damodaran (2006, pg. 9) menciona que o modelo de Valor Presente dos Fluxos de Dividendos é o mais antigo jeito de desconto do fluxo de caixa e enquanto muitos analistas deixaram o modelo de desconto do dividendo com a premissa de estimar os ganhos de valor muito conservadores, muitos fundamentalistas aplicaram o modelo de desconto do dividendo enquanto outros aplicavam os demais modelos de descontos de fluxo de caixa.

Martins (2012, pg. 270) afirma que o valor da ação de uma empresa pode ser calculado com base no fluxo de dividendos futuros, mas aponta que a grande questão acerca deste modelo é definição de qual será a taxa de

crescimento dos dividendos futuros, também conhecida com  $g$  devido ao Modelo de Gordon. Esta taxa utilizada neste modelo para descontar os dividendos futuros poderia ser a taxa de retorno exigida também conhecida como o custo de capital da empresa.

O modelo de crescimento estável de Gordon (1962) tem extensa utilização na teoria de avaliação de empresas principalmente pelo fato de que muitas metodologias depositam confiança nos fluxos futuros e perpetuidades. Devido a este fato observa-se que quando um investidor do mercado se desfaz de uma ação, isto altera o sistema e um novo fluxo de dividendos futuros irá se constituir em favor do comprador da ação e assim por diante, ou seja, replica-se este procedimento obtendo-se um fluxo contínuo tendendo ao infinito. A equação que Gordon tornou operacional segue abaixo:

$$P_0 = \frac{D_1}{r - g} \quad (15)$$

Onde:

$P_0$  = Preço da ação;

$D_1$  = Dividendo no primeiro ano da projeção;

$r$  = Custo do capital próprio;

$g$  = Expectativa de crescimento perpétuo dos dividendos.

O modelo de Gordon tem aplicabilidade em empresas que possuem políticas de pagamentos de dividendos bem definidas e que também detém o desejo de mantê-las no futuro, sendo assim, políticas de dividendos estabilizadas e crescimento limitado constituem as características principais deste modelo. Pode-se adotar como problemática a definição da taxa de crescimento dos dividendos futuros já que, caso considera-se a taxa de crescimento zero o valor da ação será a razão do dividendo projetado pela taxa de desconto. De maneira simplória, se  $g$  for maior que  $r$ , o valor tende ao infinito e  $g$  sendo utilizada como taxa de crescimento da economia, sendo de maneira generalizada de 1 até 2 pontos percentuais positivos.

## 2.6. Múltiplos de EBITDA

Para Galdi e Couto Júnior (2012), avaliar empresa utilizando o modelo de múltiplos de mercado ou simplesmente o modelo de avaliação por múltiplos consiste em avaliar os ativos com base nos preços correntes de mercado de outros ativos, neste caso, ativos comparáveis. Damodaran (2007) define este tipo de avaliação relativa como a finalidade de avaliar os ativos com base na forma como os ativos similares são atualmente precificados no mercado, sendo assim, para comparar os preços do ativo com “similares” no mercado se faz necessário padronizar os valores de alguma maneira, de maneira clara, variáveis comuns entre os ativos. Estas variáveis podem ser lucros, fluxos de caixa, valor patrimonial ou receita, neste caso tem-se o EBITDA como variável de comparação.

Gewehr (2007) esclarece que primeiramente deve falar sobre o EBTIDA que em língua inglesa “Earning before interest, taxes, depreciation and amortization” e na tradução para a língua portuguesa significa “Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização” e atualmente é uma nomenclatura muito utilizada. O mesmo pode ser usado como ferramenta de gestão e comparado também a receita que se deriva em uma margem. Mesmo que algumas variáveis operacionais de caixa sejam comuns se comparados ao EBITDA, despesas com investimentos e variação da necessidade de capital de giro ainda são importantes para o detalhamento da geração de caixa e não estão incluídas no cálculo do EBITDA. Abaixo uma visão de como o EBITDA é demonstrada:

Receita líquida de Vendas  
(-) Custos dos Produtos Vendidos  
(-) Despesas Operacionais  
= Ebit (Lucro Operacional)  
(+) Despesas Operacionais Não-Caixa (Depreciação, Amortização ou Exaustão)  
= Ebitda

O EBITDA ganha notoriedade na década de 70 e era usado para análises do período que uma companhia, investindo em infraestrutura como uma medida temporária, neste caso os investidores teriam uma medida, excluindo o juros do dinheiro tomado emprestado e somando a depreciação dos ativos, como se daria a performance futura da empresa olhando apenas a parte operacional.

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 207) o valor da empresa pode ser obtido através de seu fluxo de caixa e este está fortemente relacionado com o EBITDA sendo a principal vantagem do EBITDA sobre o fluxo de caixa a simplicidade de obter a partir dos demonstrativos financeiros as informações necessárias. Outra vantagem é o fato de não necessitar de estimativas médias ou até mesmo projetadas de contas como, por exemplo, a conta investimentos que geralmente oscila muito em razão dos planos de expansão da empresa e na sua aposta nos investimentos principalmente em infraestrutura.

Provavelmente esta razão explicaria a popularidade de utilização deste múltiplo como forma de avaliação, todavia segmentos de negócios com características e necessidades de investimentos distintos devem ter seus multiplicadores de EBITDAs diferentes também. Um ponto importante a acrescentar é que o EBITDA pode supervalorizar empresas que precisam de elevados investimentos para crescer, isso ocorre porque o múltiplo desconsidera as necessidades de retenção de recursos em novos investimentos para a continuidade normal dos negócios.

Conforme Póvoa (2004), a utilização do múltiplo EBITDA como indicador pode ser reflexo da facilidade de ser computado e os analistas não precisam calcular os investimentos físicos ou de giros, muito menos a estrutura capital da empresa. Apesar de limitações técnicas este múltiplo é muito forte comercial pois o mesmo serve para convencer os clientes no processo de compra ou venda de empresas e acrescenta que existe a possibilidade de o múltiplo de EBITDA ser utilizado como proxy para o fluxo de caixa da empresa.

Um ponto importante é que este método não isenta o analista de projeções de impostos pagos, investimento físico líquido e amortização, a variação do capital

de giro, custo médio ponderado de capital e o crescimento do EBIT depois dos impostos. Isto posto, segue abaixo a fórmula do múltiplo de EBITDA:

$$\frac{\text{Múltiplo EBITDA} = [(1-t) - (\text{DA}/\text{EBITDA}) \times (1-t) - \text{Reinvestimento}]}{\text{EBITDA}} \quad (16)$$
$$\frac{}{\text{CMPC} - g}$$

Onde:

$t$  = alíquota de impostos;

DA = Depreciação e Amortização;

EBITDA = Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização;

Reinvestimento = capex mais variação capital de giro menos DA

$g$  = crescimento na perpetuidade

Existe uma advertência feita por Damodaran (2007) para avaliações baseadas no EBITDA ou até mesmo no EBIT: um indicador baixo pode ser na realidade uma maneira inútil de otimismo para a empresa em que o EBIT seja maior do que o fluxo de caixa livre para a empresa em função de seus investimentos em capital e também em giro.

Martins (2012, pg.272) enfatiza que há alguns anos os múltiplos de fluxo de caixa têm substituído os múltiplos de lucros na avaliação de empresas dando espaço para o EBITDA.

## 2.7. Múltiplos do Faturamento

Quando comparado com o múltiplo EBITDA que é extremamente intuitivo e fácil de usar os múltiplos de faturamento são desenvolvidos a partir das receitas geradas pela empresa, neste caso mede-se o valor de mercado de uma empresa em comparação com as suas receitas ou o “faturamento”. Martins (2012) define o modelo de múltiplos de faturamento consiste numa versão simplificada do modelo de capitalização dos lucros talvez por isso ele

seja freqüentemente utilizado, neste caso substitui-se o lucro contábil pelo faturamento da empresa tornando irrelevantes as informações sobre os demais itens do Demonstrativo de Resultado do Exercício. Um ponto de atenção é que em organizações que não possuam um sistema contábil ou um sistema confiável, esta opção não surte os efeitos satisfatórios que o empreendimento espera.

A simplicidade deste modelo parece compatível com pequenos negócios cujos os eventos econômicos associados ás operações da organização com baixo nível de complexidade e muita homogeneidade no setor, vale a fixação subjetiva do multiplicador que tende a não comprometer a curacidade dos dados do valor da empresa.

PÓVOA (2004) discorre sobre a questão da margem líquida, pode ser considerada a principal determinante do múltiplo, sendo assim, caso a margem líquida da empresa venha diminuir haverá uma deterioração no retorno sobre patrimônio ocasionando efeito duplo sobre o numerador do múltiplo.

Damodaran (2007) acrescenta que os índices de receita são de maneira mais distorcidos ainda em relação a valores positivos além de considerar a linearidade de margens com receita, o que às vezes pode não acontecer. Para empresas de tecnologia com lucros negativos, os múltiplos de receita facilitam a comparação não sendo tão voláteis se comparados aos múltiplos de lucros. Outro ponto importante é que este múltiplo não é influenciado por decisões contábeis o que dificulta a manipulação já que se fala de faturamento sendo fator negativo a distorção na análise devido ao caso de uma empresa que esteja gerando grandes faturamentos apresente uma baixa rentabilidade ou margem, destruindo valor neste caso. Abaixo chega-se à seguinte fórmula de cálculo:

$$\text{Múltiplo de Faturamento} = \frac{\text{margem líquida} \times \text{payout}}{(r - g)} \quad (17)$$

Sendo:

margem líquida = lucro líquido / receita líquida;

payout = montante de dividendos sobre o lucro;

$g$  = crescimento na perpetuidade.

Ressalta-se que numa avaliação de fluxo de caixa descontado os mesmos já têm o valor da marca embutido, o que não ocorre com o múltiplo de faturamento. Para isso é necessário realizar uma avaliação de múltiplo de faturamento da marca menos o múltiplo de faturamento de uma empresa do mesmo setor com o seu produto genérico, daí se multiplica pelo faturamento resultando no valor da marca. Com relação ao aumento da fatia de mercado e o valor de mercado, ambos andam paralelos e pode-se avaliar através da margem de lucro dividida pelo múltiplo de faturamento assim a fatia de mercado leva as margens maiores e um valor mais alto como resultado. Caso o haja aumento da fatia do mercado por preços ou até mesmo margens reduzidas o efeito final será negativo com relação à margem da empresa.

## 2.8. EVA®

Gerar um retorno que remunere as expectativas de rendimentos de seus proprietários de capital com base nas suas decisões financeiras, comparados ao retorno sobre o investimento (ROI) com o CMPC é o fundamento do valor econômico para Assaf Neto (2003), onde o foco é a identificação de localizar a geração ou destruição de valor econômico da empresa. Esta comparação pode estar firmada em um sistema de gestão e neste sistema o EVA® é conceituado como medida de desempenho econômico.

Martins (2012, pag.244) cita o EVA® como uma resposta à necessidade de medidas de desempenho que expressem adequadamente a criação de riqueza por um empreendimento.

Para Rappaport (1998) é uma versão do lucro residual no qual o mesmo ajusta o valor contábil ao chamado “valor contábil de livro” adicionando-se as equivalentes de capital próprio com o objetivo de se aproximar -se do total investido em caixa da empresa. Para Copeland, Koller e Murrin (2002) é o lucro econômico. Segundo Young e O’Byrne (2003) é uma medida para mensuração do desempenho corporativo em uma visão restrita. Segundo Hitchner (2003, pag.842) o conceito do EVA® foi desenvolvido para um produto específico e

popularizado por Stern Stewart, um consultor empresarial como uma marca registrada nos anos 80, mas foi anteriormente desenvolvida nos anos 20 na General Motors e depois refinada mais tarde por Alfred Rappaport na Universidade de Northwestern.

Para Atkinson *et al* (2000) EVA® é o lucro residual que pode equivaler ao lucro menos o custo econômico do investimento gerado por esse lucro. As empresas podem adotar por diferentes razões a utilização do EVA® como: a) tratar os interesses dos sócios e acionistas da alta administração encorajando os colaboradores a pensar e agir como os donos; b) é facilmente compreendido; c) ajusta-se para se melhorar o operacional já que o sucesso vai solicitar as melhorias contínuas do EVA®; d) correlaciona-se com o valor de mercado; entre outras. Ehrbar (1999) menciona que o EVA® de maneira aritmética se resume ao lucro operacional após o pagamento de impostos menos os encargos sobre o capital apropriado tanto para endividamento quanto para o capital dos sócios sendo o que resta apenas os valores em dólares pelo qual o lucro excede ou deixa de alcançar o custo do capital utilizado para realizar aquele lucro.

Assaf Neto *et al* (2002) apresenta o EVA® como matéria de visualização gerencial o seguinte modelo:

Lucro Operacional  
(-) IR/CSL  
(=) Lucro Operacional Líquido  
(-) Custo Capital de Terceiros Líquido  
(=) Lucro Líquido  
(-) Custo do capital próprio  
(=) EVA®

Para Stewart III (2005), o EVA® funciona como uma medida de receita residual devido o fato de subtrair o custo de capital dos lucros operacionais, sendo assim, considera todas as maneiras pelas quais o valor corporativo pode ser agregado ou perdido. Para destruir valor é necessário apenas que a empresa gere menos resultados que seu custo de capital enquanto que para

gerar valor a empresa pode: melhorar a eficiência das operações sem novos aportes de investimentos, reduzir os investimentos em operações não econômicas e por fim realizar novos investimentos nos projetos que podem apresentar um retorno maior que o custo do capital. Apesar de o conceito do lucro residual existir há bastante tempo, pode-se mencionar que com o EVA® houve uma disseminação e nas empresas foi popularizada após os anos 80. Abaixo demonstra a fórmula aplicada do EVA®:

$$EVA = LOLAI - (C\% \times TC) \quad (18)$$

Onde:

LOLAI = lucro operacional líquido após imposto;

C% = Custo percentual do capital total (% do capital próprio e de terceiros); e

TC = Capital total investido.

Considera-se que devido a legislação societária brasileira inclui o custo de capital de terceiros no resultado operacional líquido a equação sofre alteração:

$$EVA = LOLAI - (CCP\% \times PL) \quad (19)$$

Onde:

LOLAI = lucro operacional líquido após imposto;

CCP% = Custo do capital próprio em percentagem; e

PL = Patrimônio Líquido.

Martins (2012, pag. 246) menciona que não se constitui nenhuma novidade propriamente dita, mas recupera-se com o EVA® alguns conceitos elementares e fundamentais antes esquecidos pelos gestores empresariais. Com o advento da virtualidade, a utilização do EVA® pode-se justificar, pois

dentro do contexto social cotidiano apresenta uma forte atração por sua utilização. Ehrbar (1999, pg.59) complementa:

*“Como disse Peter Drucker em seu artigo na Harvard Business Review em 1995, 'EVA® se baseia em algo que sabemos há muito tempo: Aquilo que chamamos de lucro, o dinheiro que sobra para remunerar o capital, geralmente nem é lucro (...)' Muitos gerentes de empresas esqueceram-se deste princípio básico porque foram condicionados a focalizar lucros contábeis convencionais, que incluem uma dedução para pagamento de juros mas não têm qualquer dispositivo para custo de capital acionário.”*

Nascimento (1998) apresenta de maneira sumarizada algumas vantagens e desvantagens da utilização do EVA®:

1) Vantagens:

- a) capacidade de conscientizar rapidamente o gestor sobre as expectativas do investidor em relação a sua atuação; e
- b) simplicidade de compreensão.

2) Limitações

- a) apesar de reconhecer a inadequação dos resultados contábeis tradicionais para a mensuração do valor do empreendimento, o modelo limita-se a ajustá-los globalmente, em vez de tratar as informações à medida que ocorrem os eventos; e
- b) a base de resultados globais da empresa impede a identificação da contribuição gerada por área.

Martins (2012, pag. 247) menciona que o EVA® talvez tenha sido a maior das “redescobertas” dos últimos tempos em termos de avaliação de desempenho.

## 2.9. MVA®

Enquanto o EVA® concentra-se em uma medida que ajuda e orienta a gerência interna para verificar a geração de valor para o sócio comunicando os resultados obtidos, o MVA®, outro indicador registrado pela Stern Stewart, por outro lado busca apresentar a criação de valor empresarial para o mercado externo, principalmente o de títulos imobiliários.

Martins (2012, pag, 247) afirma que o EVA®, mesmo sendo um bom indicador para avaliação empresarial ainda peca no quesito de mensurar a efetiva riqueza criada ou consumida pelo empreendimento. “O mundo guia-se mais pelo que se espera no futuro do que pelo o que ocorreu no passado.” Neste caso, surge a necessidade de aquilar o que o mercado está sentindo com relação ao futuro da empresa e computá-lo utilizando, por exemplo as cotações de mercado de seus títulos de propriedade.

Ehbar (1999) define que o valor de mercado não diz absolutamente nada se a empresa está criando riqueza em sua essência. Criar efetivamente riqueza para uma empresa está correlacionado pela diferença existente entre o valor de mercado e o capital que os investidores aportaram de seu capital naquela empresa e isto deve ser levado em consideração, o capital que a empresa investiu para alcançar aquele valor.

Para Assaf Neto (2003), tanto EVA® quanto MVA® vêm da abordagem da administração baseada em valor e são indicadores de mensuração de valor que surgem para atender a uma forte demanda por posturas administrativas e gerenciais mais arrojadas no mundo das empresas onde o foco e concentração de forças estão voltados para a maximização da riqueza e consequente do acionista com a utilização de ferramentas, técnicas de análise e processos gerenciais. Mesmo o EVA® sendo o resultado residual do lucro como medida podendo ser projetado, deixa a desejar como mensuração efetiva da riqueza criada ou consumida pela empresa em determinado período.

Grant (1997) menciona uma associação positiva entre o EVA® e o MVA® para o sucesso financeiro já que o EVA® demonstra informações positivas aos investidores sobre a capacidade da empresa em gerar valor econômico agregado no futuro em conjunto com o MVA® que gera uma

estimativa de mercado de capitais do valor presente líquido de uma empresa sendo a diferença entre o valor total de mercado da empresa e o valor dos fundos que foram investidos nela.

Gapenski (1996) enumera algumas razões para considerar que o valor de mercado esteja associado as origens do empreendimento, no caso as ações também tem endividamento: o valor do mercado seria a soma do valor de mercado próprio com o valor de mercado do endividamento. Sendo assim, parece haver um consenso com relação ao endividamento, no qual seu valor contábil tradicional é um excelente substituto do valor de mercado, assim os motivos são:

- a) o objetivo da análise é avaliar a riqueza adicional dos sócios;
- b) a determinação do valor de mercado dos capitais de terceiros corporativos é difícil, pois ele não é ativamente trocados/negociados;
- c) o valor contábil do capital de terceiros é aproximadamente igual seu valor de mercado;
- d) o valor de mercado do capital de terceiros de uma organização está mais relacionado as flutuações de taxas de juros do que as atitudes gerenciais que influenciam a criação de riqueza.

Embora sua fórmula pareça simples, devido as suas duas variáveis, as mesmas podem gerar confusões conceituais. Abaixo examina-se a fórmula:

$$\text{MVA} = \text{valor de mercado} - \text{capital total} \quad (20)$$

Alguns pontos importantes e fundamentais podem interferir na eficiência da aplicabilidade desta fórmula:

- a) as mudanças que ocorrem na bolsa de valores a nível geral podem contribuir no curto prazo com alterações das ações da gerencia;
- b) o MVA® será calculado somente quando o caso da empresa tiver cota de ações negociadas na bolsa além de um preço de mercado;
- c) o MVA® será calculado no consolidado da empresa mesmo para empresa de capital aberto.

Uma das maneiras na qual o gerente poderia obter um indicador da suas próprias ações estarem super ou subavaliadas seria realizar um estimativa de valor presente líquido agregado da empresa e compará-la ao MVA®. O mesmo pode ser considerado o valor presente do montante pelo qual os investidores esperam que os possíveis lucros projetados pro futuro excedam ou fiquem fora da expectativa dos investidores com relação ao custo de capital. Assaf Neto (2003) conclui que o EVA® é um direcionador de valor enquanto o MVA® indica o comportamento dando base para o seu cálculo, sendo necessário fazer ajustes para converte o valor contábil em valor econômico, matematicamente demonstrado assim:

$$\text{MVA} = \frac{\text{EVA}}{\text{CMPC}} \quad (21)$$

Onde:

EVA = Valor agregado econômico

CMPC = Custo ponderado médio do custo

Segundo Ehrbar (1999), o MVA® é o valor de mercado da empresa menos o valor contábil de seu capital investido, todavia, não pode-se utilizar o valor contábil para calcula o MVA® com precisão isto porque os princípios contábeis geralmente aceitos pelo GAAP ou outros órgãos com a finalidade de normatização dos registros contábeis, freqüentemente se deviam da realidade econômica. Neste caso fica explicito que o capital total consiste no valor contábil, baseado no histórico, do ativo total ajustado. Em suma, ser a diferença entre a entrada do fluxo de caixa e a saída de caixa, o ponto em que aquilo que o investidor colocou na empresa como capital e aquilo que poderia receber vendendo pelo preço de mercado corrente.

Assaf Neto (2003) menciona que o MVA® em sua visão é apenas uma maneira de avaliar o goodwill. Copeland *et al* (2002) simplifica o MVA® como a diferença entre a margem (spread) do retorno sobre o capital investido e o custo do capital próprio da empresa obtido pelo modelo de Sharpe (1970) de

precificação de ativos CAPM. A crítica do autor se baseia em fornecer uma métrica ruim quando aplicação ao curto prazo e também porque encoraja o desinvestimento, não adotando o foco na gestão do valor do negócio. Por fim, Stewart III (2005) define o MVA® como o maximizador do valor presente do EVA®, ou seja, o mesmo que maximizar o valor intrínseco de mercado.

Existem diversas maneiras de analisar o valor de uma empresa, alguns métodos utilizam os dados contábeis e financeiros, e outros prevalecem os dados econômicos para uma observação do progresso da empresa não somente com relação ao lucro, mas também em relação ao valor em si que as empresas podem apresentar aos seus investidores. A preferência por determinado método poderá variar conforme a escolha do analista ou até mesmo a necessidade de cada empresa para a tomada de decisões.

### **3. METODOLOGIA DE PESQUISA**

Este capítulo apresenta a metodologia utilizada na elaboração da pesquisa, bem como os procedimentos de coleta informações utilizadas nos cálculos da avaliação das empresas de TI listadas na BMF & Bovespa.

#### **3.1. Métodos e técnicas de pesquisa**

Para Marconi; Lakatos (2003, pg. 90), os métodos científicos são classificados em apenas quatro tipos: hipotético-dedutivo, dedutivo, indutivo e dialético. O método hipotético-dedutivo evolui do método dedutivo, sendo que o segundo parte de generalizações aceitas ou premissas científicamente verdadeiras buscando evidências relações de causa-efeito para explicar ou validar a ocorrência dos fatos com características comuns, o primeiro consiste em formular, em primeiro lugar um problema e uma conjectura, que serão testados pela observação e experimentação. O método indutivo observa os fenômenos, basicamente, e consiste em descobrir uma eventual relação entre os fenômenos observados e então, a partir deste momento, busca uma generalização de tal relação. Por último o método dialético utiliza a argumentação em parceira com a análise de contradições para validar ou invalidar teorias científicas.

Os modelos disponíveis e suas aplicabilidades para a avaliação do objeto deste estudo, segundo a classificação demonstrada por Marconi e Lakatos (2003) foram feitas através da abordagem qualitativa da aplicação do método hipotético-dedutivo aplicado a um estudo de caso de 10 empresas do Setor de Tecnologia da Informação.

Martins (2002) apresenta 3 tipos de tipologia de estudos:

- a) Crítico-dialético: faz-se útil quando da busca pela explicação das exceções no caso em que a teoria não se aplica perfeitamente nos casos práticos. Possui referencial teórico todo o material histórico e

apóia-se na concepção dinâmica da realidade e das relações dialéticas a prática e a teoria.

- b) Empírico-dialético: tem caráter técnico e busca incrementar e restaurar. Além de possuir característica de sistematização da amostragem e do tratamento dos dados, usa comumente a técnica de coleta, tratamento e análise de dados quantitativamente, privilegiando estudos práticos. A validação da prova científica fica clara através dos testes dos instrumentos, sistematização das definições operacionais e pelo grau de significância.
- c) Fenomenológico-hermenêutico: foca na aplicabilidade das ferramentas teóricas constituindo grande parte do estudo. Utiliza abordagem que utiliza técnicas não quantitativas e privilegia estudos teóricos e análise de documentos e textos. Possui uma crítica proposta e tem interesse de *conscientização* dos indivíduos envolvidos na pesquisa. Em suma, a validação da prova científica é buscada no processo lógico da interpretação e na capacidade de reflexão do pesquisador sobre objeto de estudo.

Esta pesquisa possui características típicas de cada uma das três tipologias apresentadas, mas fica evidente a fenomenológica-hermenêutica já que busca embasamento teórico para compor uma modelagem de avaliação de empresas que possa ser aplicada ao tipo das empresas que se enquadram no setor de Tecnologia da Informação e identificando alguns aspectos desta modelagem que possas a vir comprometer os resultados obtidos.

Não se buscou discutir a validade científica dos modelos existentes, mas sim sua aplicabilidade técnica. As características do objeto de análise e o ambiente também foram relevantes, pois, a pesquisa foi baseada na postura positivista, sendo, considerados apenas os fatos sobre os objetos de maneira verdadeira, assim como já testados e aceitos os modelos de análise e valoração. Desta maneira, os resultados obtidos foram mais de caráter qualitativo do que quantitativo, pois, buscou-se validar simultaneamente a dimensão dos resultados obtidos e sua significância em relação ao objeto de análise.

Para o aspecto analítico presente nesta pesquisa não há como identificar o modelo de valoração de empresas irá apresentar os melhores resultado já que não possuímos o valor real da empresa, neste caso a intenção do trabalho foi de verificar se os modelos apresentados se aproximam ou serão similares para haver uma comparação de teor razoável. No caso de divergência encontrada em relação ao objetivo almejado, buscaram-se os elementos que pudessem justificar as diferenças e disparidades identificadas nos resultados fornecidos pelos métodos apresentados.

### **3.2. Amostra e o universo da pesquisa**

Para Marconi & Lakatos (2003, pg. 163), após a escolha do assunto o pesquisador poderá decidir pelo estudo de todo o universo da pesquisa ou apenas sobre uma amostra.

*“Nem sempre há possibilidade de pesquisar todos os indivíduos do grupo ou da comunidade que se deseja estudar, devido à escassez de recursos ou à premência do tempo. Neste caso, utiliza-se o método da amostragem, que consiste em obter um juízo sobre o total (universo), mediante a compilação e exame de apenas uma parte, a amostra, selecionada por procedimentos científicos.”*  
(MARCONI & LAKATOS, 2003, pg. 163).

O universo da pesquisa é formado por todas as empresas de Tecnologia da Informação listadas na Bolsa de Mercados & Futuros e Bolsa de Valores (BMF & Bovespa) de São Paulo.

A escolha destas empresas se deu pelo fato de que, por terem ações comercializadas na BMF & Bovespa é possível ter acesso aos relatórios financeiros necessários para realizar os cálculos para a avaliação das empresas conforme referencial teórico e responder as hipóteses levantadas.

Será utilizado o cálculo do valor de mercado com base no valor de ações encontrado na BMF & Bovespa de 10 empresas listadas na mesma organização comparado com o valor presente do fluxo de caixa descontado destas empresas conforme demonstra tabela abaixo:

**Tabela 3 – Empresas de TI listadas na BMF & Bovespa**

1	BEMATECH S.A	Computadores e Equipamentos
2	IDEIASNET S.A	Programas e Serviços
3	LINX S.A	Programas e Serviços
4	POSITIVO S.A	Computadores e Equipamentos
5	TELEC BRASILEIRAS S.A	Programas e Serviços
6	SENIOR SOLUTION S.A	Programas e Serviços
7	TOTVS S.A	Programas e Serviços
8	ITAUTEC	Computadores e Equipamentos
9	QUALITY SOFTWARE S.A	Programas e Serviços
10	GAMA PARTICIPAÇÕES	Programas e Serviços

Portanto, a amostra da pesquisa é formada pelas 10 empresas de tecnologia da informação, sendo 3 empresas do subsetor/segmento de Computadores e Equipamentos e 7 empresas do subsetor/segmento de Programas e Serviços e que correspondem a apenas um dos setores da BMF & Bovespa onde existem mais 9 setores distribuídos em Bens e Indústria, Construção e Transporte, Consumo Cíclico, Consumo não cíclico, Financeiro e Outros, Materiais Básicos, Petróleo Gás e Biocombustíveis, Telecomunicações e Utilidade Pública, sendo o setor analisado nesta pesquisa somente o setor de Tecnologia da Informação, correspondendo a 100% do universo da pesquisa.

Também existirá uma comparação com o mercado norte americano onde será realizado o cálculo de avaliação das empresas. A amostra é formada por 25 empresas de TI que possuem ações negociadas na NASDAQ conforme demonstra a tabela abaixo:

**Tabela 3.1 – Empresas de TI listadas na NASDAQ**

1	Microsoft Incorporation	Computer Software: Prepackaged Software
2	Google Incorporation	Computer Software: Programming Data Processing
3	Apple Incorporation	Computer Manufacturing
4	Arista	Computer Software: Programming Data Processing
5	Allot Communication	Computer Communications Equipment
6	Ansys	Computer Software: Prepackaged Software
7	American Software	Computer Software: Prepackaged Software
8	Chicago Rivet & Machine Co	Industrial Machine Components
9	ChannelAdvisor Corporation	Computer Software: Prepackaged Software
10	Current Computer Corporation	Computer Manufacturing
11	EnerNOC Incorporation	Computer Software: Programming Data Processing
12	Fortinet Incorporation	Computer Peripheral Equipment
13	General Employment Enterprise	Diversified Commercial Services
14	Groupon Incorporation	Advertising
15	Imprivata Incorporation	Computer Software: Prepackaged Software

16	Ipass Incorporation	EDP Services
17	Jive Software	EDP Services
18	Linkedin	Computer Software: Programming Data Processing
19	Majesco Entertainment	Computer Software: Prepackaged Software
20	Omnicell Incorporation	Computer Manufacturing
21	QAD Incorporation	Computer Software: Prepackaged Software
22	Qlogic	Computer Communications Equipment
23	RCM Technologies Incorporation	Professional Services
24	TransAct Technologies Inc.	Computer Peripheral Equipment
25	VMWare	Computer Software: Prepackaged Software

A escolha desta amostra buscou realizar o máximo de diversidade das empresas, procurando por empresas de valores de mercado diferentes assim como o ramo de seus negócios. Atualmente existem 3 mil empresas listadas na NASDAQ, sendo esta amostra apenas 1% do universo total. Conforme apresentado no item 1.4 deste trabalho, existem muitas empresas de TI que abriram IPO nos EUA e por este motivo não foi possível usar as informações de todas na pesquisa.

### 3.3. Modelagem

Para o alcance dos objetivos propostos neste estudo será empregado ao objeto da pesquisa os diversos métodos de avaliação que compõem o estado da arte em valoração de empresas. Quando do uso da aplicação dos modelos foi aplicada a primeira abordagem de análise identificada neste estudo, a de análise qualitativa, identificando os aspectos dos modelos empregados, quais modelos devem sofrer adaptações específicas para o setor analisado, constituindo assim uma modelagem própria para esse setor.

Neste ponto, foram identificados os *value drives* específicos das empresas do setor de Tecnologia da Informação da BMF & Bovespa através de critérios quantitativos sugeridos pelos autores que podem abordar estes temas.

Em um segundo momento, será feito uma análise comparativa entre os resultados que serão obtidos pelos modelos, abordando qualitativamente o grau de precisão destes modelos e uma análise do benefício da aplicação dos métodos. Pode-se identificar como variáveis analisadas as seguintes:

- As informações financeiras relativas as empresas que serão determinantes para a sua avaliação, neste trabalho direcionadas como direcionadores de valor A identificação destes *value drives* será feita conforme a bibliografia apresentada neste trabalho, identificando impactos financeiros relevantes no projeto e testando a sensibilidade dos componentes;
- Os métodos de avaliação de empresas e os requisitos para sua aplicabilidade a casos diversos;
- As informações necessárias, como relatórios da administração, notas explicativas e atas da assembléia geral para a aplicação com sucesso das duas variáveis anteriores e a maior veracidade destas informações.

Com base nestas variáveis, irá se desenvolver uma análise qualitativa da aplicação, acessibilidade e a utilidade de cada variável, com a expectativa de obter-se um método ou um conjunto de métodos ou até mesmo um conjunto de métodos com diferentes graus de aplicabilidade e precisão, sendo assim, não cabe a este trabalho definir o grau de aplicabilidade dos modelos, mas, devolver subsídios para obtê-lo através da análise qualitativa.

Também não será parte desta pesquisa definir um grau específico de precisão nos resultados obtidos para os modelos.

### **3.4. Técnicas de análise**

Para análise dos dados da pesquisa, ou seja, na análise dos resultados dos cálculos de Valor Presente de Fluxo de Caixa Descontado (VPFCD) comparados ao Valor de Mercado das Empresas foi utilizado um método de correlação entre os resultados da pesquisa VPFCD do Acionista versus Valor de Mercado e também do VPFCD da empresa versus o Valor de Mercado.

Segundo Bisquerra *et al* (2007), a correlação é uma forma de análise estatística e tem a função de medir a relação linear entre duas variáveis. Os valores para as correlações são conhecidos como os “coeficientes de correlação” e geralmente são representados pela letra “r”. A amostra de possibilidades dos valores para r é igual a -1,0 a +1,0, sendo números inferiores a zero os que representam correlação negativa entre as variáveis e

os números maiores que zero uma correlação positiva. Este tipo de correlação também é conhecida como correlação de Pearson.

Será utilizado um grau de significância para esta pesquisa de 0,125 e 0,25. Neste caso, correlações significantes de até 12,5% estarão identificadas com \*\* e correlações significantes de até 25% estarão identificadas com \*.

O objetivo desta análise de correlações é estudar quais relações podem ocorrer lineamente entre os dois conjuntos de variáveis.

Também será efetuada uma análise de correlação ordinal de Spearman. Para Bisquerra *et al* (2007), o coeficiente de correlação ordinal de Spearman é conhecido através da letra grega rho ( $\rho$ ) e irá requerer que as variáveis sejam medidas na escala ordinal no mínimo. Neste caso, não será feito a suposição sobre a distribuição de freqüências das variáveis.

#### **4. APRESENTAÇÃO, ANÁLISE E INTERPRETAÇÃO DOS RESULTADOS**

O período de projeção, para Martins (2012), compreende a quantidade de intervalos de tempo, sobre os quais é possível projetar os fluxos de caixa em anos, trimestres, meses e anos, com um nível razoável de esperança de concretização. Este período de projeção geralmente é determinado de acordo com a natureza do negócio assim como o grau de previsibilidade das variáveis relevantes, sendo os principais aspectos: os preços dos produtos, o volume de vendas, os custos de matérias-primas, despesas operacionais e as variáveis macroeconômicas como juros e câmbio.

Estas projeções irão exigir a identificação dos componentes relevantes, assim como o desenvolvimento de hipóteses e perspectivas que irão servir de base para o estabelecimento dos cenários que serão experimentados provavelmente pela empresa. “Em termos práticos, a maioria das avaliações trabalha com períodos de projeção que variam entre cinco e dez anos, dependendo do grau de previsibilidade das variáveis” (Martins, 2012, pg. 282).

Para a realização da análise dos dados que serão apresentados nesta pesquisa faz-se necessário fundamentar-se em algumas premissas que devem ser adotadas ao longo deste capítulo:

- a) Considera-se o período de avaliação dos ativos os anos de 2009 à 2014;
- b) Para realizar a projeção dos fluxos de caixa adotou-se como parâmetro de crescimento constantes ao longo dos 10 anos projetados a média do PIB anual do período de 2009 à 2014 conforme demonstra tabela 4:

**Tabela 4** – Cálculo do PIB como taxa de crescimento

ANO	PIB (%)
2009	-1,9
2010	8,6
2011	3,5
2012	0,8
2013	2,4
2014	0,9

Média	2,4
-------	-----

- c) As projeções serão calculadas para um período de 10 anos devido a instabilidade do mercado como notou-se em 2008 após a crise dos EUA, onde o mercado veio a sofrer uma forte queda nos preços dos ativos.
- d) Será utilizado como índices para a geração do Beta de cada ativo os índices Ibovespa, IBrX50, IBrX100 e IBrA.

Para Assaf Neto (2003), existem direcionadores de valor de natureza não financeira, como por exemplo, conhecimento do negócio, qualidade, inovação, e muitos outros que não serão o foco desta pesquisa. Para demonstrar os valores econômico-financeiro de uma empresa pode-se utilizar os direcionadores operacionais, que podem ser crescimento das vendas ou margem de lucro; os direcionadores de financiamento, que podem ser a estrutura de capital, o custo do capital próprio, o custo do capital de terceiros e o risco financeiro e por último os direcionadores de investimentos, que podem ser o investimento em capital de giro, o investimento em capital fixo e análise giro x margem.

Neste caso, observa-se nesses direcionadores de valor o desempenho econômico-financeiro da empresa avaliada sendo a projeção futura deles no processo de avaliação uma parte fundamental para chegar-se ao valor intrínseco. Devido ao fato das premissas e também os julgamentos serem assumidos por avaliadores distintos, levando-os a diversos valores, a análise da aderência dessas projeções torna-se relevante.

#### **4.1. Taxa de desconto para Valor Presente do Fluxo de Caixa para o Acionista**

A taxa de desconto para realizar uma avaliação apropriada do custo de oportunidade utilizado para gerar o fluxo de caixa para os acionistas foi calculada utilizando-se o modelo do CAPM, sendo assim, utilizou-se de uma estimativa da taxa livre de risco de mercado, do risco sistemático das empresas apresentadas do setor de Tecnologia da Informação (Beta) e do prêmio médio esperado para o mercado brasileiro com base nas informações da BMF &

Bovespa. Uma aproximação da TJLP para os próximos 10 anos foi utilizada como matéria de estimativa da taxa livre de risco para o mercado brasileiro baseada nas taxas pagas atualmente pelos títulos da dívida no mercado brasileiro de longo prazo em 5,5% ao ano livre de inflação.

Devido ao fato dos valores serem projetados em moeda constante não houve necessidade de computar um eventual cenário inflacionário a título de previsão, tendo uma definição dada pelo valor da moeda no instante em que o investimento é realizado. Caso seja utilizado para os fluxos de caixa uma taxa com projeção de inflação, será necessário descontar a mesma para obter seu valor presente, assim este método permite a inflação.

#### **4.2. Cálculo do Beta**

Foi gerado uma análise do setor de tecnologia da informação brasileiro, de forma a determinar o beta deste setor, sendo consideradas algumas premissas de perfil semelhante e compatibilidade de risco de negócios além da alavancagem financeira, neste caso obtém-se o beta médio do setor adotado como beta previsto para as empresas avaliadas.

Para o cálculo do Beta, utilizou-se a Equação 7 apresentada no item 2.3.9:

$$\beta = \text{Cov} (R_i, R_m) / \text{Var} (R_m)$$

Sendo os valores substituídos pelas variáveis a seguir:

$$\beta = \text{Cov} (BEMA3, IBOVESPA) / \text{Var} (IBOVESPA)$$

Estes procedimento repetiu-se para todos os papéis (BEMA3, IDNT3, LINX3, POSI3, TELB3, TELB4, SNSL3 TOTVS3 e ITEC3) comparados para os Índices: IBOV, IBrX50, IBrX100 e IBrA, gerando 4 resultados para cada papel apresentados no Apêndice II deste trabalho.

Devido as imperfeições decorrentes de se utilizar apenas um único índice de mercado, optou-se por desenvolver a análise comparativa das

empresas em relação a quatro índices de mercado, sendo eles: IBOVESPA, IBrX50, IBrX100 e IBrA.

Através de cálculos com base nas informações fornecidas pela BMF & Bovespa do período de 2009 á 2014, foi feito um levantamento das informações do mercado para o setor de tecnologia da informação com a data referência de janeiro de 2009, prazo histórico para a análise estatística de 60 meses, dados em moeda local (Reais) e selecionando como única restrição para o filtro de dados a condição de que as empresas deste setor tivessem dados suficientes para calcular o Beta.

Considerou-se como empresas equiparáveis as 10 empresas que constituem o setor e subsetor de Tecnologia da Informação da BMF & Bovespa que estão separadas em Computação e Equipamentos e Programas e Serviços. De uma base de dados total de 10 empresas obtidas junto a BMF & Bovespa, foram retiradas duas empresas da lista original por não apresentarem nenhuma movimentação das ações no período de 2009 à 2014, no caso as empresas Quality S.A e Gama Participações S.A que apresentaram comportamento anômalos: QUSW3 ON e OPGM3 ON.

Desta forma, os Betas levantados das empresas brasileiras o setor de Tecnologia da Informação foram os apresentados na Tabela 4.1. Com estes dados de 8 papéis negociados no período chegou-se aos seguintes valores médios apresentados na Tabela 4.2:

**Tabela 4.1 – Betas de empresas do setor de Tecnologia da Informação por benchmark de mercado**

			IBOV	IBRX50	IBRX100	IBRA
1	BEMA3	ON	0,07	0,12	0,05	0,07
2	IDNT3	ON	0,00	0,21	0,13	0,25
3	LINX3	ON	-0,02	-0,02	-0,03	-0,01
4	POSI3	ON	0,01	0,06	0,03	0,01
5	TELB3	ON	0,00	0,00	0,00	0,00
6	TELB4	PN	0,00	0,00	0,00	0,00
7	SNSL3	ON	0,03	0,03	-0,05	0,03
8	TOTVS3	ON	-0,01	0,08	0,04	0,00
9	ITEC3	ON	-0,02	0,00	-0,03	-0,01
10	QUSW3	ON	N/C	N/C	N/C	N/C
11	OPGM3	ON	N/C	N/C	N/C	N/C

**Tabela 4.2** – Valores médios dos betas de mercado obtidos para o setor de Tecnologia da Informação

<b>Beta Médio</b>	0,06	0,48	0,14	0,33
<b>Des.Pad</b>	0,03	0,12	0,06	0,10

A média dos quatro valores calculados indica um Beta de 0,25 que foi o valor adotado como referência da variável de risco sistemático para o cálculo do custo de capital próprio das empresas analisadas apresentado no item seguinte.

#### **4.3. Aplicação do CAPM**

A análise dos resultados obtidos demonstra um beta médio de 0,25 para as empresas brasileiras do setor de Tecnologia da Informação. A partir do beta encontrado e estimado, foram reunidos todos os elementos necessários à aplicação do Modelo de Precificação de Ativos de Capital (CAPM) para a determinação do custo do capital próprio, para tanto se faz necessário definir os parâmetros que irão compor o modelo a seguir:

- a) Taxa livre de risco do mercado brasileiro: foi adotado como parâmetro para a taxa livre de risco do mercado brasileiro a Taxa de Juros de Longo Prazo, conhecida como TJLP que foi instituída pela Medida Provisória seguindo a legislação brasileira de nº 684/94, utilizada como a taxa base do custo básico dos financiamentos concedidos pelo BNDES;
- b) Taxa de retorno do mercado brasileiro: foi adotado a taxa de retorno do índice Bovespa para uma série de 5 anos (2009 à 2014) capitalizada pelo método contínuo. A seleção deste período caracteriza-se pelo fato de representar um período da história do Brasil na qual a economia veio a desenvolver-se de forma globalizada, com entrada e saída de capitais sem predominância

especulativa e com o mercado apresentando a recuperação da crise americana de 2008.

- c) Prêmio pelo risco nos mercados acionários: instabilidade econômica, risco político e estrutura de mercado fundamentam o prêmio pelo risco nos mercados acionários de muitos países, neste caso, o prêmio pelo risco é calculado pela diferença do retorno médio de mercado e a taxa livre de risco escolhida TJLP.

**Tabela 4.3 – Aplicação do CAPM**

Componente	Taxa	Descrição
Taxa Livre de Risco (Rf)	5,5% a.a	TJLP Projetada
Retorno do mercado (Rm)	2,1 % a.a	Retorno médio anual do índice Bovespa de 2009 à 2014
Prêmio pelo risco do mercado	(-3,4%) a.a	Prêmio pelo risco

Observa-se pela Tabela 4.3 a possibilidade de uma inviabilidade do uso do CAPM com base em retornos históricos da BMF & Bovespa apresentando-se como um prêmio pelo risco negativo que acaba refletindo na remuneração não desejada pelo investidor neste mercado. Para Damodaran (2007), os investidores costumam exigir um retorno no mínimo igual a taxa livre de risco, neste caso o retorno médio esperado dos investidores para o mercado passa ser igual à taxa livre de risco, no caso, TJLP mais uma estimativa de prêmio de risco. Cerbasi (2003) afirma que os investidores costumam exigir um prêmio de cerca de 4% ao ano pelos riscos adicionais do país resultando em um retorno médio esperado do mercado de 6,1% ao ano.

