

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
FACULDADE DE CIÊNCIAS ECONÔMICAS  
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ECONOMIA**

**EVANDRO JOSÉ LACERDA FELIPPE**

**ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO COMO FERRAMENTA DE GESTÃO  
PARA UMA INDÚSTRIA DE UTILIDADES DOMÉSTICAS: UM ESTUDO DE CASO**

**Porto Alegre**

**2014**

**EVANDRO JOSÉ LACERDA FELIPPE**

**ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO COMO FERRAMENTA DE GESTÃO  
PARA UMA INDÚSTRIA DE UTILIDADES DOMÉSTICAS: UM ESTUDO DE CASO**

Dissertação de Mestrado apresentada ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do título de Mestre em Controladoria.

Orientador: Prof. Dr. Paulo Schmidt.

**Porto Alegre**

**2014**

## CIP - Catalogação na Publicação

Felippe, Evandro José Lacerda

Administração do capital de giro como ferramenta de gestão para uma indústria de utilidades domésticas: um estudo de caso / Evandro José Lacerda Felippe. -- 2014.  
52 f.

Orientador: Paulo Schmidt.

Dissertação (Mestrado) -- Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Faculdade de Ciências Econômicas, Programa de Pós-Graduação em Economia, Porto Alegre, BR-RS, 2014.

1. Administração do capital de giro. 2. Modelo de gestão. I. Schmidt, Paulo, orient. II. Título.

Elaborada pelo Sistema de Geração Automática de Ficha Catalográfica da UFRGS com os dados fornecidos pelo(a) autor(a).

**EVANDRO JOSÉ LACERDA FELIPPE**

**ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO COMO FERRAMENTA DE GESTÃO  
PARA UMA INDÚSTRIA DE UTILIDADES DOMÉSTICAS: UM ESTUDO DE CASO**

Dissertação submetida ao Programa de Pós-Graduação em Economia da Faculdade de Ciências Econômicas da UFRGS, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Economia.

Aprovada em: Porto Alegre, 22 de dezembro de 2014.

BANCA EXAMINADORA:

---

Prof. Dr. Paulo Schmidt - Orientador  
UFRGS

---

Prof. Dr. Ariel Behr  
UFRGS

---

Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner  
UNIFIN

---

Prof. Me. Marco Antonio dos Santos Martins  
UNIFIN

## **AGRADECIMENTOS**

À minha esposa Rosana e meu filho Pedro, pelo amor, companheirismo e cumplicidade que são a justificativa maior para toda e qualquer empreitada.

Aos meus pais, pelo modelo de caráter e de família que me nortearam até aqui.

Ao Professor Doutor Paulo Schmidt, meu orientador, pelo apoio, sugestões e transferência de conhecimento, tão fundamentais para a realização desse trabalho.

## RESUMO

Em sua essência, o capital de giro corresponde aos recursos aplicados no ativo circulante das empresas, o qual é formado basicamente pelos estoques, contas a receber e disponibilidades. Em uma abordagem mais ampla, pode-se contemplar também os passivos circulantes, de forma que a administração do capital de giro estará sempre relacionada diretamente com os problemas de gestão dos ativos e passivos circulantes e com as inter-relações entre esses grupos patrimoniais. Um dos grandes desafios da gestão financeira das empresas está exatamente na projeção e correto dimensionamento do capital de giro necessário para viabilizar suas operações, assim como o estabelecimento das fontes equilibradas em termos de prazo e custos para o seu financiamento. Os recursos aplicados nos ativos cíclicos encontram-se em constante movimentação ao longo dos processos operacionais da firma, e a sua administração torna-se ainda mais complexa para as empresas do ramo industrial, em função do ciclo de produção e do ciclo financeiro, que normalmente demandam ainda mais recursos e seus efeitos são mais rápidos, o que exige constante atenção e monitoramento por parte dos gestores financeiros. Dada a relevância do tema, este trabalho busca quantificar de forma objetiva (através da aplicação de um modelo de avaliação de empresas), o quanto a gestão eficiente do capital de giro de uma empresa pode efetivamente trazer mais valor ao negócio e, por consequência, ao acionista. A proposta deste estudo, portanto, consiste em avaliar o comportamento do capital de giro de uma empresa industrial fabricante de utilidades domésticas ao longo de um determinado período e aplicar os números das demonstrações financeiras da empresa a um modelo de gestão deste capital, visando demonstrar que uma utilização mais adequada dos ativos e passivos operacionais é capaz de trazer melhor desempenho financeiro para a firma ao longo do tempo, gerando maior valor para a empresa e acionistas.

**Palavras-chave:** Capital de giro. Modelo de gestão. Melhor desempenho financeiro.

## **ABSTRACT**

In essence, the working capital corresponds to the funds invested in assets of companies, which is basically formed by inventories, accounts receivable and cash. In a broader approach, one can also consider the liabilities, so that management of working capital is always directly related to the problems of management of current assets and current liabilities and the interrelationships between these asset groups. One of the great challenges of corporate financial management is exactly the projection and correct sizing of the working capital needed to support its operations, as well as the establishment of balanced sources in terms of time and costs to financing. The funds invested in cyclical assets are in constant movement along the operational processes of the firm and its management becomes even more complex for companies in the industrial sector, in terms of the production cycle and the financial cycle, which normally require further resources and their effects are faster, requiring constant attention and monitoring by financial managers. Given the relevance of the topic, this work seeks to quantify objectively (by applying a valuation model of firms), as the efficient management of working capital of a company can effectively bring more value to the business and, consequently, shareholder. The purpose of this study therefore is to assess the behavior of the working capital of a manufacturer of industrial enterprise house wares over a specified period and submit the numbers of the financial statements of the company to a management model of this capital, seeking to establish that better use of operating assets and liabilities is able to bring better financial performance for the firm over time, generating greater value to the firm and its shareholders.

**Keywords:** Working capital. Management model. Better financial performance.

## LISTA DE FIGURAS

Figura 1 - O fluxo do ativo circulante.....	19
Figura 2 - Balanço patrimonial dos anos de 2009, 2010, 2011 e 2012.....	27
Figura 3 - Demonstrativo de resultado do exercício dos anos de 2009, 2010, 2011 e 2012.....	28
Figura 4 - Demonstração do fluxo de caixa indireto dos anos de 2010, 2011 e 2012.....	29
Figura 5 - Quadro de indicadores financeiros dos anos de 2009 2010, 2011 e 2012.....	30
Figura 6 - Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de capital de Giro.....	42
Figura 7 - Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de Caixa Livre.....	43
Figura 8 - Custo do Capital Próprio, Custo da Dívida e Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital.....	44
Figura 9 - Valor da Firma com base no FCLD.....	45
Figura 10 - Revisão da Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de capital de Giro.....	46
Figura 11 - Revisão da Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de Caixa Livre.....	47
Figura 12 - Custo do Capital Próprio, Custo da Dívida e Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital.....	48
Figura 13 - Novo Valor da Firma com base no FCLD Recalculado.....	49



## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	9
1.1	Problema de Pesquisa .....	10
1.2	Objetivo Geral .....	10
1.3	Objetivos Específicos .....	10
1.4	Método de Pesquisa .....	10
2	ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO .....	12
2.1	O Capital de Giro .....	12
2.2	Aplicação .....	14
2.3	Principais Indicadores de Avaliação Financeira .....	15
2.3.1	<u>Índices de Liquidez</u> .....	16
2.3.1.1	<i>Liquidez Imediata (LI)</i> .....	16
2.3.1.2	<i>Liquidez Seca (LS)</i> .....	16
2.3.1.3	<i>Liquidez Corrente (LC)</i> .....	17
2.3.2	<u>Índices de Estrutura</u> .....	17
2.3.2.1	<i>Participação de Capital de Terceiros (PCT)</i> .....	17
2.3.3	<u>Índices de Capital de Giro</u> .....	18
2.3.3.1	<i>Capital de Giro ou Capital Circulante (CG)</i> .....	18
2.3.3.2	<i>Capital de Giro Líquido (CGL) ou Capital Circulante Líquido (CCL)</i> .....	20
2.3.3.3	<i>Capital de Giro Próprio (CGP)</i> .....	20
2.3.3.4	<i>Necessidade de Capital de Giro (NCG)</i> .....	20
2.3.4	<u>Ciclos e Prazos Médios</u> .....	22
2.3.4.1	<i>Ciclo Operacional (CO)</i> .....	22
2.3.4.2	<i>Ciclo Financeiro (CF)</i> .....	23
2.3.4.3	<i>Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV)</i> .....	23
2.3.4.4	<i>Prazo Médio de Pagamento de Compras (PMPC)</i> .....	24
2.3.4.5	<i>Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE)</i> .....	24
2.3.5	<u>Limitações dos Índices Tradicionais</u> .....	25

3	APLICAÇÃO DO ESTUDO DE CASO .....	26
3.1	Introdução .....	26
3.2	A Empresa .....	26
3.3	Demonstrações Financeiras dos Anos 2009, 2010, 2011 e 2012 .....	27
3.4	Análise dos Dados .....	31
3.4.1	<u>Liquidez Imediata</u> .....	31
3.4.2	<u>Liquidez Seca</u> .....	31
3.4.3	<u>Liquidez Corrente</u> .....	31
3.4.4	<u>Participação do capital de terceiros</u> .....	32
3.4.5	<u>Capital de Giro</u> .....	32
3.4.6	<u>Capital de Giro Líquido</u> .....	32
3.4.7	<u>Capital de Giro Próprio</u> .....	33
3.4.8	<u>Necessidade de Capital de Giro</u> .....	33
3.4.9	<u>Ciclo Operacional</u> .....	33
3.4.10	<u>Ciclo Financeiro</u> .....	33
3.4.11	<u>Prazo Médio de Recebimento de Vendas</u> .....	34
3.4.12	<u>Prazo Médio de Pagamento de Compras</u> .....	34
3.4.13	<u>Prazo Médio de Renovação dos Estoques</u> .....	34
3.5	Diagnóstico .....	35
3.6	Proposição .....	37
3.7	Cálculo do Valor da Firma Mantido o Ciclo Financeiro Atual .....	38
3.7.1	<u>Método de Cálculo</u> .....	38
3.7.2	<u>Critérios para a Projeção da Necessidade de Capital de Giro</u> .....	40
3.7.3	<u>Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de Capital de Giro</u> .....	42
3.7.4	<u>Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de caixa Livre</u> .....	42
3.7.5	<u>Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital da Firma</u> .....	44
3.7.6	<u>Cálculo do Valor da Firma com Base no Fluxo de Caixa Livre Descontado</u> .....	45
3.8	Recálculo do Valor da Firma com os Indicadores Ajustados .....	46
3.8.1	<u>Revisão da Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de Capital de Giro</u> .....	46
3.8.2	<u>Revisão da Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de caixa Livre</u> .....	47
3.8.3	<u>Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital da Firma</u> .....	48
3.8.4	<u>Recálculo do Valor da Firma com Base no Fluxo de Caixa Livre Descontado</u> .....	49
4	CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	50
	REFERÊNCIAS .....	52

## 1 INTRODUÇÃO

A projeção do capital de giro necessário para suportar as operações da firma e a definição das fontes de financiamento mais adequadas em termos de prazo e de custos, representam grandes desafios para a gestão financeira das empresas.

Num mercado cada vez mais competitivo, o uso adequado dos ativos é cada vez mais uma questão de sobrevivência, e para as empresas do ramo industrial, que normalmente demandam ainda mais recursos em função dos ciclos de produção e financeiro, a administração deste capital torna-se ainda mais importante.

Para Assaf Neto (2010), a administração do capital de giro está ligada essencialmente às decisões de compra e venda tomadas pela empresa, bem como suas diversas atividades operacionais e financeiras. Sob esta ótica, fica nítido que a administração do capital de giro precisa garantir a adequada consecução de sua política de estocagem, compra de materiais, produção, venda e prazo de recebimento.

Assaf Neto e Silva (2012) destacam a importância de se considerar que a administração do capital de giro trata dos ativos e passivos correntes como decisões interdependentes. Assim, a perda de liquidez pelo aumento dos estoques, por exemplo, deve ser compensada por um maior volume de caixa, e assim por diante.

Diante desta temática, a proposta deste trabalho é apresentar um estudo sobre os efeitos da gestão do capital de giro de uma empresa industrial do ramo de utilidades domésticas e propor um modelo de gestão do capital de giro capaz de agregar valor ao negócio como um todo, ou seja, sob a ótica do acionista.

### **1.1 Problema de Pesquisa**

Como uma indústria de utilidades domésticas pode utilizar a administração do capital de giro para agregar mais valor ao negócio e, por consequência, ao acionista?