Partindo destas premissas que foram apresentadas, determina-se o custo do capital próprio para as empresas do setor de Tecnologia da Informação aplicação a Equação 8 apresentada no item 2.3.9:

$$Ke = Rf + \beta ( Rm - Rf ) \quad (8)$$

Fornecendo o seguinte resultado:

$$Ke = 5,5 + 0,25 (6,1 - 5,5) \%$$

$$Ke = 5,65 \% \text{ a.a}$$

#### 4.4. Valor Presente do Fluxo de Caixa para o Acionista

O fluxo de caixa apresentado no Anexo 2 corresponde ao fluxo de caixa líquido para os acionistas. Todo o fluxo de caixa foi descontado à taxa obtida pelo CAPM – 5,65% ao ano – até a data de 31 de dezembro de 2014. No caso da empresa Positivo S.A, devido o ano de 2014 ter apresentado um resultado negativo nos 5 primeiros anos decorrente do prejuízo resultante do fato da empresa valor elevado de empréstimos, isso ocasionou uma aumento de passivo circulante e o resultado é refletido no DRE apontando um prejuízo no ano de 2014. Cabe observar também que a empresa Positivo S.A apresentou uma reserva de lucros de R\$ 196.323.000,00, o que poderia alterar o fluxo de caixa futuro se utilizado este valor no cálculo do fluxo de caixa projetado. O valor presente de cada fluxo de caixa, assim como sua evolução são apresentados na Tabela 4.4:

**Tabela 4.4** – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para acionistas

Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa BEMATECH					
Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 80.411.512,00	R\$ 81.909.124,29	R\$ 83.442.679,27	R\$ 85.013.039,57	R\$ 86.621.088,52
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 76.111.227,64</b>	<b>R\$ 149.493.858,89</b>	<b>R\$ 220.252.541,13</b>	<b>R\$ 288.487.595,00</b>	<b>R\$ 354.295.206,76</b>
2020	2021	2022	2023	2024	
R\$88.267.730,65	R\$ 89.953.892,18	R\$ 91.680.521,60	R\$ 93.448.590,11	R\$ 95.259.092,28	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685	
<b>R\$ 417.767.611,54</b>	<b>R\$ 478.993.267,92</b>	<b>R\$ 538.057.024,33</b>	<b>R\$ 595.040.277,70</b>	<b>R\$ 650.021.124,56</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa GAMA**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 6.460.955,99</b>	<b>R\$ 12.576.389,95</b>	<b>R\$ 18.364.779,89</b>	<b>R\$ 23.843.615,61</b>	<b>R\$ 29.029.451,59</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 6.826.000,00				
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 33.937.957,02</b>	<b>R\$ 38.583.963,11</b>	<b>R\$ 42.981.507,91</b>	<b>R\$ 47.143.878,76</b>	<b>R\$ 51.083.652,40</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa IDEIASNET**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 35.659.224,00	R\$ 37.534.397,38	R\$ 39.454.574,91	R\$ 41.420.836,71	R\$ 43.434.288,79
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 33.752.223,38</b>	<b>R\$ 67.379.403,08</b>	<b>R\$ 100.836.547,00</b>	<b>R\$ 134.082.658,87</b>	<b>R\$ 167.080.475,72</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$45.496.063,72	R\$ 47.607.321,25	R\$ 49.769.248,96	R\$ 51.983.062,94	R\$ 54.250.008,45
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 199.796.220,77</b>	<b>R\$ 232.199.371,11</b>	<b>R\$ 264.262.439,11</b>	<b>R\$ 295.960.766,95</b>	<b>R\$ 327.272.333,49</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa ITAUTEC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 36.028.144,00	R\$ 39.032.707,46	R\$ 42.109.380,43	R\$ 45.259.893,57	R\$ 48.486.019,01
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 34.101.414,10</b>	<b>R\$ 69.070.934,32</b>	<b>R\$ 104.779.330,74</b>	<b>R\$ 141.106.831,69</b>	<b>R\$ 177.942.539,59</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$51.789.571,47	R\$ 55.172.409,18	R\$ 58.636.435,00	R\$ 62.183.597,44	R\$ 65.815.891,78
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 215.183.880,44</b>	<b>R\$ 252.736.085,07</b>	<b>R\$ 290.511.700,36</b>	<b>R\$ 328.430.128,92</b>	<b>R\$ 366.417.195,36</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa LINX**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$525.158.888,00	R\$ 526.757.237,31	R\$ 528.393.947,01	R\$530.069.937,74	R\$531.786.152,24
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 497.074.195,93</b>	<b>R\$ 968.997.592,02</b>	<b>R\$ 1.417.071.164,42</b>	<b>R\$ 1.842.527.670,13</b>	<b>R\$ 2.246.535.253,58</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$533.543.555,90	R\$535.343.137,24	R\$ 537.185.908,53	R\$ 539.072.906,34	R\$541.005.192,09
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 2.630.200.861,59</b>	<b>R\$ 2.994.573.477,02</b>	<b>R\$ 3.340.647.180,56</b>	<b>R\$ 3.669.364.050,09</b>	<b>R\$ 3.981.616.906,02</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa POSITIVO**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 1.559.952,00	R\$ 5.728.606,85	R\$ 9.997.309,41	R\$ 14.368.460,84	R\$ 18.844.519,90
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 1.476.528,16</b>	<b>R\$ 6.608.804,30</b>	<b>R\$ 15.086.437,64</b>	<b>R\$ 26.619.170,78</b>	<b>R\$ 40.935.694,28</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$23.428.004,38	R\$ 28.121.492,48	R\$ 32.927.624,30	R\$ 37.849.103,28	R\$ 42.888.697,76
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 57.782.527,96</b>	<b>R\$ 76.922.965,28</b>	<b>R\$ 98.136.077,37</b>	<b>R\$ 121.215.773,27</b>	<b>R\$ 145.969.913,45</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa QUALITY**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 3.987.647.152,00	R\$4.084.032.331,65	R\$4.182.730.755,61	R\$4.283.797.941,74	R\$ 4.387.290.740,34
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 3.774.393.896,83</b>	<b>R\$ 7.433.290.768,45</b>	<b>R\$ 10.980.210.869,75</b>	<b>R\$ 14.418.567.912,30</b>	<b>R\$ 17.751.672.248,33</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 4.493.267.366,11	R\$ 4.601.787.430,90	R\$4.712.911.977,24	R\$4.826.703.512,69	R\$4.943.226.045,00
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 20.982.733.961,96</b>	<b>R\$ 24.114.865.869,88</b>	<b>R\$ 27.151.086.434,35</b>	<b>R\$ 30.094.322.590,70</b>	<b>R\$ 32.947.412.491,95</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa SENIOR**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 8.374.724.592,00	R\$8.616.607.310,21	R\$8.864.295.213,65	R\$9.117.927.626,78	R\$ 9.377.647.217,82
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 7.926.857.162,33</b>	<b>R\$ 15.646.501.614,45</b>	<b>R\$ 23.163.348.553,51</b>	<b>R\$ 30.481.782.124,68</b>	<b>R\$ 37.606.150.773,44</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 9.643.600.079,05	R\$ 9.915.935.808,95	R\$ 10.194.807.596,36	R\$10.480.372.306,68	R\$ 10.772.790.570,04
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
R\$ 44.540.763.040,66	R\$ 51.289.883.770,49	R\$ 57.857.730.703,42	R\$ 64.248.471.428,20	R\$ 70.466.220.668,05

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TELEC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 1.084.943.184,00	R\$1.080.616.972,42	R\$1.076.186.931,75	R\$1.071.650.570,12	R\$ 1.067.005.335,80
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 1.026.922.086,13</b>	<b>R\$ 1.995.050.087,75</b>	<b>R\$ 2.907.647.451,54</b>	<b>R\$ 3.767.799.432,33</b>	<b>R\$ 4.578.422.735,37</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 1.062.248.615,86	R\$ 1.057.377.734,64	R\$1.052.389.952,27	R\$1.047.282.463,12	R\$1.042.052.394,24
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
R\$ 5.342.274.639,43	R\$ 6.061.961.628,70	R\$ 6.739.947.559,76	R\$ 7.378.561.388,70	R\$ 7.980.004.481,84

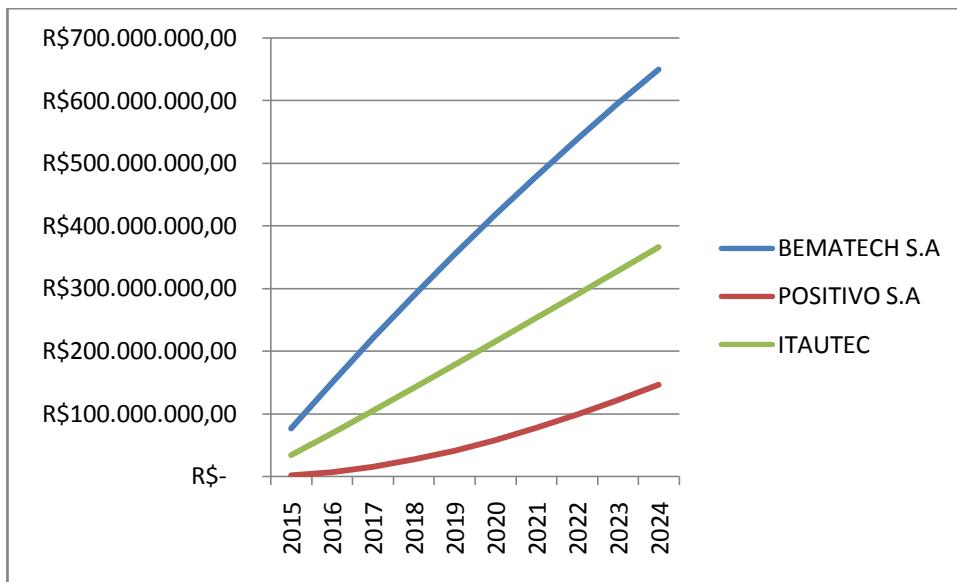
**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TOTVS**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$406.887.408,00	R\$ 415.587.729,79	R\$ 424.496.859,31	R\$ 433.619.807,93	R\$442.961.707,32
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 385.127.693,33</b>	<b>R\$ 757.453.992,66</b>	<b>R\$ 1.117.423.718,47</b>	<b>R\$ 1.465.465.278,94</b>	<b>R\$ 1.801.991.320,81</b>

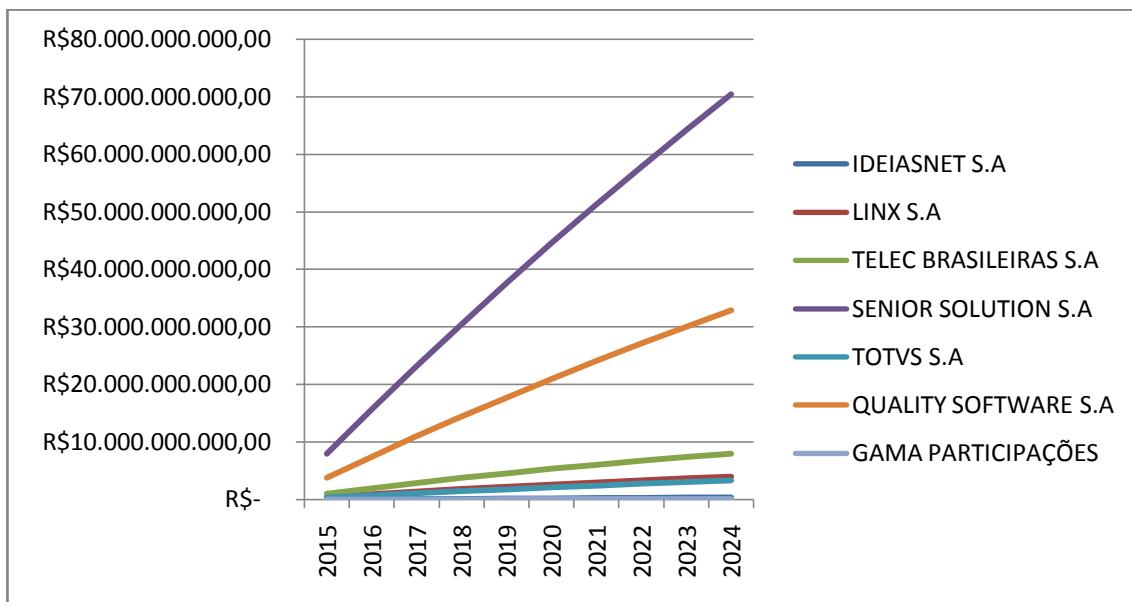
2020	2021	2022	2023	2024
R\$452.527.812,30	R\$462.323.503,79	R\$ 472.354.291,88	R\$ 482.625.818,89	R\$ 493.143.862,54
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
R\$ 2.127.399.352,32	R\$ 2.442.072.339,67	R\$ 2.746.379.278,06	R\$ 3.040.675.738,66	R\$ 3.325.304.392,35

Percebe-se pelos gráficos 4.1 e 4.2 que ocorre uma redução no valor presente acumulado dos fluxos de caixa para o acionista de maneira linear com destaque para as empresas Senior Solution S/A e Qualitys.S/A devido seu fluxo de caixa ser relativamente alto. Fatores que podem influenciar esse comportamento é o fato das duas empresas serem empresas de desenvolvimento de software com um ativo intangível relativamente alto (22 milhões e 5 milhões respectivamente) além do maior impacto quando descontado o CAPM ao longo do período no montante. É perceptível também que quanto menor o fluxo de caixa menor impacto do Valor Presente do Fluxo de Caixa para o acionista.

**Gráfico 4.1** – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas do segmento Computadores e equipamentos



**Gráfico 4.2 – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas do segmento Programas e Serviços**



Como é possível verificar nos gráficos acima, todas as empresas apresentaram valores presentes para seus fluxos de caixa com crescimento linear, demonstrando que as mesmas buscam a continuidade ao longo do seu tempo de vida.

#### 4.5. Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital - CMPC

Conforme apresentado no item 2.2.2.3, alternando a medida de avaliação da empresa pelo desconto do fluxo de caixa para o acionista, pode-se atingir o mesmo objetivo descontando o fluxo de caixa para a empresa com uma taxa de desconto diferenciada, obtida através do método da ponderação do capital – CMPC. Esta nova taxa deve refletir a remuneração esperada pelo capital total empregado na empresa. Isto inclui o capital de terceiros que será representado pelo passivo das empresas. Ao optar-se pela análise dos fluxos de caixa para a empresa, a taxa utilizada foi o CMPC calculado, e para este caso, caso ocorram mudanças na composição da dívida das empresas ou até mesmo na taxa de juros destas dívidas seria um gerador de um CMPC variável. Este conceito aplica-se quando existe uma estrutura de composição do capital de

terceiros nos primeiros anos de empreendimento enquanto ocorre a amortização dos financiamentos de diferentes taxas de juros.

Para a realização destes cálculos levou-se em consideração as despesas financeiras de cada empresa retirando-se a economia do IR e do CSLL em comparação com o passivo oneroso e o Patrimônio Líquido de cada uma das 10 empresas analisadas conforme demonstra a tabela 4.5.

**Tabela 4.5 – Estrutura cálculo do custo do capital de terceiros**

**BEMATECH - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 15.850,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 5.547,50
Despesa financeira efetiva	R\$ 10.302,50
Passivo oneroso	R\$ 79.467,00
Custo de Capital de terceiros	12,96%

**GAMA - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ -
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ -
Despesa financeira efetiva	R\$ -
Passivo oneroso	R\$ -
Custo de Capital de terceiros	0,00%

**IDEIASNET - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 13.440,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ -
Despesa financeira efetiva	R\$ 13.440,00
Passivo oneroso	R\$ 181.787,00
Custo de Capital de terceiros	7,39%

**ITAUTEC - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 19.041,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 6.664,35
Despesa financeira efetiva	R\$ 12.376,65
Passivo oneroso	R\$ 86.541,00
Custo de Capital de terceiros	14,30%

**LINX- Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 4.157,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 2.909,90
Despesa financeira efetiva	R\$ 1.247,10
Passivo oneroso	R\$ 72.177,00
Custo de Capital de terceiros	1,73%

**POSITIVO - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 104.089,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 36.431,15
Despesa financeira efetiva	R\$ 67.657,85
Passivo oneroso	R\$ 605.690,00
Custo de Capital de terceiros	11,17%

**QUALITY - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 70.103,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 24.536,05
Despesa financeira efetiva	R\$ 45.566,95
Passivo oneroso	R\$ 1.770.577,00
Custo de Capital de terceiros	2,57%

**SENIOR - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 1.341.987,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 469.695,45
Despesa financeira efetiva	R\$ 872.291,55
Passivo oneroso	R\$ 3.991.077,00
Custo de Capital de terceiros	21,86%

**TELEC - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 21.135,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 7.397,25
Despesa financeira efetiva	R\$ 13.737,75
Passivo oneroso	R\$ -
Custo de Capital de terceiros	19,14%

**TOTVS - Custo de Capital de terceiros**

Despesas financeira	R\$ 57.826,00
(-) Economia do IR/CSLL	R\$ 20.239,10
Despesa financeira efetiva	R\$ 37.586,90
Passivo oneroso	R\$ 595.344,00
Custo de Capital de terceiros	6,31%

Chama a atenção o resultado encontrado para a empresa GAMA Participações S.A, onde não foi possível realizar o cálculo do custo do capital

de terceiros já que a empresa não apresentou nenhuma despesa financeira e nenhum endividamento em seu balanço patrimonial.

Após realizado o levantamento de cada custo de capital de terceiros efetuou-se o balanceamento com base nas porcentagens da dívida das empresas em relação aos seus patrimônios líquidos conforme demonstra a Tabela 4.6.

**Tabela 4.6 – Cálculo do CMPC**

BEMATECH - CMPC						
PL	R\$ 344.601,00	18,74%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 424.068,00		18,74%	12,96%	5,65%	81,26%
<b>CMPC</b>				<b>7,02%</b>		
GAMA - CMPC						
Não possui despesas financeiras						
PL	R\$ 344.601,00	0,00%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 344.601,00		0,00%	0,00%	5,65%	100,00%
<b>CMPC</b>				<b>5,65%</b>		
IDEIASNET - CMPC						
PL	R\$ 128.546,00	4,33%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 310.333,00		4,33%	7,39%	5,65%	95,67%
<b>CMPC</b>				<b>5,73%</b>		
ITAUTEC - CMPC						
PL	R\$ 109.263,00	9,72%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 195.804,00		9,72%	14,30%	5,65%	90,28%
<b>CMPC</b>				<b>6,49%</b>		
LINX - CMPC						
PL	R\$ 634.178,00	0,59%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 706.355,00		0,59%	1,73%	5,65%	99,41%
<b>CMPC</b>				<b>5,63%</b>		
POSITIVO - CMPC						
PL	R\$ 660.756,00	15,75%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 1.266.446,00		15,75%	11,17%	5,65%	84,25%
<b>CMPC</b>				<b>6,52%</b>		

QUALITY - CMPC						
Obs: capital integralizado do BNDES R\$ 7.433.959,00						
Nota explicativa: Registrados pelo valor do principal acrescido dos encargos financeiros incorridos "pro-rata tempore".						
<b>Em 2012 a empresa detinha um valor na conta empréstimos e financiamentos no valor de R\$ 1.770.577,00</b>						
PL	R\$ 11.743.888,00	0,52%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 13.514.465,00		0,52%	2,57%	5,65%	99,48%
CMPC				5,63%		
SENIOR - CMPC						
PL	R\$ 62.979.074,00	2,00%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 66.970.151,00		2,00%	21,86%	5,65%	98,00%
CMPC				5,97%		
TELEC - CMPC						
<b>Não consta nada nas notas explicativas. Memoria de calculo: usou-se o PL para o calculo do capital de terceiros.</b>						
PL	R\$ 71.762,00	29,45%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 71.762,00		29,45%	19,14%	5,65%	70,55%
CMPC				9,62%		
TOTVS - CMPC						
PL	R\$ 1.118.062,00	3,37%	%Cap. de 3º	Custo do cap. 3º	% Cap. Próprio	%Custo cap. próprio
PL + Pass	R\$ 1.713.406,00		3,37%	6,31%	5,65%	96,63%
CMPC				5,67%		

Nota-se duas anomalias nas empresas Quality S.A e Telec Brasileiras S.A sendo no primeiro caso a empresa não apresentaram nenhum valor de empréstimos no balanço patrimonial e apresentou despesas financeiras e não havia nenhuma referência nas notas explicativas, neste caso foi avaliado um balanço patrimonial de 2012 onde a companhia apresentou um valor de R\$ 1.770.577,00, número que foi utilizado como premissa para calcular o valor do capital de terceiros. Para o segundo caso, não havia nenhuma referência nas notas explicativas nem de anos anteriores, considerando o valor de patrimônio líquido como tomador da dívida e base para a realização do cálculo do CMPC

#### 4.6. Valor Presente do Fluxo de Caixa para a Empresa

Procedeu-se aos necessários ajustes ao fluxo de caixa na obtenção dos fluxos de caixa para a empresa, os quais foram descontados a valor presente pela estrutura temporal de CMPC apresentada na tabela 4.6. As projeções da taxa de desconto acumulada, dos ajustes para compor o fluxo de caixa para a empresa, do valor presente de cada fluxo e do valor presente acumulado do fluxo de caixa são apresentados na Tabela 4.7.

**Tabela 4.7 – Projeções para o cálculo do valor presente do fluxo de caixa para a empresa**

<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa BEMATECH</b>					
<b>Período</b>	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 80.411.512,00	R\$ 81.909.124,29	R\$ 83.442.679,27	R\$ 85.013.039,57	R\$ 86.621.088,52
<b>CMPC</b>	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%
	1,0702	1,0702	1,0702	1,0702	1,0702
	1,14532804	1,225730068	1,311776319	1,403863017	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 75.136.383,74</b>	<b>R\$ 146.652.247,69</b>	<b>R\$ 214.728.149,09</b>	<b>R\$ 279.535.722,09</b>	<b>R\$ 341.237.674,12</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 88.267.730,65	R\$ 89.953.892,18	R\$ 91.680.521,60	R\$ 93.448.590,11	R\$ 95.259.092,28	
7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	
1,0702	1,0702	1,0702	1,0702	1,0702	
1,502414201	1,607883677	1,720757112	1,841554261	1,97083137	
<b>R\$ 399.988.270,74</b>	<b>R\$ 455.933.793,07</b>	<b>R\$ 509.212.969,41</b>	<b>R\$ 559.957.382,49</b>	<b>R\$ 608.291.853,78</b>	

<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa GAMA</b>					
<b>Período</b>	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00	R\$ 6.826.000,00
<b>CMPC</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 6.460.955,99</b>	<b>R\$ 12.576.389,95</b>	<b>R\$ 18.364.779,89</b>	<b>R\$ 23.843.615,61</b>	<b>R\$ 29.029.451,59</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 6.826.000,00					
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685	
<b>R\$ 33.937.957,02</b>	<b>R\$ 38.583.963,11</b>	<b>R\$ 42.981.507,91</b>	<b>R\$ 47.143.878,76</b>	<b>R\$ 51.083.652,40</b>	

<b>Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa IDEIASNET</b>					
<b>Período</b>	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$35.659.224,00	R\$37.534.397,38	R\$39.454.574,91	R\$41.420.836,71	R\$43.434.288,79
<b>CMPC</b>	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 33.728.106,11</b>	<b>R\$ 67.304.417,44</b>	<b>R\$ 100.685.673,33</b>	<b>R\$ 133.831.277,43</b>	<b>R\$ 166.704.445,00</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$45.496.063,72	R\$47.607.321,25	R\$49.769.248,96	R\$51.983.062,94	R\$54.250.008,45	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 199.271.945,64</b>	<b>R\$ 231.503.861,45</b>	<b>R\$ 263.373.359,95</b>	<b>R\$ 294.856.480,73</b>	<b>R\$ 325.931.935,15</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa ITAUTEC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$36.028.140,00	R\$39.032.707,46	R\$42.109.380,43	R\$45.259.893,57	R\$48.486.019,01
<b>CMPC</b>	6,49%	6,49%	6,49%	6,49%	6,49%
	1,0649	1,0649	1,0649	1,0649	1,0649
	1,13401201	1,207609389	1,285983239	1,369443551	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 33.832.416,19</b>	<b>R\$ 68.252.428,60</b>	<b>R\$ 103.122.462,57</b>	<b>R\$ 138.317.239,76</b>	<b>R\$ 173.722.875,12</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$51.789.571,47	R\$55.172.409,18	R\$58.636.435,00	R\$62.183.597,44	R\$65.815.891,78	
6,49%	6,49%	6,49%	6,49%	6,49%	
1,0649	1,0649	1,0649	1,0649	1,0649	
1,458320437	1,552965434	1,653752891	1,761081453	1,875375639	
<b>R\$ 209.236.038,17</b>	<b>R\$ 244.763.170,95</b>	<b>R\$ 280.219.759,02</b>	<b>R\$ 315.529.651,89</b>	<b>R\$ 350.624.429,91</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa LINX**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$525.158.888,00	R\$526.757.237,31	R\$528.393.947,01	R\$530.069.937,74	R\$531.786.152,24
<b>CMPC</b>	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563
	1,11576969	1,178587524	1,244942001	1,315032236	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 497.168.312,03</b>	<b>R\$ 969.270.433,14</b>	<b>R\$ 1.417.598.568,68</b>	<b>R\$ 1.843.377.389,91</b>	<b>R\$ 2.247.767.592,50</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$533.543.555,90	R\$535.343.137,24	R\$537.185.908,53	R\$539.072.906,34	R\$541.005.192,09	
5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	
1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	
1,389068551	1,46727311	1,549880586	1,637138863	1,729309781	
<b>R\$ 2.631.869.266,70</b>	<b>R\$ 2.996.725.089,09</b>	<b>R\$ 3.343.323.345,32</b>	<b>R\$ 3.672.600.792,99</b>	<b>R\$ 3.985.445.372,94</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa POSITIVO**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 1.559.952,00	R\$ 5.728.606,85	R\$ 9.997.309,41	R\$ 14.368.460,84	R\$ 18.844.519,90
<b>CMPC</b>	6,52%	6,52%	6,52%	6,52%	6,52%
	1,0652	1,0652	1,0652	1,0652	1,0652
	1,13465104	1,208630288	1,287432983	1,371373613	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 1.464.468,64</b>	<b>R\$ 6.513.251,61</b>	<b>R\$ 14.784.854,20</b>	<b>R\$ 25.945.404,72</b>	<b>R\$ 39.686.751,14</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$23.428.004,38	R\$28.121.492,48	R\$32.927.624,30	R\$37.849.103,28	R\$42.888.697,76	
6,52%	6,52%	6,52%	6,52%	6,52%	
1,0652	1,0652	1,0652	1,0652	1,0652	
1,460787173	1,556030496	1,657483685	1,765551621	1,880665587	
<b>R\$ 55.724.682,48</b>	<b>R\$ 73.797.266,89</b>	<b>R\$ 93.663.299,12</b>	<b>R\$ 115.100.850,33</b>	<b>R\$ 137.905.913,64</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa QUALITY**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$3.987.647.152,00	R\$4.084.032.331,65	R\$ 4.182.730.755,61	R\$ 4.283.797.941,74	R\$4.387.290.740,34
<b>CMPC</b>	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%
	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563
	1,11576969	1,178587524	1,244942001	1,315032236	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 3.775.108.541,13</b>	<b>R\$ 7.435.391.096,08</b>	<b>R\$ 10.984.326.302,03</b>	<b>R\$ 14.425.288.160,40</b>	<b>R\$ 17.761.549.143,93</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$4.493.267.366,11	R\$4.601.787.430,90	R\$4.712.911.977,24	R\$ 4.826.703.512,69	R\$ 4.943.226.045,00	
5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	5,63%	
1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	1,0563	
1,389068551	1,46727311	1,549880586	1,637138863	1,729309781	
<b>R\$ 20.996.283.213,74</b>	<b>R\$ 24.132.568.748,68</b>	<b>R\$ 27.173.391.389,68</b>	<b>R\$ 30.121.646.801,18</b>	<b>R\$ 32.980.143.352,15</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa SENIOR**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$8.374.724.592,00	R\$8.616.607.310,21	R\$ 8.864.295.213,65	R\$9.117.927.626,78	R\$9.377.647.217,82
<b>CMPC</b>	5,97%	5,97%	5,97%	5,97%	5,97%
	1,0597	1,0597	1,0597	1,0597	1,0597
	1,12296409	1,190005046	1,261048347	1,336332934	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 7.902.920.252,90</b>	<b>R\$ 15.576.012.729,27</b>	<b>R\$ 23.024.968.716,61</b>	<b>R\$ 30.255.403.335,05</b>	<b>R\$ 37.272.851.592,76</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$9.643.600.079,05	R\$9.915.935.808,95	R\$10.194.807.596,36	R\$ 10.480.372.306,68	R\$10.772.790.570,04	
5,97%	5,97%	5,97%	5,97%	5,97%	
1,0597	1,0597	1,0597	1,0597	1,0597	
1,41611201	1,500653897	1,590242935	1,685180438	1,78578571	
<b>R\$ 44.082.764.941,08</b>	<b>R\$ 50.690.508.291,75</b>	<b>R\$ 57.101.357.461,29</b>	<b>R\$ 63.320.497.009,74</b>	<b>R\$ 69.353.018.442,99</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TELEC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$1.084.943.184,00	R\$1.080.616.972,42	R\$ 1.076.186.931,75	R\$1.071.650.570,12	R\$1.067.005.335,80
<b>CMPC</b>	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%
	1,0962	1,0962	1,0962	1,0962	1,0962
	1,20165444	1,317253597	1,443973393	1,582883634	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 989.731.056,38</b>	<b>R\$ 1.889.005.370,56</b>	<b>R\$ 2.705.998.342,98</b>	<b>R\$ 3.448.152.301,76</b>	<b>R\$ 4.122.241.864,10</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$1.062.248.615,86	R\$1.057.377.734,64	R\$1.052.389.952,27	R\$ 1.047.282.463,12	R\$1.042.052.394,24	
9,62%	9,62%	9,62%	9,62%	9,62%	
1,0962	1,0962	1,0962	1,0962	1,0962	
1,735157039	1,902079146	2,08505916	2,285641851	2,505520598	
<b>R\$ 4.734.433.493,96</b>	<b>R\$ 5.290.339.769,83</b>	<b>R\$ 5.795.068.830,94</b>	<b>R\$ 6.253.269.428,94</b>	<b>R\$ 6.669.171.974,41</b>	

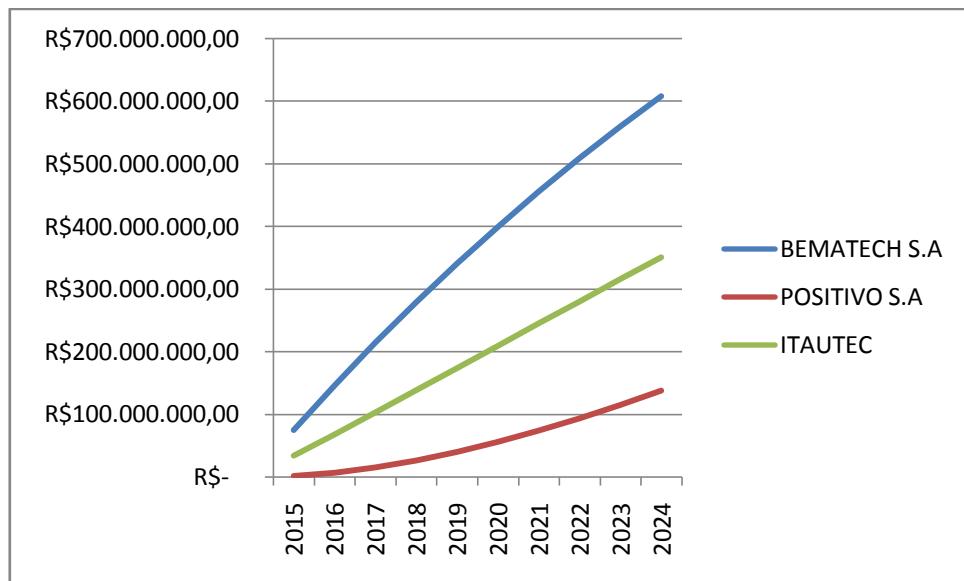
**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TOTVS**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 406.887.408,00	R\$ 415.587.729,79	R\$ 424.496.859,31	R\$ 433.619.807,93	R\$ 442.961.707,32
<b>CMPC</b>	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%
	1,0567	1,0567	1,0567	1,0567	1,0567
	1,11661489	1,179926954	1,246828813	1,317524006	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 385.054.800,79</b>	<b>R\$ 757.240.174,21</b>	<b>R\$ 1.117.005.545,93</b>	<b>R\$ 1.464.783.688,01</b>	<b>R\$ 1.800.991.381,55</b>

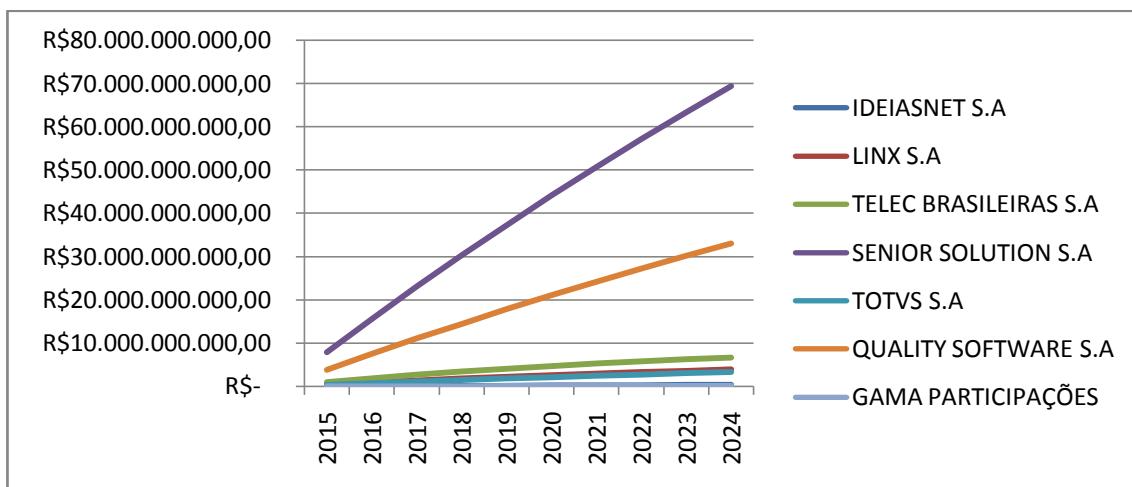
2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 452.527.812,30	R\$ 462.323.503,79	R\$ 472.354.291,88	R\$ 482.625.818,89	R\$ 493.143.862,54
5,67%	5,67%	5,67%	5,67%	5,67%
1,0567	1,0567	1,0567	1,0567	1,0567
1,392227617	1,471166923	1,554582088	1,642726892	1,735869507
<b>R\$ 2.126.030.050,98</b>	<b>R\$ 2.440.286.371,23</b>	<b>R\$ 2.744.132.849,05</b>	<b>R\$ 3.037.928.379,62</b>	<b>R\$ 3.322.018.779,59</b>

Percebe-se pelos gráficos 4.3 e 4.4 que os fluxos de caixa calculados para a firma seguem a mesma tendência dos números encontrados para os fluxos de caixa do acionista, sendo um valor um número menor devido a valor do custo médio do capital ponderado (CMPC) ser maior já que leva em consideração as dívidas das empresas com terceiros.

**Gráfico 4.3 – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para a empresa do segmento Computadores e equipamentos**



**Gráfico 4.4 – Evolução do valor presente dos fluxos de caixa para a empresa do segmento Programas e Serviços**



Como é possível verificar nos gráficos acima, todas as empresas apresentaram valores presentes para seus fluxos de caixa com crescimento linear, demonstrando que as mesmas buscam a continuidade ao longo do seu tempo de vida.

Para Damodaran (2007), mesmo as duas abordagens apresentadas utilizem definições diferentes de um fluxo de caixa e das taxas de desconto, elas irão produzir estimativas consistentes de valor desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizado em ambas. Uma justificativa da diferença encontrada entre os dois métodos é o efeito acumulado dos momentos em que são pagos os financiamentos, uma vez que os juros incidentes sobre os valores principais das dívidas capitalizam-se somente até o momento da amortização de seus principais e a impossibilidade de depurar as datas precisas dos pagamentos pode conduzir a uma suposta análise que, talvez, ao amortizar as dívidas no final de cada exercício, podem ocorrer novas emissões fazendo com que seja gerado um efeito para o caixa da empresa.

#### 4.7. Cálculo do valor de mercado utilizando cotações

Para realizar o cálculo do valor das ações consultou-se a base de dados da BMF & Bovespa e definiu-se como premissa a data de 30 de dezembro de 2014 como data alvo para realizar o cálculo do valor de mercado das 10 empresas do setor de Tecnologia da Informação. Para tanto foi levantando todas as quantidades de cotas de ações das 10 empresas conforme demonstra a tabela 4.8.

**Tabela 4.8 – Cálculo do valor de mercado de cada empresa**

			Cotas de ações	Cotação em 30.12.2014	Valor de Mercado
BEMATECH S.A	BEMA3	ON	41181812	R\$ 9,49	R\$ 390.815.395,88
IDEIASNET S.A	IDNT3	ON	119873330	R\$ 1,79	R\$ 214.573.260,70
LINX S.A	LINX3	ON	32141026	R\$ 50,50	R\$ 1.623.121.813,00
POSITIVO S.A	POSI3	ON	23136298	R\$ 2,14	R\$ 49.511.677,72
TELEC BRASILEIRAS S.A	TELB3	ON	6887085	R\$ 1,71	R\$ 11.776.915,35
TELEC BRASILEIRAS S.A	TELB4	PN	20951268	R\$ 1,20	R\$ 25.141.521,60
SENIOR SOLUTION S.A	SNSL3	ON	8647536	R\$ 10,42	R\$ 90.107.325,12
TOTVS S.A	TOTVS3	ON	134313611	R\$ 35,00	R\$ 4.700.976.385,00
ITAUTEC	ITEC3	ON	217598	R\$ 16,10	R\$ 3.503.327,80
QUALITY SOFTWARE S.A	QUSW3	ON	0	R\$ -	
GAMA PARTICIPAÇÕES	OPGM3	ON	417	R\$ -	

Vale ressaltar que a BMF & Bovespa não disponibiliza o valor de mercado das empresas diretamente em seu site, sendo necessário realizar o cálculo da quantidade de cotas vezes o valor de cada ação das empresas.

Existem duas anomalias que ocorrem neste caso. A primeira pertence ao papel TELB3 da empresa Telec Brasileiras S.A, pois no dia 30 de dezembro não efetuou operação, assim sendo, adotou-se o pregão do dia 07/01/2015 como base de valor de ação para realizar o cálculo. A segunda pertence as empresas Quality S.A e a empresa Gama Participações, onde não existe nenhuma transação de seus papéis na BMF & Bovespa.

#### 4.8. Cálculo do valor de perpetuidade

Para realizar o cálculo do valor da perpetuidade foi utilizado o valor presente dos fluxos de caixa para os acionistas e para a empresa com base no CMPC calculado no item 4.5 desta pesquisa, utilizando como g a mesma taxa

de crescimento utilizada para o cálculo dos fluxos de caixa que constam no ANEXO I deste trabalho conforme demonstra a tabela 4.9 e tabela 4.10.

**Tabela 4.9** – Cálculo do valor de perpetuidade de cada empresa

Empresas	VPFCA	g	CMPC	Perpetuidade
BEMATECH S.A	R\$ 650.021.124,56	0,024	0,0702	R\$ 14.407.394.622,23
IDEIASNET S.A	R\$ 327.272.333,49	0,024	0,0573	R\$ 10.063.869.954,92
LINX S.A	R\$ 3.981.616.906,02	0,024	0,0563	R\$ 126.228.350.209,38
POSITIVO S.A	R\$ 145.969.913,45	0,024	0,0652	R\$ 3.627.990.081,84
TELEC BRASILEIRAS S.A	R\$ 7.980.004.481,84	0,024	0,0962	R\$ 113.179.010.933,52
SENIOR SOLUTION S.A	R\$ 70.466.220.668,05	0,024	0,0597	R\$ 2.021.215.965.380,38
TOTVS S.A	R\$ 3.325.304.392,35	0,024	0,0567	R\$ 104.131.856.200,84
ITAUTEC	R\$ 366.417.195,36	0,024	0,0649	R\$ 9.173.868.167,49
QUALITY SOFTWARE S.A	R\$ 32.947.412.491,95	0,024	0,0563	R\$ 1.044.524.779.930,63
GAMA PARTICIPAÇÕES	R\$ 51.083.652,40	0,024	0,0565	R\$ 1.609.528.001,74

**Tabela 4.10** – Cálculo do valor de perpetuidade de cada empresa

Empresas	VPFCE	g	CMPC	Perpetuidade
BEMATECH S.A	R\$ 608.291.853,78	0,024	0,0702	R\$ 13.482.486.109,74
IDEIASNET S.A	R\$ 325.931.935,15	0,024	0,0573	R\$ 10.022.651.699,52
LINX S.A	R\$ 3.985.445.372,94	0,024	0,0563	R\$ 126.349.723.278,20
POSITIVO S.A	R\$ 137.905.913,64	0,024	0,0652	R\$ 3.427.564.455,41
TELEC BRASILEIRAS S.A	R\$ 6.669.171.974,41	0,024	0,0962	R\$ 94.587.702.240,95
SENIOR SOLUTION S.A	R\$ 69.353.018.442,99	0,024	0,0597	R\$ 1.989.285.458.980,88
TOTVS S.A	R\$ 3.322.018.779,59	0,024	0,0567	R\$ 104.028.967.287,46
ITAUTEC	R\$ 350.624.429,91	0,024	0,0649	R\$ 8.778.469.834,51
QUALITY SOFTWARE S.A	R\$ 32.980.143.352,15	0,024	0,0563	R\$ 1.045.562.439.399,57
GAMA PARTICIPAÇÕES	R\$ 51.083.652,40	0,024	0,0565	R\$ 1.609.528.001,74

#### 4.9. Comparação entre os métodos

Após realização dos cálculos baseados nas premissas adotas, é possível realizar uma comparação entre os resultados dos métodos de avaliação do Valor Presente do Fluxo de Caixa para os Acionistas, para o Valor Presente do Fluxo de Caixa para a Empresa e do valor de mercado encontrado através do preço da ação das 10 empresas conforme demonstra a Tabela 4.11.

**Tabela 4.11 – Comparação entre os diversos cálculos**

	<b>VPFCA</b>	<b>%</b>	<b>VPFCE</b>	<b>%</b>	<b>Valor de Mercado</b>
BEMATECH S.A	R\$ 650.021.124,56	<b>66,32%</b>	R\$ 608.291.853,78	<b>55,65%</b>	R\$390.815.395,88
IDEIASNET S.A	R\$ 327.272.333,49	<b>52,52%</b>	R\$ 325.931.935,15	<b>51,90%</b>	R\$214.573.260,70
LINX S.A	R\$ 3.981.616.906,02	<b>145,31%</b>	R\$ 3.985.445.372,94	<b>145,54%</b>	R\$ 1.623.121.813,00
POSITIVO S.A	R\$ 145.969.913,45	<b>194,82%</b>	R\$ 137.905.913,64	<b>178,53%</b>	R\$ 49.511.677,72
TELEC BRAS. S.A	R\$ 7.980.004.481,84	<b>67659,72%</b>	R\$ 6.669.171.974,41	<b>56529,19%</b>	R\$ 11.776.915,35
SENIOR SOLUTION S.A	R\$ 70.466.220.668,05	<b>280178,27%</b>	R\$ 69.353.018.442,99	<b>275750,52%</b>	R\$ 25.141.521,60
TOTVS S.A	R\$ 3.325.304.392,35	<b>3590,38%</b>	R\$ 3.322.018.779,59	<b>3586,74%</b>	R\$ 90.107.325,12
ITAUTEC	R\$ 366.417.195,36	<b>-92,21%</b>	R\$ 350.624.429,91	<b>-92,54%</b>	R\$ 4.700.976.385,00
QUALITY SOFT. S.A	R\$ 32.947.412.491,95	<b>940360,45%</b>	R\$ 32.980.143.352,15	<b>941294,73%</b>	R\$ 3.503.327,80
GAMA PARTICIPAÇÕES	R\$ 51.083.652,40	<b>0,00%</b>	R\$ 51.083.652,40	<b>0,00%</b>	R\$ -

É possível verificar na comparação que, exceto pela empresa Telec, além dos valores entre o valor presente do fluxo de caixa versus o valor de mercado serem totalmente diferente, ainda percebe-se um padrão onde o valor presente dos fluxos de caixa são maiores do que o valor de mercado. Este comportamento poderia ser explicado devido a falta de confiabilidade no mercado de capitais no Brasil além da expectativa de uma possível recessão econômica, forçando os investidores a não negociar este tipo de papel no mercado.

Com relação ao papel da Telec Brasileiras S/A, pode-se estimar uma possível especulação já que esta empresa é a única governamental dentre as 10 empresas de tecnologia da informação, dotando-se de contratos de concessão de longo prazo, o que poderia estimular o investidor neste caso.

O valor da ação cotada na BMF & Bovespadas empresas pode incorporar o Goodwill, mas a possibilidade de especulação não deve ser descartada no mercado de capitais.

#### **4.10. Análise das correlações de Pearson dos resultados**

Após realizar a comparação dos resultados do Valor Presente dos Fluxos de Caixa tanto para os acionistas quanto para a empresa em relação ao valor que mercado determina através dos preços das ações, foi realizado uma simulação através do software Assistat para que fosse possível realizar uma análise estatística de normalidade conforme demonstra a tabela 4.12

**Tabela 4.12** – Análise do software Assistat Normalidade

NORMALIDADE (alfa = 5%)

Teste (Estatística)	Valor	Vcrit	p-valor	Normal
Kolmogorov-Smirnov (D)	0.37362	0.15918	p<.01	Não
Cramér-von Mises (W2)	1.33586	0.12393	p< .01	Não
Anderson-Darling (A2)	6.65395	0.71186	p< .01	Não
Kuiper (V)	0.70464	0.26229	p< .01	Não
Watson (U2)	1.23003	0.11410	p< .01	Não
Lilliefors (D)	0.37362	0.16100	p<.01	Não
Shapiro-Wilk (W)	0.48751	-	0.00000	Não

Uma estatística descritiva também foi elaborada pelo software conforme

#### ESTATÍSTICA DESCRIPTIVA

Número de dados	=30
Soma dos dados	=245134481278
Menor valor (min)	=0
Maior valor (max)	= 70466220000
Aplitude (max - min)	= 70466220000
Ponto médio	=35233110000
Média aritmética(M)	=8171149375,93333
Lim.conf.inf.da M(95%)	= 1481832154,21076
Lim.conf.sup.da M(95%)	= 14860466597,6559
Mediana	=378616300
Moda	=51083650
Desvio médio	=11537479499,7511
Desvio padrão(para N-1)	= 18693316003,292
Desvio padrão(para N)	= 18379120248,0506
Variância(para N-1)	= 3,49440063198934E+20
Variância(para N)	= 3,37792061092303E+20

Coef.Variação(para N-1) = 228.77217
Coef.Variação(para N) = 224.92699
Coef.de assimetria = 2.7796
Coef.de curtose = 7.0508

(para N-1)=Amostra (para N)=População

Um ponto importante da análise estatística é que tanto o valor presente do fluxo de caixa para o acionista quanto para a empresa demonstrou uma correlação negativa em relação ao valor de mercado das empresas pesquisadas em -0,242 e -0,244 respectivamente.

Estes valores apontam podem apontar para o cenário comentado no capítulo 4.9 desta pesquisa, onde enquanto o valor presente dos fluxos de caixa apontam para uma evolução, no caso dos valores de mercados, a negociação dos papéis tendem a seguir outro sentido.

#### 4.11. Análise das correlações de Spearman dos resultados

Para realizar esta análise foi utilizada o software PSPPire utilizando as mesmas variáveis do valor presente do fluxo de caixa do acionista versus o valor de mercado e o valor presente do fluxo de caixa da empresa versus o valor de mercado conforme demonstram as tabelas 4.13 e 4.14.

**Tabela 4.13** – Análise do software PSPPire VPFCA x VM

		Cases					
		Valid		Missing		Total	
		N	Percent	N	Percent	N	Percent
VPFCA * VM	10	100,0%		0	0,0%	10	100,0%

VPFCA \* VM [count, row %, column %, total %].