### **1.2 Objetivo Geral**

O propósito do presente trabalho é demonstrar, através do estudo de caso de uma indústria do ramo de utilidades domésticas, como o gerenciamento eficaz do capital de giro é capaz de aumentar o valor da empresa.

### **1.3 Objetivos Específicos**

- a) estudar os principais conceitos de gestão de capital de giro;
- b) demonstrar através da projeção do fluxo de caixa da firma, de que forma a gestão do capital de giro pode agregar valor ao negócio;
- c) apresentar um modelo de gestão do capital de giro capaz de agregar valor para a firma e, portanto, para os acionistas;
- d) apresentar um estudo de caso com evidenciação da gestão de capital de giro agregando valor.

### **1.4 Método de Pesquisa**

A adoção de uma sistemática de avaliação de desempenho formal ainda é bastante recente nas empresas de médio porte brasileiras, especialmente no caso do capital de giro, de forma que se tem ainda um universo relativamente pequeno de empresas que adotam tal ferramenta. Assim, por tratar-se de um histórico relativamente pequeno, optou-se por uma investigação mais aprofundada, utilizando o método do estudo de caso exploratório.

Conforme Gil (1999), tal método tem por característica um estudo em profundidade de um ou poucos objetos pesquisados. Para Yin (2005) o estudo de caso representa uma investigação empírica e compreende um método abrangente, com a lógica do planejamento,

da coleta e da análise de dados. Pode incluir tanto estudos de caso único quanto de múltiplos, assim como abordagens quantitativas e qualitativas de pesquisa.

Assim, a presente pesquisa é caracterizada como exploratória edescriativatendo sido escolhido como método de procedimento o estudo de caso.

Para Yin (2005) a opção por um determinado tipo de estudo de caso depende principalmente da questão de pesquisa que se busca responder. A preferência pelo uso do Estudo de Caso deve ser dada quando do estudo de eventos contemporâneos, em situações onde os comportamentos relevantes não podem ser manipulados, mas onde é possível se fazer observações diretas e entrevistas sistemáticas.

De acordo com Bonoma (1985), este método mostra-se útil quando um fenômeno é amplo e complexo, e o conhecimento existente não parece suficiente para permitir a proposição de questões causais e quando um fenômeno não pode ser estudado fora do contexto no qual ele naturalmente ocorre.

Para este estudo foi utilizada a metodologia proposta por Matarazzo (2010) e Assaf Neto e Silva (2012) em um caso real. A razão social da empresa foi substituída por um nome fictício e os dados financeiros foram ajustados por um determinado fator de conversão para fins de preservação da confidencialidade da mesma.

Optou-se por aplicar o método do estudo de caso na empresa UD Utilidades Domésticas S.A. em razão da disponibilidade dos dados e pela necessidade notória de ser orientada, por tratar-se de uma empresa que rotineiramente auferes lucros em seus exercícios, porém constantemente apresenta dificuldades de liquidez e gestão do seu caixa.

Também foi fator determinante na escolha da UD Utilidades Domésticas S.A. como objeto deste estudo de caso, o fato de que os gestores da empresa mostraram-se receptivos ao estudo e dispostos a testar e implantar o modelo de gestão de capital de giro que será proposto.

## **2 ADMINISTRAÇÃO DO CAPITAL DE GIRO**

A gestão do capital de giro é fundamental para o administrador financeiro. O objetivo deste capítulo é entender o conceito de capital de giro, sua aplicação e alguns indicadores de controle, bem como suas limitações.

### **2.1 O Capital de Giro**

Existem diversas alternativas de cálculo para o capital de giro em função de diferentes metodologias adotadas nos estudos sobre o tema. Entretanto, qualquer que seja a definição ou o cálculo utilizado, o conceito de capital de giro (ou de capital circulante) sempre identifica a parcela de capital aplicada pela empresa em seu ciclo operacional, caracteristicamente de curto prazo.

O capital de giro corresponde, portanto, ao ativo circulante da empresa, ou seja, o valor total dos recursos utilizados para financiar o ciclo operacional, o qual assume diversas formas ao longo do processo produtivo e de venda, desde a aquisição de matérias-primas até o recebimento pela venda dos produtos acabados. (ASSAF NETO, 2010)

Segundo Assaf Neto (2002), o capital de giro, também chamado capital circulante ou ativo circulante, é o grupo de maior liquidez dentro do ativo, sendo afetado direta e significativamente pelas atividades operacionais da empresa. Seus componentes básicos são todas as disponibilidades imediatas (caixa, bancos, títulos de negociação imediata, etc.); valores a receber no curto prazo (duplicatas, contas, aplicações de curto prazo, etc.); e os estoques (em que se incluem materiais em geral, embalagens, produtos em fabricação e produtos acabados).

Assaf Neto (2002) comenta ainda que o ativo circulante apresenta duas importantes características: a curta duração e a rápida conversão de seus elementos. Por outro lado, o que caracteriza também esse grupo é o rápido processo de transformação de seus elementos em outros do mesmo grupo, e a conseqüente reconversão. Ou seja, existe uma evidente inter-relação nesse grupo do ativo que se identifica por um fluxo permanente e contínuo de recursos entre seus elementos.

De acordo com Santos, Schmidt e Martins (2006), ao analisarmos os fatores que atuam sobre o capital de giro, podemos perceber que as aplicações de recursos em ativos circulantes

ou não circulantes, reduzem o capital de giro da empresa, enquanto as origens de recursos o aumentam.

Assim, as variações no capital circulante líquido, que é justamente a diferença entre as origens e as aplicações de recursos, devem ser objeto de constante atenção e monitoramento na administração do capital de giro.

Ainda segundo Santos, Schmidt e Martins (2006), cabe ao administrador observar as modificações relevantes no capital de giro (aumentos ou reduções). Uma vez ocorridas tais mudanças, o administrador deverá identificar as causas e atuar firmemente sobre elas para viabilizar o giro dos negócios, em função de que os seus efeitos são rápidos e acontecem no curto prazo.

Para Santos, Schmidt e Martins (2006), as modificações na política de estoques, na política de prazos de vendas e na política de compras provocam efeitos imediatos no fluxo de caixa e, portanto, a constante avaliação e acompanhamento das mesmas são poderosos instrumentos de mensuração e monitoramento da situação financeira da empresa.

Matarazzo (2003) explica que o ativo da empresa é determinado em função de diversos fatores, como o volume de operações (vendas), as condições ditadas pelo mercado, o prazo de recebimento, as condições da atividade conjugadas com o mercado, o giro de estoques e o volume de instalações físicas. O passivo, por sua vez, é determinado em função da disponibilidade de capital dos sócios, da obtenção de financiamentos de curto e longo prazo, do prazo de pagamento obtido junto aos fornecedores, do volume de compras, do prazo de pagamento das despesas e da retirada de lucro dos sócios. A composição deste passivo depende, portanto, tanto das possibilidades da empresa quanto da capacidade dos administradores de tomar decisões adequadas, diante de diferentes alternativas.

Matarazzo (2003) comenta ainda que existe uma relação entre financiamentos e investimentos. O ativo não circulante deve preferencialmente ser financiado com Capital Próprio, mas é aceitável o seu financiamento, em parte, com recursos de terceiros exigíveis no longo prazo. Se houver capital circulante em proporção adequada em relação ao passivo circulante, pode-se dizer que há adequação entre financiamentos e investimentos de recursos. Assim, é desejável que uma parcela do capital circulante líquido seja constituída por capital próprio (caso em que o patrimônio líquido é maior que o ativo permanente) (MATARAZZO, 2003).

## 2.2 Aplicação

Segundo Braga (1989), a preservação da liquidez da empresa está diretamente ligada a um processo contínuo de tomada de decisões na administração do capital de giro. Decisões estas que afetam não só a solvência da empresa, também a afetam a sua rentabilidade.

Decisões equivocadas e soluções inadequadas para os problemas de gestão do capital de giro geralmente acabam por resultar em concordatas e falências. É comum encontrarmos casos de empresas que se tornaram insolventes em função do excesso de imobilizações. Normalmente isto significa que os recursos que deveriam financiar o capital de giro foram desviados para outra finalidade, ou então que os planos de expansão não levaram em conta as necessidades adicionais de recursos para financiar o giro das operações.

Em sua essência, o capital de giro corresponde aos recursos aplicados no ativo circulante, o qual é formado basicamente pelos estoques, contas a receber e disponibilidades. Uma abordagem mais ampla contempla também os passivos circulantes. Deste modo, a administração do capital de giro está relacionada diretamente com os problemas de gestão dos ativos e passivos circulantes e com as inter-relações entre esses grupos patrimoniais. (BRAGA, 1989)

Para Brom e Balian (2007), a gestão do capital de giro é de fundamental importância, porque produz seus efeitos diretamente na disponibilidade de recursos (caixa), afetando diretamente sua capacidade de pagar obrigações em dia e de gerar retorno aos acionistas.

Assim, em caso de má administração do capital de giro, uma empresa poderá ficar descapitalizada, o que significa não dispor de capital de giro suficiente para honrar seus compromissos antes da data de seus recebimentos, o que exigirá um profundo estudo dos fatores que a levaram a essa situação, que podem ser:

- a) perda da eficiência produtiva;
- b) aumento nos níveis de estoques;
- c) aumento dos prazos de pagamento para seus clientes;
- d) diminuição do prazo de pagamento de seus fornecedores, entre outros, com conseqüências nos preços de vendas, despesas financeiras e retorno aos acionistas.

Para Santos, Schmidt e Martins (2006), Identificar a situação de liquidez da empresa e as prováveis causas em caso de falta de liquidez é uma das mais importantes tarefas do



analista, porque justamente o principal objetivo de se analisar a liquidez de uma empresa é sem dúvida o de mensurar a sua capacidade de quitar seus compromissos e de manter níveis de estoques suficientes para atender a demanda das vendas.

Para Assaf Neto (2010) é nítido que a administração do capital de giro deve garantir a uma empresa a adequada consecução de sua política de estocagem, compra de materiais, produção, venda de produtos e mercadorias e prazo de recebimento, visto que a administração do capital de giro (circulante) envolve basicamente as decisões de compra e venda tomadas pela empresa, bem como suas mais diversas atividades operacionais e financeiras.

Na medida em que aumentou a preocupação dos gestores com relação à administração do capital de giro, foram aprimoradas as técnicas de controle e gerenciamento dos valores circulantes, tornando esse segmento de estudo mais especializado e, também, mais complexo.

Assim, o entendimento conceitual das características básicas da administração do capital de giro é de fundamental importância para a administração dos vários elementos circulantes, constituindo-se no arcabouço teórico indispensável de todo o estudo. (ASSAF NETO, 2010)

### **2.3 Principais Indicadores de Avaliação Financeira**

Segundo Matarazzo (2003), a análise de balanços surgiu por motivos eminentemente práticos e mostrou-se um instrumento de grande utilidade para avaliar a situação econômica e financeira. Com o passar do tempo, as técnicas de análise foram sendo aprimoradas, tornando-se inclusive, objeto de estudo das universidades, com a incorporação de fundamentos e teorias testadas e aprimoradas a partir de base científicas.

Em linhas gerais, um índice é obtido através da relação entre contas ou grupos de contas das demonstrações financeiras e busca evidenciar determinado aspecto econômico ou financeiro da empresa em análise. Os índices constituem a técnica de análise mais empregada e sua característica fundamental é justamente fornecer uma visão ampla da situação econômica e financeira da empresa, permitindo a construção de um quadro de avaliação da mesma.

Santos, Schmidt e Martins (2006) destacam que um índice não deve ser analisado isoladamente, mas sim em conjunto com a análise vertical e horizontal e também em relação ao próprio índice em períodos anteriores, de forma a verificar tendências dos acontecimentos

e proporcionar subsídios para que os administradores da empresa possam direcionar esforços corretivos para o bom desenvolvimento da organização.

Para Matarazzo (2003), o importante não é o número de índices utilizados, mas sim que o conjunto de índices escolhidos permita conhecer a situação econômica e financeira da empresa de acordo com o grau de profundidade esperado na análise. Assim, foram escolhidos índices que buscam retratar a real situação financeira da empresa em estudo, visando apontar suas deficiências em termos de gestão do capital de giro.

A seguir será apresentada a definição dos principais índices tradicionalmente utilizados na análise das demonstrações financeiras. Normalmente os autores costumam segregar tais indicadores entre indicadores de liquidez, estrutura, lucratividade e rentabilidade.

### **2.3.1 Índices de Liquidez**

Segundo Matarazzo (2010), os índices de liquidez não medem a capacidade de pagamento da companhia, uma vez que não são extraídos do fluxo de caixa. Procuram medir, isto sim, o quão sólida é a base financeira da empresa. Medem de uma forma mais ampla a capacidade de pagar as dívidas, mas não se a empresa está pagando suas obrigações em dia, já que isto depende de outros fatores como prazos, renovação de dívidas, etc.

#### ***2.3.1.1 Liquidez Imediata (LI)***

Indica a capacidade da empresa de pagar seus compromissos correntes utilizando exclusivamente seus recursos disponíveis, ou seja, qual o percentual destas obrigações que poderia ser liquidado imediatamente (ASSAF NETO; SILVA, 2012).

$$LI = \frac{\text{Disponível}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (1)$$

#### ***2.3.1.2 Liquidez Seca (LS)***

Indica o percentual das dívidas de curto prazo que podem ser pagos usando apenas os ativos de maior liquidez, ou seja, o disponível e os valores a receber.

$$LS = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques} - \text{Outros Créditos}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (2)$$

### 2.3.1.3 *Liquidez Corrente (LC)*

Indica qual a relação percentual entre os ativos circulantes e os passivos circulantes.

$$LC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}} \quad (3)$$

## 2.3.2 Índices de Estrutura

Segundo Silva, José Pereira Da (2006), a estrutura de capitais da empresa indica a composição de suas fontes de recursos. Os ativos (circulantes e não circulantes) da companhia são provenientes de recursos dos proprietários ou de terceiros. Ambas as fontes têm expectativas de remuneração pelo fornecimento destes recursos. Cabe à empresa estabelecer a conveniência de balancear o uso de recursos próprios e de terceiros, levando em conta fatores como a disponibilidade destes fundos, seu custo e o risco.

Os índices de estrutura apresentam uma interpretação similar, visando demonstrar a relação entre recursos próprios e de terceiros, bem como a aplicação destes recursos no ativo da empresa. Assim, optamos pela utilização de apenas um deles, para efeito de simplificação da análise:

### 2.3.2.1 *Participação de Capital de Terceiros (PCT)*

Este índice indica qual a proporção entre o capital de terceiros e o Capital Próprio, na composição do Passivo da empresa. Podemos assim, acompanhar a progressão do endividamento da empresa ao longo do tempo.

$$\text{PCT} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Passivo Não Circulante}}{\text{Patrimônio Líquido}} \quad (4)$$

### **2.3.3 Índices de Capital de Giro**

Os índices de capital de giro constituem um importante conjunto de indicadores que visam espelhar o quanto dos recursos financeiros da empresa encontra-se alocado em ativos operacionais.

#### ***2.3.3.1 Capital de Giro ou Capital Circulante (CG)***

Uma parte considerável dos recursos da empresa é aplicada no que chamamos de ativos correntes, ativos circulantes ou capital de giro. Podemos dizer que estes ativos (circulantes) constituem o capital que efetivamente circula pela empresa até transformar-se em dinheiro dentro do seu ciclo de operações. Na verdade ele compreende o tempo necessário para que uma aplicação de recursos em insumos gire internamente, desde a compra de matérias-primas e o pagamento de funcionários até o recebimento correspondente à venda do produto ou serviço fornecido ao cliente.

Os ativos circulantes são mantidos para sustentar um dado volume de operações de acordo com as condições da empresa. Eles diferem dos ativos não circulantes e apresentam peculiaridades que tornam distintos os problemas inerentes à sua administração. Em primeiro lugar, os ativos correntes estão relacionados às atividades cotidianas, o que exige muita dedicação, planejamento e controle por parte do administrador (diferentemente dos ativos não circulantes), e em segundo lugar porque estes ativos estão relacionados diretamente às vendas, que podem oscilar diariamente e por isto a sua administração adquire um senso de urgência muito maior do que os não circulantes. (SANVICENTE, 1987).

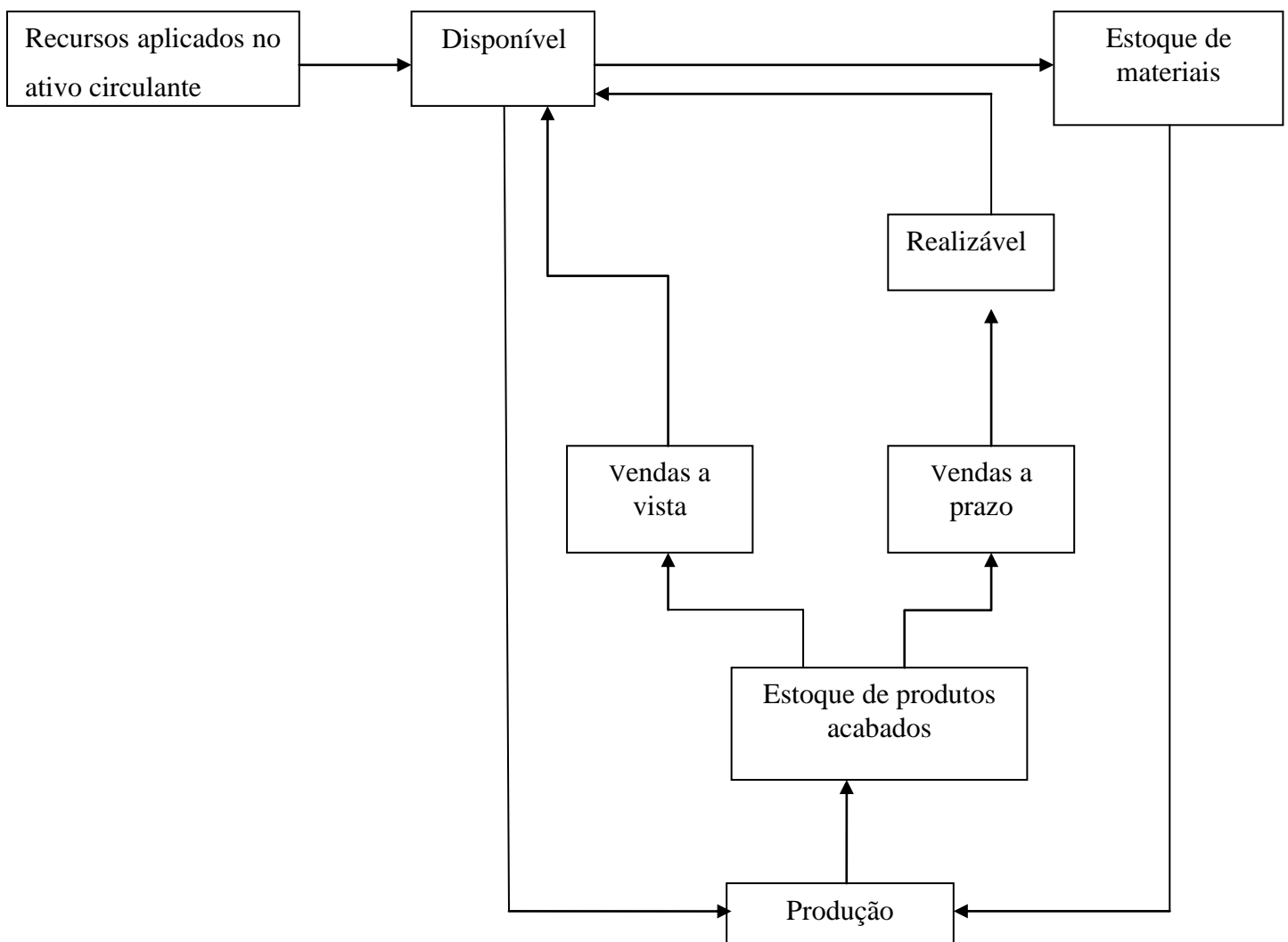
Berk e DeMarzo (2009) destacam que existem custos de oportunidade associados ao investimento em estoques e mesmo no contas a receber. Além da imobilização dos recursos propriamente dita, eventuais excessos de fundos alocados nestas contas poderiam estar sendo utilizados para pagar contas, para aplicações financeiras ou mesmo para serem devolvidos aos

acionistas na forma de dividendos. Daí a importância de uma gestão eficiente do capital de giro, a fim de minimizar estes custos de oportunidade.

Para Assaf Neto (2010), o capital de giro corresponde ao ativo circulante da empresa, ou seja, em um sentido amplo, o capital de giro representa o total dos recursos utilizados pela empresa para financiar seu ciclo operacional, o qual engloba, basicamente, as necessidades circulantes identificadas desde a aquisição de matérias-primas até a venda e o recebimento dos produtos elaborados.

Utilizando-se da ilustração desenvolvida por Assaf Neto (2010), a figura 1 retrata o fluxo de capital de giro de acordo com o ciclo de produção e venda (operacional) de uma empresa industrial.

Figura 1 – O fluxo do ativo circulante



Fonte: Adaptado de Assaf Neto (2010, p.555).

### **2.3.3.2 Capital de Giro Líquido (CGL) ou Capital Circulante Líquido (CCL)**

É a interpretação mais usual. Representa, de maneira geral, o valor líquido das aplicações (deduzidas das dívidas de curto prazo) processadas no ativo circulante da empresa. Segundo essa conceituação, a forma mais direta de obter-se o valor do capital de giro líquido é mediante a diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante, ou seja:

$$\text{CGL (CCL)} = \text{Ativo Circulante} - \text{Passivo Circulante} \quad (5)$$

### **2.3.3.3 Capital de Giro Próprio (CGP)**

Um indicador de capital de giro muitas vezes utilizado na prática é o denominado Capital de Giro Próprio. É interpretado como sendo o volume de recursos próprios que a empresa tem aplicado em seu ativo circulante, comumente obtido pela seguinte expressão de cálculo (ASSAF NETO, 2010):

$$\text{Capital de Giro Próprio (CGP)} = \text{Patrimônio Líquido} - \text{Ativo Não Circulante} \quad (6)$$

### **2.3.3.4 Necessidade de Capital de Giro (NCG)**

Para Matarazzo (2003), a necessidade de capital de giro é um conceito fundamental para a análise da empresa não somente sob a ótica financeira, mas também do ponto de vista das estratégias de financiamento, crescimento e lucratividade da companhia. As decisões de diferentes áreas da empresa afetam diretamente o caixa, desde o estabelecimento dos níveis de estoques, concessão de prazos para os clientes, prazos de compras, expansão, manutenção ou redução do volume de atividade, investimentos em ativos não circulantes, enfim, todas estas decisões tomadas em meio à dinâmica dos negócios afetam a liquidez da empresa e precisam

ser constantemente monitoradas para que se obtenha uma gestão do capital de giro que atenda as necessidades da empresa.

Abreu Filho et al (2003) explica que a necessidade de capital de giro (NCG) é função da atividade da empresa e varia com as vendas e com o ciclo financeiro. É obtida pela diferença entre os ativos e passivos circulantes cíclicos, de origem estritamente operacional, também chamados de ativos e passivos circulantes operacionais.

$$\text{NCG} = \text{Ativo Circulante Cíclico} - \text{Passivo Circulante Cíclico} \quad (7)$$

O ativo circulante cíclico corresponde às atividades operacionais da empresa cujas contas principais possuem financiamento espontâneo dado pela própria empresa, como duplicatas a receber e estoques. Chamam-se cíclicos porque são renováveis periodicamente assim que realizados, conforme o ritmo do negócio da empresa.

O passivo circulante cíclico corresponde às contas principais de financiamento espontâneo recebido pela empresa que estão diretamente relacionadas com a atividade operacional e são renováveis. São as contas de fornecedores, as despesas provisionadas (salários, impostos, obrigações previdenciárias) e os adiantamentos de clientes.

Quando a necessidade de capital de giro é positiva, os ativos circulantes operacionais são maiores que os passivos circulantes operacionais, ou seja, a empresa necessitará de recursos de fonte extra para ajudar a financiar suas operações por um determinado período.

A NCG aumenta, por exemplo, quando as vendas aumentam ou quando a empresa concede maiores prazos a seus clientes ou ainda quando aumentam os estoques, dada a imobilização temporária de recursos nesses casos.

Assim, a NCG mostrará qual é o capital de giro mínimo que a empresa precisa ter para, através da rotação de seu ativo circulante (AC), poder gerar recursos suficientes para pagar suas dívidas de curto prazo sem precisar recorrer a empréstimos onerosos de curto prazo. (ABREU FILHO et al, 2003).