	VM											
VPFCA	,00	350332	117769	251415	495116	901073	214573	390815	162312	470097	Total	
		7,80	15,35	21,60	77,72	25,12	260,70	395,88	1813,0	6385,0	0	0
510836	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	

<b>52,39</b>											
	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>145969</b>	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>913,44</b>											
	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>327272</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	1,00
<b>333,49</b>											
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>366417</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	1,00
<b>195,36</b>											
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	10,00%
<b>650021</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	1,00
<b>124,55</b>											
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>332530</b>	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>4392,35</b>											
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>398161</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	1,00
<b>6906,01</b>											

	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	100,00
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	10,00%
<b>798000</b>	<b>,00</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>							
<b>4481,8</b>												
<b>3</b>												
	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00
			%									%
	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
			%									
	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>329474</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>								
<b>12491,</b>												
<b>95</b>												
	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00
		%										%
	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
		%										
	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>704662</b>	<b>,00</b>	<b>,00</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>	<b>,00</b>	<b>1,00</b>						
<b>20668,</b>												
<b>04</b>												
	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00
				%								%
	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
				%								
	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>Total</b>	<b>1,00</b>	<b>10,00</b>										
	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	100,00
												%
	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	
	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%	%
	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	100,00
												%

**Tabela 4.14 – Resultado do software PSPPire VPFCA x VM**

Category	Statistic	Value	Asymp. Std. Error	Approx. T	Approx. Sig.
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	-,12	,34	-,33	
Interval by Interval	Pearson's R	-,24	,10	-,71	
N of Valid Cases		10			

Para a correlação de Spearman, o resultado foi uma correlação de -0,12 o que aponta novamente que as variáveis possuem uma correlação muito baixa.

As tabelas 4.15 e 4.16 apontam a análise e os resultados da mesma análise para o VPFCE versus o valor de mercado.

**Tabela 4.15 – Análise do software PSPPire VPFCE x VM**

Cases							
	Valid	Missing		Total			
	N	Percent	N	Percent	N	Percent	
VPFCE * VM	10	100,0%	0	0,0%	10	100,0%	

VPFCE \* VM [count, row %, column %, total %].

	VM											
VPFCE	,00 7,80	350332 15,35	117769 21,60	251415 77,72	495116 25,12	901073 260,70	214573 395,88	390815 1813,0	162312 6385,0	470097 0	Total 0	
510836 52,39	1,00 100,00 %	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	1,00 100,00 %	
	100,00 %	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	
	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	
137905 913,63	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	1,00 100,00 %	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	,00 ,00%	1,00 100,00 %	
	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	
	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	
	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	

<b>327272</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>333,49</b>												
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>350624</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	1,00
<b>429,91</b>												
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	10,00%
<b>650021</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	1,00
<b>124,55</b>												
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>332530</b>	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>4392,35</b>												
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>398544</b>	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	1,00
<b>5372,93</b>												
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>666917</b>	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>1974,41</b>												
	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00%
	,00%	,00%	100,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%

<b>329474</b>	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>12491, 95</b>	,00%	100,00 %	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00 %
	,00%	100,00 %	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>704662</b>	,00	,00	,00	1,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	,00	1,00
<b>20668, 04</b>	,00%	,00%	,00%	100,00 %	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	100,00 %
	,00%	,00%	,00%	100,00 %	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
	,00%	,00%	,00%	10,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	,00%	10,00%
<b>Total</b>	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	1,00	10,00
	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	100,00 %
	100,00 %											
	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	10,00%	100,00 %

**Tabela 4.15** – Análise do software PSPPire VPFCE x VM

Category	Statistic	Value	Asymp. Std. Error	Approx. T	Approx. Sig.
Ordinal by Ordinal	Spearman Correlation	-,12	,34	-,33	
Interval by Interval	Pearson's R	-,24	,10	-,70	

Novamente se encontra a correlação negativa de -0,12, apontando que o valor presente do fluxo de caixa da empresa também possui pequena correlação com a variável de valor de mercado.

#### 4.12. Análise das empresas americanas

Para matéria de comparação com outro mercado, foi elaborado o cálculo dos valores presentes dos fluxos de caixa das empresas americanas Apple Inc, Google Inc e Microsoft Inc para que fosse possível verificar se estas empresas,

que possuem o maior valor de mercado mundial, se comportam da mesma maneira no mercado de capitais americano. No caso, os valores foram retirados da NASDAQ, bolsa de valores de Nova York. Os fluxos de caixas calculados constam no ANEXO IV deste trabalho. Os valores presente de fluxo de caixa são apresentados na tabela 4.16 e 4.17 abaixo:

**Tabela 4.16** – Tabela Valor Presente do Fluxo de Caixa do acionista das empresas americanas

Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Microsoft Inc

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 36.790,92	R\$ 37.069,37	R\$ 37.354,49	R\$ 37.646,47	R\$ 37.945,45
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 34.823,40</b>	<b>R\$ 68.033,95</b>	<b>R\$ 99.710,25</b>	<b>R\$ 129.926,89</b>	<b>R\$ 158.754,74</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 38.251,60	R\$ 38.565,10	R\$ 38.886,13	R\$ 39.214,86	R\$ 39.551,48
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 186.261,06</b>	<b>R\$ 212.509,77</b>	<b>R\$ 237.561,56</b>	<b>R\$ 261.474,07</b>	<b>R\$ 284.302,06</b>

Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Google Inc

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 26.883,73	R\$ 27.069,82	R\$ 27.260,37	R\$ 27.455,50	R\$ 27.655,31
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 25.446,03</b>	<b>R\$ 49.697,96</b>	<b>R\$ 72.814,52</b>	<b>R\$ 94.851,47</b>	<b>R\$ 115.861,71</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 27.859,92	R\$ 28.069,44	R\$ 28.283,99	R\$ 28.503,68	R\$ 28.728,65
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 135.895,49</b>	<b>R\$ 155.000,50</b>	<b>R\$ 173.222,02</b>	<b>R\$ 190.603,05</b>	<b>R\$ 207.184,41</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Apple Inc**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 24.055,70	R\$ 23.519,85	R\$ 22.971,13	R\$ 22.409,25	R\$ 21.833,88
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 22.769,24</b>	<b>R\$ 43.840,75</b>	<b>R\$ 63.320,07</b>	<b>R\$ 81.306,68</b>	<b>R\$ 97.894,27</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 21.244,70	R\$ 20.641,38	R\$ 20.023,58	R\$ 19.390,96	R\$ 18.743,15
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 113.171,11</b>	<b>R\$ 127.220,34</b>	<b>R\$ 140.120,22</b>	<b>R\$ 151.944,47</b>	<b>R\$ 162.762,48</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Arista**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 75.119,54	R\$ 76.280,29	R\$ 77.468,90	R\$ 78.686,03	R\$ 79.932,38
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 71.102,27</b>	<b>R\$ 139.442,01</b>	<b>R\$ 205.134,98</b>	<b>R\$ 268.291,71</b>	<b>R\$ 329.017,79</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 81.208,64	R\$ 82.515,52	R\$ 83.853,78	R\$ 85.224,15	R\$ 86.627,41
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 387.414,07</b>	<b>R\$ 443.576,92</b>	<b>R\$ 497.598,42</b>	<b>R\$ 549.566,56</b>	<b>R\$ 599.565,44</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Allot Com.**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 26.477,44	R\$ 27.031,87	R\$ 27.599,62	R\$ 28.180,98	R\$ 28.776,30
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 25.061,47</b>	<b>R\$ 49.279,40</b>	<b>R\$ 72.683,64</b>	<b>R\$ 95.302,89</b>	<b>R\$ 117.164,77</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 29.385,91	R\$ 30.010,15	R\$ 30.649,37	R\$ 31.303,93	R\$ 31.974,20
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 138.295,87</b>	<b>R\$ 158.721,79</b>	<b>R\$ 178.467,17</b>	<b>R\$ 197.555,73</b>	<b>R\$ 216.010,34</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Ansys**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 218.335,57	R\$ 225.999,77	R\$ 233.847,90	R\$ 241.884,40	R\$ 250.113,77
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 206.659,32</b>	<b>R\$ 409.133,19</b>	<b>R\$ 607.434,22</b>	<b>R\$ 801.580,85</b>	<b>R\$ 991.596,81</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 258.540,64	R\$ 267.169,76	R\$ 276.005,98	R\$ 285.054,27	R\$ 294.319,71
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 1.177.510,69</b>	<b>R\$ 1.359.355,45</b>	<b>R\$ 1.537.168,03</b>	<b>R\$ 1.710.988,95</b>	<b>R\$ 1.880.861,94</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa American**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 22.305,32	R\$ 22.782,83	R\$ 23.271,80	R\$ 23.772,51	R\$ 24.285,24
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 21.112,47</b>	<b>R\$ 41.523,67</b>	<b>R\$ 61.257,96</b>	<b>R\$ 80.338,79</b>	<b>R\$ 98.788,72</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 24.810,26	R\$ 25.347,90	R\$ 25.898,43	R\$ 26.462,17	R\$ 27.039,45
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 116.629,52</b>	<b>R\$ 133.882,16</b>	<b>R\$ 150.566,82</b>	<b>R\$ 166.702,97</b>	<b>R\$ 182.309,38</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Chicago Rivet**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 650.718,44	R\$ 740.139,69	R\$ 831.707,05	R\$ 925.472,03	R\$ 1.021.487,37
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 615.919,02</b>	<b>R\$ 1.279.012,39</b>	<b>R\$ 1.984.292,90</b>	<b>R\$ 2.727.115,81</b>	<b>R\$ 3.503.158,29</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 1.119.807,07	R\$ 1.220.486,45	R\$ 1.323.582,13	R\$ 1.429.152,11	R\$ 1.537.255,77
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 4.308.399,88</b>	<b>R\$ 5.139.104,16</b>	<b>R\$ 5.991.801,45</b>	<b>R\$ 6.863.272,46</b>	<b>R\$ 7.750.532,90</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa ChannelAdvisor**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 14.678,15	R\$ 14.430,50	R\$ 14.176,90	R\$ 13.917,22	R\$ 13.651,31
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 13.893,19</b>	<b>R\$ 26.821,52</b>	<b>R\$ 38.843,41</b>	<b>R\$ 50.013,96</b>	<b>R\$ 60.385,10</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 13.379,01	R\$ 13.100,18	R\$ 12.814,65	R\$ 12.522,28	R\$ 12.222,88
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 70.005,81</b>	<b>R\$ 78.922,23</b>	<b>R\$ 87.177,88</b>	<b>R\$ 94.813,73</b>	<b>R\$ 101.868,44</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Current**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 2.582,34	R\$ 2.674,84	R\$ 2.769,56	R\$ 2.866,56	R\$ 2.965,89
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 2.444,24</b>	<b>R\$ 4.840,63</b>	<b>R\$ 7.189,20</b>	<b>R\$ 9.490,02</b>	<b>R\$ 11.743,26</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 3.067,60	R\$ 3.171,75	R\$ 3.278,40	R\$ 3.387,61	R\$ 3.499,44
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 13.949,14</b>	<b>R\$ 16.107,94</b>	<b>R\$ 18.219,99</b>	<b>R\$ 20.285,69</b>	<b>R\$ 22.305,47</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa EnerNOC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 22.953,46	R\$ 22.294,48	R\$ 21.619,69	R\$ 20.928,70	R\$ 20.221,12
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 21.725,95</b>	<b>R\$ 41.699,64</b>	<b>R\$ 60.032,95</b>	<b>R\$ 76.831,21</b>	<b>R\$ 92.193,56</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 19.496,56	R\$ 18.754,62	R\$ 17.994,86	R\$ 17.216,88	R\$ 16.420,22
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 106.213,33</b>	<b>R\$ 118.978,36</b>	<b>R\$ 130.571,27</b>	<b>R\$ 141.069,81</b>	<b>R\$ 150.547,09</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Fortinet**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 321.912,52	R\$ 325.159,13	R\$ 328.483,66	R\$ 331.887,98	R\$ 335.374,01
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 304.697,13</b>	<b>R\$ 596.008,18</b>	<b>R\$ 874.559,53</b>	<b>R\$ 1.140.946,84</b>	<b>R\$ 1.395.736,55</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 338.943,70	R\$ 342.599,06	R\$ 346.342,15	R\$ 350.175,07	R\$ 354.099,98
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 1.639.467,43</b>	<b>R\$ 1.872.651,91</b>	<b>R\$ 2.095.777,48</b>	<b>R\$ 2.309.307,88</b>	<b>R\$ 2.513.684,35</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa General**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 2.607,94	R\$ 2.557,71	R\$ 2.506,27	R\$ 2.453,60	R\$ 2.399,66
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 2.468,48</b>	<b>R\$ 4.759,94</b>	<b>R\$ 6.885,23</b>	<b>R\$ 8.854,59</b>	<b>R\$ 10.677,66</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 2.344,43	R\$ 2.287,87	R\$ 2.229,96	R\$ 2.170,65	R\$ 2.109,92
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 12.363,51</b>	<b>R\$ 13.920,72</b>	<b>R\$ 15.357,33</b>	<b>R\$ 16.680,95</b>	<b>R\$ 17.898,74</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Groupon**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 320.609,33	R\$ 299.479,42	R\$ 277.842,40	R\$ 255.686,09	R\$ 232.998,03
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 303.463,63</b>	<b>R\$ 571.768,15</b>	<b>R\$ 807.376,14</b>	<b>R\$ 1.012.600,59</b>	<b>R\$ 1.189.613,42</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 209.765,45	R\$ 185.975,30	R\$ 161.614,18	R\$ 136.668,39	R\$ 111.123,90
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 1.340.453,57</b>	<b>R\$ 1.467.034,64</b>	<b>R\$ 1.571.152,07</b>	<b>R\$ 1.654.489,97</b>	<b>R\$ 1.718.627,54</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Imprivata**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 7.101,53	R\$ 7.403,12	R\$ 7.711,96	R\$ 8.028,21	R\$ 8.352,04
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 6.721,75</b>	<b>R\$ 13.354,23</b>	<b>R\$ 19.893,91</b>	<b>R\$ 26.337,68</b>	<b>R\$ 32.682,88</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 8.683,65	R\$ 9.023,22	R\$ 9.370,94	R\$ 9.727,00	R\$ 10.091,61
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 38.927,21</b>	<b>R\$ 45.068,72</b>	<b>R\$ 51.105,80</b>	<b>R\$ 57.037,15</b>	<b>R\$ 62.861,74</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Ipass**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 8.324,29	R\$ 8.204,77	R\$ 8.082,39	R\$ 7.957,07	R\$ 7.828,75
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 7.879,12</b>	<b>R\$ 15.229,80</b>	<b>R\$ 22.083,60</b>	<b>R\$ 28.470,29</b>	<b>R\$ 34.417,93</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 7.697,34	R\$ 7.562,78	R\$ 7.424,99	R\$ 7.283,90	R\$ 7.139,42
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 39.953,01</b>	<b>R\$ 45.100,49</b>	<b>R\$ 49.883,93</b>	<b>R\$ 54.325,52</b>	<b>R\$ 58.446,19</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Jive**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 45.276,04	R\$ 44.955,57	R\$ 44.627,41	R\$ 44.291,37	R\$ 43.947,27
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 42.854,75</b>	<b>R\$ 83.130,58</b>	<b>R\$ 120.974,24</b>	<b>R\$ 156.524,36</b>	<b>R\$ 189.911,89</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 43.594,90	R\$ 43.234,09	R\$ 42.864,61	R\$ 42.486,26	R\$ 42.098,84
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 221.260,53</b>	<b>R\$ 250.687,11</b>	<b>R\$ 278.301,97</b>	<b>R\$ 304.209,32</b>	<b>R\$ 328.507,58</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa LinkedIn**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 862.147,31	R\$ 851.487,79	R\$ 840.572,44	R\$ 829.395,13	R\$ 817.949,55
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 816.041,00</b>	<b>R\$ 1.578.891,47</b>	<b>R\$ 2.291.689,75</b>	<b>R\$ 2.957.397,29</b>	<b>R\$ 3.578.808,40</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 806.229,29	R\$ 794.227,73	R\$ 781.938,14	R\$ 769.353,60	R\$ 756.467,03
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 4.158.559,47</b>	<b>R\$ 4.699.137,68</b>	<b>R\$ 5.202.889,22</b>	<b>R\$ 5.672.027,08</b>	<b>R\$ 6.108.638,40</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Majesco**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 14.551,08	R\$ 14.481,53	R\$ 14.410,31	R\$ 14.337,38	R\$ 14.262,70
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 13.772,91</b>	<b>R\$ 26.746,96</b>	<b>R\$ 38.966,78</b>	<b>R\$ 50.474,57</b>	<b>R\$ 61.310,20</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 14.186,23	R\$ 14.107,93	R\$ 14.027,74	R\$ 13.945,63	R\$ 13.861,55
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 71.511,37</b>	<b>R\$ 81.113,70</b>	<b>R\$ 90.150,86</b>	<b>R\$ 98.654,65</b>	<b>R\$ 106.655,14</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Omnicell**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 13.007,77	R\$ 14.089,90	R\$ 15.198,00	R\$ 16.332,70	R\$ 17.494,62
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 12.312,13</b>	<b>R\$ 24.935,31</b>	<b>R\$ 37.823,09</b>	<b>R\$ 50.932,40</b>	<b>R\$ 64.223,38</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 18.684,44	R\$ 19.902,81	R\$ 21.150,42	R\$ 22.427,98	R\$ 23.736,19
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 77.659,17</b>	<b>R\$ 91.205,69</b>	<b>R\$ 104.831,53</b>	<b>R\$ 118.507,70</b>	<b>R\$ 132.207,56</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa QAD**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 41.141,90	R\$ 40.054,32	R\$ 38.940,63	R\$ 37.800,21	R\$ 36.632,43
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 38.941,70</b>	<b>R\$ 74.826,48</b>	<b>R\$ 107.847,80</b>	<b>R\$ 138.187,85</b>	<b>R\$ 166.018,17</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 35.436,61	R\$ 34.212,10	R\$ 32.958,20	R\$ 31.674,20	R\$ 30.359,39
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 191.500,27</b>	<b>R\$ 214.786,18</b>	<b>R\$ 236.018,98</b>	<b>R\$ 255.333,34</b>	<b>R\$ 272.855,92</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Qlogic**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 53.560,73	R\$ 52.809,86	R\$ 52.040,97	R\$ 51.253,62	R\$ 50.447,38
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 50.696,38</b>	<b>R\$ 98.008,89</b>	<b>R\$ 142.139,19</b>	<b>R\$ 183.277,51</b>	<b>R\$ 221.603,30</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 49.621,79	R\$ 48.776,38	R\$ 47.910,69	R\$ 47.024,22	R\$ 46.116,47
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 257.285,81</b>	<b>R\$ 290.484,66</b>	<b>R\$ 321.350,38</b>	<b>R\$ 350.024,90</b>	<b>R\$ 376.642,02</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa RCM Tech**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 1.114,30	R\$ 1.988,07	R\$ 2.882,82	R\$ 3.799,04	R\$ 4.737,25
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 1.054,71</b>	<b>R\$ 2.835,82</b>	<b>R\$ 5.280,43</b>	<b>R\$ 8.329,70</b>	<b>R\$ 11.928,67</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 5.697,97	R\$ 6.681,75	R\$ 7.689,15	R\$ 8.720,72	R\$ 9.777,05
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 16.026,02</b>	<b>R\$ 20.573,85</b>	<b>R\$ 25.527,46</b>	<b>R\$ 30.845,20</b>	<b>R\$ 36.488,23</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TransAct**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 6.636,99	R\$ 6.623,67	R\$ 6.610,03	R\$ 6.596,06	R\$ 6.581,76
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 6.282,06</b>	<b>R\$ 12.216,22</b>	<b>R\$ 17.821,47</b>	<b>R\$ 23.115,75</b>	<b>R\$ 28.116,04</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 6.567,12	R\$ 6.552,12	R\$ 6.536,76	R\$ 6.521,04	R\$ 6.504,93
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 32.838,38</b>	<b>R\$ 37.297,98</b>	<b>R\$ 41.509,18</b>	<b>R\$ 45.485,59</b>	<b>R\$ 49.240,06</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa VMWare**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 3.054,58	R\$ 2.993,73	R\$ 2.931,42	R\$ 2.867,61	R\$ 2.802,27
<b>ke</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
		1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
		1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 2.891,22</b>	<b>R\$ 5.573,31</b>	<b>R\$ 8.059,13</b>	<b>R\$ 10.360,79</b>	<b>R\$ 12.489,73</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 2.735,37	R\$ 2.666,86	R\$ 2.596,70	R\$ 2.524,86	R\$ 2.451,30
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685
<b>R\$ 14.456,70</b>	<b>R\$ 16.271,85</b>	<b>R\$ 17.944,73</b>	<b>R\$ 19.484,35</b>	<b>R\$ 20.899,17</b>

**Tabela 4.17** – Tabela Valor Presente do Fluxo de Caixa da Empresa das empresas americanas**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Microsoft Inc**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 36.790,92	R\$ 37.069,37	R\$ 37.354,49	R\$ 37.646,47	R\$ 37.945,45
<b>CMPC</b>	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%
		1,0702	1,0702	1,0702	1,0702
		1,14532804	1,225730068	1,311776319	1,403863017
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 34.377,37</b>	<b>R\$ 66.743,09</b>	<b>R\$ 97.218,40</b>	<b>R\$ 125.917,24</b>	<b>R\$ 152.946,55</b>

2020	2021	2022	2023	2024
R\$ 38.251,60	R\$ 38.565,10	R\$ 38.886,13	R\$ 39.214,86	R\$ 39.551,48
7,02%	7,02%	7,02%	7,02%	7,02%
1,0702	1,0702	1,0702	1,0702	1,0702
1,502414201	1,607883677	1,720757112	1,841554261	1,97083137
<b>R\$ 178.406,64</b>	<b>R\$ 202.391,65</b>	<b>R\$ 224.989,92</b>	<b>R\$ 246.284,35</b>	<b>R\$ 266.352,78</b>

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Google Inc**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 26.883,73	R\$ 27.069,82	R\$ 27.260,37	R\$ 27.455,50	R\$ 27.655,31
<b>CMPC</b>	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%
	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565
	1,11619225	1,179257112	1,245885139	1,316277649	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 25.446,03</b>	<b>R\$ 49.697,96</b>	<b>R\$ 72.814,52</b>	<b>R\$ 94.851,47</b>	<b>R\$ 115.861,71</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 27.859,92	R\$ 28.069,44	R\$ 28.283,99	R\$ 28.503,68	R\$ 28.728,65	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	1,0565	
1,390647336	1,469218911	1,552229779	1,639930762	1,73258685	
<b>R\$ 135.895,49</b>	<b>R\$ 155.000,50</b>	<b>R\$ 173.222,02</b>	<b>R\$ 190.603,05</b>	<b>R\$ 207.184,41</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Apple Inc**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 24.055,70	R\$ 23.519,85	R\$ 22.971,13	R\$ 22.409,25	R\$ 21.833,88
<b>CMPC</b>	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 22.752,97</b>	<b>R\$ 43.792,60</b>	<b>R\$ 63.227,74</b>	<b>R\$ 81.159,98</b>	<b>R\$ 97.684,91</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 21.244,70	R\$ 20.641,38	R\$ 20.023,58	R\$ 19.390,96	R\$ 18.743,15	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 112.892,53</b>	<b>R\$ 126.867,50</b>	<b>R\$ 139.689,51</b>	<b>R\$ 151.433,48</b>	<b>R\$ 162.169,92</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Arista**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 75.119,54	R\$ 76.280,29	R\$ 77.468,90	R\$ 78.686,03	R\$ 79.932,38
<b>CMPC</b>	6,52%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 70.521,67</b>	<b>R\$ 138.758,04</b>	<b>R\$ 204.302,00</b>	<b>R\$ 267.267,80</b>	<b>R\$ 327.764,49</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 81.208,64	R\$ 82.515,52	R\$ 83.853,78	R\$ 85.224,15	R\$ 86.627,41	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 385.896,16</b>	<b>R\$ 441.762,22</b>	<b>R\$ 495.457,58</b>	<b>R\$ 547.072,89</b>	<b>R\$ 596.694,75</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Allot Com.**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 26.477,44	R\$ 27.031,87	R\$ 27.599,62	R\$ 28.180,98	R\$ 28.776,30
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 26.477,44</b>	<b>R\$ 50.658,74</b>	<b>R\$ 74.009,90</b>	<b>R\$ 96.560,76</b>	<b>R\$ 118.340,06</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 29.385,91	R\$ 30.010,15	R\$ 30.649,37	R\$ 31.303,93	R\$ 31.974,20	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 139.375,41</b>	<b>R\$ 159.693,38</b>	<b>R\$ 179.319,56</b>	<b>R\$ 198.278,53</b>	<b>R\$ 216.593,97</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Ansys**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 218.335,57	R\$ 225.999,77	R\$ 233.847,90	R\$ 241.884,40	R\$ 250.113,77
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 218.335,57</b>	<b>R\$ 420.503,15</b>	<b>R\$ 618.354,40</b>	<b>R\$ 811.914,09</b>	<b>R\$ 1.001.212,27</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 258.540,64	R\$ 267.169,76	R\$ 276.005,98	R\$ 285.054,27	R\$ 294.319,71	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 1.186.283,72</b>	<b>R\$ 1.367.167,52</b>	<b>R\$ 1.543.906,62</b>	<b>R\$ 1.716.547,43</b>	<b>R\$ 1.885.139,45</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa American**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 22.305,32	R\$ 22.782,83	R\$ 23.271,80	R\$ 23.772,51	R\$ 24.285,24
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 22.305,32</b>	<b>R\$ 42.685,65</b>	<b>R\$ 62.375,18</b>	<b>R\$ 81.398,32</b>	<b>R\$ 99.778,56</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 24.810,26	R\$ 25.347,90	R\$ 25.898,43	R\$ 26.462,17	R\$ 27.039,45	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 117.538,52</b>	<b>R\$ 134.699,98</b>	<b>R\$ 151.283,91</b>	<b>R\$ 167.310,52</b>	<b>R\$ 182.799,24</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Chicago Rivet**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 650.718,44	R\$ 740.139,69	R\$ 831.707,05	R\$ 925.472,03	R\$ 1.021.487,37
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 650.718,44</b>	<b>R\$ 1.312.808,75</b>	<b>R\$ 2.016.489,52</b>	<b>R\$ 2.757.066,78</b>	<b>R\$ 3.530.177,75</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 1.119.807,07	R\$ 1.220.486,45	R\$ 1.323.582,13	R\$ 1.429.152,11	R\$ 1.537.255,77	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 4.331.770,56</b>	<b>R\$ 5.158.084,99</b>	<b>R\$ 6.005.634,42</b>	<b>R\$ 6.871.188,81</b>	<b>R\$ 7.751.758,66</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa ChannelAdvisor**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 14.678,15	R\$ 14.430,50	R\$ 14.176,90	R\$ 13.917,22	R\$ 13.651,31
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 14.678,15</b>	<b>R\$ 27.586,92</b>	<b>R\$ 39.581,55</b>	<b>R\$ 50.718,33</b>	<b>R\$ 61.050,30</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 13.379,01	R\$ 13.100,18	R\$ 12.814,65	R\$ 12.522,28	R\$ 12.222,88	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 70.627,41</b>	<b>R\$ 79.496,71</b>	<b>R\$ 87.702,52</b>	<b>R\$ 95.286,53</b>	<b>R\$ 102.288,04</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Current**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 2.582,34	R\$ 2.674,84	R\$ 2.769,56	R\$ 2.866,56	R\$ 2.965,89
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 2.582,34</b>	<b>R\$ 4.975,11</b>	<b>R\$ 7.318,35</b>	<b>R\$ 9.612,22</b>	<b>R\$ 11.856,94</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 3.067,60	R\$ 3.171,75	R\$ 3.278,40	R\$ 3.387,61	R\$ 3.499,44	
5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 14.052,82</b>	<b>R\$ 16.200,21</b>	<b>R\$ 18.299,52</b>	<b>R\$ 20.351,20</b>	<b>R\$ 22.355,74</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa EnerNOC**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 22.953,46	R\$ 22.294,48	R\$ 21.619,69	R\$ 20.928,70	R\$ 20.221,12
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 22.953,46</b>	<b>R\$ 42.896,94</b>	<b>R\$ 61.188,67</b>	<b>R\$ 77.936,14</b>	<b>R\$ 93.240,46</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 19.496,56	R\$ 18.754,62	R\$ 17.994,86	R\$ 17.216,88	R\$ 16.420,22	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 107.196,71</b>	<b>R\$ 119.894,28</b>	<b>R\$ 131.417,20</b>	<b>R\$ 141.844,46</b>	<b>R\$ 151.250,28</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Fortinet**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 321.912,52	R\$ 325.159,13	R\$ 328.483,66	R\$ 331.887,98	R\$ 335.374,01
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 321.912,52</b>	<b>R\$ 612.782,90</b>	<b>R\$ 890.702,43</b>	<b>R\$ 1.156.284,41</b>	<b>R\$ 1.410.111,66</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 338.943,70	R\$ 342.599,06	R\$ 346.342,15	R\$ 350.175,07	R\$ 354.099,98	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 1.652.738,12</b>	<b>R\$ 1.884.690,34</b>	<b>R\$ 2.106.468,86</b>	<b>R\$ 2.318.549,56</b>	<b>R\$ 2.521.384,88</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa General**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 2.607,94	R\$ 2.557,71	R\$ 2.506,27	R\$ 2.453,60	R\$ 2.399,66
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 2.607,94</b>	<b>R\$ 4.895,94</b>	<b>R\$ 7.016,41</b>	<b>R\$ 8.979,82</b>	<b>R\$ 10.796,00</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 2.344,43	R\$ 2.287,87	R\$ 2.229,96	R\$ 2.170,65	R\$ 2.109,92	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 12.474,22</b>	<b>R\$ 14.023,19</b>	<b>R\$ 15.451,13</b>	<b>R\$ 16.765,77</b>	<b>R\$ 17.974,37</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Groupon**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 320.609,33	R\$ 299.479,42	R\$ 277.842,40	R\$ 255.686,09	R\$ 232.998,03
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 320.609,33</b>	<b>R\$ 588.507,98</b>	<b>R\$ 823.581,56</b>	<b>R\$ 1.028.185,59</b>	<b>R\$ 1.204.529,75</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 209.765,45	R\$ 185.975,30	R\$ 161.614,18	R\$ 136.668,39	R\$ 111.123,90	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 1.354.686,40</b>	<b>R\$ 1.480.598,55</b>	<b>R\$ 1.584.087,41</b>	<b>R\$ 1.666.859,51</b>	<b>R\$ 1.730.513,43</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Imprivata**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 7.101,53	R\$ 7.403,12	R\$ 7.711,96	R\$ 8.028,21	R\$ 8.352,04
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 7.101,53</b>	<b>R\$ 13.723,98</b>	<b>R\$ 20.248,82</b>	<b>R\$ 26.673,12</b>	<b>R\$ 32.994,35</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 8.683,65	R\$ 9.023,22	R\$ 9.370,94	R\$ 9.727,00	R\$ 10.091,61	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 39.210,38</b>	<b>R\$ 45.319,43</b>	<b>R\$ 51.320,06</b>	<b>R\$ 57.211,14</b>	<b>R\$ 62.991,81</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Ipass**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 8.324,29	R\$ 8.204,77	R\$ 8.082,39	R\$ 7.957,07	R\$ 7.828,75
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 8.324,29</b>	<b>R\$ 15.663,85</b>	<b>R\$ 22.502,11</b>	<b>R\$ 28.869,48</b>	<b>R\$ 34.794,66</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 7.697,34	R\$ 7.562,78	R\$ 7.424,99	R\$ 7.283,90	R\$ 7.139,42	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 40.304,66</b>	<b>R\$ 45.424,94</b>	<b>R\$ 50.179,50</b>	<b>R\$ 54.590,93</b>	<b>R\$ 58.680,53</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Jive**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 45.276,04	R\$ 44.955,57	R\$ 44.627,41	R\$ 44.291,37	R\$ 43.947,27
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 45.276,04</b>	<b>R\$ 85.490,94</b>	<b>R\$ 123.248,77</b>	<b>R\$ 158.691,42</b>	<b>R\$ 191.952,83</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 43.594,90	R\$ 43.234,09	R\$ 42.864,61	R\$ 42.486,26	R\$ 42.098,84	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 223.159,42</b>	<b>R\$ 252.430,49</b>	<b>R\$ 279.878,64</b>	<b>R\$ 305.610,10</b>	<b>R\$ 329.725,13</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa LinkedIn**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 862.147,31	R\$ 851.487,79	R\$ 840.572,44	R\$ 829.395,13	R\$ 817.949,55
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 862.147,31</b>	<b>R\$ 1.623.843,81</b>	<b>R\$ 2.335.025,31</b>	<b>R\$ 2.998.720,32</b>	<b>R\$ 3.617.784,05</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 806.229,29	R\$ 794.227,73	R\$ 781.938,14	R\$ 769.353,60	R\$ 756.467,03	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 4.194.908,10</b>	<b>R\$ 4.732.629,63</b>	<b>R\$ 5.233.339,94</b>	<b>R\$ 5.699.292,72</b>	<b>R\$ 6.132.611,67</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Majesco**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 14.551,08	R\$ 14.481,53	R\$ 14.410,31	R\$ 14.337,38	R\$ 14.262,70
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 14.551,08</b>	<b>R\$ 27.505,50</b>	<b>R\$ 39.697,60</b>	<b>R\$ 51.170,60</b>	<b>R\$ 61.965,30</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 14.186,23	R\$ 14.107,93	R\$ 14.027,74	R\$ 13.945,63	R\$ 13.861,55	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 72.120,25</b>	<b>R\$ 81.671,84</b>	<b>R\$ 90.654,43</b>	<b>R\$ 99.100,49</b>	<b>R\$ 107.040,66</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Omnicell**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 13.007,77	R\$ 14.089,90	R\$ 15.198,00	R\$ 16.332,70	R\$ 17.494,62
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 13.007,77</b>	<b>R\$ 25.611,86</b>	<b>R\$ 38.470,40</b>	<b>R\$ 51.540,08</b>	<b>R\$ 64.780,85</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 18.684,44	R\$ 19.902,81	R\$ 21.150,42	R\$ 22.427,98	R\$ 23.736,19	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 78.155,76</b>	<b>R\$ 91.630,70</b>	<b>R\$ 105.174,27</b>	<b>R\$ 118.757,59</b>	<b>R\$ 132.354,14</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa QAD**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 41.141,90	R\$ 40.054,32	R\$ 38.940,63	R\$ 37.800,21	R\$ 36.632,43
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 41.141,90</b>	<b>R\$ 76.972,40</b>	<b>R\$ 109.918,83</b>	<b>R\$ 140.167,15</b>	<b>R\$ 167.892,34</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 35.436,61	R\$ 34.212,10	R\$ 32.958,20	R\$ 31.674,20	R\$ 30.359,39	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 193.258,97</b>	<b>R\$ 216.421,83</b>	<b>R\$ 237.526,45</b>	<b>R\$ 256.709,67</b>	<b>R\$ 274.100,12</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa Qlogic**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 53.560,73	R\$ 52.809,86	R\$ 52.040,97	R\$ 51.253,62	R\$ 50.447,38
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
		1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
		1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 53.560,73</b>	<b>R\$ 100.801,67</b>	<b>R\$ 144.831,87</b>	<b>R\$ 185.845,82</b>	<b>R\$ 224.026,83</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 49.621,79	R\$ 48.776,38	R\$ 47.910,69	R\$ 47.024,22	R\$ 46.116,47	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 259.547,66</b>	<b>R\$ 292.571,07</b>	<b>R\$ 323.250,45</b>	<b>R\$ 351.730,29</b>	<b>R\$ 378.146,69</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa RCM Tech**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 1.114,30	R\$ 1.988,07	R\$ 2.882,82	R\$ 3.799,04	R\$ 4.737,25
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 1.114,30</b>	<b>R\$ 2.892,72</b>	<b>R\$ 5.331,78</b>	<b>R\$ 8.371,83</b>	<b>R\$ 11.957,20</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 5.697,97	R\$ 6.681,75	R\$ 7.689,15	R\$ 8.720,72	R\$ 9.777,05	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 16.035,99</b>	<b>R\$ 20.559,78</b>	<b>R\$ 25.483,49</b>	<b>R\$ 30.765,13</b>	<b>R\$ 36.365,61</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa TransAct**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 6.636,99	R\$ 6.623,67	R\$ 6.610,03	R\$ 6.596,06	R\$ 6.581,76
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 6.636,99</b>	<b>R\$ 12.562,18</b>	<b>R\$ 18.154,72</b>	<b>R\$ 23.432,99</b>	<b>R\$ 28.414,39</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 6.567,12	R\$ 6.552,12	R\$ 6.536,76	R\$ 6.521,04	R\$ 6.504,93	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 33.115,34</b>	<b>R\$ 37.551,36</b>	<b>R\$ 41.737,15</b>	<b>R\$ 45.686,56</b>	<b>R\$ 49.412,71</b>	

**Valor Presente do Fluxo de Caixa da empresa VMWare**

Período	2015	2016	2017	2018	2019
<b>Fluxo de caixa</b>	R\$ 3.054,58	R\$ 2.993,73	R\$ 2.931,42	R\$ 2.867,61	R\$ 2.802,27
<b>CMPC</b>	0,00%	5,73%	5,73%	5,73%	5,73%
	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573
	1,11788329	1,181938003	1,24966305	1,321268743	
<b>VP Acumulado</b>	<b>R\$ 3.054,58</b>	<b>R\$ 5.732,61</b>	<b>R\$ 8.212,78</b>	<b>R\$ 10.507,49</b>	<b>R\$ 12.628,38</b>

2020	2021	2022	2023	2024	
R\$ 2.735,37	R\$ 2.666,86	R\$ 2.596,70	R\$ 2.524,86	R\$ 2.451,30	
5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	5,65%	
1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	1,0573	
1,396977442	1,477024249	1,561657739	1,651140727	1,745751091	
<b>R\$ 14.586,44</b>	<b>R\$ 16.392,00</b>	<b>R\$ 18.054,79</b>	<b>R\$ 19.583,95</b>	<b>R\$ 20.988,10</b>	

A primeira vista nota-se um padrão das três empresas com relação aos valores presentes dos fluxos de caixa, sendo os mesmos bem próximos um dos outros.

#### 4.13. Comparação do VPFCA e VPFCE versus Valor de Mercado

Foi comparado os valores presentes de fluxo de caixa em relação ao valor de mercado de 25 empresas norte americanas, onde as maiores, Apple Inc, Google Inc e Microsoft Inc aponta um valor muito maior em relação as demais conforme demonstra tabela abaixo 4.18:

**Tabela 4.18** – Tabela Comparação do VPFCA/VPFCE versus Valor de Mercado

		VPFCA	%	VPFCE	%	Valor de Mercado
1	Microsoft Incorporation	R\$ 284.302.064.046,58	-27,23%	R\$ 266.352.778.292,12	-46,68%	R\$ 390.686.038.003,00
2	Google Incorporation	R\$ 207.184.409.303,73	-44,52%	R\$ 207.184.409.303,73	-80,25%	R\$ 373.442.471.442,00
3	Apple Incorporation	R\$ 162.762.482.664,22	-78,06%	R\$ 162.169.920.269,53	357,45%	R\$ 741.847.833.100,00
4	Arista	R\$ 599.565.437,25	-86,29%	R\$ 596.694.746,42	632,69%	R\$ 4.371.908.670,00
5	Allot Communication	R\$ 216.010.335,04	-16,13%	R\$ 216.593.967,28	-18,91%	R\$ 257.552.548,00
6	Ansys	R\$ 1.880.861.939,98	-75,75%	R\$ 1.885.139.452,83	311,35%	R\$ 7.754.537.061,00
7	American Software	R\$ 182.309.375,03	-29,45%	R\$ 182.799.235,82	-41,37%	R\$ 258.429.105,00
8	Chicago Rivet & Machine Co	R\$ 7.750.532,90	-73,27%	R\$ 7.751.758,66	274,03%	R\$ 28.993.621,00
9	ChannelAdvisor Corporation	R\$ 101.868.436,65	-62,76%	R\$ 102.288.036,64	167,45%	R\$ 273.571.537,00
10	Current Computer Corporation	R\$ 22.305.470,20	-62,50%	R\$ 22.355.740,60	166,09%	R\$ 59.486.768,00
11	EnerNOC Incorporation	R\$ 150.547.092,39	-50,87%	R\$ 151.250.280,05	102,59%	R\$ 306.422.222,00
12	Fortinet Incorporation	R\$ 2.513.684.345,00	-61,60%	R\$ 2.521.384.877,56	159,65%	R\$ 6.546.827.893,00
13	General Employment Enterprise	R\$ 17.898.741,15	-21,90%	R\$ 17.974.372,17	-27,50%	R\$ 22.916.869,00
14	Groupon Incorporation	R\$ 1.718.627.538,82	-62,48%	R\$ 1.730.513.432,48	164,73%	R\$ 4.581.147.742,00
15	Imprivata Incorporation	R\$ 62.861.735,85	-81,87%	R\$ 62.991.811,44	450,54%	R\$ 346.794.581,00
16	Ipass Incorporation	R\$ 58.446.186,00	-19,69%	R\$ 58.680.526,63	-24,02%	R\$ 72.776.158,00

		R\$		R\$		R\$
17	Jive Software	R\$ 328.507.577,66	-24,82%	R\$ 329.725.125,87	-32,52%	R\$ 436.937.377,00
18	Linkedin	R\$ 6.108.638.398,56	-74,98%	R\$ 6.132.611.668,93	298,07%	R\$ 24.411.924.751,00
19	Majesco Entertainment	R\$ 106.655.141,15	937,05%	R\$ 107.040.655,71	90,39%	R\$ 10.284.488,00
20	Omnicell Incorporation	R\$ 132.207.555,53	-89,79%	R\$ 132.354.138,69	878,51%	R\$ 1.295.103.309,00
21	QAD Incorporation	R\$ 272.855.915,84	-41,58%	R\$ 274.100.118,15	-70,39%	R\$ 467.026.044,00
22	Qlogic	R\$ 376.642.017,52	-71,35%	R\$ 378.146.694,63	247,63%	R\$ 1.314.557.300,00
23	RCM Technologies Incorporation	R\$ 36.488.233,10	-48,92%	R\$ 36.365.610,32	-96,45%	R\$ 71.439.529,00
24	TransAct Technologies Inc.	R\$ 49.240.057,56	-5,28%	R\$ 49.412.712,29	-5,21%	R\$ 51.987.013,00
25	VMWare	R\$ 20.899.167.941,67	-43,65%	R\$ 20.988.099.960,71	-76,71%	R\$ 37.087.998.850,00

É possível verificar que os valores dos fluxos de caixa, tanto os dos acionistas quanto os da empresa são mais próximos do valor de mercado e o que mais chama a atenção é o fato de nos três casos a variação ser negativa, ou seja, o valor de mercado apresentou maior que o valor presente do fluxo de caixa das companhias.

As empresas de menor porte apresentaram o valor de mercado maior que o valor do presente do fluxo de caixa, tanto o do acionista quanto o da empresa, demonstrando que mesmo que a empresa não seja de tamanho global ela tem a confiança dos investidores, não importando o ramo ou segmento das empresas. Muitas das empresas utilizadas na pesquisa possuem pouco *inventories* (estoque) e um alto valor de intangível e *goodwill* conforme demonstrou os relatórios financeiros utilizados para realizar os cálculos. Outro ponto que chama a atenção é que as empresas possuem pouco valor de financiamentos com terceiros sendo suas dívidas concentradas com seus *shareholders* ou acionistas.

Muitas empresas norte americanas possuem boa parte de seus ativos aplicados em uma conta chamada de marketable securities and restricted cash, ou seja, parte de seus ativos circulante são aplicados para uma conta de títulos de valores imobiliários.

Das empresas norte americanas que foram utilizadas nesta pesquisa as que chamaram mais atenção foram: Arista Inc, Ansys Inc, Chicago River &

Machine Co, Imprivata Incorporation, Linkedin Inc, Omnicell Inc e a Qlogic Inc, que apresentaram valor de mercado com no mínimo duas vezes mais o valor do fluxo de caixa descontado, tanto para o acionista quanto para a empresa. Estas empresas tem focos de negócios diferentes e apresentaram o mesmo padrão de comportamento com relação aos seus investidores.

No caso da empresa Apple Inc, percebe-se que o valor de mercado da empresa equivale a praticamente 2 vezes mais o seu valor presente do fluxo de caixa, o que demonstra que o investidor sente confiança em investir nessa empresa mesmo que os recebimentos futuros não sejam equivalentes ao seu valor de mercado.

A comparação que também chama a atenção é a da empresa Microsoft Inc, que obteve uma porcentagem bem próxima entre o valor de mercado comparado ao valor presente do fluxo de caixa. Uma possível explicação seria o fato dos investidores estarem mais próximos dos dados da empresa e realizarem as negociações das cotas de ações com o preço mais perto do preço real que a empresa apresenta com base nos ganhos futuros que a empresa pode obter.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Diversos métodos de avaliação de empresas foram apresentados neste trabalho, tanto os de literatura moderna quanto os mais conservadores e foram utilizados para a comparação das empresas brasileiras e em algumas empresas norte-americanas também, atingindo-se o objetivo principal do trabalho.

As considerações finais deste trabalho são que os resultados da pesquisa apontam para um cenário do mercado de capitais brasileiro baseado na falta de confiança nos papéis de empresas de tecnologia da informação, já que as empresas em estudo apontam para o Fluxo de Caixa futuro e perpetuo. Primeiramente obtém-se um cenário onde uma amostra de apenas 10 empresas de tecnologia abriram seu capital e em segundo plano o valor presente dos fluxos de caixa em 9 empresas são maiores do que o valor de mercado com base nas ações da BMF & Bovespa, isso comparado com o mercado americano, onde muitas empresas de TI negociam ações na NASDAQ.

Com relação a hipótese 0, os valores presente de fluxo de caixa demonstram-se acima do valor de mercado. Uma possível causa poderia ser a falta de conhecimento do investidor neste segmento, pois as empresas têm apresentado ao longo do período de 2009 á 2014 lucros acumulados além de aumento dos ativos, exceção a empresa Gama Participações que demonstrou não possuir uma receita operacional, apenas uma receita financeira devido ao fato de ser uma empresa de participações e trocar investimentos por ações.

Com relação á hipótese 1, os valores presente de fluxo de caixa apresentaram-se fora do valor de mercado, exceto a empresa Itautec, ou seja, a empresa tem mais investidores confiantes. Um ponto que poderia justificar esta situação seria o fato de possuir um banco de nome no mercado associado a empresa, no caso o banco Itaú. A empresa apontou uma forte queda na receita após a crise do Subprime de 2008 e em 2013 encerrou as atividades de venda de *personal computer* e realizou a venda de 70% da participação em suas atividades de automação bancária e comercial, além da prestação de serviços para a Oki Eletro Industry, empresa japonesa.