### **2.3.4 Ciclos e Prazos Médios**

O capital de giro apresenta como características a curta duração e a rápida conversão de seus elementos em outros elementos do mesmo grupo. Nos ativos e passivos operacionais é muito clara a presença deste fluxo contínuo entre os recursos ali alocados, estabelecendo forte inter-relação e tornando seus valores bastante mutáveis.

Para uma boa gestão deste capital é importante obter alta rotação destes recursos circulantes, tornando mais dinâmico o fluxo das operações e diminuindo a necessidade de imobilização de capital. (ASSAF NETO; SILVA, 2012)

#### ***2.3.4.1 Ciclo Operacional (CO)***

O ciclo operacional mostra o tempo decorrido entre a compra e o recebimento da venda dos produtos, isto é, o prazo de investimento da empresa. Mostra, portanto, em número de dias médios, quanto a empresa investiu em matérias-primas, na produção, em estoques e em duplicatas a receber. (BROM; BALIAN, 2007).

$$\text{Ciclo Operacional (CO)} = \text{PMEmp} + \text{PMFa} + \text{PMV} + \text{PMC} \quad (8)$$

Em que:

PMEmp = Prazo médio de estocagem de matéria-prima

PMFa = Prazo médio de fabricação

PMV (ou PMEpt) = Prazo médio de vendas (ou prazo médio de estocagem dos produtos terminados)

PMC = Prazo médio de cobrança

Assim, o ciclo operacional é composto de todas as fases operacionais da empresa, iniciando-se no momento do recebimento dos materiais a serem utilizados no processo de produção e encerrando-se na cobrança das vendas realizadas. (ASSAF NETO, 2010)



### 2.3.4.2 Ciclo Financeiro (CF)

Segundo Brom e Balian (2007), o ciclo financeiro ou ciclo de caixa, como é também chamado, representa o tempo (número de dias) decorrido entre o momento em que a empresa coloca dinheiro (pagamento do fornecedor) e o momento em que recebe pelas vendas (recebimento do cliente).

Para Assaf Neto (2010), a primeira fase do ciclo operacional (PME) pode ser financiada, em sua totalidade ou em parte, mediante crédito de fornecedores. Assim, o ciclo financeiro (de caixa) identifica as necessidades de recursos da empresa que ocorrem desde o momento do pagamento aos fornecedores até o efetivo recebimento das vendas realizadas.

$$\text{Ciclo Financeiro (CF)} = (\text{PMEmp} + \text{PMFa} + \text{PMC}) - (\text{PMPFo} - \text{PMDO}) \quad (9)$$

Em que:

PMPFo = Prazo médio de pagamento de fornecedores

PMDO = Prazo médio das despesas operacionais

### 2.3.4.3 Prazo Médio de Recebimento de Vendas (PMRV)

Este indicador mostra quantos dias, em média, a empresa terá que esperar para receber suas duplicatas.

$$\text{PMRV} = \frac{\text{Duplicas a Receber} \times 360}{\text{Vendas Anuais}} \quad (10)$$

#### **2.3.4.4 Prazo Médio de Pagamento de Compras (PMPC)**

O índice aponta quantos dias, em média, a empresa terá de prazo para pagar seus fornecedores.

$$\text{PMCP} = \frac{\text{Saldo Médio de Fornecedores} \times 360}{\text{Compras Anuais}} \quad (11)$$

#### **2.3.4.5 Prazo Médio de Renovação de Estoques (PMRE)**

Este prazo representa em quantos dias, em média, a empresa gira seus estoques.

$$\text{PMRE} = \frac{\text{Estoques} \times 360}{\text{CMV}} \quad (12)$$

Com base nos indicadores apresentados é possível evidenciar que a gerência do capital de giro abrange, principalmente, as contas dos ativos e dos passivos circulantes. A lógica desta gestão é encontrar o “ponto ótimo” do investimento em capital de giro, sem que a falta de capital de giro resulte em perda de rentabilidade ou a manutenção em excesso represente capital ocioso, ou seja, a empresa precisa manter um nível adequado de capital de giro, de forma que os ativos circulantes possam cobrir seus passivos circulantes, garantindo uma relativa margem de segurança.

Este processo de planejamento financeiro, no qual incluímos o gerenciamento dos níveis de estoque, a adequação dos prazos médios de recebimento de vendas e de pagamento de fornecedores, é fundamental na busca de solidez e de sucesso organizacional. Somente este processo de administração da liquidez da empresa ao longo de seu ciclo operacional e financeiro permite que o administrador possa tomar decisões importantes como o

aproveitamento de oportunidades de investimento, a determinação de níveis de endividamento, o estabelecimento de montantes a distribuir aos acionistas, etc.

A importância do bom gerenciamento do capital de giro fica ainda mais clara ao considerarmos a afirmação de Gitman (1987), de que a administração de capital de giro abrange a administração das contas circulantes da empresa, incluindo ativos e passivos circulantes e que, portanto, a administração de capital de giro é um dos aspectos mais importantes da administração financeira considerada globalmente, já que os ativos circulantes representam cerca de 50% do ativo total, e perto de 30% dos financiamentos totais é representado pelo passivo circulante nas empresas industriais.

Desta forma evidencia-se que uma boa administração dos ativos e passivos circulantes constitui-se numa fonte muito importante de maximização dos recursos alocados, podendo adicionar valor em toda a cadeia produtiva da empresa, ou seja, em todas as fases do processo de aquisição, produção e venda dos produtos.

### **2.3.5 Limitações dos Índices Tradicionais**

Santos, Schmidt e Martins (2006) alertam que por mais que se busquem padrões rígidos e infalíveis para a análise das demonstrações financeiras, o objetivo maior, que é a extração de conclusões sobre o futuro da empresa quanto a sua capacidade de remunerar o acionista, bem como a sua capacidade de honrar compromissos assumidos junto a terceiros, ficará sempre prejudicado em função de que as informações utilizadas na análise se referem a eventos passados (realizados no passado).

Tendo em vista que um bom desempenho passado não é suficiente para garantir um bom desempenho futuro, as previsões financeiras tornam-se extremamente frágeis, principalmente em tempos de globalização e um contexto de rápidas mudanças no ambiente empresarial.

Além disto, é preciso considerar a enorme quantidade de informações, dados e componentes subjetivos que permeiam a empresa e o negócio em si, tornando muito difícil a tarefa de expressar a análise das demonstrações financeiras em números absolutos, ou mesmo relativos.

### **3 APLICAÇÃO DO ESTUDO DE CASO**

A proposição deste estudo de caso é avaliar o impacto de um gerenciamento eficaz de capital de giro sobre o valor da firma, calculado a partir do método do fluxo de caixa descontado.

#### **3.1 Introdução**

Este estudo de caso inicia com uma avaliação preliminar sobre os resultados obtidos pela empresa, bem como sobre o comportamento da sua situação financeira através de suas demonstrações contábeis e da análise de seus principais indicadores, para em seguida abordar a importância do gerenciamento do capital de giro através da análise de seus elementos constitutivos, do ciclo financeiro e do equilíbrio financeiro segundo um gerenciamento eficaz das disponibilidades, seguindo o modelo proposto por Matarazzo (2010).

#### **3.2 A Empresa**

A UD Utilidades Domésticas S.A. é uma empresa industrial com mais de 40 anos de atuação no mercado de utilidades para o lar. Especializada na fabricação e importação de produtos e acessórios de utilidade doméstica, busca ofertar soluções práticas e eficazes para as necessidades do dia-a-dia.

A firma possui uma ampla gama de produtos segmenta em diversas linhas de produtos e acessórios para banheiros, dormitórios e ambientes externos, entre os quais se destacam: cabides, armários, prateleiras, espelhos, ganchos, fixadores e tapetes antiderrapantes.

Com vendas em todo o território nacional e em alguns países na América Latina, a UD Utilidades Domésticas alcançou um faturamento bruto de R\$ 66.428.000 em 2012. Em uma análise das demonstrações contábeis dos últimos três anos, percebemos que a empresa tem mantido uma boa margem de lucro em suas operações, porém sem conseguir refletir esta situação no seu caixa, ou seja, apesar do bom desempenho econômico, a situação financeira é frágil e tem mantido a empresa em dificuldades em termos de capital de giro.

Desta forma, entendemos que a empresa enquadra-se perfeitamente em nosso estudo, onde buscaremos propor um modelo de gestão do capital de giro capaz de melhorar o desempenho e assim agregar maior valor para os acionistas.

### 3.3 Demonstrações Financeiras dos Anos 2009, 2010, 2011 e 2012

As figuras a seguir mostram as demonstrações financeiras e os indicadores financeiros que serão utilizados posteriormente para a análise da situação financeira da empresa.

Figura 2 – Balanço patrimonial dos anos de 2009, 2010, 2011 e 2012

Ativo	Dez/09	% AV	Dez/10	% AV	Dez/11	% AV	Dez/12	% AV
Disponível	2.146	5%	1.394	3%	301	0%	2.066	3%
Clientes	10.820	25%	13.299	24%	17.276	28%	20.114	28%
Estoques	2.726	6%	5.550	10%	8.713	14%	9.766	13%
Matéria-Prima	1.815	4%	2.444	4%	2.030	3%	2.463	3%
Prontos	897	2%	1.642	3%	2.309	4%	2.688	4%
Elaboração	0	0%	336	1%	304	0%	416	1%
Prov. Obsoletos	0	0%	0	0%	0	0%	-33	0%
Revenda	0	0%	1.052	2%	4.022	6%	3.537	5%
Outros	14	0%	76	0%	48	0%	696	1%
Impostos a recuperar	441	1%	694	1%	1.817	3%	1.977	3%
Importações em andamento	227	1%	1.187	2%	752	1%	1.286	2%
Outros créditos	261	1%	332	1%	241	0%	294	0%
<b>Circulante</b>	<b>16.621</b>	<b>39%</b>	<b>22.455</b>	<b>40%</b>	<b>29.100</b>	<b>46%</b>	<b>35.502</b>	<b>49%</b>
Juros s/Capital Próprio	3.238	8%	0	0%	1	0%	775	1%
Impostos a Recuperar	546	1%	311	1%	44	0%	317	0%
Depósitos Judiciais	298	1%	582	1%	380	1%	399	1%
Desp. Antecip. Diferida	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Outros Créditos ARLP	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Realizável a Longo Prazo</b>	<b>4.082</b>	<b>10%</b>	<b>893</b>	<b>2%</b>	<b>425</b>	<b>1%</b>	<b>1.491</b>	<b>2%</b>
Investimentos	12.679	30%	20.079	36%	20.923	33%	23.334	32%
Imobilizado	9.486	22%	12.253	22%	12.093	19%	12.044	17%
Intangível	0	0%	40	0%	64	0%	181	0%
<b>Permanente</b>	<b>22.165</b>	<b>52%</b>	<b>32.372</b>	<b>58%</b>	<b>33.080</b>	<b>53%</b>	<b>35.559</b>	<b>49%</b>
<b>Não-Circulante</b>	<b>26.247</b>	<b>61%</b>	<b>33.266</b>	<b>60%</b>	<b>33.505</b>	<b>54%</b>	<b>37.049</b>	<b>51%</b>
<b>Total Ativo</b>	<b>42.868</b>	<b>100%</b>	<b>55.721</b>	<b>100%</b>	<b>62.605</b>	<b>100%</b>	<b>72.552</b>	<b>100%</b>
<b>Passivo</b>	<b>Dez/09</b>		<b>Dez/10</b>	<b>% AV</b>	<b>Dez/11</b>	<b>% AV</b>	<b>Dez/12</b>	<b>% AV</b>
Fornecedores	3.509	8%	4.003	7%	4.163	7%	3.353	5%
Salários e Encargos	720	2%	2.331	4%	1.776	3%	1.645	2%
Obrigações Fiscais	308	1%	424	1%	713	1%	689	1%
Financiamentos	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Adiantamento de Câmbio	544	1%	687	1%	968	2%	939	1%
Conta Corrente Coligadas	95	0%	734	1%	455	1%	857	1%
Comissões a Pagar	0	0%	100	0%	299	0%	471	1%
Fretes a Pagar	0	0%	175	0%	370	1%	1.038	1%
Dividendos a Pagar	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
Credores Diversos	361	1%	950	2%	0	0%	0	0%
<b>Circulante</b>	<b>5.538</b>	<b>13%</b>	<b>9.404</b>	<b>17%</b>	<b>8.743</b>	<b>14%</b>	<b>8.992</b>	<b>12%</b>
Contr. Mutuo Acionista	0	0%	0	0%	4.228	7%	9.143	13%
Juros s/Capital Próprio	1.931	5%	1	0%	1	0%	571	1%
Prov IR Diferido	0	0%	1.946	3%	1.673	3%	1.689	2%
Financiamentos LP	0	0%	0	0%	0	0%	0	0%
<b>Exigível a Longo Prazo</b>	<b>1.931</b>	<b>5%</b>	<b>1.947</b>	<b>3%</b>	<b>5.902</b>	<b>9%</b>	<b>11.404</b>	<b>16%</b>
Capital Social	14.200	33%	15.340	28%	40.470	65%	40.470	56%
Reservas	21.103	49%	27.732	50%	3.158	5%	5.165	7%
Lucros Acumulados	96	0%	1.299	2%	4.332	7%	6.521	9%
<b>Patrimônio Líquido</b>	<b>35.399</b>	<b>83%</b>	<b>44.370</b>	<b>80%</b>	<b>47.960</b>	<b>77%</b>	<b>52.156</b>	<b>72%</b>
<b>Não-Circulante</b>	<b>37.330</b>	<b>87%</b>	<b>46.317</b>	<b>83%</b>	<b>53.862</b>	<b>86%</b>	<b>63.560</b>	<b>88%</b>
<b>Total Passivo</b>	<b>42.868</b>	<b>100%</b>	<b>55.721</b>	<b>100%</b>	<b>62.605</b>	<b>100%</b>	<b>72.552</b>	<b>100%</b>

Fonte: Dados fornecidos pela empresa U.D Utilidades Domésticas S/A (2013).

Figura 3 – Demonstrativo de resultado do exercício dos anos de 2009, 2010, 2011 e 2012

DRE	Janeiro a Dezembro							
	Real - 09		Real - 10		Real - 11		Real - 12	
<b>Receita Bruta</b>	<b>42.521</b>	<b>125%</b>	<b>52.790</b>	<b>125%</b>	<b>64.494</b>	<b>126%</b>	<b>66.428</b>	<b>126%</b>
Impostos s/Vendas	7.789	22,9%	9.722	23,0%	11.735	22,9%	12.000	22,7%
Icms	4.205	12,4%	5.222	12,3%	6.330	12,3%	6.443	12,2%
Pis	639	1,9%	803	1,9%	964	1,9%	991	1,9%
Cofins	2.945	8,7%	3.697	8,7%	4.440	8,7%	4.566	8,6%
INSS	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Devoluções	790	2,3%	786	1,9%	1.479	2,9%	1.583	3,0%
<b>Receita Líquida</b>	<b>33.942</b>	<b>100%</b>	<b>42.282</b>	<b>100%</b>	<b>51.281</b>	<b>100%</b>	<b>52.845</b>	<b>100%</b>
Insumos	11.493	33,9%	13.427	31,8%	16.309	31,8%	17.234	32,6%
CMV	0	0,0%	4	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Outros	0	0,0%	506	1,2%	138	0,3%	144	0,3%
<b>Margem Bruta</b>	<b>22.449</b>	<b>66,1%</b>	<b>28.345</b>	<b>67,0%</b>	<b>34.834</b>	<b>67,9%</b>	<b>35.468</b>	<b>67,1%</b>
<b>Custo de Produção</b>	<b>6.432</b>	<b>19,0%</b>	<b>6.553</b>	<b>15,5%</b>	<b>8.597</b>	<b>16,8%</b>	<b>9.109</b>	<b>17,2%</b>
Mão-de-Obra	1.063	3,1%	3.365	8,0%	2.988	5,8%	3.890	7,4%
GGF	4.273	12,6%	1.987	4,7%	4.125	8,0%	3.671	6,9%
Depreciação	1.097	3,2%	1.201	2,8%	1.484	2,9%	1.548	2,9%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>16.017</b>	<b>47,2%</b>	<b>21.792</b>	<b>51,5%</b>	<b>26.237</b>	<b>51,2%</b>	<b>26.359</b>	<b>49,9%</b>
<b>Desp. Operacionais</b>	<b>12.121</b>	<b>35,7%</b>	<b>16.763</b>	<b>39,6%</b>	<b>21.896</b>	<b>42,7%</b>	<b>23.317</b>	<b>44,1%</b>
Serv. Compartilhados	850	2,5%	1.055	2,5%	1.736	3,4%	2.089	4,0%
Administrativo	773	2,3%	1.969	4,7%	1.263	2,5%	1.157	2,2%
Proj. Estratégicos	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%
Comercial	3.272	9,6%	4.018	9,5%	4.689	9,1%	5.802	11,0%
Prov. Devedores Duvidosos	0	0,0%	30	0,1%	642	1,3%	69	0,1%
Comissão	2.281	6,7%	2.978	7,0%	3.659	7,1%	3.749	7,1%
Verba Promocional	1.306	3,8%	2.190	5,2%	2.858	5,6%	3.374	6,4%
Bonificação	-5	0,0%	126	0,3%	547	1,1%	628	1,2%
Distribuição	342	1,0%	395	0,9%	728	1,4%	1.046	2,0%
Frete	3.157	9,3%	3.789	9,0%	5.493	10,7%	5.162	9,8%
Depreciação	146	0,4%	212	0,5%	280	0,5%	241	0,5%
<b>Outras Rec. Desp. Op.</b>	<b>-250</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-221</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-243</b>	<b>-0,5%</b>	<b>-242</b>	<b>-0,5%</b>
Outras Receitas Op.	0	0,0%	0	0,0%	0	0,0%	-30	-0,1%
Outras Despesas Op.	250	0,7%	221	0,5%	243	0,5%	212	0,4%
<b>Resultado Operacional</b>	<b>3.646</b>	<b>10,7%</b>	<b>4.808</b>	<b>11,4%</b>	<b>4.098</b>	<b>8,0%</b>	<b>2.800</b>	<b>5,3%</b>
<b>EBITDA</b>	<b>4.889</b>	<b>14,4%</b>	<b>6.221</b>	<b>14,7%</b>	<b>5.862</b>	<b>11,4%</b>	<b>4.589</b>	<b>8,7%</b>
<b>Desp/Rec. Financeira</b>	<b>-104</b>	<b>-0,3%</b>	<b>41</b>	<b>0,1%</b>	<b>-204</b>	<b>-0,4%</b>	<b>-95</b>	<b>-0,2%</b>
Despesas Financeiras	446	1,3%	298	0,7%	874	1,7%	809	1,5%
Receitas Financeiras	341	1,0%	339	0,8%	669	1,3%	714	1,4%
<b>Desp/Rec. Não Oper.</b>	<b>-28</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-2.670</b>	<b>-6,3%</b>	<b>-290</b>	<b>-0,6%</b>	<b>164</b>	<b>0,3%</b>
Despesas Não Op.	29	0,1%	2.695	6,4%	881	1,7%	39	0,1%
Receita Não Op.	1	0,0%	25	0,1%	591	1,2%	203	0,4%
<b>Extra Operacional</b>	<b>0</b>	<b>0,0%</b>	<b>65</b>	<b>0,2%</b>	<b>124</b>	<b>0,2%</b>	<b>-406</b>	<b>-0,8%</b>
<b>Resultado antes IR e CS</b>	<b>3.514</b>	<b>10,4%</b>	<b>2.115</b>	<b>5,0%</b>	<b>3.479</b>	<b>6,8%</b>	<b>3.275</b>	<b>6,2%</b>
Provisão IR e CS	868	2,6%	912	2,2%	446	0,9%	1.086	2,1%
<b>Lucro Líquido</b>	<b>2.646</b>	<b>7,8%</b>	<b>1.203</b>	<b>2,8%</b>	<b>3.033</b>	<b>5,9%</b>	<b>2.189</b>	<b>4,1%</b>

Fonte: Dados fornecidos pela empresa U.D Utilidades Domésticas S/A (2013).

Figura 4 – Demonstração do fluxo de caixa indireto dos anos de 2010, 2011 e 2012

Descrição	2010	2011	2012
<b>Lucro Líquido</b>	<b>1.203</b>	<b>3.033</b>	<b>2.189</b>
(+) Provisão IR/CS	912	446	1.086
(+) Depreciação	1.413	1.764	1.789
(-) IR/CS pagos	0	0	0
( - ) Ajustes Lei 11638	0	0	0
<b>Lucro Líq. Ajustado</b>	<b>3.528</b>	<b>5.243</b>	<b>5.064</b>
<b>(-) Aplic. de Recursos</b>	<b>-6.586</b>	<b>-7.737</b>	<b>-4.605</b>
Clientes	-2.479	-3.977	-2.838
Estoques	-2.824	-3.163	-1.053
Matéria-Prima	-629	414	-433
Prontos	-745	-667	-379
Elaboração	-336	32	-112
Revenda	-1.052	-2.970	485
Outros	-62	28	-615
Importações em andamento	-960	435	-534
Impostos a Recuperar	-253	-1.123	-160
Outros Créditos	-71	91	-20
<b>(+) Fontes de Recursos</b>	<b>3.864</b>	<b>-659</b>	<b>249</b>
Fornecedores	494	159	-810
Conta Corrente Coligadas	639	-279	401
Salários e Encargos	1.610	-555	-131
Obrigações Fiscais	116	289	-23
Adiantamento de Câmbio	140	283	-29
Credores Diversos	865	-557	841
<b>(=) Nec. de Capital de Giro</b>	<b>-2.722</b>	<b>-8.396</b>	<b>-4.356</b>
<b>Geração de Caixa Oper.</b>	<b>806</b>	<b>-3.153</b>	<b>708</b>
<b>(-) Ativ. de Investimentos</b>	<b>-7.004</b>	<b>-513</b>	<b>-2.479</b>
(+) Aquisições	-10.208	-708	-2.479
(-) Baixas	0	0	478
(+) Participação Societária	3.204	195	-478
<b>(=) Caixa após Invest.</b>	<b>-6.198</b>	<b>-3.666</b>	<b>-1.771</b>
<b>(-) Ativ. de Financiamentos</b>	<b>5.446</b>	<b>2.574</b>	<b>3.534</b>
(-) Aplicações de Longo Prazo	0	0	0
(+) Fontes de Longo Prazo	0	4.228	4.915
(-) Amortização Empréstimos	0	0	0
(+) Captação de Recursos	0	0	0
Dividendos	-3.526	-5.244	-5.576
Variações PL	8.972	3.590	4.195
<b>(=) Aumento/Red. de Caixa</b>	<b>-752</b>	<b>-1.092</b>	<b>1.763</b>
Caixa Inicial	2.146	1.394	301
<b>Caixa Final</b>	<b>1.394</b>	<b>302</b>	<b>2.065</b>

Fonte: Dados fornecidos pela empresa U.D Utilidades Domésticas S/A (2013).

Figura 5 – Quadro de indicadores financeiros dos anos de 2009 2010, 2011 e 2012

QUADRO DE INDICADORES FINANCEIROS	Janeiro a Dezembro							
	2009		2010		2011		2012	
	Valor	Varição	Valor	Varição	Valor	Varição	Valor	Varição
Liquidez Imediata - LI	38,8%	-	14,8%	-62%	3,4%	-77%	23,0%	566%
Liquidez Seca - LS	234,1%	-	156,2%	-33%	201,0%	29%	246,6%	23%
Liquidez Corrente - LC	300,1%	-	238,8%	-20%	332,8%	39%	394,8%	19%
Participação de Capital de Terceiros - PCT	21,1%	-	25,6%	21%	30,5%	19%	39,1%	28%
Capital de Giro - CG	16.621	-	22.455	35%	29.100	30%	35.502	22%
Capital de Giro Líquido - CGL	11.083	-	13.051	18%	20.357	56%	26.510	30%
Capital de Giro Próprio - CGP	9.151	-	11.104	21%	14.455	30%	15.107	5%
Necessidade de Capital de Giro - NCG	8.937	-	11.657	30%	20.055	72%	24.444	22%
Ciclo Operacional - CO	294	-	346	18%	382	10%	402	5%
Ciclo Financeiro - CF	74	-	183	147%	225	23%	274	22%
Prazo Médio de Recebimento de Vendas - PMRV	91,6	-	90,7	-1%	96,4	6%	109,0	13%
Prazo Medio de Pagamento de Compras - PMPC	109,9	-	81,3	-26%	78,1	-4%	63,6	-19%
Prazo Médio de Renovação de Estoques - PMRE	92,5	-	174,0	88%	207,2	19%	229,0	11%

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).



### **3.4 Análise dos Dados**

A análise dos dados obtidos através das demonstrações financeiras e dos índices financeiros permite a compreensão da inter-relação entre as contas contábeis e seus efeitos, bem como a comparação da evolução histórica destes dados.