A empresa Telec Brasileiras S/A que possui valor abaixo do valor presente de fluxo de caixa o que gera um comportamento diferente do esperado já que a mesma possui origem governamental e possuir contratos de concessão de longo prazo. Isso poderia transparecer para o investidor uma maior confiança com relação ao investimento, pois o mesmo espera o retorno. Outro ponto seria o fato de que essa empresa possui um ativo de ação preferencial, fazendo com que o investidor concentre-se em investir nesta ação com base no recebimento de dividendos.

A comparação com as empresas norte americanas serve de base para identificar uma possível tendência das muitas empresas de que o investidor tem extrema confiança neste ramo como um todo, não apenas em determinadas empresas como acontece no mercado brasileiro com a empresa Itautec, a única que apresentou valor de mercado maior que o valor presente do fluxo de caixa descontado.

Diante da extensão do assunto e dos resultados apurados neste trabalho, o mesmo é bastante útil para o conhecimento e aprofundamento do mercado de capitais brasileiro e para a avaliação estratégias econômicas e financeiras que são adotadas pelas empresas diante dos diversos cenários aqui no Brasil.

Espera-se que os pesquisadores da área das Ciências Contábeis e também das Finanças tenham a suas disposições um conjunto de informações inéditas e de relevância que irão permitir a futura compreensão e lições aprendidas no futuro com relação ao comportamento apresentado pelas empresas expostas e também com relação ao mercado de capitais brasileiro.

O trabalho foi desenvolvido para proporcionar ainda diversas outras oportunidades para novos estudos com sugestões de identificações das possíveis correlações de outras variáveis econômicas relevantes, como variação cambial, taxa de juros ou até mesmo o PIB como indicadores calculados para as empresas apresentadas no trabalho. A eficiência do mercado acionário e a racionalidade dos seus investidores também podem ser alvo de estudo para melhor discernimento e estudos da avaliação dos preços do mercado de ações.

## REFERÊNCIAS

\_\_\_\_\_. BMF & BOVESPA. Índices. Disponível em <<http://www.bmfbovespa.com.br/indices/BuscarIndices.aspx?idioma=pt-br>> . Acesso em: 15 mar. 2014.

\_\_\_\_\_. Receita Federal do Brasil.  
<<http://www.receita.fazenda.gov.br/PessoaJuridica/Refis/TJLP.htm>> Acesso em: 17/03/2015.

\_\_\_\_\_. VALOR. Valor Econômico. Ranking 1000 empresas.  
<<http://www.valor.com.br/empresas/2801254/ranking-das-1000-maiores>> Acesso em: 11/03/2015.

\_\_\_\_\_. NASDAQ. National Association of Securities Dealers Automated Quotations. NASDAQ 100. <<http://www.nasdaq.com/markets/indices/nasdaq-100.aspx>> Acesso em: 10/03/2015

\_\_\_\_\_. PWC.PricewaterhouseCoopers.Global Top 100 Companies by market capitalisation.31 de Março de 2014. <<http://www.pwc.com/gx/en/audit-services/capital-market/publications/assets/document/pwc-global-top-100-march-update.pdf>> Acesso em: 10/03/2015.

ATKINSON, Anthony A.; BANKER, Rajiv D.; KAPLAN, Robert S.; YOUNG, S. Mark. **CONTABILIDADE GERENCIAL**. São Paulo: Atlas, 2000.

ASSAF NETO, Alexandre. **Contribuição ao estudo da avaliação de empresas no Brasil – uma aplicação prática**. Ribeirão Preto, 2003. Tese (Livre-Docência). Programa de Pós-Graduação da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade de Ribeirão Preto da Universidade de São Paulo.

ASSAF NETO, Alexandre; KASSAI, José Roberto; KASSAI, Sílvia. Índice de especulação de Valor Agregado – IEVA\*. Revista Contabilidade & Finanças - USP, São Paulo, n. 30, p. 32 - 45, setembro/dezembro 2002.

BISQUERRA, Rafael; SARRIERA, Jorge Castellá; MARTINEZ, Francese. Introdução à estatística [recurso eletrônico] : enfoque informático com o pacote estatístico SPSS. Porto Alegre: Artmed, 2007.

CERBASI, Gustavo Petrasunas. Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia hidrelétrica. São Paulo, 2003. Dissertação. Programa de Pós-Graduação em Administração da

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

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

CORNELL, Bradford. Corporate Valute Tools for Effective Appraisal and Decision Making. New York: Mc Graw Hill, 1993.

COSCARELLI, Bruno Vidigal. Liquidez Corporativa e Criação de Valores para acionistas. Dissertação. Centro de Pós-graduação e Pesquisas em Administração da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade Federal de Minas Gerais. Belo Horizonte, 2008.

CUNHA, Moisés Ferreira da. **Avaliação de Empresas no Brasil pelo Fluxo de Caixa Descontado: Evidências Empíricas sob o ponto de vista do Desempenho Econômico-Financeiro**. São Paulo, 2011. Dissertação. Programa de Pós-Graduação em Ciências Contábeis e Atuária da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

DAMODARAN, Aswath. Facebook buys Whatsapp for \$19 billion: Value e Pricing Perspectives. Disponível em: <<http://aswathdamodaran.blogspot.com.br/2014/02/facebook-buys-whatsapp-for-19-billion.html>> Acesso em: 20/04/2014.

DAMODARAN, A. Avaliação de Investimentos – Ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

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

EHRBAR, AI. EVA – valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

GALDI, Fernando Caio; COUTO JUNIOR, Clovis Grimaldo. Avaliação de empresas por múltiplos aplicados em empresas agrupadas com análise de cluster. RAM, Revista de administração Mackenzie. V.13. N.5. São Paulo. Set/Out.2012.

GAPENSKI, Louis. Using MVA and EVA to measure financial performance. Healthcare Financial Management, v. 50, n° 3, p. 56-60, Mar. 1996.

GEWEHR, Daniel Henrique. Avaliação Relativa de Ações baseada em Múltiplos de Mercado Projetados e Passados: um Estudo Comparativo de Performance na Bovespa. Porto Alegre, 2007. Dissertação. Programa de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal do Rio Grande do Sul.

GITMAN, Lawrence J. Princípios da Administração Financeira. 12<sup>a</sup> Ed. São Paulo: Atlas, 2010.

GORDON, Myron J. The investment, financing, and valuation of the corporation. Illinois: Irwin, 1962.

GRANT, James L. Foundations of Economic Value Added. New Hope, Pennsylvania: By Frank J. Fabozzi Associates, 1997.

HITCHNER, James R. **Financial Valuation** – applications and models. EUA (New Jersey): John Wiley & Sons, 2003.

KOLLER, Tim; GOEDHART, Marc; WESSELS, David. **Valuation – Measuring and managing the value of companies**. New Jersey. 2010. Fifth Edition. McKinsey&Company.

MARCONI, Marina de Andrade; LAKATOS, Eva Maria. Fundamentos da Metodologia Científica. 5<sup>a</sup> Ed. São Paulo: Atlas, 2003.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor** . São Paulo : Pearson Prentice Hall, 2005.

MARTINS, Gilberto de Andrade. Manual para elaborações de monografia e dissertações. 3<sup>a</sup> Ed. São Paulo: Atlas, 2002.

MARTINS, Eliseu. Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica /FIPECAFI. São Paulo: Atlas, 2012.

MILLER, M.H. MODIGLIANI, F. The cost of capital, Corporation finance and the theory of investment. *The American Economic Review*, v. 48, n.3, p. 261-297, 1958.

MILLER, M.H. MODIGLIANI, F. Dividend Policy, Growth, and the Valuation of Shares. *The American Economic Review*, v. 34, n.4, p. 411-433, 1961.

MILLER, M.H. MODIGLIANI, F. Corporate Income Taxes and the Cost of Capital: A Correction. *The American Economic Review*, v. 53, n.3, p. 433-443, 1963.

MYERS, S. C. (1974). Interactions of corporate financing and investment decisions – Implications for capital budgeting. *Journal of Finance*, 29(1), 1-25.

NASCIMENTO, Auster Moreira. Uma contribuição para o estudo dos custos de oportunidade. Dissertação. (Mestrado em Contabilidade) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade. São Paulo: Universidade de São Paulo, 1998.

NOGUEIRA, Alexandre de Araújo. Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor têxtil. 1999. Dissertação. Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation: Como precificar ações.** São Paulo: Globo, 2004.

RAPPAPORT, Alfred. Creating Shareholder Value. 2. ed., New York: The Free Press, 1998.

ROGERS, Steven. **Entrepreneurial Finance: Finance and Business Strategies for the Serious Entrepreneur.** New York. 2009. Second Edition. The McGraw-Hill Company.

STEWART III, G. Bennett. **Em busca do valor:** o guia de EVA para estrategistas. Porto Alegre: Bookman, 2005. 655 p.

TOZONI-REIS, Marilia Freitas de Campos. Metodologia de pesquisa. Curitiba. 2010. IESDEBrasil.

YOUNG, S. David; O'BYRNE, Stephen F. **EVA\*e gestão baseada em valor :** guia prático para implementação. Porto Alegre: Bookman, 2003. 422 p.

## APÊNDICE I - Projeções dos fluxos de caixa das empresas

Tx. Cresc. BEMATECH	0,024 Ano 0	0,024 1	0,024 2	0,024 3	0,024 4	0,024 5	0,024 6	0,024 7	0,024 8	0,024 9	0,024 10
Caixa	R\$ 117.519,00	R\$ 194.605,57	R\$ 274.088,12	R\$ 356.024,16	R\$ 440.472,57	R\$ 527.493,65	R\$ 617.149,14	R\$ 709.502,27	R\$ 804.617,78	R\$ 902.561,98	R\$ 1.003.402,74
Estoque	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00	R\$ 26.576,00
Clientes	R\$ 91.824,00	R\$ 94.027,78	R\$ 96.284,44	R\$ 98.595,27	R\$ 100.961,56	R\$ 103.384,63	R\$ 105.865,86	R\$ 108.406,64	R\$ 111.008,40	R\$ 113.672,61	R\$ 116.400,75
Imobilizado	R\$ 13.233,00	R\$ (2.992,00)	R\$ (19.217,00)	R\$ (35.442,00)	R\$ (51.667,00)	R\$ (67.892,00)	R\$ (84.117,00)	R\$ (100.342,00)	R\$ (116.567,00)	R\$ (132.792,00)	R\$ (149.017,00)
Ativos não operacionais	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00	R\$ 338.821,00
	R\$ 587.973,00	R\$ 651.038,34	R\$ 716.552,56	R\$ 784.574,43	R\$ 855.164,12	R\$ 928.383,28	R\$ 1.004.295,00	R\$ 1.082.963,92	R\$ 1.164.456,19	R\$ 1.248.839,58	R\$ 1.336.183,49
Fornecedores	R\$ 25.916,00	R\$ 26.537,98	R\$ 27.174,90	R\$ 27.827,09	R\$ 28.494,94	R\$ 29.178,82	R\$ 29.879,11	R\$ 30.596,21	R\$ 31.330,52	R\$ 32.082,45	R\$ 32.852,43
Empréstimos	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00	R\$ 79.467,00
Impostos á pagar	R\$ 4.970,00	R\$ 5.089,28	R\$ 5.211,42	R\$ 5.336,50	R\$ 5.464,57	R\$ 5.595,72	R\$ 5.730,02	R\$ 5.867,54	R\$ 6.008,36	R\$ 6.152,56	R\$ 6.300,22
Capital	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00	R\$ 344.601,00
Luc Acum	R\$ 54.070,00	R\$ 114.931,57	R\$ 178.189,12	R\$ 243.900,16	R\$ 312.123,57	R\$ 382.919,65	R\$ 456.350,14	R\$ 532.478,27	R\$ 611.368,78	R\$ 693.087,98	R\$ 777.703,74
	R\$ 509.024,00	R\$ 570.626,83	R\$ 634.643,44	R\$ 701.131,75	R\$ 770.151,08	R\$ 841.762,19	R\$ 916.027,27	R\$ 993.010,02	R\$ 1.072.775,67	R\$ 1.155.390,99	R\$ 1.240.924,39
Fluxo de Caixa		R\$ 80.411,51	R\$ 81.909,12	R\$ 83.442,68	R\$ 85.013,04	R\$ 86.621,09	R\$ 88.267,73	R\$ 89.953,89	R\$ 91.680,52	R\$ 93.448,59	R\$ 95.259,09
Vendas	0,024	R\$ 435.789,82	R\$ 446.248,78	R\$ 456.958,75	R\$ 467.925,76	R\$ 479.155,98	R\$ 490.655,72	R\$ 502.431,46	R\$ 514.489,81	R\$ 526.837,57	R\$ 539.481,67
CMV		R\$ (245.709,00)	R\$ (251.606,02)	R\$ (257.644,56)	R\$ (263.828,03)	R\$ (270.159,90)	R\$ (276.643,74)	R\$ (283.283,19)	R\$ (290.081,99)	R\$ (297.043,95)	R\$ (304.173,01)
Lucro Bruto		R\$ 190.080,82	R\$ 194.642,76	R\$ 199.314,19	R\$ 204.097,73	R\$ 208.996,08	R\$ 214.011,98	R\$ 219.148,27	R\$ 224.407,83	R\$ 229.793,62	R\$ 235.308,66
Desp. Oper.		R\$ (107.914,00)	R\$ (110.503,94)	R\$ (113.156,03)	R\$ (115.871,78)	R\$ (118.652,70)	R\$ (121.500,36)	R\$ (124.416,37)	R\$ (127.402,36)	R\$ (130.460,02)	R\$ (133.591,06)
LO =EBIT		R\$ 82.166,82	R\$ 84.138,83	R\$ 86.158,16	R\$ 88.225,96	R\$ 90.343,38	R\$ 92.511,62	R\$ 94.731,90	R\$ 97.005,46	R\$ 99.333,60	R\$ 101.717,60
Depreciação		R\$ (16.225,00)									
Desp. Financeira		R\$ (15.850,00)									
LAIR		R\$ 50.091,82	R\$ 52.063,83	R\$ 54.083,16	R\$ 56.150,96	R\$ 58.268,38	R\$ 60.436,62	R\$ 62.656,90	R\$ 64.930,46	R\$ 67.258,60	R\$ 69.642,60
IR	0,35	R\$ 17.532,14	R\$ 18.222,34	R\$ 18.929,11	R\$ 19.652,83	R\$ 20.393,93	R\$ 21.152,82	R\$ 21.929,91	R\$ 22.725,66	R\$ 23.540,51	R\$ 24.374,91
LL		67623,9624	70286,1675	73012,26552	75803,78989	78662,31085	81589,43631	84586,81278	87656,12629	90799,10332	94017,5118
LL/PL		0,16962348	0,15295144	0,139658848	0,128808226	0,11977976	0,112147245	0,105607956	0,099940939	0,094981144	0,090602785

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
GAMA PART.	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 8.211,00	R\$ 8.126,40	R\$ 8.039,77	R\$ 7.951,06	R\$ 7.860,22	R\$ 7.767,20	R\$ 7.671,95	R\$ 7.574,41	R\$ 7.474,54	R\$ 7.372,26	R\$ 7.267,53	
Estoque	R\$ -											
Clientes	R\$ -											
Imobilizado	R\$ -											
Ativos não operacionais	R\$ 82,00											
	R\$ 8.293,00	R\$ 8.208,40	R\$ 8.121,77	R\$ 8.033,06	R\$ 7.942,22	R\$ 7.849,20	R\$ 7.753,95	R\$ 7.656,41	R\$ 7.556,54	R\$ 7.454,26	R\$ 7.349,53	
Fornecedores	R\$ -											
Empréstimos	R\$ -											
Impostos á pagar	R\$ -											
Capital	R\$ 970,00											
Luc Acum	R\$ 497,00	R\$ 412,40	R\$ 325,77	R\$ 237,06	R\$ 146,22	R\$ 53,20	R\$ (42,05)	R\$ (139,59)	R\$ (239,46)	R\$ (341,74)	R\$ (446,47)	
	R\$ 1.467,00	R\$ 1.382,40	R\$ 1.295,77	R\$ 1.207,06	R\$ 1.116,22	R\$ 1.023,20	R\$ 927,95	R\$ 830,41	R\$ 730,54	R\$ 628,26	R\$ 523,53	
Fluxo de caixa		R\$ 6.826,00										
Vendas	0,024	R\$ -										
CMV		R\$ -										
Lucro Bruto		R\$ -										
Desp. Oper.		R\$ (94,00)	R\$ (96,26)	R\$ (98,57)	R\$ (100,93)	R\$ (103,35)	R\$ (105,83)	R\$ (108,37)	R\$ (110,98)	R\$ (113,64)	R\$ (116,37)	
LO =EBIT		R\$ (94,00)	R\$ (96,26)	R\$ (98,57)	R\$ (100,93)	R\$ (103,35)	R\$ (105,83)	R\$ (108,37)	R\$ (110,98)	R\$ (113,64)	R\$ (116,37)	
Depreciação		R\$ -										
Desp. Financeira		R\$ -										
LAIR		R\$ (94,00)	R\$ (96,26)	R\$ (98,57)	R\$ (100,93)	R\$ (103,35)	R\$ (105,83)	R\$ (108,37)	R\$ (110,98)	R\$ (113,64)	R\$ (116,37)	
IR	0,35	R\$ -										
LL		-94	-96,256	-98,566144	-100,9317315	-103,354093	-105,8345912	-108,3746214	-110,9756123	-113,639027	-116,3663637	
LL/PL		-0,064076346	-0,06962963	-0,076067647	-0,08361782	-0,092592816	-0,103434616	-0,116789076	-0,133638812	-0,155555558	-0,185219673	

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
IDEIASNET	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 32.369,00	R\$ 11.230,28	R\$ (9.993,70)	R\$ (31.305,00)	R\$ (52.705,70)	R\$ (74.197,95)	R\$ (95.783,95)	R\$ (117.465,95)	R\$ (139.246,25)	R\$ (161.127,21)	R\$ (183.111,25)	
Estoque	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	R\$ 95.564,00	
Clientes	R\$ 282.359,00	R\$ 289.135,62	R\$ 296.074,87	R\$ 303.180,67	R\$ 310.457,00	R\$ 317.907,97	R\$ 325.537,76	R\$ 333.350,67	R\$ 341.351,09	R\$ 349.543,51	R\$ 357.932,56	
Imobilizado	R\$ 14.945,00	R\$ 9.101,00	R\$ 3.257,00	R\$ (2.587,00)	R\$ (8.431,00)	R\$ (14.275,00)	R\$ (20.119,00)	R\$ (25.963,00)	R\$ (31.807,00)	R\$ (37.651,00)	R\$ (43.495,00)	
Ativos não operacionais	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	R\$ 92.255,00	
	R\$ 517.492,00	R\$ 497.285,90	R\$ 477.157,17	R\$ 457.107,67	R\$ 437.139,31	R\$ 417.254,02	R\$ 397.453,82	R\$ 377.740,72	R\$ 358.116,84	R\$ 338.584,30	R\$ 319.145,31	
Fornecedores	R\$ 206.058,00	R\$ 211.003,39	R\$ 216.067,47	R\$ 221.253,09	R\$ 226.563,17	R\$ 232.000,68	R\$ 237.568,70	R\$ 243.270,35	R\$ 249.108,84	R\$ 255.087,45	R\$ 261.209,55	
Empréstimos	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	R\$ 181.787,00	
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	
Capital	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	R\$ 103.030,00	
Luc Acum	R\$ (7.211,00)	R\$ (34.193,72)	R\$ (61.261,70)	R\$ (88.417,00)	R\$ (115.661,70)	R\$ (142.997,95)	R\$ (170.427,95)	R\$ (197.953,95)	R\$ (225.578,25)	R\$ (253.303,21)	R\$ (281.131,25)	
	R\$ 483.664,00	R\$ 461.626,67	R\$ 439.622,77	R\$ 417.653,09	R\$ 395.718,47	R\$ 373.819,73	R\$ 351.957,75	R\$ 330.133,40	R\$ 308.347,59	R\$ 286.601,24	R\$ 264.895,30	
Fluxo de caixa		R\$ 35.659,22	R\$ 37.534,40	R\$ 39.454,57	R\$ 41.420,84	R\$ 43.434,29	R\$ 45.496,06	R\$ 47.607,32	R\$ 49.769,25	R\$ 51.983,06	R\$ 54.250,01	
Vendas	0,024	R\$ 344.119,00	R\$ 352.377,86	R\$ 360.834,92	R\$ 369.494,96	R\$ 378.362,84	R\$ 387.443,55	R\$ 396.742,20	R\$ 406.264,01	R\$ 416.014,34	R\$ 425.998,69	
CMV		R\$ (287.485,00)	R\$ (294.384,64)	R\$ (301.449,87)	R\$ (308.684,67)	R\$ (316.093,10)	R\$ (323.679,33)	R\$ (331.447,64)	R\$ (339.402,38)	R\$ (347.548,04)	R\$ (355.889,19)	
Lucro Bruto		R\$ 56.634,00	R\$ 57.993,22	R\$ 59.385,05	R\$ 60.810,29	R\$ 62.269,74	R\$ 63.764,22	R\$ 65.294,56	R\$ 66.861,63	R\$ 68.466,30	R\$ 70.109,50	
Desp. Oper.		R\$ (59.558,00)	R\$ (60.987,39)	R\$ (62.451,09)	R\$ (63.949,92)	R\$ (65.484,71)	R\$ (67.056,35)	R\$ (68.665,70)	R\$ (70.313,68)	R\$ (72.001,20)	R\$ (73.729,23)	
LO =EBIT		R\$ (2.924,00)	R\$ (2.994,18)	R\$ (3.066,04)	R\$ (3.139,62)	R\$ (3.214,97)	R\$ (3.292,13)	R\$ (3.371,14)	R\$ (3.452,05)	R\$ (3.534,90)	R\$ (3.619,74)	
Depreciação		R\$ (5.844,00)										
Desp. Financeira		R\$ (13.440,00)										
LAIR		R\$ (22.208,00)	R\$ (22.278,18)	R\$ (22.350,04)	R\$ (22.423,62)	R\$ (22.498,97)	R\$ (22.576,13)	R\$ (22.655,14)	R\$ (22.736,05)	R\$ (22.818,90)	R\$ (22.903,74)	
IR	0,35	R\$ (7.772,80)	R\$ (7.797,36)	R\$ (7.822,51)	R\$ (7.848,27)	R\$ (7.874,64)	R\$ (7.901,65)	R\$ (7.929,30)	R\$ (7.957,62)	R\$ (7.986,61)	R\$ (8.016,31)	
LL		-29980,8	-30075,5376	-30172,5489	-30271,88848	-30373,6122	-30477,77729	-30584,44235	-30693,66736	-30805,51378	-30920,04451	
LL/PL		-0,312889928	-0,436914046	-0,722379213	-2,071572164	2,404555068	0,762555459	0,453788925	0,323350099	0,251374578	0,205758862	

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
ITAUTEC	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 41.844,00	R\$ 32.998,31	R\$ 24.524,34	R\$ 16.431,03	R\$ 8.727,51	R\$ 1.423,13	R\$ (5.472,52)	R\$ (11.949,64)	R\$ (17.998,19)	R\$ (23.607,87)	R\$ (28.768,15)	
Estoque	R\$ 17.262,00											
Clientes	R\$ 122.957,00	R\$ 125.907,97	R\$ 128.929,76	R\$ 132.024,07	R\$ 135.192,65	R\$ 138.437,27	R\$ 141.759,77	R\$ 145.162,00	R\$ 148.645,89	R\$ 152.213,39	R\$ 155.866,51	
Imobilizado	R\$ 36.299,00	R\$ 30.719,00	R\$ 25.139,00	R\$ 19.559,00	R\$ 13.979,00	R\$ 8.399,00	R\$ 2.819,00	R\$ (2.761,00)	R\$ (8.341,00)	R\$ (13.921,00)	R\$ (19.501,00)	
Ativos não operacionais	R\$ 4.873,00											
	R\$ 223.235,00	R\$ 211.760,27	R\$ 200.728,10	R\$ 190.149,11	R\$ 180.034,16	R\$ 170.394,41	R\$ 161.241,25	R\$ 152.586,36	R\$ 144.441,71	R\$ 136.819,53	R\$ 129.732,36	
Fornecedores	R\$ 701,00	R\$ 717,82	R\$ 735,05	R\$ 752,69	R\$ 770,76	R\$ 789,26	R\$ 808,20	R\$ 827,59	R\$ 847,46	R\$ 867,80	R\$ 888,62	
Empréstimos	R\$ 86.541,00											
Impostos á pagar	R\$ -											
Capital	R\$ 271.525,00											
Luc Acum	R\$ (168.626,00)	R\$ (183.051,70)	R\$ (197.105,66)	R\$ (210.778,97)	R\$ (224.062,49)	R\$ (236.946,87)	R\$ (249.422,52)	R\$ (261.479,64)	R\$ (273.108,19)	R\$ (284.297,87)	R\$ (295.038,15)	
	R\$ 190.141,00	R\$ 175.732,13	R\$ 161.695,39	R\$ 148.039,72	R\$ 134.774,27	R\$ 121.908,39	R\$ 109.451,68	R\$ 97.413,95	R\$ 85.805,27	R\$ 74.635,93	R\$ 63.916,47	
Fluxo de caixa		R\$ 36.028,14	R\$ 39.032,71	R\$ 42.109,38	R\$ 45.259,89	R\$ 48.486,02	R\$ 51.789,57	R\$ 55.172,41	R\$ 58.636,44	R\$ 62.183,60	R\$ 65.815,89	
Vendas	0,024	R\$ 101.639,00	R\$ 104.078,34	R\$ 106.576,22	R\$ 109.134,05	R\$ 111.753,26	R\$ 114.435,34	R\$ 117.181,79	R\$ 119.994,15	R\$ 122.874,01	R\$ 125.822,99	
CMV		R\$ (110.236,00)	R\$ (112.881,66)	R\$ (115.590,82)	R\$ (118.365,00)	R\$ (121.205,76)	R\$ (124.114,70)	R\$ (127.093,45)	R\$ (130.143,70)	R\$ (133.267,15)	R\$ (136.465,56)	
Lucro Bruto		R\$ (8.597,00)	R\$ (8.803,33)	R\$ (9.014,61)	R\$ (9.230,96)	R\$ (9.452,50)	R\$ (9.679,36)	R\$ (9.911,67)	R\$ (10.149,55)	R\$ (10.393,14)	R\$ (10.642,57)	
Desp. Oper.		R\$ 21.345,00	R\$ 21.857,28	R\$ 22.381,85	R\$ 22.919,02	R\$ 23.469,08	R\$ 24.032,33	R\$ 24.609,11	R\$ 25.199,73	R\$ 25.804,52	R\$ 26.423,83	
LO =EBIT		R\$ 12.748,00	R\$ 13.053,95	R\$ 13.367,25	R\$ 13.688,06	R\$ 14.016,57	R\$ 14.352,97	R\$ 14.697,44	R\$ 15.050,18	R\$ 15.411,39	R\$ 15.781,26	
Depreciação		R\$ (5.580,00)										
Desp. Financeira		R\$ (19.041,00)										
LAIR		R\$ (11.873,00)	R\$ (11.567,05)	R\$ (11.253,75)	R\$ (10.932,94)	R\$ (10.604,43)	R\$ (10.268,03)	R\$ (9.923,56)	R\$ (9.570,82)	R\$ (9.209,61)	R\$ (8.839,74)	
IR	0,35	R\$ (4.155,55)	R\$ (4.048,47)	R\$ (3.938,81)	R\$ (3.826,53)	R\$ (3.711,55)	R\$ (3.593,81)	R\$ (3.473,24)	R\$ (3.349,79)	R\$ (3.223,36)	R\$ (3.093,91)	
LL		-16028,55	-15615,5148	-15192,56676	-14759,46796	-14315,97479	-13861,83778	-13396,80149	-12920,60433	-12432,97843	-11933,64951	
LL/PL		-0,155769735	-0,176499734	-0,204148094	-0,242970077	-0,301627003	-0,400884505	-0,606122119	-1,286226395	7,853137639	0,934296881	

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
LINX	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 356.481,00	R\$ 409.399,11	R\$ 463.708,47	R\$ 519.442,48	R\$ 576.635,32	R\$ 635.322,00	R\$ 695.538,39	R\$ 757.321,19	R\$ 820.707,99	R\$ 885.737,29	R\$ 952.448,51	
Estoque	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	R\$ 163,00	
Clientes	R\$ 71.865,00	R\$ 73.589,76	R\$ 75.355,91	R\$ 77.164,46	R\$ 79.016,40	R\$ 80.912,80	R\$ 82.854,70	R\$ 84.843,22	R\$ 86.879,45	R\$ 88.964,56	R\$ 91.099,71	
Imobilizado	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	R\$ 42.292,00	
Ativos não operacionais	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	R\$ 482.464,00	
	R\$ 953.265,00	R\$ 1.007.907,87	R\$ 1.063.983,39	R\$ 1.121.525,93	R\$ 1.180.570,72	R\$ 1.241.153,80	R\$ 1.303.312,09	R\$ 1.367.083,40	R\$ 1.432.506,44	R\$ 1.499.620,85	R\$ 1.568.467,22	
Fornecedores	R\$ 6.828,00	R\$ 6.991,87	R\$ 7.159,68	R\$ 7.331,51	R\$ 7.507,47	R\$ 7.687,64	R\$ 7.872,15	R\$ 8.061,08	R\$ 8.254,55	R\$ 8.452,65	R\$ 8.655,52	
Empréstimos	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	R\$ 72.177,00	
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	
Capital	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	R\$ 350.662,00	
Luc Acum	R\$ -	R\$ 52.918,11	R\$ 107.227,47	R\$ 162.961,48	R\$ 220.154,32	R\$ 278.841,00	R\$ 339.057,39	R\$ 400.840,19	R\$ 464.226,99	R\$ 529.256,29	R\$ 595.967,51	
	R\$ 429.667,00	R\$ 482.748,98	R\$ 537.226,15	R\$ 593.131,99	R\$ 650.500,78	R\$ 709.367,65	R\$ 769.768,54	R\$ 831.740,26	R\$ 895.320,53	R\$ 960.547,94	R\$ 1.027.462,03	
Fluxo de Caixa		R\$ 525.158,89	R\$ 526.757,24	R\$ 528.393,95	R\$ 530.069,94	R\$ 531.786,15	R\$ 533.543,56	R\$ 535.343,14	R\$ 537.185,91	R\$ 539.072,91	R\$ 541.005,19	
Vendas	0,024	R\$ 47.711,00	R\$ 48.856,06	R\$ 50.028,61	R\$ 51.229,30	R\$ 52.458,80	R\$ 53.717,81	R\$ 55.007,04	R\$ 56.327,21	R\$ 57.679,06	R\$ 59.063,36	
CMV		R\$ -										
Lucro Bruto		R\$ 47.711,00	R\$ 48.856,06	R\$ 50.028,61	R\$ 51.229,30	R\$ 52.458,80	R\$ 53.717,81	R\$ 55.007,04	R\$ 56.327,21	R\$ 57.679,06	R\$ 59.063,36	
Desp. Oper.		R\$ -										
LO =EBIT		R\$ 47.711,00	R\$ 48.856,06	R\$ 50.028,61	R\$ 51.229,30	R\$ 52.458,80	R\$ 53.717,81	R\$ 55.007,04	R\$ 56.327,21	R\$ 57.679,06	R\$ 59.063,36	
Depreciação		R\$ -										
Desp. Financeira		R\$ (4.157,00)										
LAIR		R\$ 43.554,00	R\$ 44.699,06	R\$ 45.871,61	R\$ 47.072,30	R\$ 48.301,80	R\$ 49.560,81	R\$ 50.850,04	R\$ 52.170,21	R\$ 53.522,06	R\$ 54.906,36	
IR	0,35	R\$ 15.243,90	R\$ 15.644,67	R\$ 16.055,06	R\$ 16.475,30	R\$ 16.905,63	R\$ 17.346,28	R\$ 17.797,51	R\$ 18.259,57	R\$ 18.732,72	R\$ 19.217,23	
LL		R\$ 58.797,90	R\$ 60.343,74	R\$ 61.926,67	R\$ 63.547,60	R\$ 65.207,43	R\$ 66.907,09	R\$ 68.647,55	R\$ 70.429,78	R\$ 72.254,78	R\$ 74.123,58	
LL/PL		0,167676851	0,149521086	0,135243714	0,123724095	0,114235398	0,106285583	0,099529682	0,093718662	0,08866825	0,084239165	

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
POSITIVO	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 224.361,00	R\$ 192.624,73	R\$ 163.422,60	R\$ 136.815,44	R\$ 112.865,54	R\$ 91.636,65	R\$ 73.194,09	R\$ 57.604,74	R\$ 44.937,05	R\$ 35.261,17	R\$ 28.648,88
Estoque	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00	R\$ 479.503,00
Clientes	R\$ 480.646,00	R\$ 492.181,50	R\$ 503.993,86	R\$ 516.089,71	R\$ 528.475,87	R\$ 541.159,29	R\$ 554.147,11	R\$ 567.446,64	R\$ 581.065,36	R\$ 595.010,93	R\$ 609.291,19
Imobilizado	R\$ 50.556,00	R\$ 55,00	R\$ (50.446,00)	R\$ (100.947,00)	R\$ (151.448,00)	R\$ (201.949,00)	R\$ (252.450,00)	R\$ (302.951,00)	R\$ (353.452,00)	R\$ (403.953,00)	R\$ (454.454,00)
Ativos não operacionais	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00	R\$ 68.136,00
	R\$ 1.303.202,00	R\$ 1.232.500,23	R\$ 1.164.609,46	R\$ 1.099.597,16	R\$ 1.037.532,40	R\$ 978.485,94	R\$ 922.530,20	R\$ 869.739,38	R\$ 820.189,41	R\$ 773.958,10	R\$ 731.125,07
Fornecedores	R\$ 311.023,00	R\$ 318.487,55	R\$ 326.131,25	R\$ 333.958,40	R\$ 341.973,41	R\$ 350.180,77	R\$ 358.585,11	R\$ 367.191,15	R\$ 376.003,74	R\$ 385.027,82	R\$ 394.268,49
Empréstimos	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00	R\$ 605.690,00
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Capital	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00	R\$ 389.000,00
Luc Acum	R\$ -	R\$ (82.237,28)	R\$ (161.940,40)	R\$ (239.048,56)	R\$ (313.499,46)	R\$ (385.229,35)	R\$ (454.172,91)	R\$ (520.263,26)	R\$ (583.431,95)	R\$ (643.608,83)	R\$ (700.722,12)
	R\$ 1.305.713,00	R\$ 1.230.940,28	R\$ 1.158.880,85	R\$ 1.089.599,85	R\$ 1.023.163,94	R\$ 959.641,42	R\$ 899.102,20	R\$ 841.617,88	R\$ 787.261,79	R\$ 736.108,99	R\$ 688.236,37
Fluxo de caixa		R\$ 1.559,95	R\$ 5.728,61	R\$ 9.997,31	R\$ 14.368,46	R\$ 18.844,52	R\$ 23.428,00	R\$ 28.121,49	R\$ 32.927,62	R\$ 37.849,10	R\$ 42.888,70
Vendas	0,024	R\$ 2.331.559,00	R\$ 2.387.516,42	R\$ 2.444.816,81	R\$ 2.503.492,41	R\$ 2.563.576,23	R\$ 2.625.102,06	R\$ 2.688.104,51	R\$ 2.752.619,02	R\$ 2.818.681,88	R\$ 2.886.330,24
CMV		R\$ (1.805.507,00)	R\$ (1.848.839,17)	R\$ (1.893.211,31)	R\$ (1.938.648,38)	R\$ (1.985.175,94)	R\$ (2.032.820,16)	R\$ (2.081.607,85)	R\$ (2.131.566,44)	R\$ (2.182.724,03)	R\$ (2.235.109,41)
Lucro Bruto		R\$ 526.052,00	R\$ 538.677,25	R\$ 551.605,50	R\$ 564.844,03	R\$ 578.400,29	R\$ 592.281,90	R\$ 606.496,66	R\$ 621.052,58	R\$ 635.957,85	R\$ 651.220,83
Desp. Oper.		R\$ (439.147,00)	R\$ (449.686,53)	R\$ (460.479,00)	R\$ (471.530,50)	R\$ (482.847,23)	R\$ (494.435,57)	R\$ (506.302,02)	R\$ (518.453,27)	R\$ (530.896,15)	R\$ (543.637,65)
LO =EBIT		R\$ 86.905,00	R\$ 88.990,72	R\$ 91.126,50	R\$ 93.313,53	R\$ 95.553,06	R\$ 97.846,33	R\$ 100.194,64	R\$ 102.599,31	R\$ 105.061,70	R\$ 107.583,18
Depreciação		R\$ (50.501,00)									
Desp. Financeira		R\$ (104.089,00)									
LAIR		R\$ (67.685,00)	R\$ (65.599,28)	R\$ (63.463,50)	R\$ (61.276,47)	R\$ (59.036,94)	R\$ (56.743,67)	R\$ (54.395,36)	R\$ (51.990,69)	R\$ (49.528,30)	R\$ (47.006,82)
IR	0,35	R\$ (23.689,75)	R\$ (22.959,75)	R\$ (22.212,23)	R\$ (21.446,76)	R\$ (20.662,93)	R\$ (19.860,28)	R\$ (19.038,37)	R\$ (18.196,74)	R\$ (17.334,91)	R\$ (16.452,39)
LL		R\$ (91.374,75)	R\$ (88.559,03)	R\$ (85.675,73)	R\$ (82.723,23)	R\$ (79.699,87)	R\$ (76.603,95)	R\$ (73.433,73)	R\$ (70.187,43)	R\$ (66.863,21)	R\$ (63.459,21)
LL/PL		-0,23489653	-0,288689012	-0,377327049	-0,551666779	-1,055619933	-20,31583551	1,126752466	0,534707299	0,343890028	0,249241975

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
QUALITY	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 3.361.315,00	R\$ 6.692.018,24	R\$ 10.105.478,61	R\$ 13.603.682,28	R\$ 17.188.663,09	R\$ 20.862.503,69	R\$ 24.627.336,72	R\$ 28.485.346,00	R\$ 32.438.767,74	R\$ 36.489.891,86	40641063,22
Estoque	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ 0
Clientes	R\$ 4.739.820,00	R\$ 4.853.575,68	R\$ 4.970.061,50	R\$ 5.089.342,97	R\$ 5.211.487,20	R\$ 5.336.562,90	R\$ 5.464.640,41	R\$ 5.595.791,78	R\$ 5.730.090,78	R\$ 5.867.612,96	6008435,668
Imobilizado	R\$ 1.248.171,00	R\$ 1.097.774,00	R\$ 947.377,00	R\$ 796.980,00	R\$ 646.583,00	R\$ 496.186,00	R\$ 345.789,00	R\$ 195.392,00	R\$ 44.995,00	R\$ (105.402,00)	-255799
Ativos não operacionais	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	R\$ 5.003.655,00	5003655
	R\$ 14.352.961,00	R\$ 17.647.022,92	R\$ 21.026.572,11	R\$ 24.493.660,25	R\$ 28.050.388,29	R\$ 31.698.907,59	R\$ 35.441.421,13	R\$ 39.280.184,77	R\$ 43.217.508,52	R\$ 47.255.757,82	51397354,89
Fornecedores	R\$ 817.897,00	R\$ 837.526,53	R\$ 857.627,16	R\$ 878.210,22	R\$ 899.287,26	R\$ 920.870,16	R\$ 942.971,04	R\$ 965.602,34	R\$ 988.776,80	R\$ 1.012.507,44	R\$ 1.036.807,62
Empréstimos	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Capital	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00	R\$ 7.433.959,00
Luc Acum	R\$ 2.207.584,00	R\$ 5.387.890,24	R\$ 8.650.953,61	R\$ 11.998.760,28	R\$ 15.433.344,09	R\$ 18.956.787,69	R\$ 22.571.223,72	R\$ 26.278.836,00	R\$ 30.081.860,74	R\$ 33.982.587,86	R\$ 37.983.362,22
	R\$ 10.459.440,00	R\$ 13.659.375,77	R\$ 16.942.539,77	R\$ 20.310.929,50	R\$ 23.766.590,35	R\$ 27.311.616,85	R\$ 30.948.153,76	R\$ 34.678.397,34	R\$ 38.504.596,54	R\$ 42.429.054,31	R\$ 46.454.128,84
Fluxo de caixa		R\$ 3.987.647,15	R\$ 4.084.032,33	R\$ 4.182.730,76	R\$ 4.283.797,94	R\$ 4.387.290,74	R\$ 4.493.267,37	R\$ 4.601.787,43	R\$ 4.712.911,98	R\$ 4.826.703,51	R\$ 4.943.226,04
Vendas	0,024	R\$ 27.358.618,00	R\$ 28.015.224,83	R\$ 28.687.590,23	R\$ 29.376.092,39	R\$ 30.081.118,61	R\$ 30.803.065,46	R\$ 31.542.339,03	R\$ 32.299.355,17	R\$ 33.074.539,69	R\$ 33.868.328,64
CMV		R\$ (20.786.692,00)	R\$ (21.285.572,61)	R\$ (21.796.426,35)	R\$ (22.319.540,58)	R\$ (22.855.209,56)	R\$ (23.403.734,59)	R\$ (23.965.424,22)	R\$ (24.540.594,40)	R\$ (25.129.568,66)	R\$ (25.732.678,31)
Lucro Bruto		R\$ 6.571.926,00	R\$ 6.729.652,22	R\$ 6.891.163,88	R\$ 7.056.551,81	R\$ 7.225.909,05	R\$ 7.399.330,87	R\$ 7.576.914,81	R\$ 7.758.760,77	R\$ 7.944.971,03	R\$ 8.135.650,33
Desp. Oper.		R\$ (3.733.890,00)	R\$ (3.823.503,36)	R\$ (3.915.267,44)	R\$ (4.009.233,86)	R\$ (4.105.455,47)	R\$ (4.203.986,40)	R\$ (4.304.882,08)	R\$ (4.408.199,25)	R\$ (4.513.996,03)	R\$ (4.622.331,93)
LO =EBIT		R\$ 2.838.036,00	R\$ 2.906.148,86	R\$ 2.975.896,44	R\$ 3.047.317,95	R\$ 3.120.453,58	R\$ 3.195.344,47	R\$ 3.272.032,74	R\$ 3.350.561,52	R\$ 3.430.975,00	R\$ 3.513.318,40
Depreciação		R\$ (150.397,00)									
Desp. Financeira		R\$ (70.103,00)									
LAIR		R\$ 2.617.536,00	R\$ 2.685.648,86	R\$ 2.755.396,44	R\$ 2.826.817,95	R\$ 2.899.953,58	R\$ 2.974.844,47	R\$ 3.051.532,74	R\$ 3.130.061,52	R\$ 3.210.475,00	R\$ 3.292.818,40
IR	0,35	R\$ 916.137,60	R\$ 939.977,10	R\$ 964.388,75	R\$ 989.386,28	R\$ 1.014.983,75	R\$ 1.041.195,56	R\$ 1.068.036,46	R\$ 1.095.521,53	R\$ 1.123.666,25	R\$ 1.152.486,44
LL		R\$ 3.533.673,60	R\$ 3.625.625,97	R\$ 3.719.785,19	R\$ 3.816.204,23	R\$ 3.914.937,34	R\$ 4.016.040,03	R\$ 4.119.569,19	R\$ 4.225.583,05	R\$ 4.334.141,25	R\$ 4.445.304,84
LL/PL		0,366504988	0,282769349	0,231259273	0,196380351	0,171202407	0,152176067	0,137295254	0,125340633	0,115528363	0,107331614