#### **3.4.1 Liquidez Imediata**

Este índice compara os recursos disponíveis (dinheiro ou aplicações de liquidez imediata) com as obrigações de curto prazo. A empresa demonstrou forte declínio neste indicador no segundo e no terceiro ano da análise recuando 62% e 77% respectivamente, recuperando-se no quarto ano (2012). Importante notar que a recuperação obtida em 2012 deveu-se muito ao aumento nas fontes de financiamento de longo prazo (que está demonstrado na variação da conta *Contr. Mútuo Acionista* no grupo *Exigível a Longo Prazo* do Balanço Patrimonial e também na Demonstração do Fluxo de Caixa, no grupo *Ativ. De Financiamento*).

#### **3.4.2 Liquidez Seca**

Neste índice de liquidez os estoques são excluídos do ativo circulante, por ser o ativo de realização mais difícil dentro deste grupo. Esta análise mostra que a empresa tem conseguido manter um bom nível de liquidez ao longo dos últimos anos, porém é possível perceber um crescimento muito maior na conta Clientes do que no disponível propriamente dito.

#### **3.4.3 Liquidez Corrente**

O índice relaciona os ativos e os passivos de curto prazo para expressar a capacidade da empresa de saldar seus compromissos de curto prazo em dia. Ele apresenta a deficiência de não considerar as diferentes capacidades de liquidez de cada um dos ativos. Por esta análise, nota-se que a empresa demonstra boa capacidade de liquidez nos períodos analisados na pesquisa, porém é importante observar que a concentração dos ativos circulantes está

crescendo justamente naquelas contas de menor liquidez (Clientes e Estoques) que juntas representavam 31% do ativo total no início da série (2009) e em 2012 já correspondiam a 41% do ativo.

#### **3.4.4 Participação do capital de terceiros**

Este índice revela o quanto que a empresa possui de dívidas em relação aos recursos dos acionistas. Ele vem crescendo ano a ano, iniciando com 21,1% em 2009 e chegando a 39,1% em 2012. Isto está ocorrendo basicamente em função de que a empresa vem captando recursos através de contratos de mútuo para manter a liquidez das operações. Tal movimento pode ser observado na conta *Contr Mútuo Acionista* no grupo *Exigível a Longo Prazo* do Passivo, onde no início do período observado o saldo era zero e atingiu o patamar de R\$ 9.143 em 2012.

#### **3.4.5 Capital de Giro**

O Capital de giro representa o total de recursos demandados pela empresa para financiar seu ciclo operacional. Nota-se que ele vem crescendo anualmente, iniciando a série com R\$ 16.621 e chegando a R\$ 35.502, ou seja, mais do que duplicando seu valor ao longo do período analisado.

#### **3.4.6 Capital de Giro Líquido**

Obtido pela diferença entre o ativo circulante e o passivo circulante, este índice mostra qual a parcela de recursos de longo prazo que está sendo aplicada em ativos de curto prazo. No caso da UD Utilidades Domésticas, este índice vem crescendo de forma acelerada no período observado. É muito importante notar que o ativo circulante cresceu 113,6% no período em análise, enquanto o passivo circulante cresceu apenas 62,3% em igual período, o que significa dizer que a empresa está buscando recursos de longo prazo para financiar o giro de suas operações.

### **3.4.7 Capital de Giro Próprio**

Este indicador aponta o quanto de recursos próprios dos acionistas está sendo aplicado no ativo circulante. Aqui novamente percebe-se um incremento contínuo neste indicador durante o período em análise.

### **3.4.8 Necessidade de Capital de Giro**

Representa a diferença entre o ativo circulante operacional e o passivo circulante operacional. A empresa apresenta um aumento substancial neste indicador, iniciando a série com R\$ 8.937 e chegando a R\$ 24.444 em 2012. Este indicador mais uma vez demonstra que a empresa está aumentando suas contas de ativos cíclicos sem o correspondente crescimento nas contas de passivos cíclicos, o que pode trazer à empresa altos custos para financiar a operação, além de uma exposição maior a riscos de inadimplência e falta de liquidez.

### **3.4.9 Ciclo Operacional**

O Ciclo operacional é composto por todas as etapas do processo operacional, iniciando no recebimento das matérias-primas até a cobrança dos valores vendidos. A UD Utilidades Domésticas tem aumentado este ciclo ano após ano, durante o período observado. Pode-se perceber através deste indicador que a firma consumia 294 dias em seu ciclo operacional em 2009, passou para 346 no ano seguinte, aumentou para 382 dias em 2011 e finalmente alcançou 402 dias em 2012. Desta forma, a tendência é que a empresa necessite cada vez mais recursos para financiar a operação, onerando o negócio e aumento os riscos financeiros.

### **3.4.10 Ciclo Financeiro**

Indica o período compreendido entre o pagamento aos fornecedores e o recebimento das vendas. Da mesma forma que o Ciclo Operacional, observa-se que a empresa tem aumentado significativamente também o Ciclo Financeiro, o que significa dizer que ela aumenta seus prazos médios de estocagem e de recebimento de clientes, mas não consegue equilibrar esta condição obtendo melhores prazos junto aos seus fornecedores.

#### **3.4.11 Prazo Médio de Recebimento de Vendas**

Indica o volume de investimentos em duplicatas a receber. Nos dois primeiros anos analisados, a empresa manteve seus prazos médios de recebimento de duplicatas praticamente estabilizados, mas nos últimos dois anos apresentou ampliação significativa nestes prazos, encerrando o período com 109,0 dias contra 91,6 dias no início da série. Isto é ruim na medida em que a empresa está financiando cada vez mais as atividades dos seus clientes e, por consequência, demandando mais capital de giro para financiar suas próprias operações.

#### **3.4.12 Prazo Médio de Pagamento de Compras**

Indica o prazo de financiamento obtido junto aos fornecedores. A empresa vem reduzindo este prazo durante a série analisada. Ao contrário da tendência observada no prazo médio de recebimento das vendas, no caso das compras o que se percebe é a redução dos prazos, iniciando a série com 109,9 dias e terminando com 63,6 dias. Esta informação já é ruim se considerada individualmente, mas torna-se ainda pior se analisada em conjunto com o indicador anterior, porque a firma paga seus compromissos cada vez mais rapidamente e recebe de seus clientes com prazos cada vez maiores, o que contribui para o aumento da necessidade de capital de giro.

#### **3.4.13 Prazo Médio de Renovação dos Estoques**

Representa o tempo médio de produção e estocagem dos produtos. A empresa, também neste indicador, vem apresentando aumentos significativos nos prazos médios a cada ano. O aumento neste prazo médio, que começou a série com 92,5 dias e chegou a 229,0 dias, é mais uma informação preocupante em função de que a firma está alocando cada vez mais recursos financeiros para suportar toda a operação, desde a compra das matérias-primas, a produção e a estocagem dos produtos acabados, até a concretização da venda. Uma vez mais, em função deste comportamento, ocorre o incremento substancial da necessidade de capital de giro.

### 3.5 Diagnóstico

Ao analisarmos o Demonstrativo de Resultado do Exercício da firma, podemos observar um crescimento bastante satisfatório da Receita Líquida, sobretudo nos anos de 2010 e 2011, quando este incremento atingiu patamares acima de 20% ao ano. O resultado líquido do Exercício por outro lado, mostrou-se bastante frágil, iniciando a série com uma rentabilidade de 7,8% sobre a Receita Líquida, caindo para 2,8% em 2010 e recuperando margem nos dois anos seguintes, atingindo 5,9% e 4,1% respectivamente.

Esta primeira percepção baseada no crescimento da receita, na rentabilidade positiva (apesar de pequena) e nos índices de liquidez aparentemente satisfatórios ao longo do período observado, pode induzir o analista à impressão de que a situação financeira da companhia está bastante estável e até progredindo satisfatoriamente.

Uma análise mais aprofundada, entretanto, mostra uma realidade diferente. Damodaran (2007) nos ensina que na avaliação de empresas sob a ótica do fluxo de caixa descontado (DCF), o valor da firma corresponde ao valor presente dos seus fluxos de caixa previstos, descontados a uma taxa que reflita o grau de risco destes fluxos de caixa. Sob este conceito, podemos observar na Demonstração do Fluxo de Caixa da U.D. Utilidades Domésticas que a empresa não vem gerando caixa operacional capaz de fazer frente aos investimentos necessários para sustentar seu crescimento.

Para esta análise, podemos notar que em 2010 a geração de caixa operacional de R\$ 806 não foi capaz de suprir os investimentos de R\$ 7.004, deixando uma geração de caixa após investimentos negativa de -R\$ 6.198. Em 2011 sequer houve geração de caixa operacional positiva (o número foi -R\$ 3.153), fechando o ano com uma geração de caixa após investimentos de -R\$ 3.666. Por fim, em 2012 a geração de caixa operacional de R\$ 708 também não foi suficiente para suportar os investimentos de R\$ 2.479, encerrando o período com geração de caixa após investimentos de -R\$ 1.771.

Sem uma gestão adequada dos fatores que afetam o capital de giro, a tendência é de um agravamento da situação de caixa da empresa justamente em função do crescimento da operação, uma vez que isto demandará mais e mais recursos de curto prazo para financiar os ativos cíclicos (basicamente clientes e estoques).

No caso em análise, a aparente boa situação apresentada nos índices de liquidez deve-se essencialmente ao aumento do endividamento de longo prazo, e não pela boa gestão dos ativos e passivos cíclicos, tão importantes para a melhor adequação do capital de giro

empregado na operação. Isto fica evidenciado na medida em que os prazos médios de recebimento de vendas e de estocagem vêm aumentando sistematicamente, enquanto que o prazo médio de pagamento a fornecedores vem diminuindo, quando que o desejável seria exatamente o contrário, justamente para reduzir a necessidade de investimento em capital de giro para sustentar as operações da empresa.

Como consequência direta, apesar da empresa estar aumentando suas vendas ano a ano, aumenta o risco de insolvência justamente pelo aumento da necessidade de capital de giro, o que faz com que a empresa busque recursos de longo prazo para suportar as operações, o que trás maiores custos financeiros e reflete negativamente em sua rentabilidade.

Em linhas gerais, o aumento da necessidade de capital de giro exige maior volume de recursos aplicados na operação, que acaba por ser financiado com recursos onerosos. Dentro desta lógica, a empresa precisaria operar com uma margem de lucro cada vez maior a fim de suportar o custo destes recursos e assim agregar valor ao negócio. O que se percebe, entretanto, é que nem as margens de lucro e nem a geração de caixa operacional têm sido suficientes, o que acaba por corroer os resultados e pode afetar sua competitividade no mercado.

Segundo Braga (1995), a falta de instantaneidade e sincronização entre as três atividades operacionais básicas, ou seja, prazo de estocagem, prazo de recebimento de vendas e prazo de pagamento de fornecedores, implica em riscos para que a empresa honre seus compromissos. Assim, este descompasso entre os fluxos de pagamento e de recebimento deverá ser coberto pelo capital circulante líquido, o que implica necessariamente em utilização de recursos de longo prazo (próprios ou de terceiros).

### 3.6 Proposição

O nível de capital de giro de uma empresa reflete o período de tempo entre o momento em que ocorre a saída de dinheiro para o pagamento dos insumos e demais recursos necessários para o processo produtivo e o momento da entrada do dinheiro referente às vendas dos produtos e/ou serviços. O capital de giro é, portanto, consequência direta do ciclo operacional e financeiro da empresa (BERK; DEMARZO, 2009).

Existem fortes evidências de que a empresa em estudo apresenta um elevado volume de recursos aplicado em capital de giro, conforme a análise dos indicadores tradicionais de liquidez, endividamento e prazos médios apresentados anteriormente.

Em que pese o crescimento da receita verificado no período em análise, percebem-se reflexos negativos em termos de rentabilidade e de liquidez, fatos que induzem a uma investigação sobre os prováveis impactos de uma gestão de capital de giro mais eficaz sobre os números de liquidez e rentabilidade da empresa.

Para realizar esta investigação este estudo propõe calcular o valor econômico da empresa através da metodologia de Fluxo de Caixa Livre Descontado (FCLD), com a estrutura atual de prazos médios e comparar o com um novo valor econômico da empresa se houvesse uma modificação dos prazos médios que compõem o ciclo financeiro.

Ao comparar a situação financeira atual da companhia frente a uma recomposição dos números projetados, propondo uma readequação do ciclo financeiro com base em um histórico recente da própria firma, será possível testar a efetiva agregação de valor em função de uma gestão do capital de giro mais eficiente.