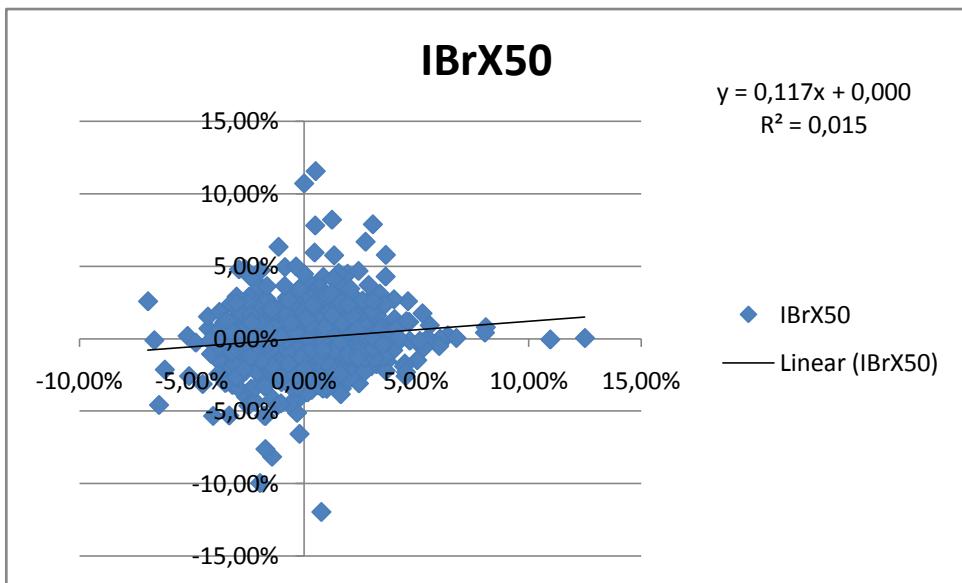
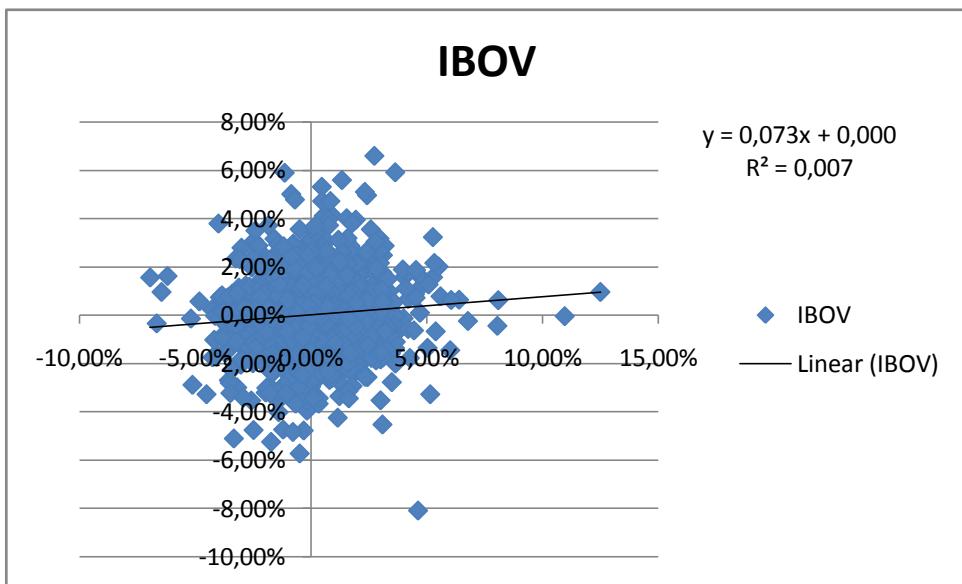
Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
SENIOR	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 44.105.406,00	R\$ 51.850.243,70	R\$ 59.834.199,58	R\$ 68.063.012,48	R\$ 76.542.558,97	R\$ 85.278.856,65	R\$ 94.278.067,55	R\$ 103.546.501,59	R\$ 113.090.620,12	R\$ 122.917.039,58	R\$ 133.032.535,18
Estoque	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Clientes	R\$ 10.556.190,00	R\$ 10.809.538,56	R\$ 11.068.967,49	R\$ 11.334.622,71	R\$ 11.606.653,65	R\$ 11.885.213,34	R\$ 12.170.458,46	R\$ 12.462.549,46	R\$ 12.761.650,65	R\$ 13.067.930,26	R\$ 13.381.560,59
Imobilizado	R\$ 880.821,00	R\$ (1.853.624,00)	R\$ (4.588.069,00)	R\$ (7.322.514,00)	R\$ (10.056.959,00)	R\$ (12.791.404,00)	R\$ (15.525.849,00)	R\$ (18.260.294,00)	R\$ (20.994.739,00)	R\$ (23.729.184,00)	R\$ (26.463.629,00)
Ativos não operacionais	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00	R\$ 22.057.363,00
	R\$ 77.599.780,00	R\$ 82.863.521,26	R\$ 88.372.461,07	R\$ 94.132.484,19	R\$ 100.149.616,62	R\$ 106.430.028,99	R\$ 112.980.040,01	R\$ 119.806.120,05	R\$ 126.914.894,77	R\$ 134.313.148,84	R\$ 142.007.829,77
Fornecedores	R\$ 713.957,00	R\$ 731.091,97	R\$ 748.638,18	R\$ 766.605,49	R\$ 785.004,02	R\$ 803.844,12	R\$ 823.136,38	R\$ 842.891,65	R\$ 863.121,05	R\$ 883.835,96	R\$ 905.048,02
Empréstimos	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00	R\$ 3.991.077,00
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Capital	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00	R\$ 50.560.594,00
Luc Acum	R\$ 14.195.641,00	R\$ 19.206.033,70	R\$ 24.455.544,58	R\$ 29.949.912,48	R\$ 35.695.013,97	R\$ 41.696.866,65	R\$ 47.961.632,55	R\$ 54.495.621,59	R\$ 61.305.295,12	R\$ 68.397.269,58	R\$ 75.778.320,18
	R\$ 69.461.269,00	R\$ 74.488.796,67	R\$ 79.755.853,76	R\$ 85.268.188,97	R\$ 91.031.688,99	R\$ 97.052.381,77	R\$ 103.336.439,93	R\$ 109.890.184,24	R\$ 116.720.087,18	R\$ 123.832.776,54	R\$ 131.235.039,20
Fluxo de caixa		R\$ 8.374.724,59	R\$ 8.616.607,31	R\$ 8.864.295,21	R\$ 9.117.927,63	R\$ 9.377.647,22	R\$ 9.643.600,08	R\$ 9.915.935,81	R\$ 10.194.807,60	R\$ 10.480.372,31	R\$ 10.772.790,57
Vendas	0,024	R\$ 71.010.887,00	R\$ 72.715.148,29	R\$ 74.460.311,85	R\$ 76.247.359,33	R\$ 78.077.295,96	R\$ 79.951.151,06	R\$ 81.869.978,68	R\$ 83.834.858,17	R\$ 85.846.894,77	R\$ 87.907.220,24
CMV		R\$ (43.524.167,00)	R\$ (44.568.747,01)	R\$ (45.638.396,94)	R\$ (46.733.718,46)	R\$ (47.855.327,71)	R\$ (49.003.855,57)	R\$ (50.179.948,10)	R\$ (51.384.266,86)	R\$ (52.617.489,26)	R\$ (53.880.309,01)
Lucro Bruto		R\$ 27.486.720,00	R\$ 28.146.401,28	R\$ 28.821.914,91	R\$ 29.513.640,87	R\$ 30.221.968,25	R\$ 30.947.295,49	R\$ 31.690.030,58	R\$ 32.450.591,31	R\$ 33.229.405,50	R\$ 34.026.911,24
Desp. Oper.		R\$ (19.286.508,00)	R\$ (19.749.384,19)	R\$ (20.223.369,41)	R\$ (20.708.730,28)	R\$ (21.205.739,81)	R\$ (21.714.677,56)	R\$ (22.235.829,82)	R\$ (22.769.489,74)	R\$ (23.315.957,49)	R\$ (23.875.540,47)
LO =EBIT		R\$ 8.200.212,00	R\$ 8.397.017,09	R\$ 8.598.545,50	R\$ 8.804.910,59	R\$ 9.016.228,44	R\$ 9.232.617,93	R\$ 9.454.200,76	R\$ 9.681.101,58	R\$ 9.913.448,01	R\$ 10.151.370,77
Depreciação		R\$ (2.734.445,00)									
Desp. Financeira		R\$ (1.341.987,00)									
LAIR		R\$ 4.123.780,00	R\$ 4.320.585,09	R\$ 4.522.113,50	R\$ 4.728.478,59	R\$ 4.939.796,44	R\$ 5.156.185,93	R\$ 5.377.768,76	R\$ 5.604.669,58	R\$ 5.837.016,01	R\$ 6.074.938,77
IR	0,35	R\$ 1.443.323,00	R\$ 1.512.204,78	R\$ 1.582.739,72	R\$ 1.654.967,51	R\$ 1.728.928,76	R\$ 1.804.665,07	R\$ 1.882.219,06	R\$ 1.961.634,35	R\$ 2.042.955,60	R\$ 2.126.228,57
LL		R\$ 5.567.103,00	R\$ 5.832.789,87	R\$ 6.104.853,22	R\$ 6.383.446,10	R\$ 6.668.725,20	R\$ 6.960.851,00	R\$ 7.259.987,82	R\$ 7.566.303,93	R\$ 7.879.971,62	R\$ 8.201.167,33
LJ/PL		0,085970146	0,083604297	0,081380531	0,079287119	0,077313526	0,075450277	0,07368832	0,072021478	0,070441237	0,068941784

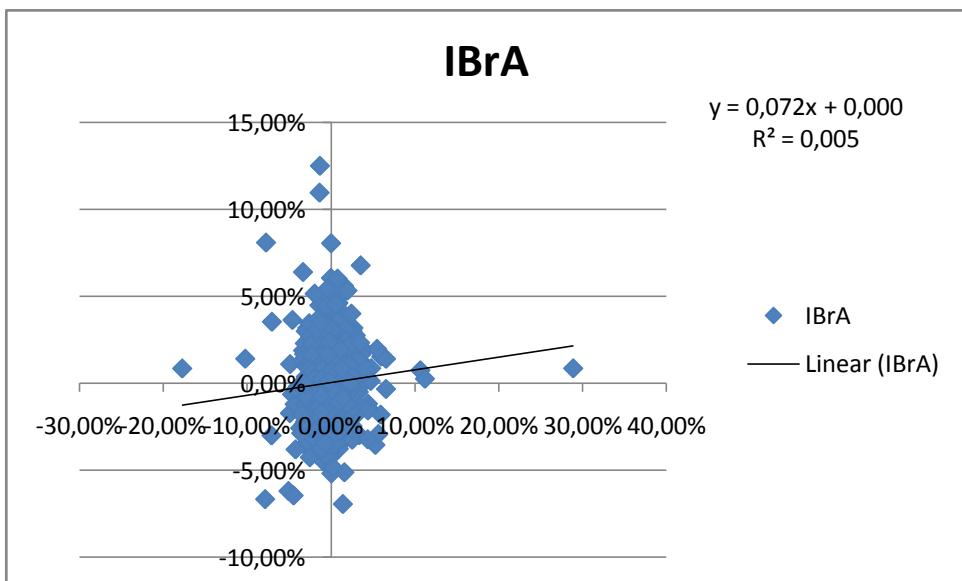
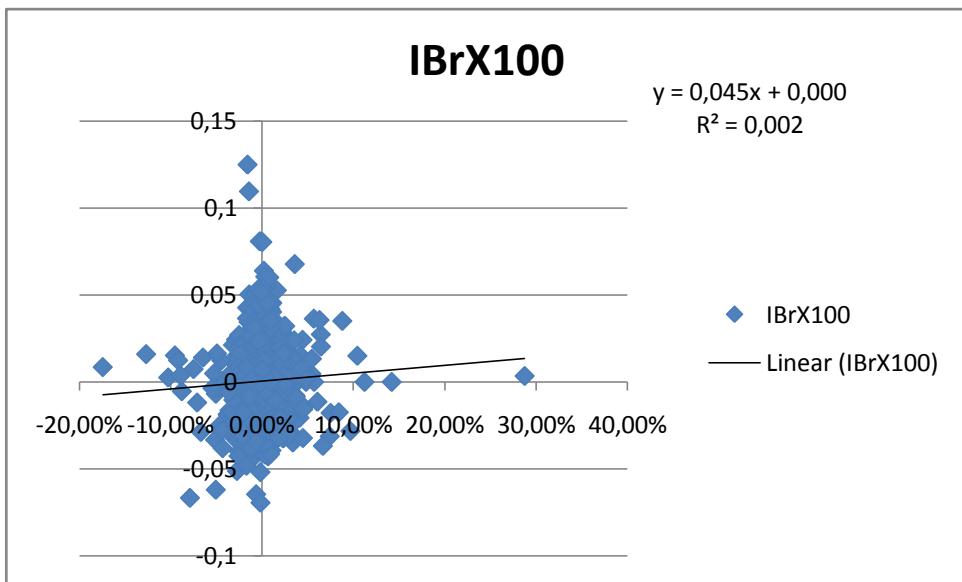
Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
TELEC Bras.	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 390.170,00	R\$ 416.356,90	R\$ 443.788,57	R\$ 472.494,91	R\$ 502.506,49	R\$ 533.854,65	R\$ 566.571,46	R\$ 600.689,76	R\$ 636.243,21	R\$ 673.266,24	R\$ 711.794,11	
Estoque	R\$ -											
Clientes	R\$ 88.964,00	R\$ 91.099,14	R\$ 93.285,52	R\$ 95.524,37	R\$ 97.816,95	R\$ 100.164,56	R\$ 102.568,51	R\$ 105.030,15	R\$ 107.550,88	R\$ 110.132,10	R\$ 112.775,27	
Imobilizado	R\$ 929.901,00											
Ativos não operacionais	R\$ 17.709,00											
	R\$ 1.426.744,00	R\$ 1.455.066,03	R\$ 1.484.684,09	R\$ 1.515.629,27	R\$ 1.547.933,44	R\$ 1.581.629,20	R\$ 1.616.749,96	R\$ 1.653.329,92	R\$ 1.691.404,09	R\$ 1.731.008,33	R\$ 1.772.179,38	
Fornecedores	R\$ 264.998,00	R\$ 271.357,95	R\$ 277.870,54	R\$ 284.539,44	R\$ 291.368,38	R\$ 298.361,22	R\$ 305.521,89	R\$ 312.854,42	R\$ 320.362,92	R\$ 328.051,63	R\$ 335.924,87	
Empréstimos	R\$ -											
Impostos á pagar	R\$ -											
Capital	R\$ 263.145,00											
Luc Acum	R\$ (190.567,00)	R\$ (164.380,11)	R\$ (136.948,43)	R\$ (108.242,09)	R\$ (78.230,51)	R\$ (46.882,35)	R\$ (14.165,54)	R\$ 19.952,76	R\$ 55.506,21	R\$ 92.529,24	R\$ 131.057,11	
	R\$ 337.576,00	R\$ 370.122,85	R\$ 404.067,11	R\$ 439.442,34	R\$ 476.282,87	R\$ 514.623,87	R\$ 554.501,35	R\$ 595.952,18	R\$ 639.014,13	R\$ 683.725,87	R\$ 730.126,98	
Fluxo de caixa		R\$ 1.084.943,18	R\$ 1.080.616,97	R\$ 1.076.186,93	R\$ 1.071.650,57	R\$ 1.067.005,34	R\$ 1.062.248,62	R\$ 1.057.377,73	R\$ 1.052.389,95	R\$ 1.047.282,46	R\$ 1.042.052,39	
Vendas	0,024	R\$ 131.432,00	R\$ 134.586,37	R\$ 137.816,44	R\$ 141.124,04	R\$ 144.511,01	R\$ 147.979,28	R\$ 151.530,78	R\$ 155.167,52	R\$ 158.891,54	R\$ 162.704,94	
CMV		R\$ (69.320,00)	R\$ (70.983,68)	R\$ (72.687,29)	R\$ (74.431,78)	R\$ (76.218,15)	R\$ (78.047,38)	R\$ (79.920,52)	R\$ (81.838,61)	R\$ (83.802,74)	R\$ (85.814,00)	
Lucro Bruto		R\$ 62.112,00	R\$ 63.602,69	R\$ 65.129,15	R\$ 66.692,25	R\$ 68.292,87	R\$ 69.931,90	R\$ 71.610,26	R\$ 73.328,91	R\$ 75.088,80	R\$ 76.890,93	
Desp. Oper.		R\$ (19.424,00)	R\$ (19.890,18)	R\$ (20.367,54)	R\$ (20.856,36)	R\$ (21.356,91)	R\$ (21.869,48)	R\$ (22.394,35)	R\$ (22.931,81)	R\$ (23.482,18)	R\$ (24.045,75)	
LO =EBIT		R\$ 42.688,00	R\$ 43.712,51	R\$ 44.761,61	R\$ 45.835,89	R\$ 46.935,95	R\$ 48.062,42	R\$ 49.215,91	R\$ 50.397,10	R\$ 51.606,63	R\$ 52.845,18	
Depreciação		R\$ -										
Desp. Financeira		R\$ (21.135,00)										
LAIR		R\$ 21.553,00	R\$ 22.577,51	R\$ 23.626,61	R\$ 24.700,89	R\$ 25.800,95	R\$ 26.927,42	R\$ 28.080,91	R\$ 29.262,10	R\$ 30.471,63	R\$ 31.710,18	
IR	0,35	R\$ 7.543,55	R\$ 7.902,13	R\$ 8.269,31	R\$ 8.645,31	R\$ 9.030,33	R\$ 9.424,60	R\$ 9.828,32	R\$ 10.241,73	R\$ 10.665,07	R\$ 11.098,56	
LL		R\$ 29.096,55	R\$ 30.479,64	R\$ 31.895,93	R\$ 33.346,20	R\$ 34.831,29	R\$ 36.352,01	R\$ 37.909,23	R\$ 39.503,83	R\$ 41.136,69	R\$ 42.808,75	
LL/PL		0,400900411	0,308608045	0,252747963	0,215271641	0,188364286	0,168091953	0,152258478	0,139541294	0,129096306	0,120359432	

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
TOTVS	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10	
Caixa	R\$ 697.901,00	R\$ 1.030.220,23	R\$ 1.372.660,20	R\$ 1.725.463,80	R\$ 2.088.879,76	R\$ 2.463.162,78	R\$ 2.848.573,66	R\$ 3.245.379,48	R\$ 3.653.853,72	R\$ 4.074.276,41	R\$ 4.506.934,32	
Estoque	R\$ -	R\$ -										
Clientes	R\$ 389.496,00	R\$ 398.843,90	R\$ 408.416,16	R\$ 418.218,15	R\$ 428.255,38	R\$ 438.533,51	R\$ 449.058,31	R\$ 459.835,71	R\$ 470.871,77	R\$ 482.172,69	R\$ 493.744,84	
Imobilizado	R\$ 79.121,00	R\$ (9.807,00)	R\$ (98.735,00)	R\$ (187.663,00)	R\$ (276.591,00)	R\$ (365.519,00)	R\$ (454.447,00)	R\$ (543.375,00)	R\$ (632.303,00)	R\$ (721.231,00)	R\$ (810.159,00)	
Ativos não operacionais	R\$ 652.086,00											
	R\$ 1.818.604,00	R\$ 2.071.343,13	R\$ 2.334.427,35	R\$ 2.608.104,94	R\$ 2.892.630,14	R\$ 3.188.263,29	R\$ 3.495.270,98	R\$ 3.813.926,20	R\$ 4.144.508,49	R\$ 4.487.304,11	R\$ 4.842.606,16	
Fornecedores	R\$ 35.479,00	R\$ 36.330,50	R\$ 37.202,43	R\$ 38.095,29	R\$ 39.009,57	R\$ 39.945,80	R\$ 40.904,50	R\$ 41.886,21	R\$ 42.891,48	R\$ 43.920,87	R\$ 44.974,98	
Empréstimos	R\$ 595.344,00											
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -										
Capital	R\$ 526.592,00											
Luc Acum	R\$ 262.798,00	R\$ 506.189,23	R\$ 759.701,20	R\$ 1.023.576,80	R\$ 1.298.064,76	R\$ 1.583.419,78	R\$ 1.879.902,66	R\$ 2.187.780,48	R\$ 2.507.326,72	R\$ 2.838.821,41	R\$ 3.182.551,32	
	R\$ 1.420.213,00	R\$ 1.664.455,73	R\$ 1.918.839,62	R\$ 2.183.608,08	R\$ 2.459.010,33	R\$ 2.745.301,58	R\$ 3.042.743,16	R\$ 3.351.602,69	R\$ 3.672.154,20	R\$ 4.004.678,29	R\$ 4.349.462,30	
Fluxo de caixa		R\$ 406.887,41	R\$ 415.587,73	R\$ 424.496,86	R\$ 433.619,81	R\$ 442.961,71	R\$ 452.527,81	R\$ 462.323,50	R\$ 472.354,29	R\$ 482.625,82	R\$ 493.143,86	
Vendas	0,024	R\$ 1.772.447,00	R\$ 1.814.985,73	R\$ 1.858.545,39	R\$ 1.903.150,47	R\$ 1.948.826,09	R\$ 1.995.597,91	R\$ 2.043.492,26	R\$ 2.092.536,08	R\$ 2.142.756,94	R\$ 2.194.183,11	
CMV		R\$ (599.159,00)	R\$ (613.538,82)	R\$ (628.263,75)	R\$ (643.342,08)	R\$ (658.782,29)	R\$ (674.593,06)	R\$ (690.783,30)	R\$ (707.362,09)	R\$ (724.338,79)	R\$ (741.722,92)	
Lucro Bruto		R\$ 1.173.288,00	R\$ 1.201.446,91	R\$ 1.230.281,64	R\$ 1.259.808,40	R\$ 1.290.043,80	R\$ 1.321.004,85	R\$ 1.352.708,97	R\$ 1.385.173,98	R\$ 1.418.418,16	R\$ 1.452.460,19	
Desp. Oper.		R\$ (826.212,00)	R\$ (846.041,09)	R\$ (866.346,07)	R\$ (887.138,38)	R\$ (908.429,70)	R\$ (930.232,01)	R\$ (952.557,58)	R\$ (975.418,96)	R\$ (998.829,02)	R\$ (1.022.800,92)	
LO =EBIT		R\$ 347.076,00	R\$ 355.405,82	R\$ 363.935,56	R\$ 372.670,02	R\$ 381.614,10	R\$ 390.772,84	R\$ 400.151,38	R\$ 409.755,02	R\$ 419.589,14	R\$ 429.659,28	
Depreciação		R\$ (88.928,00)										
Desp. Financeira		R\$ (57.826,00)										
LAIR		R\$ 200.322,00	R\$ 208.651,82	R\$ 217.181,56	R\$ 225.916,02	R\$ 234.860,10	R\$ 244.018,84	R\$ 253.397,38	R\$ 263.001,02	R\$ 272.835,14	R\$ 282.905,28	
IR	0,35	R\$ 70.112,70	R\$ 73.028,14	R\$ 76.013,55	R\$ 79.070,61	R\$ 82.201,03	R\$ 85.406,59	R\$ 88.689,08	R\$ 92.050,36	R\$ 95.492,30	R\$ 99.016,85	
LL		R\$ 270.434,70	R\$ 281.679,96	R\$ 293.195,11	R\$ 304.986,62	R\$ 317.061,13	R\$ 329.425,43	R\$ 342.086,47	R\$ 355.051,37	R\$ 368.327,44	R\$ 381.922,12	
LL/PL		0,342586934	0,272739235	0,22793801	0,196744138	0,173764808	0,156124924	0,142151352	0,130804219	0,121403198	0,11348446	

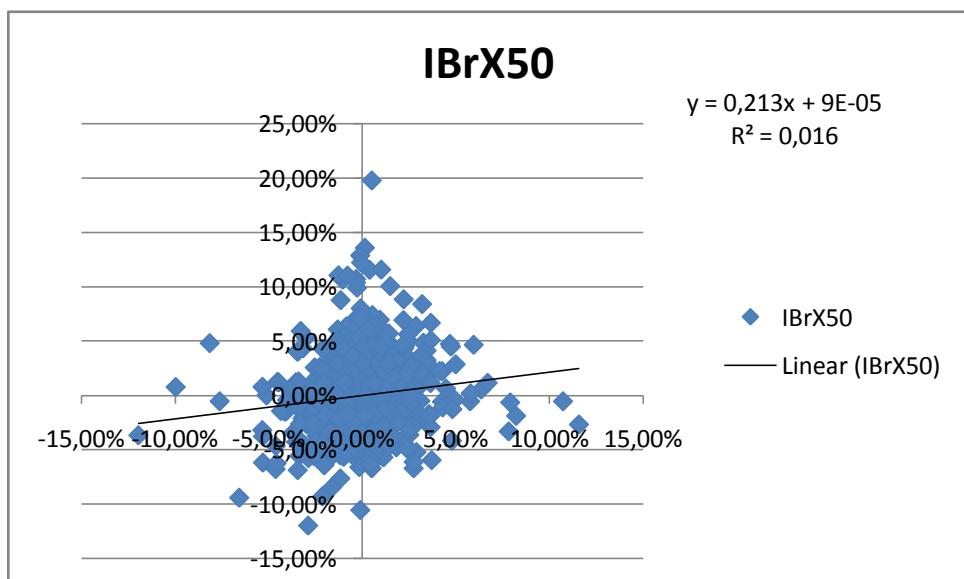
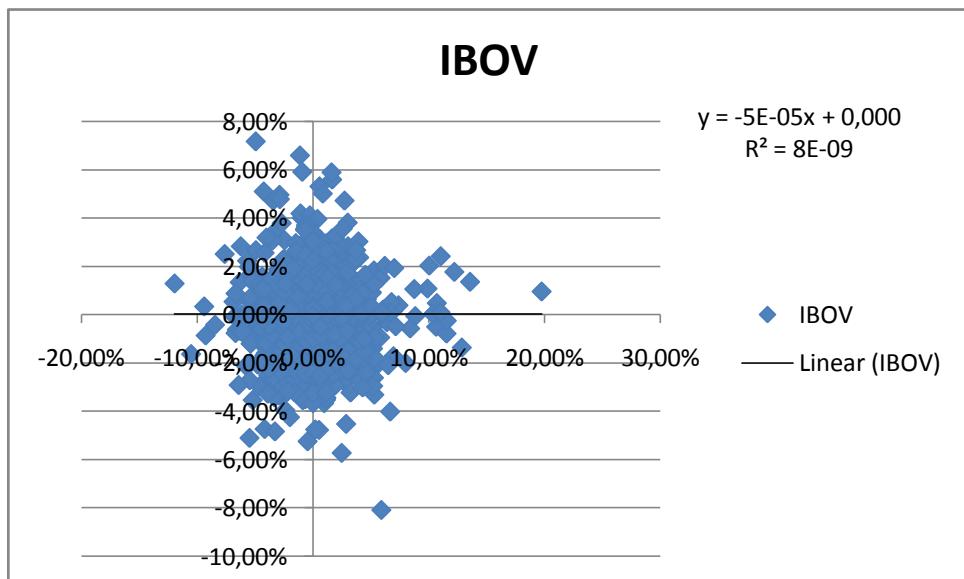
## APÊNDICE II - Projeções do cálculo do Beta de cada ativo

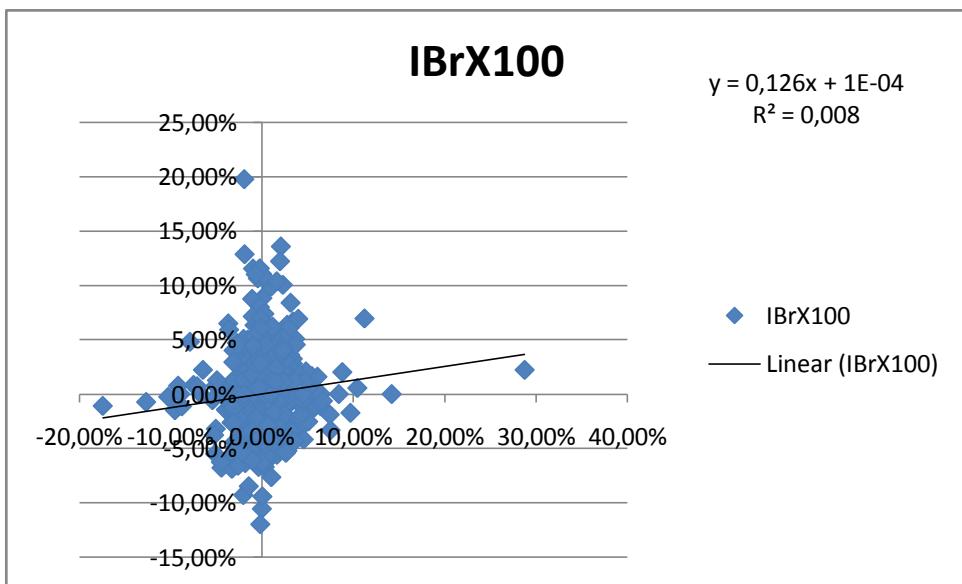
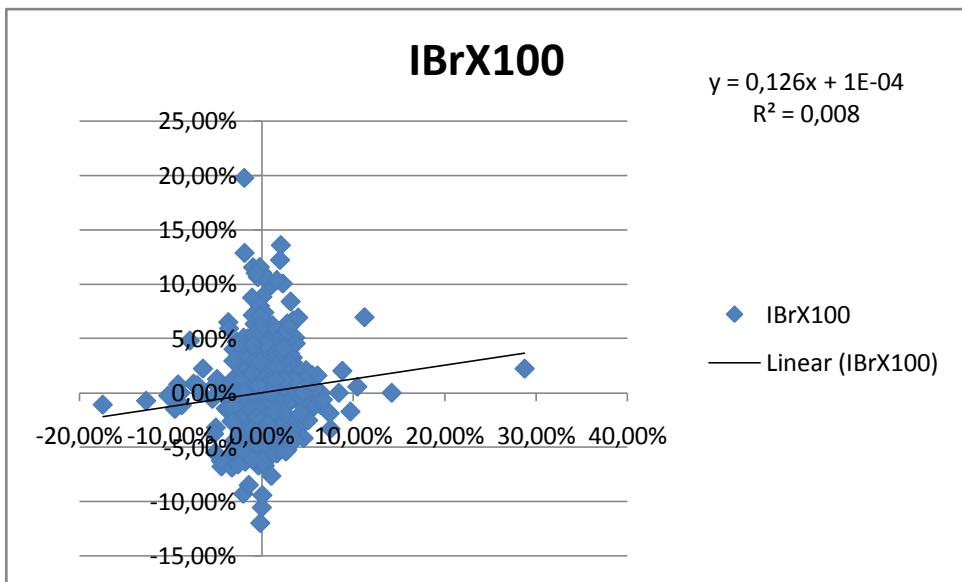
### BEMATECH S.A – BEMA3 ON



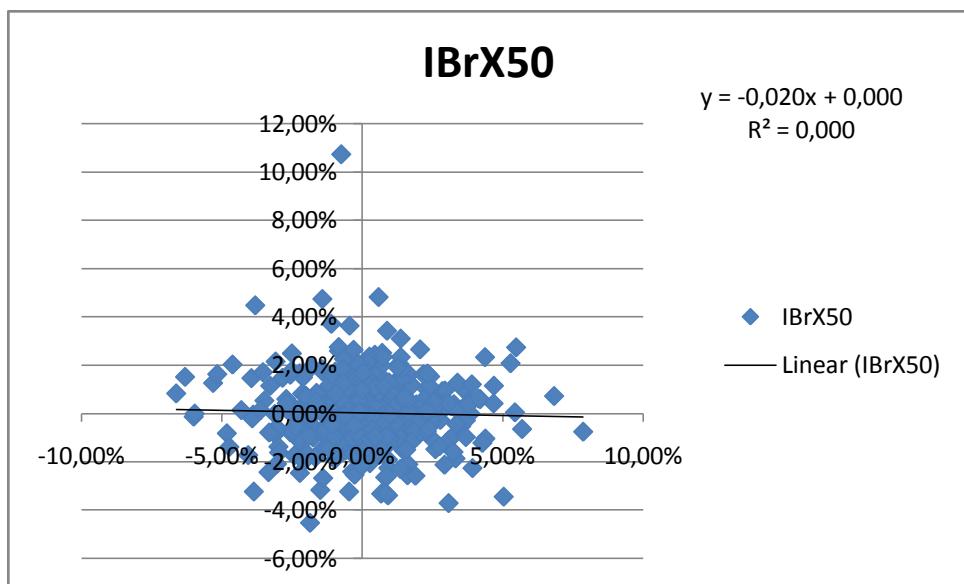
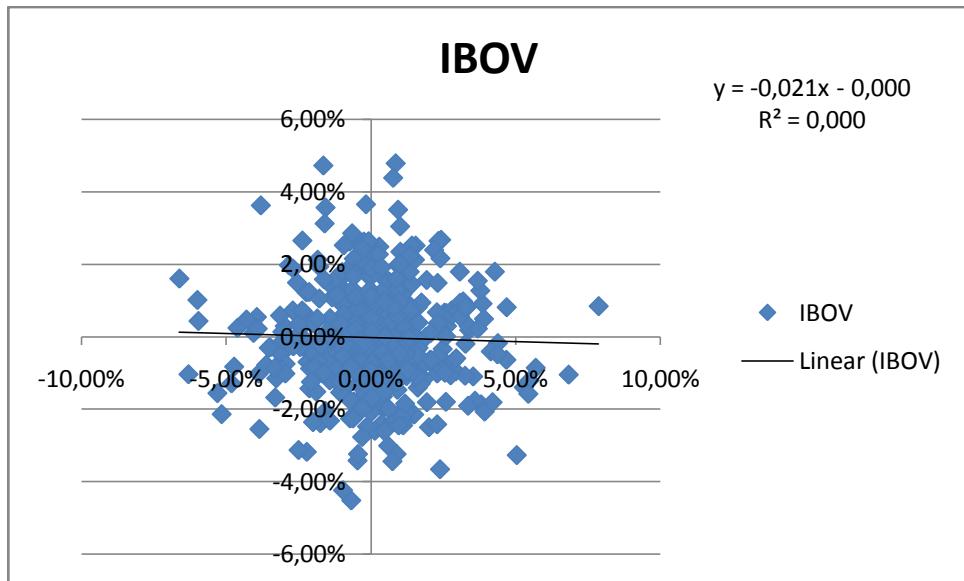


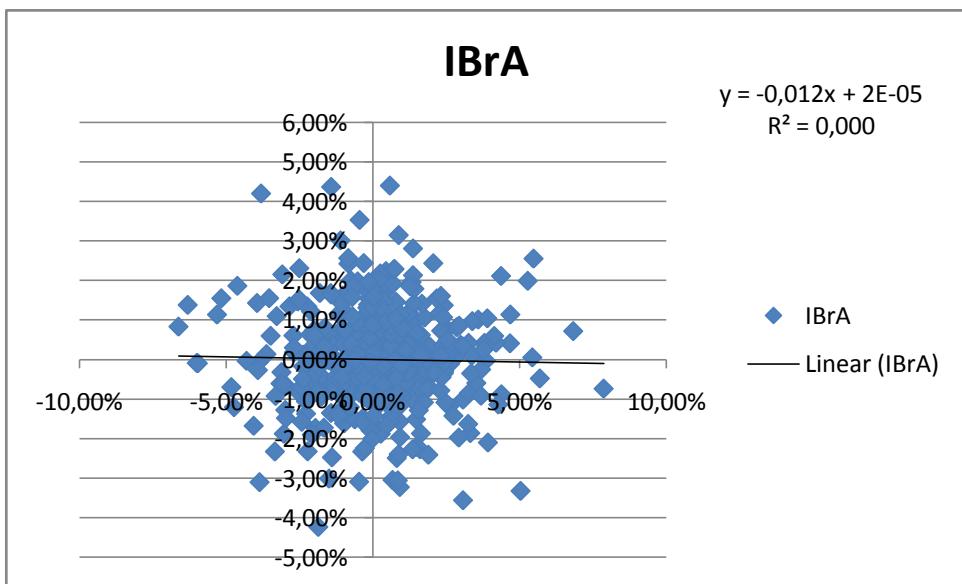
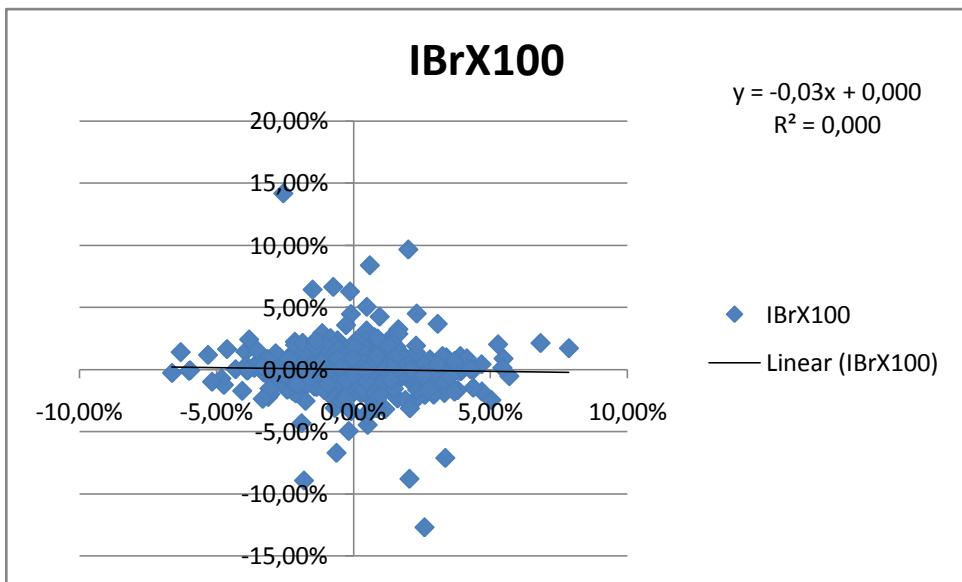
### IDEIASNET S.A IDNT3 ON



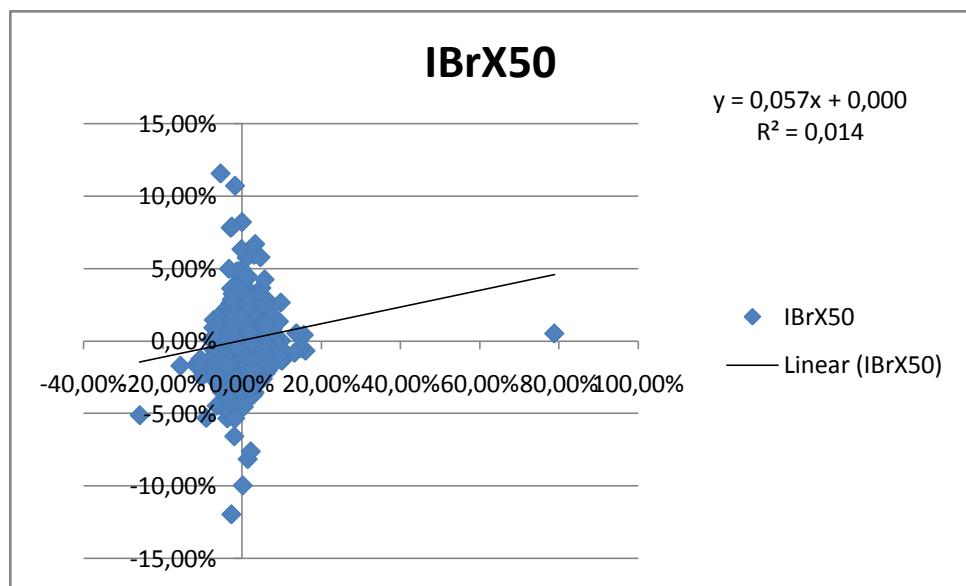
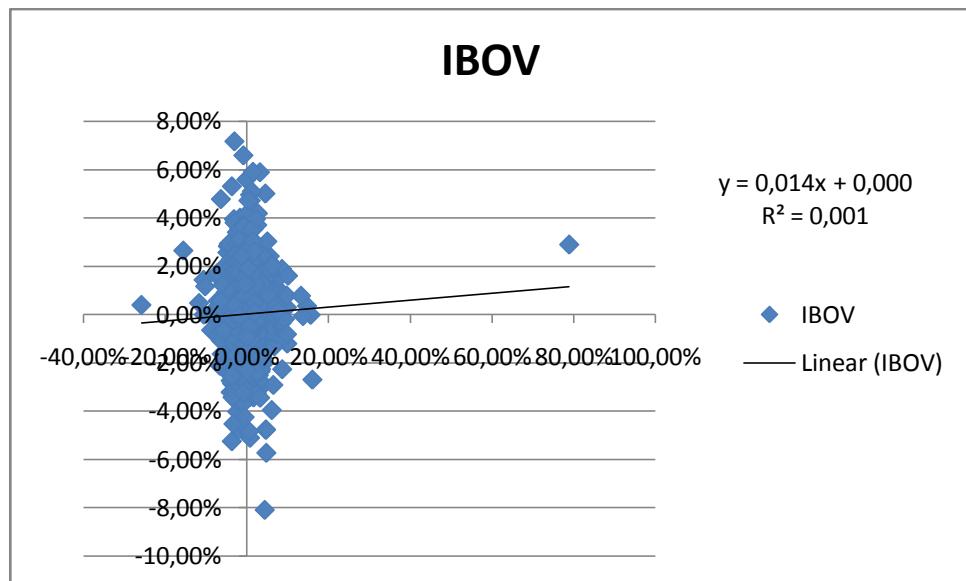


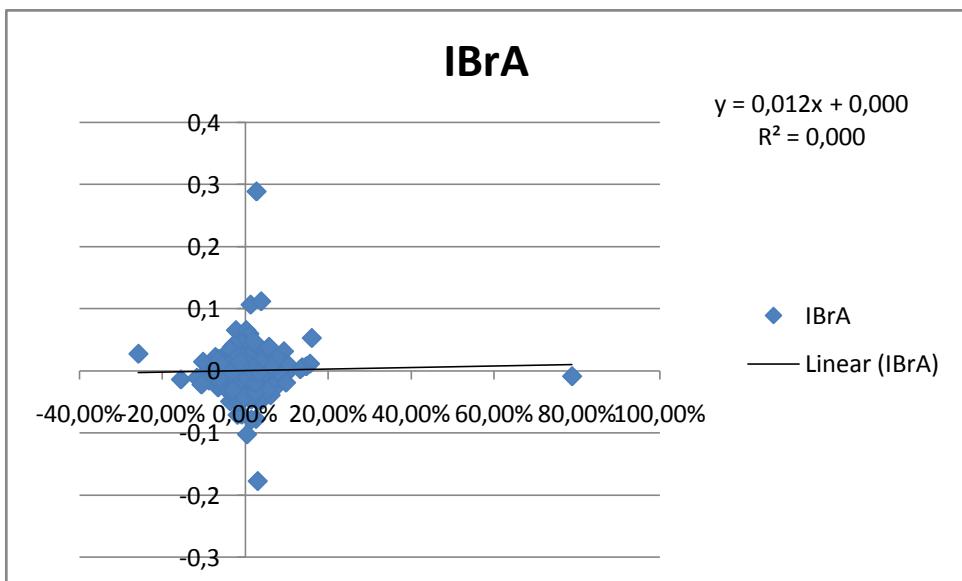
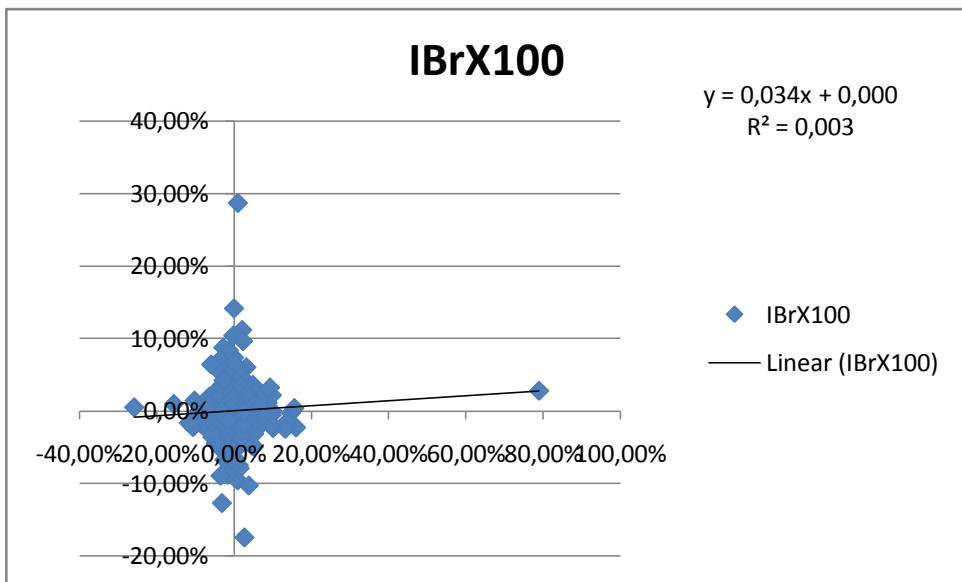
### LINX S.A LINX3 ON



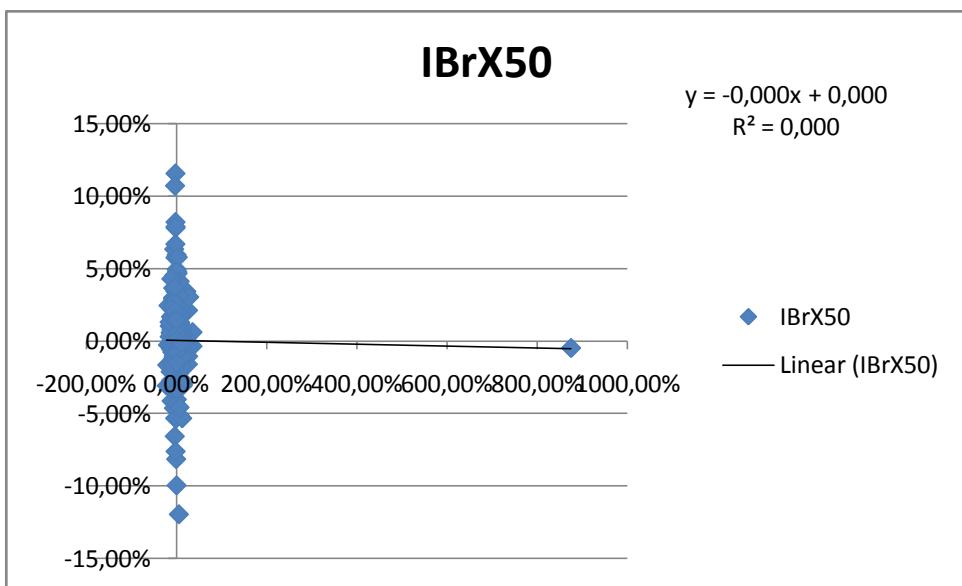
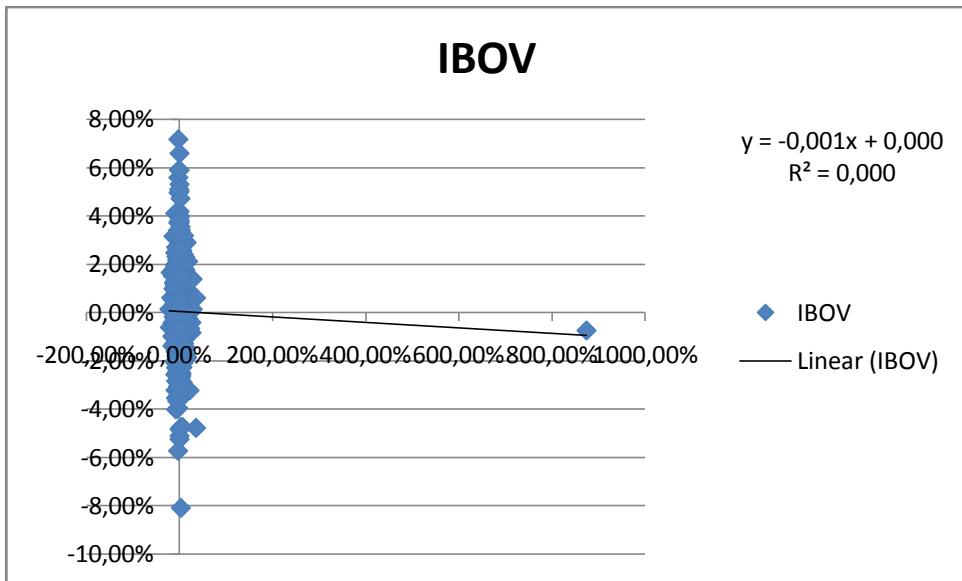