A metodologia do Fluxo de Caixa Livre Descontado está baseada na idéia de que o valor da empresa está diretamente associado aos montantes e às épocas em que os fluxos de caixa operacionais estarão disponíveis para distribuição. Em outras palavras, o que determina o valor da empresa é o montante de recursos financeiros que será gerado no futuro, trazido a valor presente para refletir o tempo e o risco associados à distribuição.

No cálculo do FCLD, as entradas e as saídas são confrontadas a valor presente por uma taxa de desconto. Um investimento será bom se o valor presente do fluxo de entradas for maior que o fluxo de saídas, portanto se entra mais dinheiro do que sai, certamente o negócio gera riqueza para os investidores, ao passo que FCLD's negativos destroem o valor para os acionistas. (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005).

### **3.7 Cálculo do Valor da Firma mantido o Ciclo Financeiro Atual**

#### **3.7.1 Método de Cálculo**

Buscando gerar as evidências necessárias para mensurar os efeitos que uma melhoria na gestão de capital de giro é capaz de produzir em termos de agregação de valor aos acionistas, este trabalho apresenta o cálculo do valor da firma com os indicadores atuais comparando com o valor da firma com os indicadores ajustados.

O cálculo do valor da firma pelo fluxo de caixa descontado dentro dos parâmetros e indicadores atuais da empresa é calculado tendo como base as demonstrações financeiras fornecidas, bem como as premissas de crescimento, margens, taxas e demais previsões geradas pela área de planejamento financeiro da empresa. Com isto, foram seguidos os seguintes passos:

- a) projeção da Demonstração de Resultado do Exercício, do Balanço Patrimonial e do Fluxo de Caixa Descontado da Firma por 5 anos (2013-2017), com base nos relatórios gerenciais consolidados, plano estratégico da UD Utilidades Domésticas S.A., bem como nas análises de mercado disponíveis;
- b) as premissas de crescimento de vendas e margens de lucro foram estabelecidas a partir da média de crescimento dos últimos anos da empresa;
- c) a variação da necessidade de capital de giro foi construída a partir da média dos prazos médios praticados nos últimos três exercícios. Para estimar os valores das contas cíclicas (clientes, estoques, fornecedores) foi utilizado o critério de projeção com base nos dias de vendas, ou seja, manteve-se a quantidade de dias de vendas na conta clientes, estoques e fornecedores;
- d) a empresa irá investir o valor da depreciação anual para manter o seu ativo imobilizado atualizado;
- e) a estrutura de capital para fins de cálculo de WACC foi estimada a partir da estrutura de alavancagem atual e custo médio dos empréstimos da empresa;
- f) o custo da dívida foi estimado pelo custo de captação atual da empresa;
- g) o custo do patrimônio líquido foi estimado pela modelagem do CAPM ajustado para países emergentes;



- h) o cálculo da perpetuidade a partir de 2017 foi estimado a partir das premissas médias de crescimento do setor de varejo;
- i) foi efetuado o desconto a valor presente dos fluxos de caixa da firma e da perpetuidade pelo WACC para se obter o valor da firma.

#### EBIT

- (-) IR/CSLL
- (+) Depreciação
- (-) Variação da Necessidade de Capital de Giro
- (-) Aquisições em Imobilizado
- (=) Fluxo de Caixa Operacional da Firma**

O cálculo da perpetuidade foi efetuado a partir da seguinte fórmula:

***Perpetuidade = (FCFF<sub>n+1</sub> / (WACC-g) ), onde:***

- ✓  $WACC = \text{custo ponderado de capital}$
- ✓  $FCFF_{n+1} = \text{valor do } FCFF_n * (1+g)$
- ✓  $g = \text{taxa de crescimento na perpetuidade}$

O valor para os acionistas é obtido da seguinte forma:

#### Valor Presente do Fluxo de Caixa da Firma

- (+) Valor Presente da Perpetuidade
- (-) Dívida Líquida
- (+) Valor das Participações Acionárias Relevantes
- (=) Valor Econômico da Empresa para os Acionistas**

A taxa de desconto utilizada será o WACC da empresa:

**$WACC = ((D/D+E) * (Kd*(1-IR)))+(E/D+E)*Ke$ , onde:**

WACC = custo ponderado de capital

D = valor do endividamento financeiro.

E = valor do patrimônio líquido

Kd = custo da dívida

IR = alíquota de imposto de renda e CSLL

Ke = custo do capital próprio

O Kd é o custo corrente da dívida.

O Ke é o custo do patrimônio líquido estimado pelo método CAPM.

**Ke = Rf + B (Rm – Rf) + Risco País, onde:**

Ke = custo do capital próprio

Rf = taxa livre de risco

Rm = Retorno esperado para bolsa americana

B = sensibilidade da empresa em relação ao mercado

Risco País (MARTELANC; PASIN; CAVALCANTE, 2005).

### **3.7.2 Critérios para a Projeção da Necessidade de Capital de Giro**

Para estimar a necessidade de capital de giro da empresa o estudo adotou a metodologia de estimação da Necessidade de Capital de Giro (NCG) apresentada por Matarazzo (2007), conforme apresentado a seguir:

Ano Base: 2012

Anos de Projeção: 2013, 2014, 2015, 2016, 2017

$$NCG_t = CLIENTES_t + ESTOQUES_t - FORNECEDORES_t$$

$$VARIACÃO NCG_t = NCG_t - NCG_{t-1}$$

$NCG_t$  = Necessidade de Capital de Giro do ano corrente

$NCG_{t-1}$  = Necessidade de Capital de Giro do ano anterior

Para o cálculo da NCG para o Ano Base serão utilizados os valores da conta Clientes, Estoques e Fornecedores constantes no balanço patrimonial da empresa de 31 de dezembro de 2012.

Para cada um dos períodos de projeção (t), compreendidos entre 2013 e 2015 as contas clientes, estoques, fornecedores serão estimadas a partir dos prazos médios estabelecidos, aplicando-se as seguintes fórmulas:

$$Clientes_t = \frac{Receita Bruta_t}{360} \times PMRV_t$$

$$Estoques_t = \frac{CMV_t}{360} \times PMRE_t$$

$$Fornecedores_t = \frac{Compras_t}{360} \times PMPF_t$$

**Onde:**

$PMRV$  = Prazo Médio de Recebimento de Vendas

$PMRE$  = Prazo Médio de Rotação de Estoques

$PMPF$  = Prazo Médio de Pagamentos a Fornecedores

$COMPRAS$  =  $CMV + \text{Estoque Final} - \text{Estoque Inicial}$

### 3.7.3 Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de Capital de Giro

As premissas de crescimento e demais projeções realizadas para o cálculo do valor da firma foram feitas para um horizonte de cinco anos a partir do último exercício realizado.

Figura 6 – Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de capital de Giro

EVOLUÇÃO DO IMOBILIZADO						
	31/dez/12	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17
Imobilizado Bruto	13.833	15.700	17.820	20.226	22.956	26.055
Aquisições do Ano		1.867	2.120	2.406	2.730	3.099
Depreciação do Ano	(1.789)	2.124	2.411	2.737	3.106	3.525
Depreciação Acumulada		(2.124)	(4.535)	(7.272)	(10.378)	(13.903)
Imobilizado Líquido	12.044	13.576	13.285	12.954	12.578	12.152
PREMISSAS DE CAPITAL DE GIRO						
	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17	
PRAZOS MÉDIOS						
Recebimento de Vendas	109 dias	109 dias	109 dias	109 dias	109 dias	109 dias
Rotação de Estoques	229 dias	229 dias	229 dias	229 dias	229 dias	229 dias
Rotação de Fornecedores	64 dias	64 dias	64 dias	64 dias	64 dias	64 dias
CÁLCULO DA NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO						
	31/dez/12	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17
Clientes	20.114	23.337	27.078	31.419	36.455	42.299
Estoques	9.766	19.541	22.674	26.309	30.526	35.419
Fornecedores	3.353	7.199	6.894	7.999	9.281	10.769
NCG	26.526	35.679	42.858	49.728	57.700	66.949
Varição NCG		9.153	7.179	6.870	7.971	9.249

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

Note que para efeito de verificação do efeito da gestão do capital de giro sobre o valor da firma, neste primeiro cenário foram utilizados os prazos médios de clientes, estoques e fornecedores realizados no último exercício (2012).

### 3.7.4 Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de caixa Livre

Para a projeção do Demonstrativo de Resultado e do Fluxo de Caixa Livre da Firma, foram utilizadas as seguintes premissas obtidas a partir dos dados do planejamento Estratégico da Companhia:

### Premissas da Projeção do DRE (com base no Planejamento Estratégico da Empresa)

Crescimento de Receita Bruta	16,03% ao ano (equivalente à média de crescimento de 2009 até 2012)
Deduções da Receita	25,7% da Receita Líquida
Margem Bruta	49,9% da Receita Líquida
Despesas Comerciais	37,6% da Receita Líquida
Despesas Administrativas	06,1% da Receita Líquida
IR/CSLL	34,0% do EBIT
Taxa Média de Depreciação	13,5% do Imobilizado ao ano
Aquisição de Imobilizado	13,5% do Imobilizado

Figura 7 – Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de Caixa Livre

	31/dez/13		31/dez/14		31/dez/15		31/dez/16		31/dez/17	
	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%	R\$	%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>77.076</b>	<b>125,7%</b>	<b>89.432</b>	<b>125,7%</b>	<b>103.768</b>	<b>125,7%</b>	<b>120.402</b>	<b>125,7%</b>	<b>139.702</b>	<b>125,7%</b>
Deduções da Receita Bruta	(15.759)	-25,7%	(18.285)	-25,7%	(21.216)	-25,7%	(24.617)	-25,7%	(28.563)	-25,7%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>61.318</b>	<b>100,0%</b>	<b>71.147</b>	<b>100,0%</b>	<b>82.552</b>	<b>100,0%</b>	<b>95.785</b>	<b>100,0%</b>	<b>111.139</b>	<b>100,0%</b>
CPV	(30.720)	-50,1%	(35.645)	-50,1%	(41.358)	-50,1%	(47.988)	-50,1%	(55.681)	-50,1%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>30.598</b>	<b>49,9%</b>	<b>35.502</b>	<b>49,9%</b>	<b>41.193</b>	<b>49,9%</b>	<b>47.797</b>	<b>49,9%</b>	<b>55.458</b>	<b>49,9%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>										
Comerciais	(23.055)	-37,6%	(26.751)	-37,6%	(31.039)	-37,6%	(36.015)	-37,6%	(41.788)	-37,6%
Administrativas	(3.765)	-6,1%	(4.368)	-6,1%	(5.069)	-6,1%	(5.881)	-6,1%	(6.824)	-6,1%
<b>EBIT</b>	<b>3.777</b>	<b>6,2%</b>	<b>4.383</b>	<b>6,2%</b>	<b>5.085</b>	<b>6,2%</b>	<b>5.900</b>	<b>6,2%</b>	<b>6.846</b>	<b>6,2%</b>
IR/CSLL	(1.284)	-2,1%	(1.490)	-2,1%	(1.729)	-2,1%	(2.006)	-2,1%	(2.328)	-2,1%
<b>Resultado Líquido</b>	<b>2.493</b>	<b>4,1%</b>	<b>2.893</b>	<b>4,1%</b>	<b>3.356</b>	<b>4,1%</b>	<b>3.894</b>	<b>4,1%</b>	<b>4.518</b>	<b>4,1%</b>
Depreciação	2.124		2.411		2.737		3.106		3.525	
<b>Geração de Caixa Operacional</b>	<b>4.617</b>		<b>5.304</b>		<b>6.093</b>		<b>7.000</b>		<b>8.044</b>	
Novas Aquisições Imobilizado	(1.867)		(2.120)		(2.406)		(2.730)		(3.099)	
Varição no Capital de Giro	(9.153)		(7.179)		(6.870)		(7.971)		(9.249)	
<b>Fluxo de Caixa Livre Firma</b>	<b>(6.403)</b>		<b>(3.995)</b>		<b>(3.183)</b>		<b>(3.702)</b>		<b>(4.305)</b>	

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

### 3.7.5 Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital da Firma

Figura 8 – Custo do Capital Próprio, Custo da Dívida e Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

<b>CUSTO CAPITAL PRÓPRIO</b>			
T-BOND 30Y			5,45%
RISCO BRASIL			2,80%
BETA			1,26
PRÊMIO DE RISCO MERCADO			6,55%
<b>CUSTO CAPITAL PRÓPRIO</b>			<b>16,50%</b>
<b>CUSTO DA DÍVIDA</b>			
IR			34,0%
Dívida Líquida de Benefício Fiscal			7,92%
<b>CÁLCULO DO WACC</b>			
	Partic.	Custo	
Dívida	28%	7,92%	2,23%
Patrimônio Líquido	72%	16,50%	11,86%
	100%	<b>WACC</b>	<b>14,09%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

### 3.7.6 Cálculo do Valor da Firma com Base no Fluxo de Caixa Livre Descontado

Figura 9 – Valor da Firma com base no FCLD

Fluxo de Caixa Livre Firma	(6.403)	(3.995)	(3.183)	(3.702)	(4.305)
FCFF descontado à taxa do WACC	(5.612)	(3.069)	(2.143)	(2.185)	(2.227)
<b>Valor Presente do FCFF</b>	<b>(15.237)</b>				
Perpetuidade	(34.703)				
Crescimento Perpetuidade	1,50%				
WACC	14,09%				
Crescimento na Perpetuidade	1,50%				
WACC	14,09%				
<b>CÁLCULO DO VALOR DA FIRMA</b>					
(+) Somatório do Valor Presente FCFF	(15.236,59)				
(+) Valor Presente Perpetuidade	(15.735)				
(=) Valor da Firma	(30.972)				
<b>VALOR DA FIRMA</b>	<b>(30.972)</b>				

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

Através do método do Fluxo de Caixa Livre Descontado da Firma, com base nos dados reais de prazo médio de recebimento de vendas, de renovação dos estoques e de pagamento de fornecedores, podemos constatar que a empresa está destruindo valor sob a ótica do acionista, apesar de apresentar receita bruta crescente e margem de lucro positiva durante os anos em análise.