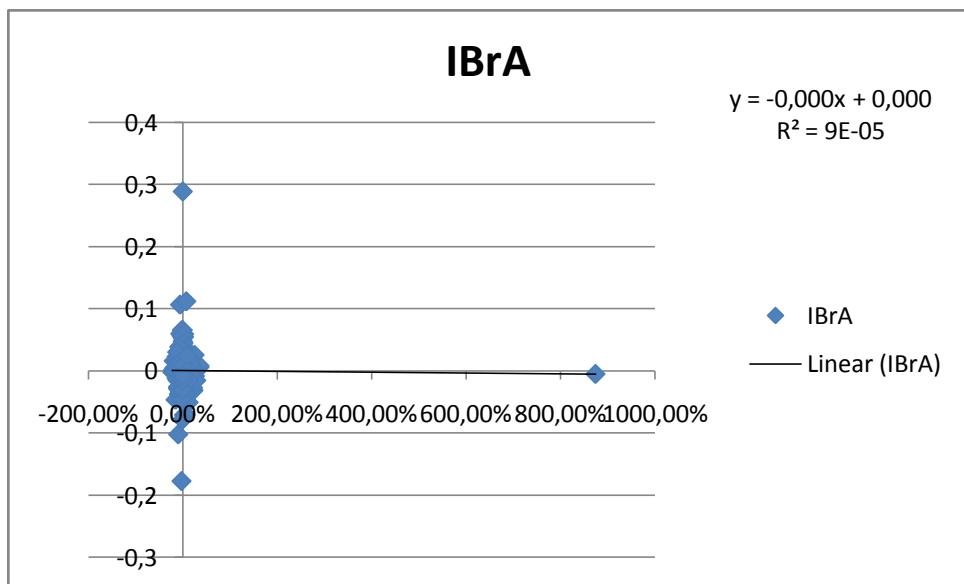
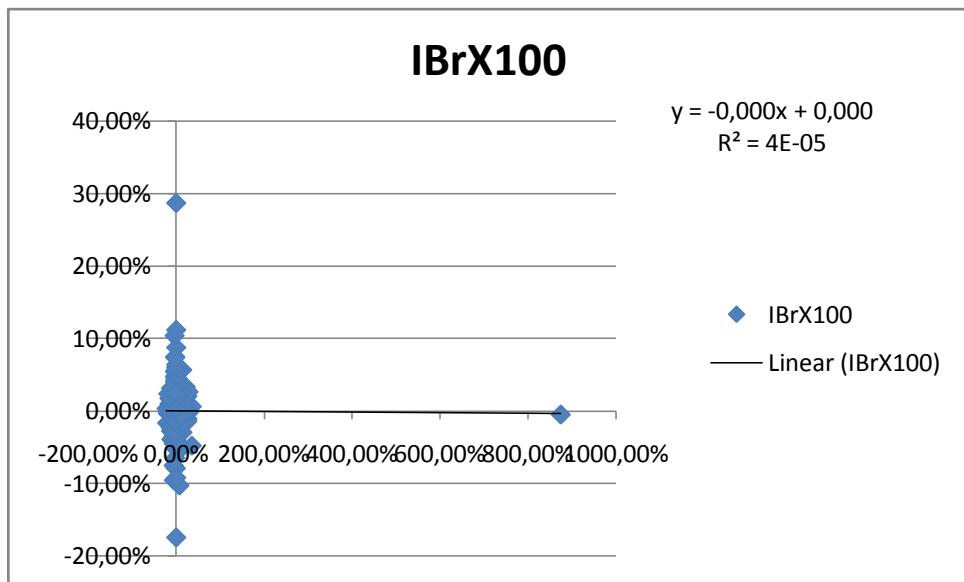
## POSITIVO S.A POSI3 ON



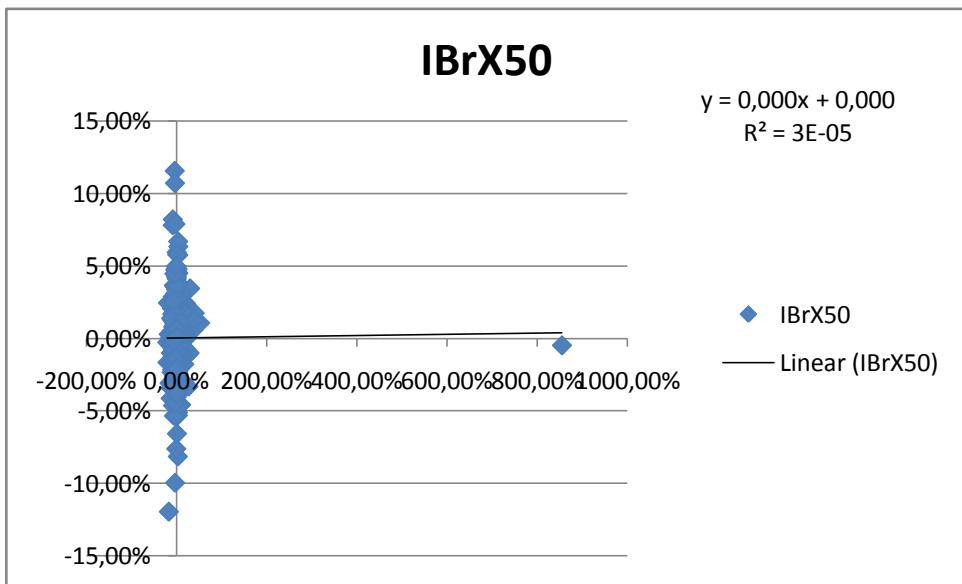
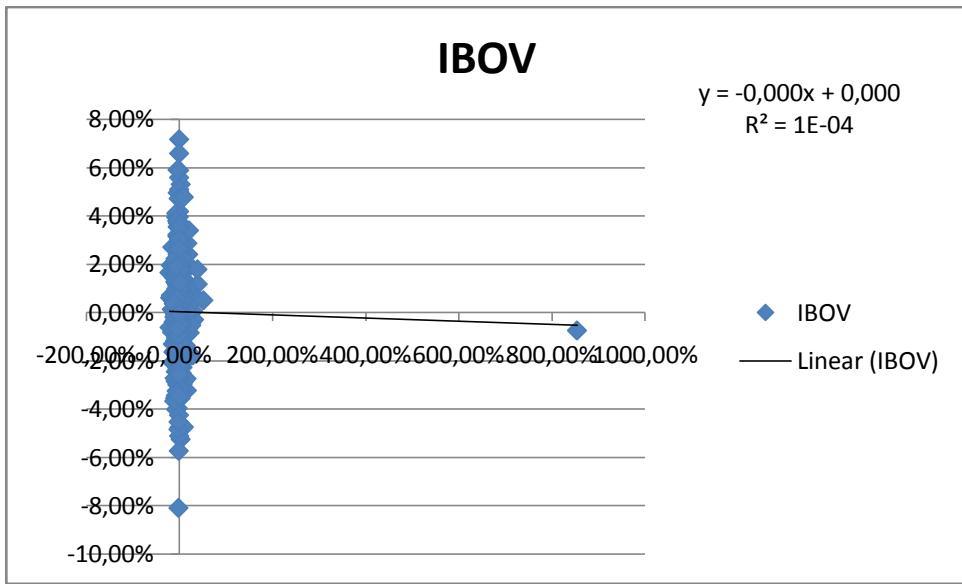


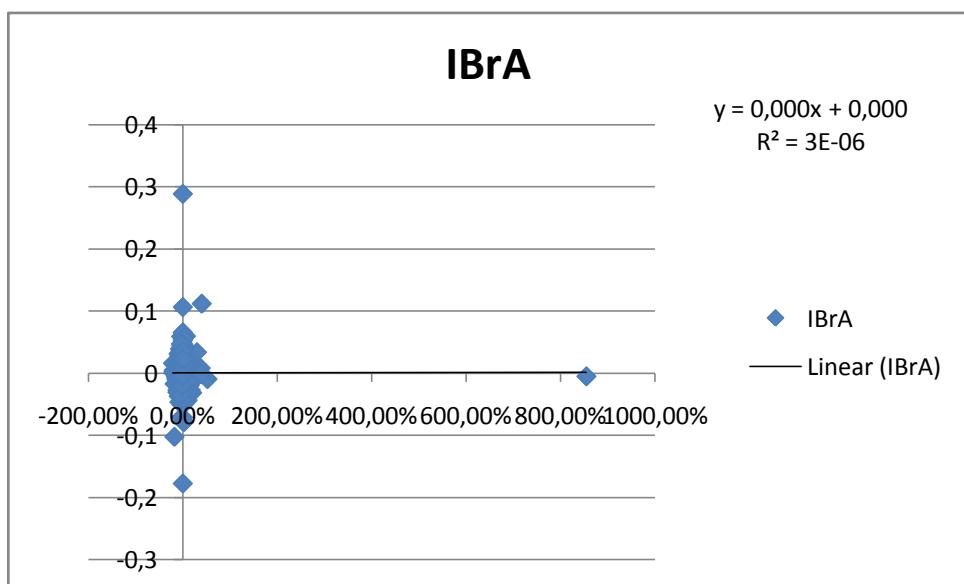
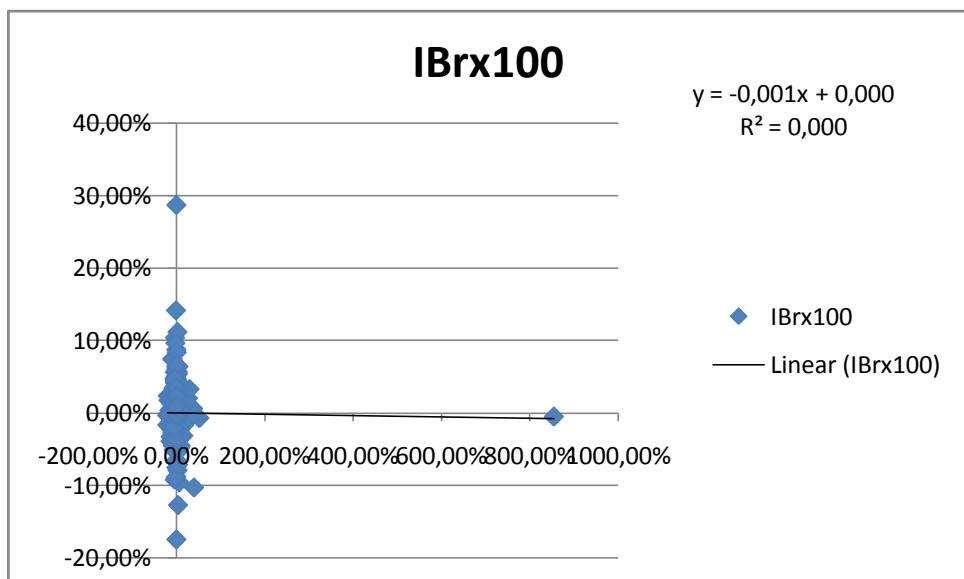
TELEC BRASILEIRAS S.A TELB3



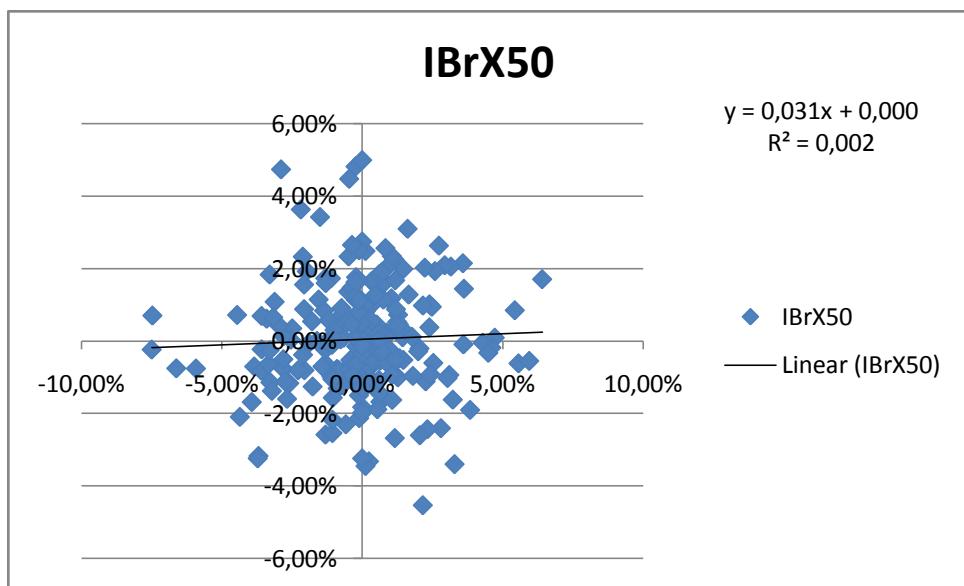
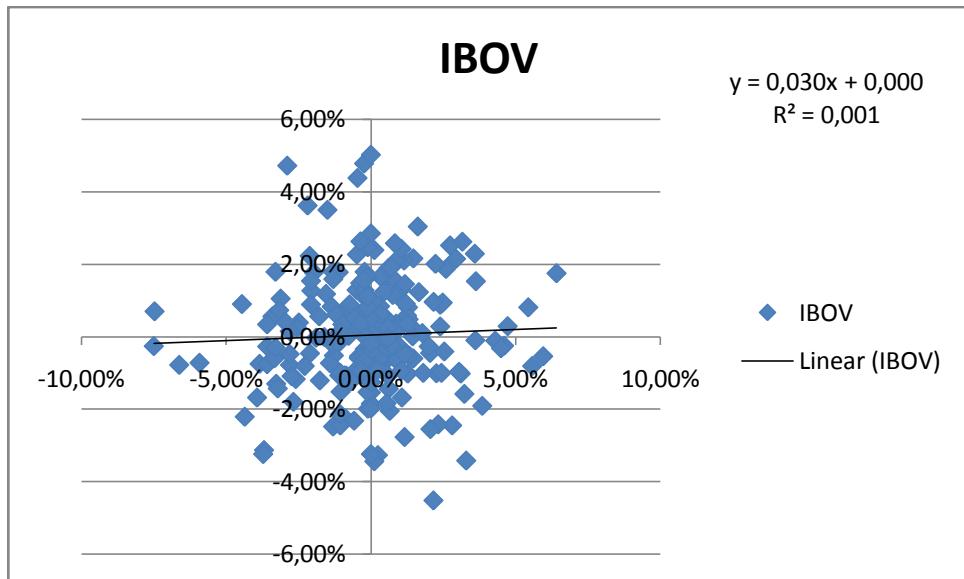


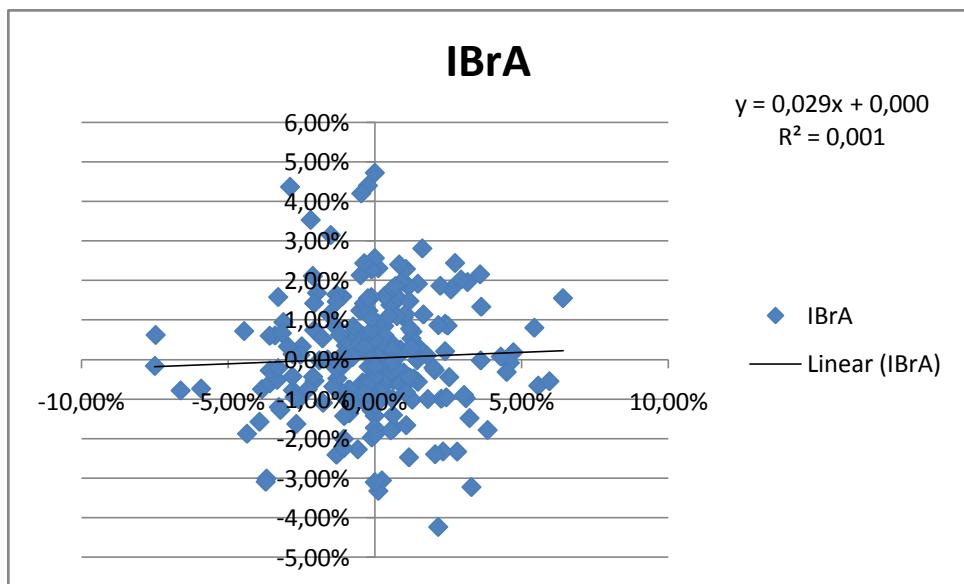
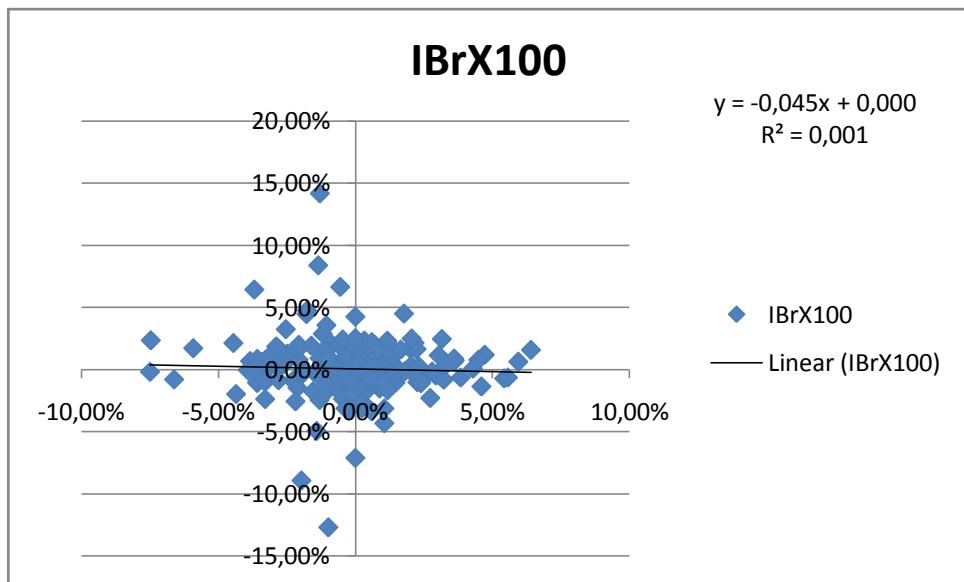
## TELEC BRASILEIRAS S.A TELB4



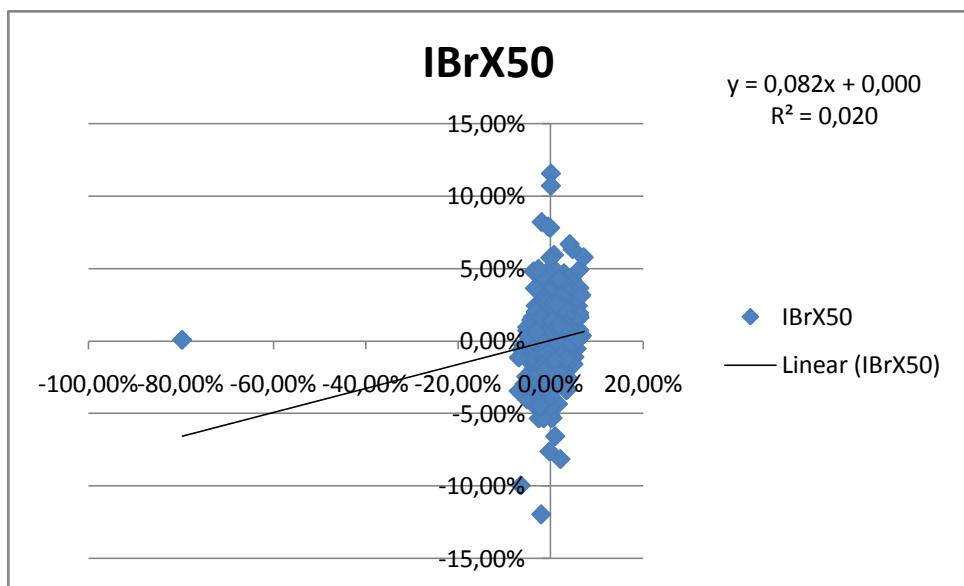
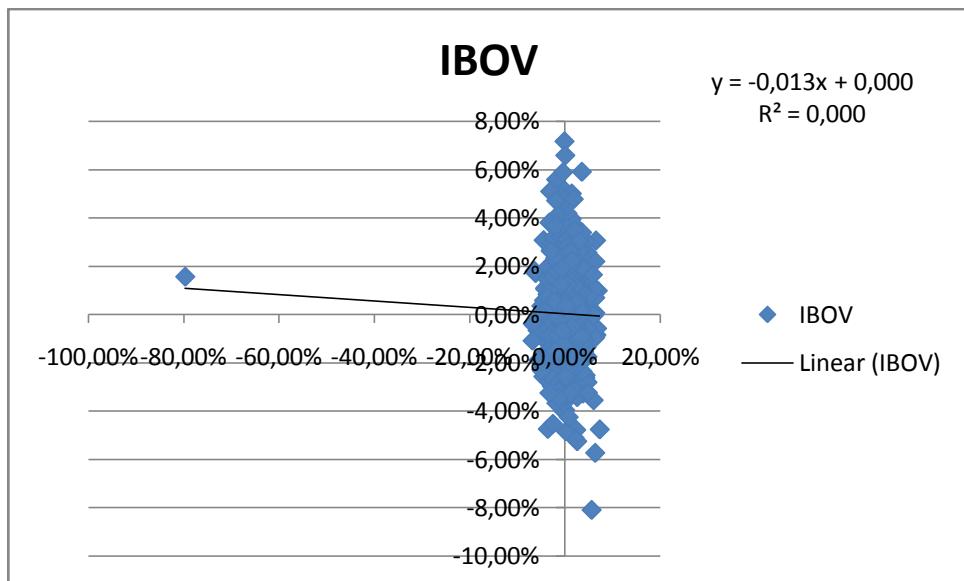


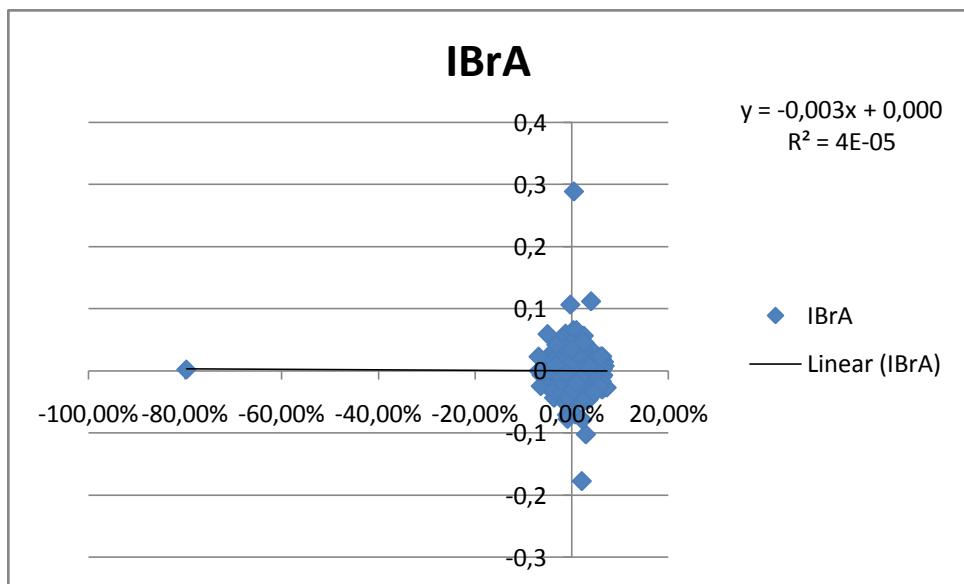
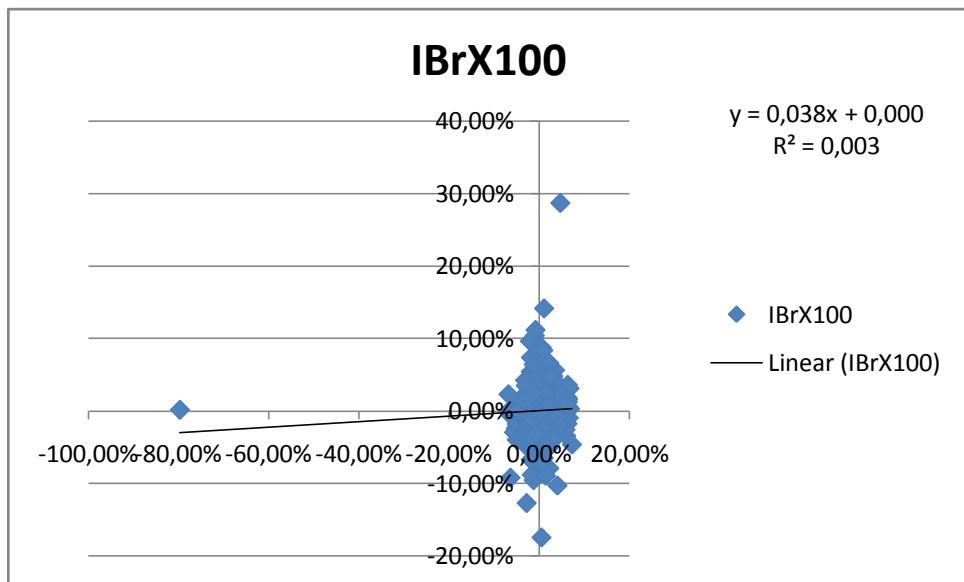
## SENIOR SOLUTION S.A SNSL3 ON



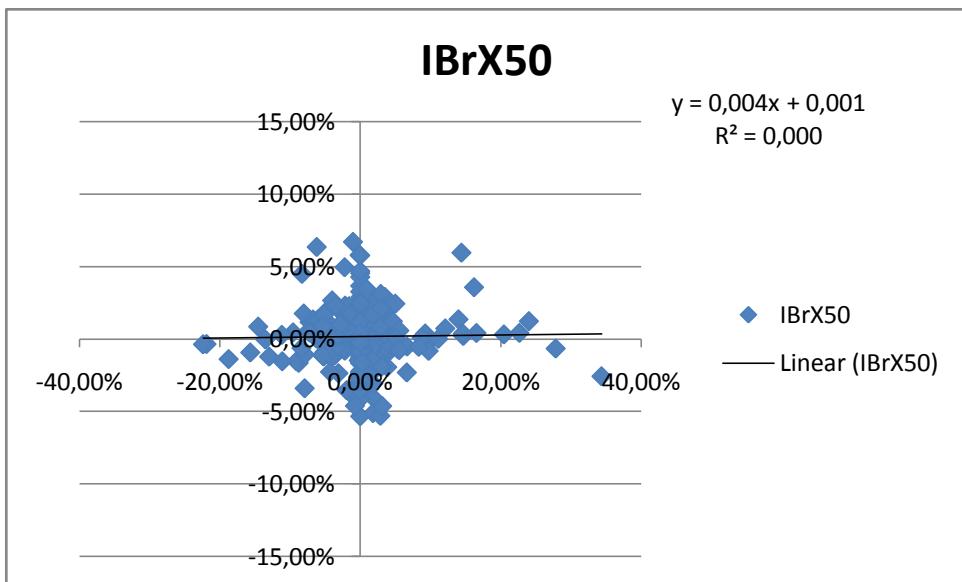
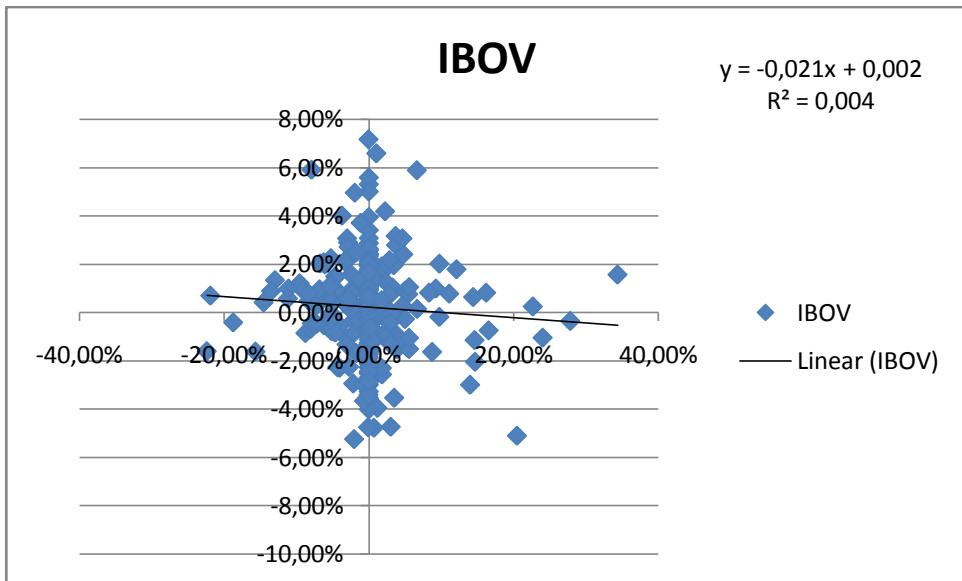


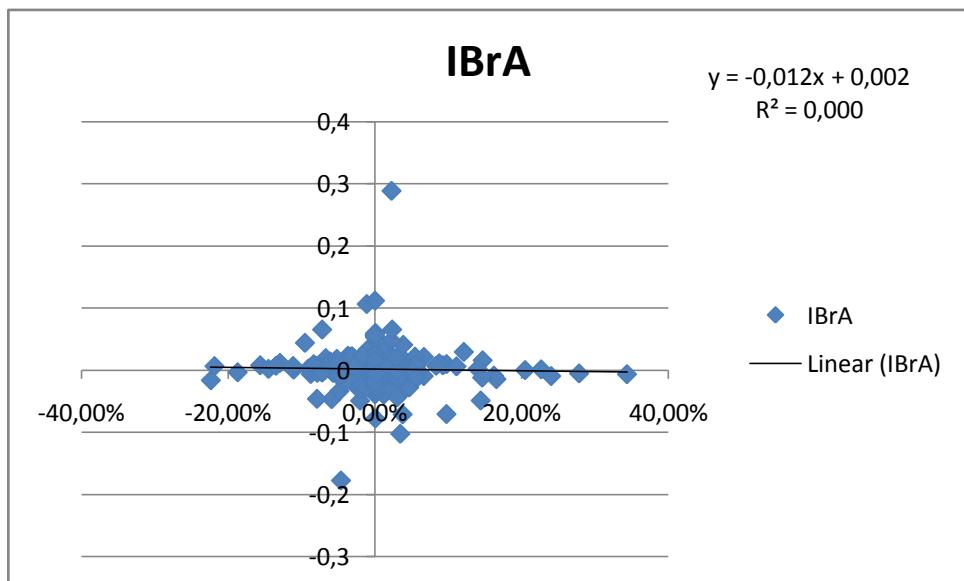
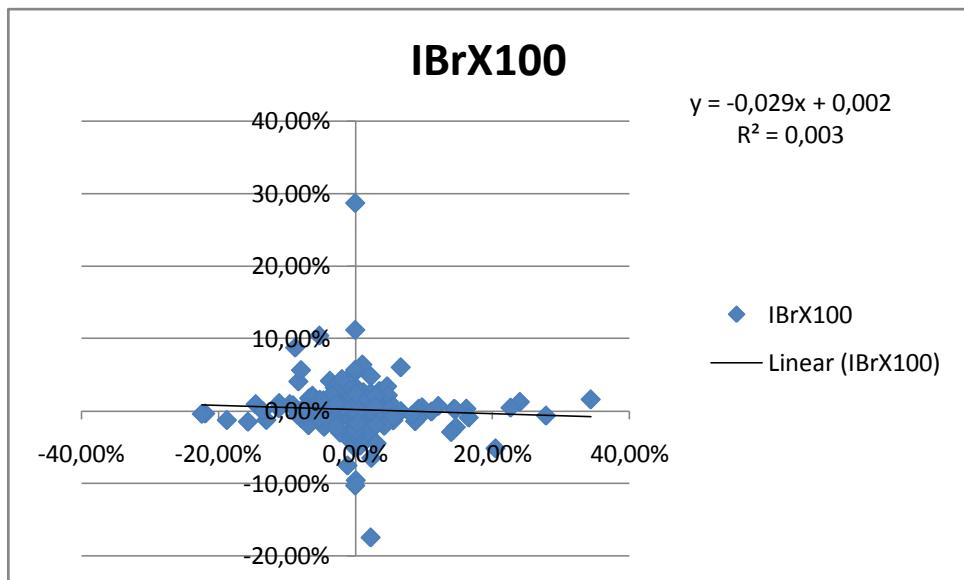
### TOTVS S.A TOTS3 ON





## ITAUTEC S.A ITEC3 ON





### APÊNDICE III - Valor Presente do Fluxo de Caixa das Empresas Americanas

Tx. Cresc.	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024	0,024
<b>MICROSOFT</b>											
Caixa	R\$ 85.709,00	R\$ 109.072,20	R\$ 138.761,82	R\$ 169.162,33	R\$ 200.290,79	R\$ 232.164,66	R\$ 264.801,84	R\$ 298.220,65	R\$ 332.139,84	R\$ 367.478,63	R\$ 403.356,69
Estoque	R\$ 2.660,00										
Clientes	R\$ 19.544,00	R\$ 20.013,06	R\$ 20.493,37	R\$ 20.985,21	R\$ 21.488,86	R\$ 22.004,59	R\$ 22.532,70	R\$ 23.073,48	R\$ 23.627,25	R\$ 24.194,30	R\$ 24.774,96
Imobilizado	R\$ 13.011,00	R\$ 7.799,00	R\$ 2.567,00	R\$ (2.625,00)	R\$ (7.837,00)	R\$ (13.049,00)	R\$ (18.261,00)	R\$ (23.473,00)	R\$ (28.685,00)	R\$ (33.897,00)	R\$ (39.109,00)
Ativos não operacionais	R\$ 30.530,00										
R\$ 151.454,00	R\$ 170.074,26	R\$ 195.032,19	R\$ 220.712,54	R\$ 247.132,64	R\$ 274.310,25	R\$ 302.263,54	R\$ 331.011,13	R\$ 360.572,09	R\$ 390.365,93	R\$ 422.212,65	
Fornecedores	R\$ 7.432,00	R\$ 7.610,37	R\$ 7.793,02	R\$ 7.980,05	R\$ 8.171,57	R\$ 8.367,69	R\$ 8.568,51	R\$ 8.774,16	R\$ 8.984,74	R\$ 9.200,37	R\$ 9.421,18
Empréstimos	R\$ 20.645,00										
Impostos á pagar	R\$ 782,00	R\$ 800,77	R\$ 819,99	R\$ 839,67	R\$ 859,82	R\$ 880,45	R\$ 901,58	R\$ 923,22	R\$ 945,38	R\$ 968,07	R\$ 991,30
Capital	R\$ 68.366,00										
Luc Acum	R\$ 17.710,00	R\$ 35.861,20	R\$ 60.338,82	R\$ 85.527,33	R\$ 111.443,79	R\$ 138.105,66	R\$ 165.530,84	R\$ 193.737,65	R\$ 222.744,84	R\$ 252.571,63	R\$ 283.237,69
R\$ 114.935,00	R\$ 133.283,34	R\$ 157.982,83	R\$ 183.358,05	R\$ 209.486,18	R\$ 236.564,80	R\$ 264.011,94	R\$ 292.446,03	R\$ 321.685,96	R\$ 351.751,07	R\$ 382.861,17	
<b>Fluxo de Caixa</b>											
	R\$ 36.790,92	R\$ 37.069,37	R\$ 37.354,49	R\$ 37.646,47	R\$ 37.945,45	R\$ 38.251,60	R\$ 38.565,10	R\$ 38.886,13	R\$ 39.214,86	R\$ 39.551,48	
Vendas	0,024	R\$ 86.833,00	R\$ 88.916,99	R\$ 91.051,00	R\$ 93.236,22	R\$ 95.473,89	R\$ 97.765,27	R\$ 100.111,63	R\$ 102.514,31	R\$ 104.974,66	R\$ 107.494,05
CMV	R\$ (26.934,00)	R\$ (27.580,42)	R\$ (28.242,35)	R\$ (28.920,16)	R\$ (29.614,25)	R\$ (30.324,99)	R\$ (31.052,79)	R\$ (31.798,05)	R\$ (32.561,21)	R\$ (33.342,68)	
Lucro Bruto	R\$ 59.899,00	R\$ 61.336,58	R\$ 62.808,65	R\$ 64.316,06	R\$ 65.559,65	R\$ 67.440,28	R\$ 69.058,85	R\$ 70.716,26	R\$ 72.413,45	R\$ 74.151,37	
Desp. Oper.	R\$ (27.759,00)	R\$ (28.425,22)	R\$ (29.107,42)	R\$ (29.806,00)	R\$ (30.521,34)	R\$ (31.253,86)	R\$ (32.003,95)	R\$ (32.772,04)	R\$ (33.558,57)	R\$ (34.363,98)	
LO =EBIT	R\$ 32.140,00	R\$ 33.701,23	R\$ 34.510,06	R\$ 35.338,30	R\$ 36.186,42	R\$ 37.054,90	R\$ 37.944,21	R\$ 38.854,88	R\$ 39.787,39		
Depreciação	R\$ (5.212,00)										
Desp. Financeira	R\$ (1.014,00)										
LAIR	R\$ 25.914,00	R\$ 26.685,36	R\$ 27.475,23	R\$ 28.284,06	R\$ 29.112,30	R\$ 29.960,42	R\$ 30.828,90	R\$ 31.718,21	R\$ 32.628,88	R\$ 33.561,39	
R	R\$ (5.746,00)	R\$ 512,00									
LL	R\$ 20.168,00	R\$ 27.197,36	R\$ 27.987,23	R\$ 28.796,06	R\$ 29.624,30	R\$ 30.472,42	R\$ 31.340,90	R\$ 32.230,21	R\$ 33.140,88	R\$ 34.073,39	
LJPL	0,234.304.568	0,260.943.017	0,217.452.864	0,187.117.022	0,164.753.564	0,147.586.666	0,133.994.628	0,122.967.439	0,113.842.808	0,106.682.669	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Google</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 18.347	R\$ 22.500	R\$ 28.053	R\$ 33.971	R\$ 40.263	R\$ 46.938	R\$ 54.004	R\$ 61.471	R\$ 69.349	R\$ 77.648	R\$ 86.378
Estoque	R\$ -										
Cientes	R\$ 9.383	R\$ 9.608	R\$ 9.839	R\$ 10.075	R\$ 10.317	R\$ 10.564	R\$ 10.818	R\$ 11.077	R\$ 11.343	R\$ 11.616	R\$ 11.894
Imobilizado	R\$ 23.883	R\$ 20.360	R\$ 16.837	R\$ 13.314	R\$ 9.791	R\$ 6.268	R\$ 2.745	R\$ (778)	R\$ (4.301)	R\$ (7.824)	R\$ (11.347)
Ativos não operacionais	R\$ 84.601										
R\$ 136.214	R\$ 137.069	R\$ 139.330	R\$ 141.961	R\$ 144.972	R\$ 148.371	R\$ 152.168	R\$ 156.372	R\$ 160.993	R\$ 166.041	R\$ 171.526	
<b>Fornecedores</b>	R\$ 1.715	R\$ 1.756	R\$ 1.798	R\$ 1.841	R\$ 1.886	R\$ 1.931	R\$ 1.977	R\$ 2.025	R\$ 2.073	R\$ 2.123	R\$ 2.174
<b>Empéstimos</b>	R\$ 3.228										
<b>Impostos à pagar</b>	R\$ 96	R\$ 98	R\$ 101	R\$ 103	R\$ 106	R\$ 108	R\$ 111	R\$ 113	R\$ 116	R\$ 119	R\$ 122
Capital	R\$ 28.767										
Luc Acum	R\$ 75.706	R\$ 76.336	R\$ 78.366	R\$ 80.761	R\$ 83.530	R\$ 86.682	R\$ 90.225	R\$ 94.169	R\$ 98.524	R\$ 103.300	R\$ 108.507
R\$ 109.512	R\$ 110.185	R\$ 112.260	R\$ 114.701	R\$ 117.517	R\$ 120.716	R\$ 124.308	R\$ 128.302	R\$ 132.709	R\$ 137.537	R\$ 142.797	
<b>Fluxo de Caixa</b>	R\$ 26.884	R\$ 27.070	R\$ 27.260	R\$ 27.456	R\$ 27.655	R\$ 27.860	R\$ 28.069	R\$ 28.284	R\$ 28.504	R\$ 28.729	
Vendas	2,4%	R\$ 66.001	R\$ 67.585	R\$ 69.207	R\$ 70.868	R\$ 72.569	R\$ 74.311	R\$ 76.094	R\$ 77.920	R\$ 79.790	R\$ 81.705
CMV	R\$ (25.691)	R\$ (26.308)	R\$ (26.939)	R\$ (27.586)	R\$ (28.248)	R\$ (28.926)	R\$ (29.620)	R\$ (30.331)	R\$ (31.059)	R\$ (31.804)	
Lucro Bruto	R\$ 40.310	R\$ 41.277	R\$ 42.268	R\$ 43.283	R\$ 44.321	R\$ 45.385	R\$ 46.474	R\$ 47.590	R\$ 48.732	R\$ 49.901	
Desp. Oper.	R\$ (23.814)	R\$ (24.386)	R\$ (24.971)	R\$ (25.570)	R\$ (26.184)	R\$ (26.812)	R\$ (27.456)	R\$ (28.115)	R\$ (28.789)	R\$ (29.480)	
LO =EBIT	R\$ 16.496	R\$ 16.892	R\$ 17.297	R\$ 17.712	R\$ 18.138	R\$ 18.573	R\$ 19.019	R\$ 19.475	R\$ 19.942	R\$ 20.421	
Depreciação	R\$ (3.523)										
Desp. Financeira	R\$ (11.625)										
LAR	R\$ 1.348	R\$ 1.744	R\$ 2.149	R\$ 2.564	R\$ 2.990	R\$ 3.425	R\$ 3.871	R\$ 4.327	R\$ 4.794	R\$ 5.273	
IR	R\$ (648)	R\$ 512									
LL	R\$ 700	R\$ 2.256	R\$ 2.661	R\$ 3.076	R\$ 3.502	R\$ 3.937	R\$ 4.383	R\$ 4.839	R\$ 5.306	R\$ 5.785	
LL/PL	0,7%	2,1%	2,5%	2,8%	3,1%	3,4%	3,7%	3,9%	4,2%	4,4%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Apple</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 19.478	R\$ 37.961	R\$ 57.888	R\$ 78.352	R\$ 99.366	R\$ 120.941	R\$ 143.093	R\$ 165.834	R\$ 189.179	R\$ 213.143	R\$ 237.739
Estoque	R\$ 2.283	R\$ 2.283									
Clientes	R\$ 16.709	R\$ 17.110	R\$ 17.521	R\$ 17.941	R\$ 18.372	R\$ 18.813	R\$ 19.264	R\$ 19.727	R\$ 20.200	R\$ 20.685	R\$ 21.181
Imobilizado	R\$ 20.392	R\$ 17.817	R\$ 15.242	R\$ 12.667	R\$ 10.092	R\$ 7.517	R\$ 4.942	R\$ 2.367	R\$ (208)	R\$ (2.783)	R\$ (5.358)
Ativos não operacionais	R\$ 158.099	R\$ 158.099									
	R\$ 216.961	R\$ 233.270	R\$ 251.033	R\$ 269.343	R\$ 288.212	R\$ 307.653	R\$ 327.681	R\$ 348.310	R\$ 369.553	R\$ 391.426	R\$ 413.944
Fornecedores	R\$ 38.001	R\$ 38.913	R\$ 39.847	R\$ 40.803	R\$ 41.783	R\$ 42.785	R\$ 43.812	R\$ 44.864	R\$ 45.940	R\$ 47.043	R\$ 48.172
Empéstitmos	R\$ 32.504	R\$ 32.504									
Impostos á pagar	R\$ 512	R\$ 524	R\$ 537	R\$ 550	R\$ 563	R\$ 576	R\$ 590	R\$ 604	R\$ 619	R\$ 634	R\$ 649
Capital	R\$ 24.187	R\$ 24.187									
Luc Acum	R\$ 97.178	R\$ 113.086	R\$ 130.438	R\$ 148.327	R\$ 166.766	R\$ 185.766	R\$ 205.343	R\$ 225.509	R\$ 246.279	R\$ 267.668	R\$ 289.689
	R\$ 192.382	R\$ 209.214	R\$ 227.513	R\$ 246.371	R\$ 265.802	R\$ 285.819	R\$ 306.436	R\$ 327.668	R\$ 349.530	R\$ 372.035	R\$ 395.201
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 24.056</b>	<b>R\$ 23.520</b>	<b>R\$ 22.971</b>	<b>R\$ 22.409</b>	<b>R\$ 21.834</b>	<b>R\$ 21.245</b>	<b>R\$ 20.641</b>	<b>R\$ 20.024</b>	<b>R\$ 19.391</b>	<b>R\$ 18.743</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 74.599	R\$ 76.389	R\$ 78.223	R\$ 80.100	R\$ 82.022	R\$ 83.991	R\$ 86.007	R\$ 88.071	R\$ 90.185	R\$ 92.349
CMV		R\$ (44.858)	R\$ (45.935)	R\$ (47.037)	R\$ (48.166)	R\$ (49.322)	R\$ (50.506)	R\$ (51.718)	R\$ (52.959)	R\$ (54.230)	R\$ (55.532)
Lucro Bruto	R\$ 29.741	R\$ 30.455	R\$ 31.186	R\$ 31.934	R\$ 32.701	R\$ 33.485	R\$ 34.289	R\$ 35.112	R\$ 35.955	R\$ 36.818	
Desp. Oper.	R\$ (5.494)	R\$ (5.626)	R\$ (5.761)	R\$ (5.899)	R\$ (6.041)	R\$ (6.186)	R\$ (6.334)	R\$ (6.486)	R\$ (6.642)	R\$ (6.801)	
LO =EBIT	R\$ 24.247	R\$ 24.829	R\$ 25.425	R\$ 26.035	R\$ 26.660	R\$ 27.300	R\$ 27.955	R\$ 28.626	R\$ 29.313	R\$ 30.016	
Depreciação	R\$ (2.575)										
Desp. Financeira	R\$ (3.486)										
LAR	R\$ 18.187	R\$ 18.769	R\$ 19.365	R\$ 19.975	R\$ 20.600	R\$ 21.240	R\$ 21.895	R\$ 22.566	R\$ 23.253	R\$ 23.956	
IR	R\$ (512)	R\$ 512									
LL	R\$ 17.675	R\$ 19.281	R\$ 19.877	R\$ 20.487	R\$ 21.112	R\$ 21.752	R\$ 22.407	R\$ 23.078	R\$ 23.765	R\$ 24.468	
LL/PL	14,6%	14,0%	12,9%	11,9%	11,1%	10,4%	9,8%	9,2%	8,8%	8,4%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>ARISTA</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 240.031	R\$ 319.198	R\$ 432.729	R\$ 549.037	R\$ 668.187	R\$ 790.248	R\$ 915.290	R\$ 1.043.384	R\$ 1.174.604	R\$ 1.309.025	R\$ 1.446.723
Estoque	R\$ 80.519	R\$ 80.519									
Clientes	R\$ 96.982	R\$ 99.310	R\$ 101.693	R\$ 104.134	R\$ 106.633	R\$ 109.192	R\$ 111.813	R\$ 114.496	R\$ 117.244	R\$ 120.058	R\$ 122.939
Imobilizado	R\$ 71.558	R\$ 61.537	R\$ 51.516	R\$ 41.495	R\$ 31.474	R\$ 21.453	R\$ 11.432	R\$ 1.411	R\$ (8.610)	R\$ (18.631)	R\$ (28.652)
Ativos não operacionais	R\$ 309.681	R\$ 309.681									
	R\$ 798.771	R\$ 870.245	R\$ 976.138	R\$ 1.084.865	R\$ 1.196.494	R\$ 1.311.093	R\$ 1.428.734	R\$ 1.549.491	R\$ 1.673.438	R\$ 1.800.652	R\$ 1.931.210
Fornecedores	R\$ 32.428	R\$ 33.206	R\$ 34.003	R\$ 34.819	R\$ 35.655	R\$ 36.511	R\$ 37.387	R\$ 38.284	R\$ 39.203	R\$ 40.144	R\$ 41.107
Empéstimos	R\$ 42.547	R\$ 42.547									
Impostos á pagar	R\$ 17.323	R\$ 17.739	R\$ 18.164	R\$ 18.600	R\$ 19.047	R\$ 19.504	R\$ 19.972	R\$ 20.451	R\$ 20.942	R\$ 21.445	R\$ 21.960
Capital	R\$ 555.658	R\$ 555.658									
Luc Acum	R\$ 76.829	R\$ 145.975	R\$ 249.485	R\$ 355.772	R\$ 464.901	R\$ 576.941	R\$ 691.962	R\$ 810.035	R\$ 931.234	R\$ 1.055.634	R\$ 1.183.311
	R\$ 724.785	R\$ 795.125	R\$ 899.858	R\$ 1.007.396	R\$ 1.117.808	R\$ 1.231.160	R\$ 1.347.526	R\$ 1.466.976	R\$ 1.589.584	R\$ 1.715.428	R\$ 1.844.583
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 75.120</b>	<b>R\$ 76.280</b>	<b>R\$ 77.469</b>	<b>R\$ 78.686</b>	<b>R\$ 79.932</b>	<b>R\$ 81.209</b>	<b>R\$ 82.516</b>	<b>R\$ 83.854</b>	<b>R\$ 85.224</b>	<b>R\$ 86.627</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 584.106	R\$ 598.125	R\$ 612.480	R\$ 627.179	R\$ 642.231	R\$ 657.645	R\$ 673.428	R\$ 689.591	R\$ 706.141	R\$ 723.088
CMV		R\$ (192.015)	R\$ (196.623)	R\$ (201.342)	R\$ (206.175)	R\$ (211.123)	R\$ (216.190)	R\$ (221.378)	R\$ (226.691)	R\$ (232.132)	R\$ (237.703)
Lucro Bruto		R\$ 392.091	R\$ 401.501	R\$ 411.137	R\$ 421.005	R\$ 431.109	R\$ 441.455	R\$ 452.050	R\$ 462.899	R\$ 474.009	R\$ 485.385
Desp. Oper.		R\$ (266.578)	R\$ (272.976)	R\$ (279.527)	R\$ (286.236)	R\$ (293.106)	R\$ (300.140)	R\$ (307.344)	R\$ (314.720)	R\$ (322.273)	R\$ (330.008)
LO =EBIT		R\$ 125.513	R\$ 128.525	R\$ 131.610	R\$ 134.769	R\$ 138.003	R\$ 141.315	R\$ 144.707	R\$ 148.180	R\$ 151.736	R\$ 155.378
Depreciação		R\$ (10.021)	R\$ (10.021)								
Desp. Financeira		R\$ (4.005)	R\$ (4.005)								
LAR		R\$ 111.487	R\$ 114.499	R\$ 117.584	R\$ 120.743	R\$ 123.977	R\$ 127.289	R\$ 130.681	R\$ 134.154	R\$ 137.710	R\$ 141.352
R		R\$ (34.658)	R\$ 512	R\$ 512							
LL		R\$ 76.829	R\$ 115.011	R\$ 118.096	R\$ 121.255	R\$ 124.489	R\$ 127.801	R\$ 131.193	R\$ 134.666	R\$ 138.222	R\$ 141.864
LL/PL		12,1%	16,4%	14,7%	13,3%	12,2%	11,3%	10,5%	9,9%	9,3%	8,8%

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>ALLOT</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caxa	R\$ 19.180	R\$ 16.927	R\$ 15.081	R\$ 13.178	R\$ 11.218	R\$ 9.199	R\$ 7.119	R\$ 4.978	R\$ 2.774	R\$ 505	R\$ (1.830)
Estoque	R\$ 10.109	R\$ 10.109									
Clientes	R\$ 29.142	R\$ 29.841	R\$ 30.558	R\$ 31.291	R\$ 32.042	R\$ 32.811	R\$ 33.598	R\$ 34.405	R\$ 35.231	R\$ 36.076	R\$ 36.942
Imobilizado	R\$ 5.957	R\$ 4.975	R\$ 3.993	R\$ 3.011	R\$ 2.029	R\$ 1.047	R\$ 65	R\$ (917)	R\$ (1.899)	R\$ (2.881)	R\$ (3.863)
Ativos não operacionais	R\$ 143.956	R\$ 143.956									
	R\$ 208.344	R\$ 205.809	R\$ 203.696	R\$ 201.545	R\$ 199.354	R\$ 197.122	R\$ 194.848	R\$ 192.531	R\$ 190.170	R\$ 187.765	R\$ 185.313
Fornecedores	R\$ 6.300	R\$ 6.451	R\$ 6.606	R\$ 6.765	R\$ 6.927	R\$ 7.093	R\$ 7.263	R\$ 7.438	R\$ 7.616	R\$ 7.799	R\$ 7.986
Empéstitmos	R\$ 4.440	R\$ 4.440									
Impostos á pagar	R\$ 282	R\$ 289	R\$ 296	R\$ 303	R\$ 310	R\$ 318	R\$ 325	R\$ 333	R\$ 341	R\$ 349	R\$ 357
Capital	R\$ 174.980	R\$ 174.980									
Luc Acum	R\$ (3.594)	R\$ (6.829)	R\$ (9.657)	R\$ (12.542)	R\$ (15.484)	R\$ (18.485)	R\$ (21.547)	R\$ (24.670)	R\$ (27.856)	R\$ (31.107)	R\$ (34.424)
	R\$ 182.408	R\$ 179.331	R\$ 176.665	R\$ 173.945	R\$ 171.173	R\$ 168.345	R\$ 165.462	R\$ 162.521	R\$ 159.521	R\$ 156.467	R\$ 153.339
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 26.477</b>	<b>R\$ 27.032</b>	<b>R\$ 27.600</b>	<b>R\$ 28.181</b>	<b>R\$ 28.776</b>	<b>R\$ 29.386</b>	<b>R\$ 30.010</b>	<b>R\$ 30.649</b>	<b>R\$ 31.304</b>	<b>R\$ 31.974</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 30.635	R\$ 31.370	R\$ 32.123	R\$ 32.894	R\$ 33.684	R\$ 34.492	R\$ 35.320	R\$ 36.167	R\$ 37.005	R\$ 37.924
CMV		R\$ (10.428)	R\$ (10.673)	R\$ (10.935)	R\$ (11.197)	R\$ (11.466)	R\$ (11.741)	R\$ (12.023)	R\$ (12.311)	R\$ (12.607)	R\$ (12.909)
Lucro Bruto	R\$ 20.207	R\$ 20.692	R\$ 21.189	R\$ 21.697	R\$ 22.218	R\$ 22.751	R\$ 23.297	R\$ 23.856	R\$ 24.429	R\$ 25.015	
Desp. Oper.	R\$ (22.745)	R\$ (23.291)	R\$ (23.850)	R\$ (24.422)	R\$ (25.008)	R\$ (25.609)	R\$ (26.223)	R\$ (26.853)	R\$ (27.497)	R\$ (28.157)	
LO=EBIT	R\$ (2.538)	R\$ (2.599)	R\$ (2.661)	R\$ (2.725)	R\$ (2.791)	R\$ (2.858)	R\$ (2.926)	R\$ (2.996)	R\$ (3.068)	R\$ (3.142)	
Depreciação	R\$ (982)	R\$ (982)									
Desp. Financeira	R\$ (74)	R\$ (74)									
LAR	R\$ (3.594)	R\$ (3.655)	R\$ (3.717)	R\$ (3.781)	R\$ (3.847)	R\$ (3.914)	R\$ (3.982)	R\$ (4.052)	R\$ (4.124)	R\$ (4.198)	
IR	R\$ -	R\$ 512	R\$ 512								
IL	R\$ (3.594)	R\$ (3.143)	R\$ (3.205)	R\$ (3.269)	R\$ (3.335)	R\$ (3.402)	R\$ (3.470)	R\$ (3.540)	R\$ (3.612)	R\$ (3.686)	
IL/PL		-2,1%	-1,9%	-1,9%	-2,0%	-2,1%	-2,2%	-2,3%	-2,4%	-2,5%	-2,6%

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>ANSYS</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	9
Caixa	R\$ 788.064	R\$ 1.103.790	R\$ 1.432.653	R\$ 1.769.201	R\$ 2.113.619	R\$ 2.466.095	R\$ 2.826.823	R\$ 3.196.000	R\$ 3.573.830	R\$ 3.960.521	R\$ 4.356.284
Estoque	R\$ -										
Clientes	R\$ 322.429	R\$ 330.167	R\$ 338.091	R\$ 346.206	R\$ 354.514	R\$ 363.023	R\$ 371.735	R\$ 380.657	R\$ 389.793	R\$ 399.148	R\$ 408.727
Imobilizado	R\$ 64.643	R\$ (117.281)	R\$ (99.205)	R\$ (181.129)	R\$ (263.053)	R\$ (344.977)	R\$ (426.901)	R\$ (508.825)	R\$ (590.749)	R\$ (672.673)	R\$ (754.597)
Ativos não operacionais	R\$ 1.577.681										
	R\$ 2.752.817	R\$ 2.994.357	R\$ 3.249.220	R\$ 3.511.959	R\$ 3.782.761	R\$ 4.061.822	R\$ 4.349.338	R\$ 4.645.513	R\$ 4.950.555	R\$ 5.264.676	R\$ 5.588.095
Fornecedores	R\$ 3.421	R\$ 3.503	R\$ 3.587	R\$ 3.673	R\$ 3.761	R\$ 3.852	R\$ 3.944	R\$ 4.039	R\$ 4.136	R\$ 4.235	R\$ 4.337
Empéstimos	R\$ 54.113										
Impostos á pagar	R\$ 7.151	R\$ 7.323	R\$ 7.498	R\$ 7.678	R\$ 7.863	R\$ 8.051	R\$ 8.245	R\$ 8.442	R\$ 8.645	R\$ 8.853	R\$ 9.065
Capital	R\$ 2.217.501										
Luc Acum	R\$ 259.780	R\$ 493.582	R\$ 740.521	R\$ 995.445	R\$ 1.257.639	R\$ 1.528.191	R\$ 1.806.995	R\$ 2.094.248	R\$ 2.390.154	R\$ 2.694.921	R\$ 3.008.760
	R\$ 2.541.966	R\$ 2.776.022	R\$ 3.023.221	R\$ 3.278.111	R\$ 3.540.877	R\$ 3.811.708	R\$ 4.090.797	R\$ 4.378.343	R\$ 4.674.549	R\$ 4.979.622	R\$ 5.293.775
<b>Fluxo de Caixa</b>	R\$ 218.336	R\$ 226.000	R\$ 233.848	R\$ 241.884	R\$ 250.114	R\$ 258.541	R\$ 267.170	R\$ 276.006	R\$ 285.054	R\$ 294.320	
Vendas	2,4%	R\$ 936.021	R\$ 958.486	R\$ 981.489	R\$ 1.005.045	R\$ 1.029.166	R\$ 1.053.866	R\$ 1.079.159	R\$ 1.105.059	R\$ 1.131.580	R\$ 1.158.738
CMV	R\$ (153.386)	R\$ (157.067)	R\$ (160.837)	R\$ (164.697)	R\$ (168.650)	R\$ (172.697)	R\$ (176.842)	R\$ (181.086)	R\$ (185.452)	R\$ (189.883)	
Lucro Bruto	R\$ 782.635	R\$ 801.418	R\$ 820.662	R\$ 840.348	R\$ 860.516	R\$ 881.169	R\$ 902.317	R\$ 923.972	R\$ 946.148	R\$ 968.855	
Desp. Oper.	R\$ (435.185)	R\$ (445.629)	R\$ (456.325)	R\$ (467.276)	R\$ (478.491)	R\$ (489.975)	R\$ (501.734)	R\$ (513.776)	R\$ (526.106)	R\$ (538.733)	
LO =EBIT	R\$ 347.450	R\$ 355.789	R\$ 364.328	R\$ 373.072	R\$ 382.025	R\$ 391.194	R\$ 400.583	R\$ 410.197	R\$ 420.041	R\$ 430.122	
Depreciação	R\$ (81.924)										
Desp. Financeira	R\$ -										
LAR	R\$ 265.526	R\$ 273.865	R\$ 282.404	R\$ 291.148	R\$ 300.101	R\$ 309.270	R\$ 318.659	R\$ 328.273	R\$ 338.117	R\$ 348.198	
R	R\$ (5.746)	R\$ 512									
LL	R\$ 259.780	R\$ 274.377	R\$ 282.916	R\$ 291.660	R\$ 300.613	R\$ 309.782	R\$ 319.171	R\$ 328.785	R\$ 338.629	R\$ 348.710	
LL/PL	10,5%	10,1%	9,6%	9,1%	8,7%	8,3%	7,9%	7,6%	7,3%	7,1%	

Tx. Cresc.	AMERICAN	Ano 0	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Caxa	R\$ 70.598	R\$ 83.378	R\$ 97.485	R\$ 111.914	R\$ 126.672	R\$ 141.766	R\$ 157.206	R\$ 172.999	R\$ 189.153	R\$ 205.678	R\$ 205.678	R\$ 222.583
Estoque	R\$ -											
Clientes	R\$ 22.748	R\$ 23.294	R\$ 23.853	R\$ 24.426	R\$ 25.012	R\$ 25.612	R\$ 26.227	R\$ 26.856	R\$ 27.501	R\$ 28.161	R\$ 28.837	R\$ 28.837
Imobilizado	R\$ 3.681	R\$ 10.076	R\$ (1.529)	R\$ (4.134)	R\$ (6.739)	R\$ (9.344)	R\$ (11.949)	R\$ (14.554)	R\$ (17.159)	R\$ (19.764)	R\$ (22.369)	R\$ (22.369)
Ativos não operacionais	R\$ 34.192											
R\$ 131.219	R\$ 141.939	R\$ 154.001	R\$ 166.397	R\$ 179.136	R\$ 192.226	R\$ 205.676	R\$ 219.493	R\$ 233.687	R\$ 248.267	R\$ 263.242		
Fornecedores	R\$ 1.382	R\$ 1.415	R\$ 1.449	R\$ 1.484	R\$ 1.520	R\$ 1.556	R\$ 1.593	R\$ 1.632	R\$ 1.671	R\$ 1.711	R\$ 1.752	R\$ 1.752
Empréstimos	R\$ 2.197											
Impostos à pagar	R\$ 1.936	R\$ 1.982	R\$ 2.030	R\$ 2.079	R\$ 2.129	R\$ 2.180	R\$ 2.232	R\$ 2.286	R\$ 2.340	R\$ 2.397	R\$ 2.454	R\$ 2.454
Capital	R\$ 92.560											
Luc Acum	R\$ 11.305	R\$ 21.480	R\$ 32.982	R\$ 44.806	R\$ 56.959	R\$ 69.448	R\$ 82.283	R\$ 95.471	R\$ 109.020	R\$ 122.940	R\$ 137.240	R\$ 137.240
R\$ 109.380	R\$ 119.634	R\$ 131.218	R\$ 143.126	R\$ 155.364	R\$ 167.941	R\$ 180.865	R\$ 194.145	R\$ 207.789	R\$ 221.805	R\$ 236.203		
Fluxo de Caixa	R\$ 22.305	R\$ 22.783	R\$ 23.272	R\$ 23.773	R\$ 24.285	R\$ 24.810	R\$ 25.348	R\$ 25.898	R\$ 26.462	R\$ 27.039		
Vendas	2,4%	R\$ 100.601	R\$ 103.015	R\$ 105.498	R\$ 108.020	R\$ 110.612	R\$ 113.267	R\$ 115.985	R\$ 118.769	R\$ 121.619	R\$ 124.538	R\$ 124.538
CMV	R\$ (43.715)	R\$ (44.764)	R\$ (45.838)	R\$ (46.939)	R\$ (48.065)	R\$ (49.219)	R\$ (50.400)	R\$ (51.610)	R\$ (52.848)	R\$ (54.117)		
Lucro Bruto	R\$ 56.886	R\$ 58.251	R\$ 59.649	R\$ 61.081	R\$ 62.547	R\$ 64.048	R\$ 65.585	R\$ 67.159	R\$ 68.771	R\$ 70.421		
Desp. Oper.	R\$ (42.361)	R\$ (43.378)	R\$ (44.419)	R\$ (45.485)	R\$ (46.576)	R\$ (47.694)	R\$ (48.839)	R\$ (50.011)	R\$ (51.211)	R\$ (52.440)		
LO =EBIT	R\$ 14.525	R\$ 14.874	R\$ 15.231	R\$ 15.596	R\$ 15.970	R\$ 16.354	R\$ 16.746	R\$ 17.148	R\$ 17.560	R\$ 17.981		
Depreciação	R\$ (2.605)											
Desp. Financeira	R\$ -											
LAR	R\$ 11.920	R\$ 12.269	R\$ 12.626	R\$ 12.991	R\$ 13.365	R\$ 13.749	R\$ 14.141	R\$ 14.543	R\$ 14.955	R\$ 15.376		
R	R\$ (615)	R\$ 512										
LL	R\$ 11.305	R\$ 12.781	R\$ 13.138	R\$ 13.503	R\$ 13.877	R\$ 14.261	R\$ 14.653	R\$ 15.055	R\$ 15.467	R\$ 15.888		
LL/PL	10,9%	11,2%	10,5%	9,8%	9,3%	8,8%	8,4%	8,0%	7,7%	7,4%		

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Chicago</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 231.252	R\$ 2.062.980	R\$ 4.816.227	R\$ 7.632.510	R\$ 10.513.343	R\$ 13.460.274	R\$ 16.474.890	R\$ 19.558.815	R\$ 22.713.713	R\$ 25.941.286	R\$ 29.243.280
Estoque	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474	R\$ 5.162.474
Clientes	R\$ 5.669.654	R\$ 5.805.726	R\$ 5.945.063	R\$ 6.087.745	R\$ 6.233.850	R\$ 6.383.463	R\$ 6.536.666	R\$ 6.693.546	R\$ 6.854.191	R\$ 7.018.692	R\$ 7.187.140
Imobilizado	R\$ 10.877.995	R\$ 9.615.270	R\$ 8.352.545	R\$ 7.089.820	R\$ 5.827.095	R\$ 4.564.370	R\$ 3.301.645	R\$ 2.038.920	R\$ 776.195	R\$ (486.530)	R\$ (1.749.255)
Ativos não operacionais	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260	R\$ 7.026.260
	R\$ 28.967.635	R\$ 29.672.709	R\$ 31.302.569	R\$ 32.998.809	R\$ 34.763.023	R\$ 36.596.841	R\$ 38.501.935	R\$ 40.480.015	R\$ 42.532.833	R\$ 44.662.182	R\$ 46.869.900
Fornecedores	R\$ 923.819	R\$ 945.991	R\$ 968.694	R\$ 991.943	R\$ 1.015.750	R\$ 1.040.128	R\$ 1.065.091	R\$ 1.090.663	R\$ 1.116.829	R\$ 1.143.633	R\$ 1.171.080
Empréstimos	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Impostos á pagar	R\$ 1.107.275	R\$ 1.133.850	R\$ 1.161.062	R\$ 1.188.927	R\$ 1.217.462	R\$ 1.246.681	R\$ 1.276.601	R\$ 1.307.240	R\$ 1.338.613	R\$ 1.370.740	R\$ 1.403.638
Capital	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923	R\$ 25.740.923
Luc Acum	R\$ 632.225	R\$ 1.201.228	R\$ 2.691.750	R\$ 4.245.308	R\$ 5.863.416	R\$ 7.547.622	R\$ 9.299.513	R\$ 11.120.713	R\$ 13.012.886	R\$ 14.977.734	R\$ 17.017.003
	R\$ 28.404.242	R\$ 29.021.991	R\$ 30.562.429	R\$ 32.167.102	R\$ 33.837.551	R\$ 35.575.354	R\$ 37.382.128	R\$ 39.259.529	R\$ 41.209.251	R\$ 43.233.030	R\$ 45.332.644
<b>Fluxo de Caixa</b>	R\$ 650.718	R\$ 740.140	R\$ 831.707	R\$ 925.472	R\$ 1.021.487	R\$ 1.119.807	R\$ 1.220.486	R\$ 1.323.582	R\$ 1.429.152	R\$ 1.537.256	
Vendas	2,4%	R\$ 37.135.207	R\$ 38.026.452	R\$ 38.939.087	R\$ 39.873.625	R\$ 40.830.592	R\$ 41.810.526	R\$ 42.813.979	R\$ 43.841.514	R\$ 44.893.711	R\$ 45.971.160
CMV		R\$ 28.845.702	R\$ 29.537.999	R\$ (30.246.911)	R\$ (30.972.837)	R\$ (31.716.185)	R\$ (32.477.373)	R\$ (33.256.830)	R\$ (34.054.994)	R\$ (34.872.314)	R\$ (35.709.249)
Lucro Bruto	R\$ 8.289.505	R\$ 8.488.453	R\$ 8.692.176	R\$ 8.900.788	R\$ 9.114.407	R\$ 9.333.153	R\$ 9.557.149	R\$ 9.786.520	R\$ 10.021.397	R\$ 10.261.910	
Desp. Oper.	R\$ (5.439.555)	R\$ (5.570.104)	R\$ (5.703.387)	R\$ (5.840.678)	R\$ (5.980.854)	R\$ (6.124.394)	R\$ (6.271.380)	R\$ (6.421.893)	R\$ (6.576.018)	R\$ (6.733.843)	
LO =EBIT	R\$ 2.849.950	R\$ 2.918.349	R\$ 2.988.389	R\$ 3.060.111	R\$ 3.133.553	R\$ 3.208.758	R\$ 3.285.769	R\$ 3.364.627	R\$ 3.445.378	R\$ 3.528.067	
Depreciação	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)	R\$ (1.262.725)
Desp. Financeira	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
L&IR	R\$ 1.587.225	R\$ 1.655.624	R\$ 1.725.664	R\$ 1.797.386	R\$ 1.870.828	R\$ 1.946.033	R\$ 2.023.044	R\$ 2.101.902	R\$ 2.182.553	R\$ 2.265.342	
R	R\$ (955.000)	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512
LL	R\$ 632.225	R\$ 1.656.136	R\$ 1.726.176	R\$ 1.797.898	R\$ 1.871.340	R\$ 1.946.545	R\$ 2.023.556	R\$ 2.102.414	R\$ 2.183.165	R\$ 2.265.854	
LL/PL	2,4%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	5,7%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%	5,6%

Tx. Cresc. ChannelAdvisor	Ano 0	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Caixa	R\$ 68.366	R\$ 62.829	R\$ 57.616	R\$ 52.261	R\$ 46.763	R\$ 41.118	R\$ 35.321	R\$ 29.369	R\$ 23.260	R\$ 16.988	R\$ 10.550
Estoque	R\$ -										
Clientes	R\$ 14.619	R\$ 14.970	R\$ 15.329	R\$ 15.697	R\$ 16.074	R\$ 16.460	R\$ 16.855	R\$ 17.259	R\$ 17.673	R\$ 18.097	R\$ 18.532
Imobilizado	R\$ 12.603	R\$ 10.732	R\$ 8.861	R\$ 6.990	R\$ 5.119	R\$ 3.248	R\$ 1.377	R\$ (494)	R\$ (2.365)	R\$ (4.236)	R\$ (6.107)
Ativos não operacionais	R\$ 31.459										
	R\$ 127.047	R\$ 119.990	R\$ 113.265	R\$ 106.408	R\$ 99.415	R\$ 92.284	R\$ 85.011	R\$ 77.593	R\$ 70.027	R\$ 62.308	R\$ 54.433
Fornecedores	R\$ 7.856	R\$ 8.045	R\$ 8.238	R\$ 8.435	R\$ 8.638	R\$ 8.845	R\$ 9.057	R\$ 9.275	R\$ 9.497	R\$ 9.725	R\$ 9.959
Empéstimos	R\$ 2.014										
Impostos á pagar	R\$ 16.840	R\$ 17.244	R\$ 17.658	R\$ 18.062	R\$ 18.516	R\$ 18.960	R\$ 19.415	R\$ 19.881	R\$ 20.358	R\$ 20.847	R\$ 21.347
Capital	R\$ 93.648										
Luc Acum	R\$ (8.231)	R\$ (15.639)	R\$ (22.723)	R\$ (29.949)	R\$ (37.318)	R\$ (44.834)	R\$ (52.502)	R\$ (60.325)	R\$ (68.305)	R\$ (76.448)	R\$ (84.757)
	R\$ 112.127	R\$ 105.312	R\$ 98.834	R\$ 92.231	R\$ 85.498	R\$ 78.633	R\$ 71.632	R\$ 64.493	R\$ 57.212	R\$ 49.786	R\$ 42.210
Fluxo de Caixa	R\$ 14.678	R\$ 14.430	R\$ 14.177	R\$ 13.917	R\$ 13.651	R\$ 13.379	R\$ 13.100	R\$ 12.815	R\$ 12.522	R\$ 12.223	
Vendas	2,4%	R\$ 23.827	R\$ 24.399	R\$ 24.984	R\$ 25.584	R\$ 26.198	R\$ 26.827	R\$ 27.471	R\$ 28.130	R\$ 28.805	R\$ 29.496
CMV	R\$ (6.051)	R\$ (6.196)	R\$ (6.345)	R\$ (6.497)	R\$ (6.653)	R\$ (6.813)	R\$ (6.976)	R\$ (7.144)	R\$ (7.315)	R\$ (7.491)	
Lucro Bruto	R\$ 17.776	R\$ 18.203	R\$ 18.639	R\$ 19.087	R\$ 19.545	R\$ 20.014	R\$ 20.494	R\$ 20.966	R\$ 21.490	R\$ 22.006	
Desp. Oper.	R\$ (24.136)	R\$ (24.715)	R\$ (25.308)	R\$ (25.916)	R\$ (26.538)	R\$ (27.175)	R\$ (27.827)	R\$ (28.495)	R\$ (29.179)	R\$ (29.879)	
LO =EBIT	R\$ (6.360)	R\$ (6.513)	R\$ (6.669)	R\$ (6.829)	R\$ (6.993)	R\$ (7.161)	R\$ (7.333)	R\$ (7.509)	R\$ (7.689)	R\$ (7.873)	
Depreciação	R\$ (1.871)										
Desp. Financeira	R\$ (8.231)	R\$ (8.384)	R\$ (8.540)	R\$ (8.700)	R\$ (8.864)	R\$ (9.032)	R\$ (9.204)	R\$ (9.380)	R\$ (9.560)	R\$ (9.744)	
LAR	R\$ -	R\$ 512									
LL	R\$ (8.231)	R\$ (7.872)	R\$ (8.028)	R\$ (8.188)	R\$ (8.352)	R\$ (8.520)	R\$ (8.692)	R\$ (8.868)	R\$ (9.048)	R\$ (9.232)	
LL/PL	9,6%	-10,1%	-11,3%	-12,9%	-14,8%	-17,5%	-21,1%	-26,6%	-35,7%	-53,7%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Concurrent</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caxa	R\$ 28.074	R\$ 32.814	R\$ 38.130	R\$ 43.563	R\$ 49.116	R\$ 54.791	R\$ 60.593	R\$ 66.523	R\$ 72.586	R\$ 78.784	R\$ 85.120
Estoque	R\$ 3.272	R\$ 3.272									
Clientes	R\$ 11.355	R\$ 11.628	R\$ 11.907	R\$ 12.192	R\$ 12.485	R\$ 12.785	R\$ 13.091	R\$ 13.406	R\$ 13.727	R\$ 14.057	R\$ 14.394
Imobilizado	R\$ 3.081	R\$ 759	R\$ (1.563)	R\$ (3.885)	R\$ (6.207)	R\$ (8.529)	R\$ (10.851)	R\$ (13.173)	R\$ (15.495)	R\$ (17.817)	R\$ (20.139)
Ativos não operacionais	R\$ 14.342	R\$ 14.342									
	R\$ 60.124	R\$ 62.815	R\$ 66.087	R\$ 69.484	R\$ 73.007	R\$ 76.661	R\$ 80.447	R\$ 84.370	R\$ 88.432	R\$ 92.637	R\$ 96.989
Fornecedores	R\$ 7.591	R\$ 7.773	R\$ 7.960	R\$ 8.151	R\$ 8.346	R\$ 8.547	R\$ 8.752	R\$ 8.962	R\$ 9.177	R\$ 9.397	R\$ 9.623
Empréstimos	R\$ 6.900	R\$ 6.900									
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -									
Capital	R\$ 40.454	R\$ 40.454									
Luc Acum	R\$ 2.687	R\$ 5.105	R\$ 8.099	R\$ 11.210	R\$ 14.441	R\$ 17.794	R\$ 21.274	R\$ 24.892	R\$ 28.623	R\$ 32.499	R\$ 36.513
	R\$ 57.632	R\$ 60.232	R\$ 63.413	R\$ 66.714	R\$ 70.141	R\$ 73.695	R\$ 77.380	R\$ 81.198	R\$ 85.154	R\$ 89.250	R\$ 93.489
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 2.582</b>	<b>R\$ 2.675</b>	<b>R\$ 2.770</b>	<b>R\$ 2.867</b>	<b>R\$ 2.966</b>	<b>R\$ 3.068</b>	<b>R\$ 3.172</b>	<b>R\$ 3.278</b>	<b>R\$ 3.388</b>	<b>R\$ 3.499</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 71.171	R\$ 72.879	R\$ 74.628	R\$ 76.419	R\$ 78.253	R\$ 80.131	R\$ 82.055	R\$ 84.024	R\$ 86.040	R\$ 88.105
CMV		R\$ (30.758)	R\$ (31.496)	R\$ (32.252)	R\$ (33.026)	R\$ (33.819)	R\$ (34.630)	R\$ (35.462)	R\$ (36.313)	R\$ (37.184)	R\$ (38.077)
Lucro Bruto	R\$ 40.443	R\$ 41.383	R\$ 42.316	R\$ 43.393	R\$ 44.435	R\$ 45.501	R\$ 46.593	R\$ 47.711	R\$ 48.856	R\$ 50.029	
Desp. Oper.	R\$ (35.113)	R\$ (35.956)	R\$ (36.819)	R\$ (37.702)	R\$ (38.607)	R\$ (39.534)	R\$ (40.483)	R\$ (41.454)	R\$ (42.449)	R\$ (43.468)	
LO=EBIT	R\$ 5.300	R\$ 5.427	R\$ 5.557	R\$ 5.691	R\$ 5.827	R\$ 5.967	R\$ 6.110	R\$ 6.257	R\$ 6.407	R\$ 6.561	
Depreciação	R\$ (2.322)										
Desp. Financeira	R\$ (291)										
LAR	R\$ 2.687	R\$ 2.814	R\$ 2.944	R\$ 3.078	R\$ 3.214	R\$ 3.354	R\$ 3.497	R\$ 3.644	R\$ 3.794	R\$ 3.948	
IR	R\$ -	R\$ 512									
LL	R\$ 2.687	R\$ 3.326	R\$ 3.456	R\$ 3.590	R\$ 3.726	R\$ 3.866	R\$ 4.009	R\$ 4.156	R\$ 4.306	R\$ 4.460	
LL/PL	6,2%	7,3%	7,1%	6,9%	6,8%	6,6%	6,5%	6,4%	6,2%	6,1%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>EmenNOC</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caixa	R\$ 254.351	R\$ 280.173	R\$ 307.022	R\$ 334.451	R\$ 362.474	R\$ 391.106	R\$ 420.360	R\$ 450.292	R\$ 480.798	R\$ 512.012	R\$ 543.911
Estoque	R\$ -	R\$ -									
Clientes	R\$ 138.387	R\$ 141.708	R\$ 145.109	R\$ 148.592	R\$ 152.158	R\$ 155.810	R\$ 159.549	R\$ 163.379	R\$ 167.300	R\$ 171.315	R\$ 175.426
Imobilizado	R\$ 50.458	R\$ 28.293	R\$ 6.128	R\$ (16.037)	R\$ (38.202)	R\$ (60.367)	R\$ (82.532)	R\$ (104.697)	R\$ (126.862)	R\$ (149.027)	R\$ (171.192)
Ativos não operacionais	R\$ 180.693	R\$ 180.693									
	R\$ 623.889	R\$ 630.867	R\$ 638.952	R\$ 647.699	R\$ 657.123	R\$ 667.241	R\$ 678.070	R\$ 689.627	R\$ 701.928	R\$ 714.993	R\$ 728.838
Fornecedores	R\$ 148.752	R\$ 152.322	R\$ 155.978	R\$ 159.721	R\$ 163.555	R\$ 167.480	R\$ 171.499	R\$ 175.615	R\$ 179.830	R\$ 184.146	R\$ 188.566
Empréstimos	R\$ 138.908	R\$ 138.908									
Impostos à pagar	R\$ 16.449	R\$ 16.844	R\$ 17.248	R\$ 17.662	R\$ 18.086	R\$ 18.520	R\$ 18.964	R\$ 19.420	R\$ 19.886	R\$ 20.363	R\$ 20.852
Capital	R\$ 292.120	R\$ 292.120									
Luc Acum	R\$ 4.063	R\$ 7.720	R\$ 12.404	R\$ 17.668	R\$ 23.526	R\$ 29.993	R\$ 37.082	R\$ 44.809	R\$ 53.190	R\$ 62.239	R\$ 71.973
	R\$ 600.292	R\$ 607.914	R\$ 616.658	R\$ 626.079	R\$ 636.194	R\$ 647.020	R\$ 658.574	R\$ 670.872	R\$ 683.933	R\$ 697.776	R\$ 712.418
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 22.953</b>	<b>R\$ 22.294</b>	<b>R\$ 21.620</b>	<b>R\$ 20.929</b>	<b>R\$ 20.221</b>	<b>R\$ 19.497</b>	<b>R\$ 18.755</b>	<b>R\$ 18.000</b>	<b>R\$ 17.217</b>	<b>R\$ 16.420</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 471.948	R\$ 483.275	R\$ 494.873	R\$ 506.750	R\$ 518.912	R\$ 531.366	R\$ 544.119	R\$ 557.178	R\$ 570.550	R\$ 584.243
CMV	R\$ (257.322)	R\$ (263.498)	R\$ (269.822)	R\$ (276.297)	R\$ (282.929)	R\$ (289.719)	R\$ (296.672)	R\$ (303.792)	R\$ (311.083)	R\$ (318.549)	
Lucro Bruto	R\$ 214.626	R\$ 219.777	R\$ 225.052	R\$ 230.453	R\$ 235.984	R\$ 241.647	R\$ 247.447	R\$ 253.386	R\$ 259.467	R\$ 265.694	
Desp. Oper.	R\$ (188.398)	R\$ (192.920)	R\$ (197.550)	R\$ (202.291)	R\$ (207.146)	R\$ (212.117)	R\$ (217.208)	R\$ (222.421)	R\$ (227.759)	R\$ (233.225)	
LO =EBIT	R\$ 26.228	R\$ 26.857	R\$ 27.502	R\$ 28.162	R\$ 28.838	R\$ 29.530	R\$ 30.239	R\$ 30.965	R\$ 31.708	R\$ 32.469	
Depreciação	R\$ (22.165)										
Desp. Financeira	R\$ -	R\$ -									
LAR	R\$ 4.063	R\$ 4.692	R\$ 5.337	R\$ 5.997	R\$ 6.673	R\$ 7.365	R\$ 8.074	R\$ 8.800	R\$ 9.543	R\$ 10.304	
IR	R\$ -	R\$ 512									
LL	R\$ 4.063	R\$ 5.204	R\$ 5.849	R\$ 6.509	R\$ 7.185	R\$ 7.877	R\$ 8.586	R\$ 9.312	R\$ 10.055	R\$ 10.816	
LL/PL	1,4%	1,7%	1,9%	2,1%	2,3%	2,4%	2,6%	2,8%	2,9%	3,1%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Fortinet</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 720.020	R\$ 734.552	R\$ 750.047	R\$ 765.982	R\$ 782.368	R\$ 799.216	R\$ 816.537	R\$ 834.342	R\$ 852.644	R\$ 871.453	R\$ 890.782
Estoque	R\$ 69.477										
Clientes	R\$ 184.741	R\$ 189.175	R\$ 193.715	R\$ 198.364	R\$ 203.125	R\$ 208.000	R\$ 212.992	R\$ 218.104	R\$ 223.338	R\$ 228.698	R\$ 234.187
Imobilizado	R\$ 58.919	R\$ 53.410	R\$ 47.901	R\$ 42.392	R\$ 36.883	R\$ 31.374	R\$ 25.865	R\$ 20.356	R\$ 14.847	R\$ 9.338	R\$ 3.829
Ativos não operacionais	R\$ 47.266										
	R\$ 1.080.423	R\$ 1.093.880	R\$ 1.108.406	R\$ 1.123.481	R\$ 1.139.119	R\$ 1.155.333	R\$ 1.172.137	R\$ 1.189.545	R\$ 1.207.572	R\$ 1.226.232	R\$ 1.245.541
Fornecedores	R\$ 49.947	R\$ 51.146	R\$ 52.373	R\$ 53.630	R\$ 54.917	R\$ 56.235	R\$ 57.585	R\$ 58.967	R\$ 60.382	R\$ 61.831	R\$ 63.315
Empéstimos	R\$ 29.016										
Impostos á pagar	R\$ 2.689	R\$ 2.754	R\$ 2.820	R\$ 2.887	R\$ 2.957	R\$ 3.028	R\$ 3.100	R\$ 3.175	R\$ 3.251	R\$ 3.329	R\$ 3.409
Capital	R\$ 675.966										
Luc Acum	R\$ 10.026	R\$ 19.049	R\$ 29.035	R\$ 39.461	R\$ 50.338	R\$ 61.677	R\$ 73.489	R\$ 85.785	R\$ 98.578	R\$ 111.878	R\$ 125.698
	R\$ 767.644	R\$ 777.931	R\$ 789.210	R\$ 800.960	R\$ 813.194	R\$ 825.922	R\$ 839.156	R\$ 852.909	R\$ 867.193	R\$ 882.020	R\$ 897.404
<b>Fluxo de Caixa</b>	R\$ 315.950	R\$ 319.196	R\$ 322.521	R\$ 325.925	R\$ 329.411	R\$ 332.981	R\$ 336.636	R\$ 340.379	R\$ 344.212	R\$ 348.137	
Vendas	2,4%	R\$ 223.969	R\$ 229.344	R\$ 234.849	R\$ 240.485	R\$ 246.257	R\$ 252.167	R\$ 258.219	R\$ 264.416	R\$ 270.762	R\$ 277.260
CMV	R\$ (65.624)	R\$ (67.199)	R\$ (68.812)	R\$ (70.463)	R\$ (72.154)	R\$ (73.886)	R\$ (75.669)	R\$ (77.475)	R\$ (79.335)	R\$ (81.239)	
Lucro Bruto	R\$ 158.345	R\$ 162.145	R\$ 166.037	R\$ 170.022	R\$ 174.102	R\$ 178.281	R\$ 182.559	R\$ 186.941	R\$ 191.427	R\$ 196.022	
Desp. Oper.	R\$ (138.429)	R\$ (141.751)	R\$ (145.153)	R\$ (148.637)	R\$ (152.204)	R\$ (155.857)	R\$ (159.598)	R\$ (163.428)	R\$ (167.360)	R\$ (171.367)	
LO=EBIT	R\$ 19.916	R\$ 20.394	R\$ 20.883	R\$ 21.385	R\$ 21.898	R\$ 22.423	R\$ 22.962	R\$ 23.513	R\$ 24.077	R\$ 24.655	
Depreciação	R\$ (5.509)										
Desp. Financeira	R\$ (4.302)										
LAR	R\$ 10.105	R\$ 10.583	R\$ 11.072	R\$ 11.574	R\$ 12.087	R\$ 12.612	R\$ 13.151	R\$ 13.702	R\$ 14.266	R\$ 14.844	
IR	R\$ (79)	R\$ 512									
IL	R\$ 10.026	R\$ 11.095	R\$ 11.584	R\$ 12.086	R\$ 12.599	R\$ 13.124	R\$ 13.663	R\$ 14.214	R\$ 14.778	R\$ 15.356	
LU/PL	1,5%	1,6%	1,6%	1,7%	1,7%	1,8%	1,8%	1,9%	1,9%	1,9%	2,4%

Tx. Cresc. General	Ano 0	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Caixa	R\$ 431	R\$ (813)	R\$ (1.528)	R\$ (2.244)	R\$ (2.963)	R\$ (3.685)	R\$ (4.408)	R\$ (5.135)	R\$ (5.863)	R\$ (6.595)	R\$ (7.329)
Estoque	R\$ -										
Clientes	R\$ 5.129	R\$ 5.252	R\$ 5.378	R\$ 5.507	R\$ 5.639	R\$ 5.775	R\$ 5.913	R\$ 6.055	R\$ 6.201	R\$ 6.349	R\$ 6.502
Imobilizado	R\$ 431	R\$ 309	R\$ 187	R\$ 65	R\$ (57)	R\$ (179)	R\$ (301)	R\$ (423)	R\$ (545)	R\$ (667)	R\$ (789)
Ativos não operacionais	R\$ 3.630										
	R\$ 9.621	R\$ 8.378	R\$ 7.667	R\$ 6.249	R\$ 6.958	R\$ 4.834	R\$ 4.128	R\$ 3.422	R\$ 2.718	R\$ 2.014	
Fornecedores	R\$ 3.927	R\$ 4.021	R\$ 4.118	R\$ 4.217	R\$ 4.318	R\$ 4.421	R\$ 4.528	R\$ 4.636	R\$ 4.747	R\$ 4.861	R\$ 4.978
Empéstimos	R\$ 2.599										
Impostos á pagar	R\$ 3.246	R\$ 3.324	R\$ 3.404	R\$ 3.486	R\$ 3.569	R\$ 3.655	R\$ 3.742	R\$ 3.832	R\$ 3.924	R\$ 4.018	R\$ 4.115
Capital	R\$ (1.290)										
Luc Acum	R\$ (1.518)	R\$ (2.884)	R\$ (3.721)	R\$ (4.559)	R\$ (5.400)	R\$ (6.244)	R\$ (7.089)	R\$ (7.938)	R\$ (8.788)	R\$ (9.642)	R\$ (10.498)
	R\$ 6.964	R\$ 5.770	R\$ 5.110	R\$ 4.452	R\$ 3.795	R\$ 3.141	R\$ 2.489	R\$ 1.840	R\$ 1.192	R\$ 547	R\$ (96)
Fluxo de Caixa	R\$ 2.608	R\$ 2.558	R\$ 2.506	R\$ 2.454	R\$ 2.400	R\$ 2.344	R\$ 2.288	R\$ 2.230	R\$ 2.171	R\$ 2.110	
Vendas	2,4%	R\$ 9.682	R\$ 9.914	R\$ 10.152	R\$ 10.396	R\$ 10.645	R\$ 10.901	R\$ 11.163	R\$ 11.420	R\$ 11.705	R\$ 11.986
CMV	R\$ (6.668)	R\$ (6.828)	R\$ (6.992)	R\$ (7.160)	R\$ (7.332)	R\$ (7.508)	R\$ (7.688)	R\$ (7.872)	R\$ (8.061)	R\$ (8.255)	
Lucro Bruto	R\$ 3.014	R\$ 3.086	R\$ 3.160	R\$ 3.236	R\$ 3.314	R\$ 3.393	R\$ 3.475	R\$ 3.558	R\$ 3.644	R\$ 3.731	
Desp. Oper.	R\$ (3.115)	R\$ (3.190)	R\$ (3.266)	R\$ (3.345)	R\$ (3.425)	R\$ (3.507)	R\$ (3.591)	R\$ (3.678)	R\$ (3.766)	R\$ (3.856)	
LO =EBIT	R\$ (101)	R\$ (103)	R\$ (106)	R\$ (108)	R\$ (111)	R\$ (114)	R\$ (116)	R\$ (119)	R\$ (122)	R\$ (125)	
Depreciação	R\$ (122)										
Desp. Financeira	R\$ (1.216)										
LAR	R\$ (1.439)	R\$ (1.441)	R\$ (1.444)	R\$ (1.446)	R\$ (1.449)	R\$ (1.452)	R\$ (1.454)	R\$ (1.457)	R\$ (1.460)	R\$ (1.463)	
IR	R\$ (79)	R\$ 512									
LL	R\$ (1.518)	R\$ (929)	R\$ (932)	R\$ (934)	R\$ (937)	R\$ (940)	R\$ (945)	R\$ (948)	R\$ (951)		
LL/PL	54,1%	22,3%	18,6%	16,0%	14,0%	12,5%	11,2%	10,2%	9,4%	8,7%	



Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Imprivata</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>2,4%</b>
Caixa	R\$ 78.524	R\$ 63.493	R\$ 48.732	R\$ 33.621	R\$ 18.151	R\$ 2.314	R\$ (13.900)	R\$ (30.499)	R\$ (47.492)	R\$ (64.890)	R\$ (82.702)
Estoque	R\$ -										
Clientes	R\$ 25.335	R\$ 25.943	R\$ 26.566	R\$ 27.203	R\$ 27.856	R\$ 28.525	R\$ 29.209	R\$ 29.910	R\$ 30.628	R\$ 31.363	R\$ 32.116
Imobilizado	R\$ 7.640	R\$ 4.565	R\$ 1.490	R\$ (1.585)	R\$ (4.660)	R\$ (7.735)	R\$ (10.810)	R\$ (13.885)	R\$ (16.960)	R\$ (20.035)	R\$ (23.110)
Ativos não operacionais	R\$ 6.680										
R\$ 118.179	R\$ 100.681	R\$ 83.466	R\$ 65.919	R\$ 48.027	R\$ 29.784	R\$ 11.180	R\$ (7.793)	R\$ (27.144)	R\$ (46.882)	R\$ (67.016)	
<b>Fornecedores</b>	<b>R\$ 13.063</b>	<b>R\$ 13.377</b>	<b>R\$ 13.698</b>	<b>R\$ 14.026</b>	<b>R\$ 14.363</b>	<b>R\$ 14.708</b>	<b>R\$ 15.061</b>	<b>R\$ 15.422</b>	<b>R\$ 15.792</b>	<b>R\$ 16.171</b>	<b>R\$ 16.559</b>
Empéstimos	R\$ 34.033										
Impostos á pagar	R\$ -										
Capital	R\$ 64.276										
Luc Acum	R\$ -	R\$ (18.106)	R\$ (35.942)	R\$ (54.128)	R\$ (72.673)	R\$ (91.585)	R\$ (110.874)	R\$ (130.548)	R\$ (150.616)	R\$ (171.089)	R\$ (191.976)
R\$ 111.372	R\$ 93.579	R\$ 76.065	R\$ 58.208	R\$ 39.999	R\$ 21.432	R\$ 2.496	R\$ (16.817)	R\$ (36.515)	R\$ (56.609)	R\$ (77.107)	
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 7.102</b>	<b>R\$ 7.403</b>	<b>R\$ 7.712</b>	<b>R\$ 8.028</b>	<b>R\$ 8.352</b>	<b>R\$ 8.684</b>	<b>R\$ 9.023</b>	<b>R\$ 9.371</b>	<b>R\$ 9.727</b>	<b>R\$ 10.092</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 96.979	R\$ 99.306	R\$ 101.690	R\$ 104.130	R\$ 106.630	R\$ 109.189	R\$ 111.809	R\$ 114.493	R\$ 117.240	R\$ 120.054
CMV	R\$ (29.988)	R\$ (30.708)	R\$ (31.445)	R\$ (32.199)	R\$ (32.972)	R\$ (33.763)	R\$ (34.574)	R\$ (35.404)	R\$ (36.231)	R\$ (37.123)	
Lucro Bruto	R\$ 66.991	R\$ 68.599	R\$ 70.245	R\$ 71.931	R\$ 73.657	R\$ 75.425	R\$ 77.235	R\$ 79.089	R\$ 80.967	R\$ 82.931	
Desp. Oper.	R\$ (82.836)	R\$ (84.824)	R\$ (86.860)	R\$ (88.944)	R\$ (91.079)	R\$ (93.265)	R\$ (95.503)	R\$ (97.795)	R\$ (100.143)	R\$ (102.546)	
LO =EBIT	R\$ (15.845)	R\$ (16.225)	R\$ (16.615)	R\$ (17.013)	R\$ (17.422)	R\$ (17.840)	R\$ (18.268)	R\$ (18.706)	R\$ (19.155)	R\$ (19.615)	
Depreciação	R\$ (3.075)										
Desp. Financeira	R\$ (1.029)										
LAR	R\$ (19.949)	R\$ (20.329)	R\$ (20.719)	R\$ (21.117)	R\$ (21.526)	R\$ (21.944)	R\$ (22.372)	R\$ (22.810)	R\$ (23.259)	R\$ (23.719)	
R\$ (169)	R\$ 512										
R\$ (20.118)	R\$ (19.817)	R\$ (20.207)	R\$ (20.605)	R\$ (21.014)	R\$ (21.432)	R\$ (21.860)	R\$ (22.298)	R\$ (22.747)	R\$ (23.207)		
LUPL	31,3%	42,9%	-71,3%	250,3%	-203,0%	78,5%	46,9%	33,6%	26,3%	21,7%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
Ipass	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 33.814	R\$ 29.547	R\$ 25.806	R\$ 21.975	R\$ 18.053	R\$ 14.037	R\$ 9.924	R\$ 5.714	R\$ 1.403	R\$ (3.011)	R\$ (7.531)
Estoque	R\$ -										
Clientes	R\$ 10.063	R\$ 10.305	R\$ 10.552	R\$ 10.805	R\$ 11.064	R\$ 11.330	R\$ 11.602	R\$ 11.880	R\$ 12.165	R\$ 12.457	R\$ 12.756
Imobilizado	R\$ 6.213	R\$ 2.883	R\$ (447)	R\$ (3.777)	R\$ (7.107)	R\$ (10.437)	R\$ (13.767)	R\$ (17.097)	R\$ (20.427)	R\$ (23.757)	R\$ (27.087)
Ativos não operacionais	R\$ 5.165										
	R\$ 55.255	R\$ 47.900	R\$ 41.076	R\$ 34.168	R\$ 27.175	R\$ 20.095	R\$ 12.924	R\$ 5.662	R\$ (1.694)	R\$ (9.146)	R\$ (16.697)
Fornecedores	R\$ 14.926	R\$ 15.284	R\$ 15.651	R\$ 16.027	R\$ 16.411	R\$ 16.805	R\$ 17.209	R\$ 17.622	R\$ 18.044	R\$ 18.477	R\$ 18.921
Empéstimos	R\$ 1.848										
Impostos á pagar	R\$ -										
Capital	R\$ 38.481										
Luc Acum	R\$ (8.441)	R\$ (16.038)	R\$ (23.109)	R\$ (30.210)	R\$ (37.522)	R\$ (44.868)	R\$ (52.311)	R\$ (59.851)	R\$ (67.492)	R\$ (75.236)	R\$ (83.086)
	R\$ 46.814	R\$ 39.575	R\$ 32.871	R\$ 26.086	R\$ 19.218	R\$ 12.266	R\$ 5.227	R\$ (1.900)	R\$ (9.119)	R\$ (16.430)	R\$ (23.836)
Fluxo de Caixa	R\$ 8.324	R\$ 8.205	R\$ 8.082	R\$ 7.957	R\$ 7.829	R\$ 7.697	R\$ 7.563	R\$ 7.425	R\$ 7.284	R\$ 7.139	
Vendas	2,4%	R\$ 17.165	R\$ 17.567	R\$ 17.988	R\$ 18.420	R\$ 18.862	R\$ 19.315	R\$ 19.778	R\$ 20.253	R\$ 20.739	R\$ 21.237
CMV	R\$ (21.173)	R\$ (21.681)	R\$ (22.201)	R\$ (22.734)	R\$ (23.280)	R\$ (23.839)	R\$ (24.411)	R\$ (24.997)	R\$ (25.597)	R\$ (26.211)	
Lucro Bruto	R\$ (4.018)	R\$ (4.114)	R\$ (4.213)	R\$ (4.314)	R\$ (4.418)	R\$ (4.524)	R\$ (4.632)	R\$ (4.744)	R\$ (4.857)	R\$ (4.974)	
Desp. Oper.	R\$ (25)	R\$ (26)	R\$ (26)	R\$ (27)	R\$ (27)	R\$ (28)	R\$ (29)	R\$ (30)	R\$ (30)	R\$ (31)	
LO =EBIT	R\$ (4.043)	R\$ (4.140)	R\$ (4.239)	R\$ (4.341)	R\$ (4.445)	R\$ (4.552)	R\$ (4.661)	R\$ (4.773)	R\$ (4.886)	R\$ (5.005)	
Depreciação	R\$ (3.330)										
Desp. Financeira	R\$ (899)										
LAR	R\$ (8.272)	R\$ (8.369)	R\$ (8.468)	R\$ (8.570)	R\$ (8.674)	R\$ (8.781)	R\$ (8.890)	R\$ (9.002)	R\$ (9.117)	R\$ (9.234)	
R	R\$ (169)	R\$ 512									
LL	R\$ (6.441)	R\$ (7.857)	R\$ (7.956)	R\$ (8.058)	R\$ (8.162)	R\$ (8.269)	R\$ (8.378)	R\$ (8.490)	R\$ (8.605)	R\$ (8.722)	
LUPL	28,1%	-35,0%	-51,8%	-98,1%	-851,4%	129,5%	60,6%	39,7%	29,7%	23,7%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Jive</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caixa	R\$ 20.594	R\$ (29.559)	R\$ (80.427)	R\$ (132.512)	R\$ (185.844)	R\$ (240.452)	R\$ (296.367)	R\$ (353.620)	R\$ (412.243)	R\$ (472.270)	R\$ (533.734)
Estoque	R\$ -	R\$ -									
Clientes	R\$ 173.220	R\$ 177.377	R\$ 181.634	R\$ 185.994	R\$ 190.457	R\$ 195.028	R\$ 199.709	R\$ 204.502	R\$ 209.410	R\$ 214.436	R\$ 219.582
Imobilizado	R\$ 12.986	R\$ (2.472)	R\$ (17.930)	R\$ (33.398)	R\$ (48.846)	R\$ (64.304)	R\$ (79.762)	R\$ (95.220)	R\$ (110.678)	R\$ (126.136)	R\$ (141.594)
Ativos não operacionais	R\$ 33.846	R\$ 33.846									
	R\$ 240.646	R\$ 179.192	R\$ 117.123	R\$ 53.939	R\$ (10.387)	R\$ (75.881)	R\$ (142.574)	R\$ (210.492)	R\$ (279.665)	R\$ (350.124)	R\$ (421.899)
Fornecedores	R\$ 186.260	R\$ 190.730	R\$ 195.308	R\$ 199.995	R\$ 204.795	R\$ 209.710	R\$ 214.743	R\$ 219.897	R\$ 225.175	R\$ 230.579	R\$ 236.113
Empéstimos	R\$ 3.600	R\$ 3.600									
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -									
Capital	R\$ 76.597	R\$ 76.597									
Luc Acum	R\$ (71.400)	R\$ (137.011)	R\$ (203.337)	R\$ (270.880)	R\$ (339.670)	R\$ (409.736)	R\$ (481.109)	R\$ (553.820)	R\$ (627.901)	R\$ (703.386)	R\$ (780.308)
	R\$ 195.057	R\$ 133.916	R\$ 72.168	R\$ 9.312	R\$ (54.678)	R\$ (119.829)	R\$ (186.169)	R\$ (253.726)	R\$ (322.530)	R\$ (392.610)	R\$ (463.998)
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 45.276</b>	<b>R\$ 44.956</b>	<b>R\$ 44.627</b>	<b>R\$ 44.291</b>	<b>R\$ 43.947</b>	<b>R\$ 43.595</b>	<b>R\$ 43.234</b>	<b>R\$ 42.885</b>	<b>R\$ 42.486</b>	<b>R\$ 42.099</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 178.693	R\$ 182.982	R\$ 187.373	R\$ 191.870	R\$ 196.475	R\$ 201.190	R\$ 206.019	R\$ 210.963	R\$ 216.027	R\$ 221.211
CMV	R\$ (66.673)	R\$ (68.273)	R\$ (69.912)	R\$ (71.590)	R\$ (73.308)	R\$ (75.067)	R\$ (76.869)	R\$ (78.714)	R\$ (80.603)	R\$ (82.537)	
Lucro Bruto	R\$ 112.020	R\$ 114.708	R\$ 117.461	R\$ 120.281	R\$ 123.167	R\$ 126.123	R\$ 129.150	R\$ 132.250	R\$ 135.424	R\$ 138.674	
Desp. Oper.	R\$ (167.049)	R\$ (171.058)	R\$ (175.164)	R\$ (179.367)	R\$ (183.672)	R\$ (188.080)	R\$ (192.594)	R\$ (197.217)	R\$ (201.950)	R\$ (206.797)	
LO =EBIT	R\$ (55.029)	R\$ (56.350)	R\$ (57.702)	R\$ (59.087)	R\$ (60.505)	R\$ (61.957)	R\$ (63.444)	R\$ (64.967)	R\$ (66.526)	R\$ (68.123)	
Depreciação	R\$ (15.458)										
Desp. Financeira	R\$ (2.400)										
LAR	R\$ (72.887)	R\$ (74.208)	R\$ (75.560)	R\$ (76.945)	R\$ (78.363)	R\$ (79.815)	R\$ (81.302)	R\$ (82.825)	R\$ (84.384)	R\$ (85.981)	
IR	R\$ (14)	R\$ 512									
LL	R\$ (72.901)	R\$ (73.696)	R\$ (75.048)	R\$ (76.433)	R\$ (77.851)	R\$ (79.303)	R\$ (80.790)	R\$ (82.313)	R\$ (83.872)	R\$ (85.469)	
LL/PL	-1402,8%	122,0%	59,2%	39,3%	29,6%	23,8%	20,0%	17,2%	15,2%	13,6%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Linkedin</b>	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caixa	R\$ 460.887	R\$ 447.099	R\$ 476.318	R\$ 506.228	R\$ 536.844	R\$ 568.184	R\$ 600.265	R\$ 633.105	R\$ 666.722	R\$ 701.135	R\$ 736.363
Estoque	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Clientes	R\$ 449.048	R\$ 459.825	R\$ 470.861	R\$ 482.162	R\$ 493.733	R\$ 505.583	R\$ 517.717	R\$ 530.142	R\$ 542.866	R\$ 555.894	R\$ 569.236
Imobilizado	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909	R\$ 740.909
Ativos não operacionais	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670	R\$ 3.546.670
R\$ 5.197.514	R\$ 5.194.503	R\$ 5.234.758	R\$ 5.275.968	R\$ 5.318.157	R\$ 5.361.346	R\$ 5.405.561	R\$ 5.450.827	R\$ 5.497.167	R\$ 5.544.609	R\$ 5.593.178	
Fornecedores	R\$ 882.785	R\$ 903.972	R\$ 925.667	R\$ 947.883	R\$ 970.632	R\$ 993.928	R\$ 1.017.782	R\$ 1.042.209	R\$ 1.067.222	R\$ 1.092.835	R\$ 1.119.063
Empréstimos	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100	R\$ 132.100
Impostos á pagar	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Capital	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392	R\$ 3.325.392
Luc Acum	R\$ (15.320)	R\$ (29.108)	R\$ 111	R\$ 30.021	R\$ 60.637	R\$ 91.977	R\$ 124.058	R\$ 156.898	R\$ 190.515	R\$ 224.928	R\$ 260.156
R\$ 4.324.957	R\$ 4.332.356	R\$ 4.383.270	R\$ 4.435.396	R\$ 4.488.762	R\$ 4.543.397	R\$ 4.599.332	R\$ 4.656.599	R\$ 4.715.229	R\$ 4.775.256	R\$ 4.836.711	
R\$ 862.147	R\$ 851.488	R\$ 840.572	R\$ 829.395	R\$ 817.950	R\$ 806.229	R\$ 794.228	R\$ 781.938	R\$ 769.354	R\$ 756.467		
Vendas	2,4%	R\$ 2.218.767	R\$ 2.272.017	R\$ 2.326.546	R\$ 2.382.383	R\$ 2.439.560	R\$ 2.498.110	R\$ 2.558.064	R\$ 2.619.458	R\$ 2.682.325	R\$ 2.746.701
CMV	R\$ 12.182.632	R\$ (2.235.015)	R\$ (2.288.666)	R\$ (2.343.583)	R\$ (2.399.829)	R\$ (2.457.425)	R\$ (2.516.403)	R\$ (2.576.797)	R\$ (2.638.640)	R\$ (2.701.968)	
Lucro Bruto	R\$ 36.135	R\$ 37.002	R\$ 37.890	R\$ 38.800	R\$ 39.731	R\$ 40.684	R\$ 41.661	R\$ 42.661	R\$ 43.685	R\$ 44.733	
Desp. Oper.	R\$ (4.930)	R\$ (5.048)	R\$ (5.169)	R\$ (5.294)	R\$ (5.421)	R\$ (5.551)	R\$ (5.684)	R\$ (5.820)	R\$ (5.960)	R\$ (6.103)	
LO =EBIT	R\$ 31.205	R\$ 31.954	R\$ 32.721	R\$ 33.506	R\$ 34.310	R\$ 35.134	R\$ 35.977	R\$ 36.840	R\$ 37.725	R\$ 38.630	
Depreciação	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Desp. Financeira	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
LAR	R\$ 31.205	R\$ 31.954	R\$ 32.721	R\$ 33.506	R\$ 34.310	R\$ 35.134	R\$ 35.977	R\$ 36.840	R\$ 37.725	R\$ 38.630	
R	R\$ (46.525)	R\$ 512	R\$ 512								
LL	R\$ (15.320)	R\$ 32.466	R\$ 33.233	R\$ 34.018	R\$ 34.822	R\$ 35.646	R\$ 36.489	R\$ 37.352	R\$ 38.237	R\$ 39.142	
LL/PL	-0,5%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,0%	1,1%	1,1%	1,1%	1,1%	2,4%

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Majesco</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caxa	R\$ 7.196	R\$ (4.813)	R\$ (16.640)	R\$ (28.761)	R\$ (41.185)	R\$ (53.918)	R\$ (66.968)	R\$ (80.342)	R\$ (94.048)	R\$ (108.094)	R\$ (122.488)
Estoque	R\$ 1.292	R\$ 1.292									
Clientes	R\$ 1.597	R\$ 1.635	R\$ 1.675	R\$ 1.715	R\$ 1.756	R\$ 1.798	R\$ 1.841	R\$ 1.885	R\$ 1.931	R\$ 1.977	R\$ 2.024
Imobilizado	R\$ 198	R\$ 198									
Ativos não operacionais	R\$ 1.173	R\$ 1.173									
	R\$ 11.456	R\$ (514)	R\$ (12.302)	R\$ (24.384)	R\$ (36.766)	R\$ (49.457)	R\$ (62.464)	R\$ (75.793)	R\$ (89.454)	R\$ (103.454)	R\$ (117.800)
Fornecedores	R\$ 4.427	R\$ 4.533	R\$ 4.642	R\$ 4.753	R\$ 4.868	R\$ 4.984	R\$ 5.104	R\$ 5.226	R\$ 5.352	R\$ 5.480	R\$ 5.612
Empréstimos	R\$ -	R\$ -									
Impostos à pagar	R\$ -	R\$ -									
Capital	R\$ 5.551	R\$ 5.551									
Luc Acum	R\$ (13.141)	R\$ (25.150)	R\$ (36.977)	R\$ (49.098)	R\$ (61.522)	R\$ (74.255)	R\$ (87.305)	R\$ (100.679)	R\$ (114.395)	R\$ (128.431)	R\$ (142.825)
	R\$ (3.163)	R\$ (15.065)	R\$ (26.784)	R\$ (36.794)	R\$ (51.104)	R\$ (63.720)	R\$ (76.650)	R\$ (89.901)	R\$ (103.482)	R\$ (117.399)	R\$ (131.662)
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 14.551</b>	<b>R\$ 14.482</b>	<b>R\$ 14.410</b>	<b>R\$ 14.337</b>	<b>R\$ 14.263</b>	<b>R\$ 14.186</b>	<b>R\$ 14.108</b>	<b>R\$ 14.028</b>	<b>R\$ 13.946</b>	<b>R\$ 13.862</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 34.368	R\$ 35.193	R\$ 36.037	R\$ 36.902	R\$ 37.788	R\$ 38.695	R\$ 39.624	R\$ 40.575	R\$ 41.548	R\$ 42.546
CMV	R\$ (28.663)	R\$ (29.351)	R\$ (30.055)	R\$ (30.777)	R\$ (31.515)	R\$ (32.272)	R\$ (33.046)	R\$ (33.839)	R\$ (34.651)	R\$ (35.483)	
Lucro Bruto	R\$ 5.705	R\$ 5.842	R\$ 5.982	R\$ 6.126	R\$ 6.273	R\$ 6.423	R\$ 6.577	R\$ 6.735	R\$ 6.897	R\$ 7.062	
Desp. Oper.	R\$ (19.038)	R\$ (19.495)	R\$ (19.963)	R\$ (20.442)	R\$ (20.933)	R\$ (21.435)	R\$ (21.949)	R\$ (22.476)	R\$ (23.016)	R\$ (23.568)	
LO =EBIT	R\$ (13.333)	R\$ (13.653)	R\$ (13.981)	R\$ (14.316)	R\$ (14.660)	R\$ (15.012)	R\$ (15.372)	R\$ (15.741)	R\$ (16.119)	R\$ (16.505)	
Depreciação	R\$ -										
Desp. Financeira	R\$ -										
LAR	R\$ (13.333)	R\$ (13.653)	R\$ (13.981)	R\$ (14.316)	R\$ (14.660)	R\$ (15.012)	R\$ (15.372)	R\$ (15.741)	R\$ (16.119)	R\$ (16.505)	
IR	R\$ (10)	R\$ 512	R\$ 512								
LL	R\$ (13.343)	R\$ (13.141)	R\$ (13.469)	R\$ (13.804)	R\$ (14.148)	R\$ (14.500)	R\$ (14.860)	R\$ (15.229)	R\$ (15.607)	R\$ (15.993)	
LL/PL	175,8%	67,1%	42,9%	31,7%	25,3%	21,1%	18,2%	16,0%	14,3%	13,0%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Omnicell</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caixa	R\$ 145.549	R\$ 189.566	R\$ 236.085	R\$ 283.702	R\$ 332.441	R\$ 382.330	R\$ 433.397	R\$ 485.670	R\$ 539.177	R\$ 593.949	R\$ 650.016
Estoque	R\$ 31.554	R\$ 31.554									
Clientes	R\$ 82.763	R\$ 84.749	R\$ 86.783	R\$ 88.866	R\$ 90.999	R\$ 93.183	R\$ 95.419	R\$ 97.709	R\$ 100.054	R\$ 102.456	R\$ 104.915
Imobilizado	R\$ 36.178	R\$ 45.906	R\$ (4.366)	R\$ (24.638)	R\$ (44.910)	R\$ (65.182)	R\$ (85.454)	R\$ (105.726)	R\$ (125.998)	R\$ (146.270)	R\$ (166.542)
Ativos não operacionais	R\$ 228.905	R\$ 228.905									
	R\$ 524.949	R\$ 550.680	R\$ 578.962	R\$ 608.389	R\$ 638.989	R\$ 670.790	R\$ 703.821	R\$ 738.112	R\$ 773.692	R\$ 810.594	R\$ 848.847
Fornecedores	R\$ 19.432	R\$ 19.898	R\$ 20.376	R\$ 20.865	R\$ 21.366	R\$ 21.878	R\$ 22.404	R\$ 22.941	R\$ 23.492	R\$ 24.056	R\$ 24.633
Empéstimos	R\$ 57.786	R\$ 57.786									
Impostos á pagar	R\$ 19.299	R\$ 19.762	R\$ 20.236	R\$ 20.722	R\$ 21.219	R\$ 21.729	R\$ 22.250	R\$ 22.784	R\$ 23.331	R\$ 23.891	R\$ 24.464
Capital	R\$ 390.098	R\$ 390.098									
Luc Acum	R\$ 26.383	R\$ 50.128	R\$ 76.375	R\$ 103.720	R\$ 132.187	R\$ 161.804	R\$ 192.599	R\$ 224.600	R\$ 257.835	R\$ 292.335	R\$ 328.130
	R\$ 512.998	R\$ 537.672	R\$ 564.872	R\$ 593.191	R\$ 622.656	R\$ 653.295	R\$ 685.137	R\$ 718.209	R\$ 752.542	R\$ 788.166	R\$ 825.111
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 13.008</b>	<b>R\$ 14.090</b>	<b>R\$ 15.198</b>	<b>R\$ 16.333</b>	<b>R\$ 17.495</b>	<b>R\$ 18.684</b>	<b>R\$ 19.903</b>	<b>R\$ 21.150</b>	<b>R\$ 22.428</b>	<b>R\$ 23.736</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 440.900	R\$ 451.482	R\$ 462.317	R\$ 473.413	R\$ 484.775	R\$ 496.409	R\$ 508.323	R\$ 520.523	R\$ 533.015	R\$ 545.808
CMV		R\$ (207.040)	R\$ (212.009)	R\$ (217.097)	R\$ (222.308)	R\$ (227.643)	R\$ (233.106)	R\$ (238.701)	R\$ (244.430)	R\$ (250.296)	R\$ (256.303)
Lucro Bruto	R\$ 233.860	R\$ 239.473	R\$ 245.220	R\$ 251.105	R\$ 257.132	R\$ 263.303	R\$ 269.672	R\$ 276.093	R\$ 282.719	R\$ 289.505	
Desp. Oper.	R\$ (184.277)	R\$ (188.700)	R\$ (193.228)	R\$ (197.866)	R\$ (202.615)	R\$ (207.477)	R\$ (212.457)	R\$ (217.556)	R\$ (222.777)	R\$ (228.124)	
LO =EBIT	R\$ 49.583	R\$ 50.773	R\$ 51.992	R\$ 53.239	R\$ 54.517	R\$ 55.825	R\$ 57.165	R\$ 58.537	R\$ 59.942	R\$ 61.381	
Depreciação	R\$ (20.212)	R\$ (20.272)									
Desp. Financeira	R\$ (1.849)										
LAR	R\$ 27.462	R\$ 28.652	R\$ 29.871	R\$ 31.118	R\$ 32.396	R\$ 33.704	R\$ 35.044	R\$ 36.416	R\$ 37.821	R\$ 39.260	
IR	R\$ (1.079)	R\$ 512									
LL	R\$ 26.383	R\$ 29.164	R\$ 30.383	R\$ 31.630	R\$ 32.908	R\$ 34.216	R\$ 35.566	R\$ 36.928	R\$ 38.333	R\$ 39.772	
LL/PL	6,3%	6,6%	6,5%	6,4%	6,3%	6,2%	6,1%	6,0%	5,9%	5,8%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>QAD</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caxa	R\$ 75.984	R\$ 79.619	R\$ 87.308	R\$ 95.205	R\$ 103.314	R\$ 111.642	R\$ 120.193	R\$ 128.973	R\$ 137.987	R\$ 147.241	R\$ 156.740
Estoque	R\$ -	R\$ -									
Clientes	R\$ 71.337	R\$ 73.049	R\$ 74.802	R\$ 76.598	R\$ 78.436	R\$ 80.318	R\$ 82.246	R\$ 84.220	R\$ 86.241	R\$ 88.311	R\$ 90.430
Imobilizado	R\$ 33.085	R\$ 27.016	R\$ 20.947	R\$ 14.878	R\$ 8.809	R\$ 2.740	R\$ (3.329)	R\$ (9.398)	R\$ (15.467)	R\$ (21.536)	R\$ (27.605)
Ativos não operacionais	R\$ 54.407	R\$ 54.407									
	R\$ 234.813	R\$ 234.091	R\$ 237.464	R\$ 241.087	R\$ 244.966	R\$ 249.108	R\$ 253.517	R\$ 258.202	R\$ 263.168	R\$ 268.422	R\$ 273.972
Fornecedores	R\$ 115.591	R\$ 118.365	R\$ 121.206	R\$ 124.115	R\$ 127.094	R\$ 130.144	R\$ 133.267	R\$ 136.466	R\$ 139.741	R\$ 143.095	R\$ 146.529
Empréstimos	R\$ 15.085	R\$ 15.085									
Impostos à pagar	R\$ -	R\$ -									
Capital	R\$ 64.205	R\$ 64.205									
Luc Acum	R\$ (2.272)	R\$ (4.706)	R\$ (3.086)	R\$ (1.258)	R\$ 782	R\$ 3.041	R\$ 5.523	R\$ 8.234	R\$ 11.779	R\$ 14.364	R\$ 17.794
	R\$ 192.609	R\$ 192.950	R\$ 197.410	R\$ 202.147	R\$ 207.166	R\$ 212.475	R\$ 218.081	R\$ 223.990	R\$ 230.210	R\$ 236.748	R\$ 243.613
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 41.142</b>	<b>R\$ 40.054</b>	<b>R\$ 38.941</b>	<b>R\$ 37.800</b>	<b>R\$ 36.632</b>	<b>R\$ 35.437</b>	<b>R\$ 34.212</b>	<b>R\$ 32.958</b>	<b>R\$ 31.674</b>	<b>R\$ 30.359</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 266.311	R\$ 272.702	R\$ 279.247	R\$ 285.949	R\$ 292.812	R\$ 299.840	R\$ 307.036	R\$ 314.405	R\$ 321.950	R\$ 329.677
CMV	R\$ (117.006)	R\$ (119.814)	R\$ (122.690)	R\$ (125.634)	R\$ (128.649)	R\$ (131.737)	R\$ (134.899)	R\$ (138.136)	R\$ (141.452)	R\$ (144.846)	
Lucro Bruto	R\$ 149.305	R\$ 152.888	R\$ 156.558	R\$ 160.315	R\$ 164.163	R\$ 168.102	R\$ 172.137	R\$ 176.268	R\$ 180.499	R\$ 184.831	
Desp. Oper.	R\$ (139.902)	R\$ (143.260)	R\$ (146.698)	R\$ (150.219)	R\$ (153.824)	R\$ (157.516)	R\$ (161.296)	R\$ (165.167)	R\$ (169.131)	R\$ (173.190)	
LO=EBIT	R\$ 9.403	R\$ 9.629	R\$ 9.860	R\$ 10.096	R\$ 10.339	R\$ 10.587	R\$ 10.841	R\$ 11.101	R\$ 11.368	R\$ 11.640	
Depreciação	R\$ (6.069)										
Desp. Financeira	R\$ (2.272)										
LAR	R\$ 1.062	R\$ 1.288	R\$ 1.519	R\$ 1.755	R\$ 1.998	R\$ 2.246	R\$ 2.500	R\$ 2.760	R\$ 3.027	R\$ 3.299	
R	R\$ (3.766)	R\$ 512									
LL	R\$ (2.704)	R\$ 1.800	R\$ 2.031	R\$ 2.267	R\$ 2.510	R\$ 2.758	R\$ 3.012	R\$ 3.272	R\$ 3.539	R\$ 3.811	
LL/PL	-4,4%	3,0%	3,3%	3,6%	3,9%	4,1%	4,3%	4,5%	4,7%	4,9%	

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Qlogic</b>	<b>Ano 0</b>	<b>1</b>	<b>2</b>	<b>3</b>	<b>4</b>	<b>5</b>	<b>6</b>	<b>7</b>	<b>8</b>	<b>9</b>	<b>10</b>
Caxa	R\$ 91.258	R\$ 74.916	R\$ 67.147	R\$ 59.107	R\$ 50.791	R\$ 42.191	R\$ 33.301	R\$ 24.114	R\$ 14.622	R\$ 4.819	R\$ (5.303)
Estoque	R\$ 18.036	R\$ 18.036									
Clientes	R\$ 65.213	R\$ 66.778	R\$ 68.381	R\$ 70.022	R\$ 71.702	R\$ 73.423	R\$ 75.185	R\$ 76.990	R\$ 78.838	R\$ 80.730	R\$ 82.667
Imobilizado	R\$ 84.912	R\$ 52.389	R\$ 19.866	R\$ (12.667)	R\$ (45.180)	R\$ (77.703)	R\$ (110.226)	R\$ (142.749)	R\$ (175.212)	R\$ (207.795)	R\$ (240.318)
Ativos não operacionais	R\$ 538.844	R\$ 538.844									
	R\$ 798.263	R\$ 750.964	R\$ 712.274	R\$ 673.352	R\$ 634.193	R\$ 594.791	R\$ 555.141	R\$ 515.235	R\$ 475.068	R\$ 434.634	R\$ 393.926
Fornecedores	R\$ 78.671	R\$ 80.559	R\$ 82.493	R\$ 84.472	R\$ 86.500	R\$ 88.576	R\$ 90.701	R\$ 92.878	R\$ 95.107	R\$ 97.390	R\$ 99.727
Empéstimos	R\$ 9.071	R\$ 9.071									
Impostos á pagar	R\$ 17.095	R\$ 17.505	R\$ 17.925	R\$ 18.356	R\$ 18.796	R\$ 19.247	R\$ 19.709	R\$ 20.182	R\$ 20.667	R\$ 21.163	R\$ 21.670
Capital	R\$ 693.426	R\$ 693.426									
Luc Acum	R\$ (54.294)	R\$ (103.159)	R\$ (143.451)	R\$ (184.014)	R\$ (224.853)	R\$ (265.976)	R\$ (307.389)	R\$ (349.099)	R\$ (391.114)	R\$ (433.440)	R\$ (476.085)
	R\$ 743.369	R\$ 697.403	R\$ 659.464	R\$ 621.311	R\$ 582.940	R\$ 544.344	R\$ 505.519	R\$ 466.458	R\$ 427.157	R\$ 387.610	R\$ 347.810
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 53.561</b>	<b>R\$ 52.810</b>	<b>R\$ 52.041</b>	<b>R\$ 51.254</b>	<b>R\$ 50.447</b>	<b>R\$ 49.622</b>	<b>R\$ 48.776</b>	<b>R\$ 47.911</b>	<b>R\$ 47.024</b>	<b>R\$ 46.116</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 460.907	R\$ 471.969	R\$ 483.296	R\$ 494.895	R\$ 506.773	R\$ 518.935	R\$ 531.390	R\$ 544.143	R\$ 557.202	R\$ 570.575
CMV		R\$ (150.800)	R\$ (154.419)	R\$ (158.125)	R\$ (161.920)	R\$ (165.806)	R\$ (169.786)	R\$ (173.861)	R\$ (178.033)	R\$ (182.306)	R\$ (186.681)
Lucro Bruto		R\$ 310.107	R\$ 317.550	R\$ 325.171	R\$ 332.975	R\$ 340.966	R\$ 349.149	R\$ 357.529	R\$ 366.110	R\$ 374.896	R\$ 383.894
Desp. Oper.		R\$ (322.327)	R\$ (330.063)	R\$ (337.984)	R\$ (346.096)	R\$ (354.402)	R\$ (362.908)	R\$ (371.618)	R\$ (380.537)	R\$ (389.669)	R\$ (399.021)
LO =EBIT		R\$ (12.220)	R\$ (12.513)	R\$ (12.814)	R\$ (13.121)	R\$ (13.436)	R\$ (13.758)	R\$ (14.089)	R\$ (14.427)	R\$ (14.773)	R\$ (15.128)
Depreciação		R\$ (32.523)	R\$ (32.523)								
Desp. Financeira		R\$ (245)	R\$ (245)								
LAR		R\$ (44.988)	R\$ (45.281)	R\$ (45.582)	R\$ (45.889)	R\$ (46.204)	R\$ (46.526)	R\$ (46.857)	R\$ (47.195)	R\$ (47.541)	R\$ (47.896)
R		R\$ (9.306)	R\$ 512	R\$ 512							
LL		R\$ (54.294)	R\$ (44.769)	R\$ (45.070)	R\$ (45.377)	R\$ (45.692)	R\$ (46.014)	R\$ (46.345)	R\$ (46.663)	R\$ (47.029)	R\$ (47.384)
LL/PL		-8,5%	-7,6%	-8,2%	-8,9%	-9,8%	-10,8%	-12,0%	-13,6%	-15,6%	-18,2%

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
RCM Tech	Ano 0	1	2	3	4	5	6	7	8	9	10
Caxxa	R\$ 6.411	R\$ 13.091	R\$ 23.866	R\$ 34.875	R\$ 46.122	R\$ 57.612	R\$ 69.353	R\$ 81.349	R\$ 93.607	R\$ 106.134	R\$ 118.935
Estoque	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -
Clientes	R\$ 59.187	R\$ 60.607	R\$ 62.062	R\$ 63.552	R\$ 65.077	R\$ 66.639	R\$ 68.238	R\$ 69.876	R\$ 71.553	R\$ 73.270	R\$ 75.028
Imobilizado	R\$ 3.297	R\$ (2.920)	R\$ (9.137)	R\$ (15.354)	R\$ (21.571)	R\$ (27.788)	R\$ (34.005)	R\$ (40.222)	R\$ (46.439)	R\$ (52.656)	R\$ (58.873)
Ativos não operacionais	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378	R\$ 18.378
	R\$ 87.273	R\$ 89.156	R\$ 95.170	R\$ 101.451	R\$ 108.006	R\$ 114.841	R\$ 121.964	R\$ 129.381	R\$ 137.099	R\$ 145.126	R\$ 153.468
Fornecedores	R\$ 22.773	R\$ 23.320	R\$ 23.879	R\$ 24.452	R\$ 25.039	R\$ 25.640	R\$ 26.255	R\$ 26.886	R\$ 27.531	R\$ 28.192	R\$ 28.868
Empréstimos	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000	R\$ 20.000
Impostos á pagar	R\$ 860	R\$ 881	R\$ 902	R\$ 923	R\$ 946	R\$ 968	R\$ 992	R\$ 1.015	R\$ 1.040	R\$ 1.065	R\$ 1.090
Capital	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865	R\$ 42.865
Luc Acum	R\$ 514	R\$ 977	R\$ 5.535	R\$ 10.327	R\$ 15.357	R\$ 20.630	R\$ 26.154	R\$ 31.933	R\$ 37.974	R\$ 44.284	R\$ 50.868
	R\$ 87.012	R\$ 88.042	R\$ 93.181	R\$ 98.568	R\$ 104.207	R\$ 110.104	R\$ 116.266	R\$ 122.699	R\$ 129.410	R\$ 136.405	R\$ 143.691
Fluxo de Caixa	R\$ 1.114	R\$ 1.988	R\$ 2.883	R\$ 3.799	R\$ 4.737	R\$ 5.698	R\$ 6.682	R\$ 7.689	R\$ 8.721	R\$ 9.777	
Vendas	2,4%	R\$ 193.770	R\$ 198.420	R\$ 203.183	R\$ 208.059	R\$ 213.052	R\$ 218.166	R\$ 223.402	R\$ 228.763	R\$ 234.254	R\$ 239.876
CMV		R\$ (142.077)	R\$ (145.487)	R\$ (148.979)	R\$ (152.554)	R\$ (156.216)	R\$ (159.964)	R\$ (163.804)	R\$ (167.735)	R\$ (171.761)	R\$ (175.883)
Lucro Bruto	R\$ 51.693	R\$ 52.934	R\$ 54.204	R\$ 55.505	R\$ 56.837	R\$ 58.201	R\$ 59.598	R\$ 61.028	R\$ 62.493	R\$ 63.993	
Desp. Oper.	R\$ (41.175)	R\$ (42.163)	R\$ (43.175)	R\$ (44.211)	R\$ (45.272)	R\$ (46.359)	R\$ (47.472)	R\$ (48.611)	R\$ (49.778)	R\$ (50.972)	
LO=EBIT	R\$ 10.518	R\$ 10.770	R\$ 11.029	R\$ 11.294	R\$ 11.565	R\$ 11.842	R\$ 12.126	R\$ 12.417	R\$ 12.715	R\$ 13.021	
Depreciação	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	R\$ (6.217)	
Desp. Financeira	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	
LAR	R\$ 4.301	R\$ 4.553	R\$ 4.812	R\$ 5.077	R\$ 5.348	R\$ 5.625	R\$ 5.909	R\$ 6.200	R\$ 6.498	R\$ 6.804	
IR	R\$ (3.787)	R\$ 512									
LL	R\$ 514	R\$ 5.065	R\$ 5.324	R\$ 5.589	R\$ 5.860	R\$ 6.137	R\$ 6.421	R\$ 6.712	R\$ 7.010	R\$ 7.316	
LL/PL	1,2%	11,6%	11,0%	10,5%	10,1%	9,7%	9,3%	9,0%	8,7%	8,4%	

Tx. Cresc. TransAct	Ano 0	2,4%	2,4%	2	2,4%	3	2,4%	4	2,4%	5	2,4%	6	2,4%	7	2,4%	8	2,4%	9	2,4%	10
Caxa	R\$ 3.131	R\$ (1.409)	R\$ (4.280)	R\$ (7.234)	R\$ (10.274)	R\$ (13.402)	R\$ (16.618)	R\$ (19.927)	R\$ (23.330)	R\$ (26.828)	R\$ (30.426)									
Estoque	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806	R\$ 11.806												
Clientes	R\$ 9.094	R\$ 9.312	R\$ 9.536	R\$ 9.765	R\$ 9.999	R\$ 10.239	R\$ 10.485	R\$ 10.736	R\$ 10.994	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258	R\$ 11.258		
Imobilizado	R\$ -	R\$ (1.445)	R\$ (2.890)	R\$ (5.780)	R\$ (7.225)	R\$ (8.670)	R\$ (10.115)	R\$ (11.560)	R\$ (13.005)	R\$ (14.450)										
Ativos não operacionais	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460	R\$ 11.460												
	R\$ 35.491	R\$ 29.724	R\$ 25.632	R\$ 21.461	R\$ 17.211	R\$ 12.878	R\$ 8.462	R\$ 3.960	R\$ (630)	R\$ (5.310)	R\$ (10.082)									
Fornecedores	R\$ 9.623	R\$ 9.854	R\$ 10.090	R\$ 10.333	R\$ 10.581	R\$ 10.835	R\$ 11.095	R\$ 11.361	R\$ 11.633	R\$ 11.913	R\$ 12.199									
Empéstimos	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461	R\$ 461												
Impostos à pagar	R\$ 13	R\$ 13	R\$ 13	R\$ 14	R\$ 14	R\$ 14	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 15	R\$ 16					
Capital	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394	R\$ 25.394												
Luc Acum	R\$ (6.650)	R\$ (12.635)	R\$ (16.951)	R\$ (21.350)	R\$ (25.835)	R\$ (30.408)	R\$ (35.069)	R\$ (39.823)	R\$ (44.671)	R\$ (49.614)	R\$ (54.657)									
	R\$ 28.841	R\$ 23.087	R\$ 19.008	R\$ 14.851	R\$ 10.615	R\$ 6.297	R\$ 1.895	R\$ (2.592)	R\$ (7.166)	R\$ (11.831)	R\$ (16.587)									
Fluxo de Caixa	R\$ 6.637	R\$ 6.624	R\$ 6.610	R\$ 6.596	R\$ 6.582	R\$ 6.567	R\$ 6.552	R\$ 6.537	R\$ 6.521	R\$ 6.505										
Vendas	2,4%	R\$ 53.108	R\$ 54.383	R\$ 55.688	R\$ 57.024	R\$ 58.393	R\$ 59.794	R\$ 61.229	R\$ 62.699	R\$ 64.204	R\$ 65.745									
CMV	R\$ (31.397)	R\$ (32.151)	R\$ (32.922)	R\$ (33.712)	R\$ (34.521)	R\$ (35.350)	R\$ (36.198)	R\$ (37.067)	R\$ (37.957)	R\$ (38.866)										
Lucro Bruto	R\$ 21.711	R\$ 22.232	R\$ 22.766	R\$ 23.312	R\$ 23.871	R\$ 24.444	R\$ 25.031	R\$ 25.632	R\$ 26.247	R\$ 26.877										
Desp. Oper.	R\$ (25.483)	R\$ (26.095)	R\$ (26.721)	R\$ (27.362)	R\$ (28.019)	R\$ (28.691)	R\$ (29.380)	R\$ (30.085)	R\$ (30.807)	R\$ (31.546)										
LO =EBIT	R\$ (3.772)	R\$ (3.863)	R\$ (3.955)	R\$ (4.050)	R\$ (4.147)	R\$ (4.247)	R\$ (4.349)	R\$ (4.453)	R\$ (4.560)	R\$ (4.670)										
Depreciação	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)	R\$ (1.445)												
Desp. Financeira	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -	R\$ -											
LAR	R\$ (5.217)	R\$ (5.308)	R\$ (5.400)	R\$ (5.495)	R\$ (5.592)	R\$ (5.692)	R\$ (5.794)	R\$ (5.898)	R\$ (6.005)	R\$ (6.115)										
IR	R\$ (1.433)	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512	R\$ 512										
LL	R\$ (6.650)	R\$ (4.796)	R\$ (4.888)	R\$ (4.983)	R\$ (5.080)	R\$ (5.180)	R\$ (5.282)	R\$ (5.386)	R\$ (5.493)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	R\$ (5.603)	
LL/PL	-35,5%	-37,6%	-57,9%	-123,2%	-1151,4%	-103,3%	-54,6%	-37,3%	-28,5%	-23,1%										

Tx. Cresc.	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%	2,4%
<b>Vmware</b>	<b>Ano 0</b>										
Caxa	R\$ 2.071	R\$ 2.884	R\$ 4.326	R\$ 5.790	R\$ 7.278	R\$ 8.790	R\$ 10.326	R\$ 11.887	R\$ 13.473	R\$ 15.086	R\$ 16.725
Estoque	R\$ -	R\$ -									
Clientes	R\$ 1.520	R\$ 1.556	R\$ 1.594	R\$ 1.632	R\$ 1.671	R\$ 1.711	R\$ 1.752	R\$ 1.794	R\$ 1.838	R\$ 1.882	R\$ 1.927
Imobilizado	R\$ 1.035	R\$ 690	R\$ 345	R\$ -	R\$ (345)	R\$ (690)	R\$ (1.035)	R\$ (1.380)	R\$ (1.725)	R\$ (2.070)	R\$ (2.415)
Ativos não operacionais	R\$ 10.590	R\$ 10.590									
	R\$ 15.216	R\$ 15.720	R\$ 16.855	R\$ 18.012	R\$ 19.194	R\$ 20.401	R\$ 21.633	R\$ 22.891	R\$ 24.176	R\$ 25.487	R\$ 26.827
Fornecedores	R\$ 3.996	R\$ 4.092	R\$ 4.190	R\$ 4.291	R\$ 4.394	R\$ 4.499	R\$ 4.607	R\$ 4.718	R\$ 4.831	R\$ 4.947	R\$ 5.066
Empréstimos	R\$ -	R\$ -									
Impostos à pagar	R\$ -	R\$ -									
Capital	R\$ 7.586	R\$ 7.586									
Luc Acum	R\$ 520	R\$ 988	R\$ 2.085	R\$ 3.204	R\$ 4.347	R\$ 5.514	R\$ 6.705	R\$ 7.921	R\$ 9.162	R\$ 10.430	R\$ 11.724
	R\$ 12.666	R\$ 13.861	R\$ 15.081	R\$ 16.327	R\$ 17.599	R\$ 18.898	R\$ 20.224	R\$ 21.519	R\$ 22.863	R\$ 24.376	
<b>Fluxo de Caixa</b>	<b>R\$ 3.055</b>	<b>R\$ 2.994</b>	<b>R\$ 2.931</b>	<b>R\$ 2.868</b>	<b>R\$ 2.802</b>	<b>R\$ 2.735</b>	<b>R\$ 2.667</b>	<b>R\$ 2.597</b>	<b>R\$ 2.525</b>	<b>R\$ 2.451</b>	
Vendas	2,4%	R\$ 6.035	R\$ 6.180	R\$ 6.328	R\$ 6.480	R\$ 6.636	R\$ 6.795	R\$ 6.958	R\$ 7.125	R\$ 7.296	R\$ 7.471
CMV		R\$ (917)	R\$ (939)	R\$ (962)	R\$ (985)	R\$ (1.008)	R\$ (1.032)	R\$ (1.057)	R\$ (1.083)	R\$ (1.109)	R\$ (1.135)
Lucro Bruto	R\$ 5.118	R\$ 5.241	R\$ 5.367	R\$ 5.495	R\$ 5.627	R\$ 5.762	R\$ 5.901	R\$ 6.042	R\$ 6.187	R\$ 6.336	
Desp. Oper.	R\$ (4.091)	R\$ (4.189)	R\$ (4.290)	R\$ (4.393)	R\$ (4.498)	R\$ (4.606)	R\$ (4.717)	R\$ (4.830)	R\$ (4.946)	R\$ (5.064)	
LO=EBIT	R\$ 1.027	R\$ 1.052	R\$ 1.077	R\$ 1.103	R\$ 1.129	R\$ 1.156	R\$ 1.184	R\$ 1.212	R\$ 1.242	R\$ 1.271	
Depreciação	R\$ (345)										
Desp. Financeira	R\$ -										
LAR	R\$ 682	R\$ 707	R\$ 732	R\$ 758	R\$ 784	R\$ 811	R\$ 839	R\$ 867	R\$ 897	R\$ 926	
R	R\$ (162)	R\$ 512									
LL	R\$ 520	R\$ 1.219	R\$ 1.244	R\$ 1.270	R\$ 1.296	R\$ 1.323	R\$ 1.351	R\$ 1.379	R\$ 1.409	R\$ 1.438	
LL/PL	6,4%	14,2%	12,9%	11,8%	10,9%	10,1%	9,5%	8,9%	8,4%	8,0%	