### 3.8 Recálculo do Valor da Firma com os Indicadores Ajustados

A partir de agora as estimativas para o valor da firma serão realizadas sensibilizando apenas os prazos médios. Para tanto, serão utilizados os prazos já praticados pela própria empresa em períodos anteriores, buscando demonstrar também a viabilidade de tal proposição, justamente porque tais índices já foram obtidos em um passado recente.

#### 3.8.1 Revisão da Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de Capital de Giro

Para evidenciar o efeito da gestão do capital de giro sobre o valor da firma, neste segundo cenário foram utilizados os prazos médios de clientes, estoques e fornecedores realizados no primeiro exercício da série em análise (2009).

As premissas de crescimento e demais projeções realizadas para o cálculo do valor da firma foram todas mantidas.

Figura 10 – Revisão da Projeção da Evolução do Imobilizado e da Necessidade de capital de Giro

EVOLUÇÃO DO IMOBILIZADO						
	31/dez/12	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17
Imobilizado Bruto	13.833	15.700	17.820	20.226	22.956	26.055
Aquisições do Ano		1.867	2.120	2.406	2.730	3.099
Depreciação do Ano	(1.789)	2.124	2.411	2.737	3.106	3.525
Depreciação Acumulada		(2.124)	(4.535)	(7.272)	(10.378)	(13.903)
Imobilizado Líquido	12.044	13.576	13.285	12.954	12.578	12.152
PREMISSAS DE CAPITAL DE GIRO						
	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17	
<b>PRAZOS MÉDIOS</b>						
Recebimento de Vendas	92 dias	92 dias	92 dias	92 dias	92 dias	
Rotação de Estoques	93 dias	93 dias	93 dias	93 dias	93 dias	
Pagamento de Fornecedores	110 dias	110 dias	110 dias	110 dias	110 dias	
CÁLCULO DA NECESSIDADE DE CAPITAL DE GIRO						
	31/dez/12	31/dez/13	31/dez/14	31/dez/15	31/dez/16	31/dez/17
Clientes	20.114	19.697	22.855	26.518	30.769	35.702
Estoques	9.766	7.936	9.208	10.684	12.397	14.384
Fornecedores	3.353	8.828	11.280	13.088	15.186	17.621
<b>NCG</b>	<b>26.526</b>	<b>18.806</b>	<b>20.783</b>	<b>24.114</b>	<b>27.980</b>	<b>32.465</b>
<b>Variação NCG</b>		<b>(7.721)</b>	<b>1.977</b>	<b>3.331</b>	<b>3.866</b>	<b>4.485</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).



### 3.8.2 Revisão da Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de caixa Livre

Para a projeção do Demonstrativo de Resultado e do Fluxo de Caixa Livre da Firma, foram utilizadas as mesmas premissas da projeção anterior (obtidas a partir dos dados do planejamento Estratégico da Companhia).

#### Premissas da Projeção do DRE (com base no Planejamento Estratégico da Empresa)

Crescimento de Receita Bruta	16,03% ao ano (equivalente à média de crescimento de 2009 até 2012)
Deduções da Receita	25,7% da Receita Líquida
Margem Bruta	49,9% da Receita Líquida
Despesas Comerciais	37,6% da Receita Líquida
Despesas Administrativas	06,1% da Receita Líquida
IR/CSLL	34,0% do EBIT
Taxa Média de Depreciação	13,5% do Imobilizado ao ano
Aquisição de Imobilizado	13,5% do Imobilizado

Figura 11 – Revisão da Projeção do Demonstrativo de Resultados e do Fluxo de Caixa Livre

	31/dez/13		31/dez/14		31/dez/15		31/dez/16		31/dez/17	
	RS	%	RS	%	RS	%	RS	%	RS	%
<b>Receita Operacional Bruta</b>	<b>77.076</b>	<b>125,7%</b>	<b>89.432</b>	<b>125,7%</b>	<b>103.768</b>	<b>125,7%</b>	<b>120.402</b>	<b>125,7%</b>	<b>139.702</b>	<b>125,7%</b>
Deduções da Receita Bruta	(15.759)	-25,7%	(18.285)	-25,7%	(21.216)	-25,7%	(24.617)	-25,7%	(28.563)	-25,7%
<b>Receita Operacional Líquida</b>	<b>61.318</b>	<b>100,0%</b>	<b>71.147</b>	<b>100,0%</b>	<b>82.552</b>	<b>100,0%</b>	<b>95.785</b>	<b>100,0%</b>	<b>111.139</b>	<b>100,0%</b>
CPV	(30.720)	-50,1%	(35.645)	-50,1%	(41.358)	-50,1%	(47.988)	-50,1%	(55.681)	-50,1%
<b>Lucro Bruto</b>	<b>30.598</b>	<b>49,9%</b>	<b>35.502</b>	<b>49,9%</b>	<b>41.193</b>	<b>49,9%</b>	<b>47.797</b>	<b>49,9%</b>	<b>55.458</b>	<b>49,9%</b>
<b>Despesas Operacionais</b>										
Comerciais	(23.055)	-37,6%	(26.751)	-37,6%	(31.039)	-37,6%	(36.015)	-37,6%	(41.788)	-37,6%
Administrativas	(3.765)	-6,1%	(4.368)	-6,1%	(5.069)	-6,1%	(5.881)	-6,1%	(6.824)	-6,1%
<b>EBIT</b>	<b>3.777</b>	<b>6,2%</b>	<b>4.383</b>	<b>6,2%</b>	<b>5.085</b>	<b>6,2%</b>	<b>5.900</b>	<b>6,2%</b>	<b>6.846</b>	<b>6,2%</b>
IR/CSLL	(1.284)	-2,1%	(1.490)	-2,1%	(1.729)	-2,1%	(2.006)	-2,1%	(2.328)	-2,1%
<b>Resultado Líquido</b>	<b>2.493</b>	<b>4,1%</b>	<b>2.893</b>	<b>4,1%</b>	<b>3.356</b>	<b>4,1%</b>	<b>3.894</b>	<b>4,1%</b>	<b>4.518</b>	<b>4,1%</b>
Depreciação	2.124		2.411		2.737		3.106		3.525	
<b>Geração de Caixa Operacional</b>	<b>4.617</b>		<b>5.304</b>		<b>6.093</b>		<b>7.000</b>		<b>8.044</b>	
Novas Aquisições Imobilizado	(1.867)		(2.120)		(2.406)		(2.730)		(3.099)	
Variação no Capital de Giro	7.721		(1.977)		(3.331)		(3.866)		(4.485)	
<b>Fluxo de Caixa Livre Firma</b>	<b>10.470</b>		<b>1.207</b>		<b>356</b>		<b>404</b>		<b>459</b>	

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

### 3.8.3 Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital da Firma

Seguindo a lógica de manter as mesmas premissas do cálculo anterior, a apuração do custo médio ponderado do capital segue rigorosamente o mesmo critério do primeiro cálculo.

Figura 12 – Custo do Capital Próprio, Custo da Dívida e Cálculo do Custo Médio Ponderado do Capital

<b>CUSTO CAPITAL PRÓPRIO</b>			
T-BOND 30Y			5,45%
RISCO BRASIL			2,80%
BETA			1,26
PRÊMIO DE RISCO MERCADO			6,55%
<b>CUSTO CAPITAL PRÓPRIO</b>			<b>16,50%</b>
<b>CUSTO DA DÍVIDA</b>			
IR			34,0%
<b>Dívida Líquida de Benefício Fiscal</b>			<b>7,92%</b>
<b>CÁLCULO DO WACC</b>			
	<b>Partic.</b>	<b>Custo</b>	
Dívida	28%	7,92%	2,23%
Patrimônio Líquido	72%	16,50%	11,86%
	100%	<b>WACC</b>	<b>14,09%</b>

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

### 3.8.4 Recálculo do Valor da Firma com Base no Fluxo de Caixa Livre Descontado

Figura 13 – Novo Valor da Firma com base no FCLD Recalculado

<b>Fluxo de Caixa Livre Firma</b>	<b>10.470</b>	<b>1.207</b>	<b>356</b>	<b>404</b>	<b>459</b>
<b>FCFF descontado à taxa do WACC</b>	<b>9.177</b>	<b>927</b>	<b>239</b>	<b>239</b>	<b>238</b>
<b>Valor Presente do FCF</b>	<b>10.820</b>				
<b>Perpetuidade</b>	<b>3.704</b>				
<b>Crescimento Perpetuidade</b>	<b>1,50%</b>				
<b>WACC</b>	<b>14,09%</b>				
<b>Crescimento na Perpetuidade</b>	<b>1,50%</b>				
<b>WACC</b>	<b>14,09%</b>				
<b>CÁLCULO DO VALOR DA FIRMA</b>					
<b>(+) Somatório do Valor Presente FCF</b>	<b>10.820</b>				
<b>(+) Valor Presente Perpetuidade</b>	<b>1.680</b>				
<b>(=) Valor da Firma</b>	<b>12.500</b>				
<b>VALOR DA FIRMA</b>	<b>12.500</b>				

Fonte: Elaborado pelo autor (2014).

Conforme proposto, as informações financeiras da empresa foram submetidas ao modelo de Fluxo de Caixa Livre Descontado, alterando unicamente os indicadores de prazos médios de clientes, estoques e fornecedores e com isto pode-se notar significativa alteração no valor da firma, passando dos atuais - 30.972 para + 12.500, de forma a comprovar que uma ação efetiva de gestão do capital de giro é capaz de modificar substancialmente o valor do negócio.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A administração do capital de giro vem sendo cada vez mais reconhecida como atividade fundamental para o equilíbrio financeiro das empresas, exercendo papel decisivo no sucesso dos negócios. Uma má gestão do capital de giro normalmente acaba por trazer sérios problemas financeiros, contribuindo de forma direta para que a empresa caminhe para uma situação de insolvência. (ASSAF NETO; SILVA, 2012)

Tendo em vista que a capacidade de geração de caixa é peça fundamental no cálculo do retorno dos investimentos realizados e, portanto, fator decisivo na mensuração do próprio negócio sob a ótica de retorno para os acionistas, este trabalho buscou demonstrar de forma clara e objetiva os efeitos diretos que a gestão do capital de giro pode exercer sobre o valor da empresa.

Ao submeter os demonstrativos financeiros da empresa U.D. Utilidades Domésticas S/A ao modelo do Fluxo de Caixa Livre Descontado, foi possível demonstrar de forma muito nítida o impacto direto da gestão do capital de giro como fator de agregação de valor ao negócio. Num primeiro momento, ao aplicarmos os índices e prazos médios atuais no modelo do FCFF, apuramos o valor negativo de -R\$ 30.972, ou seja, apesar do faturamento crescente, a operação da forma que vem sendo gerida sob a ótica financeira, está destruindo valor. Por outro lado, no segundo experimento, ao aplicarmos prazos médios mais adequados ao negócio (prazos estes já praticados pela própria empresa em exercícios passados), a tendência reverteu-se e atingimos o valor positivo de R\$ 12.500, comprovando o efeito positivo que a boa gestão do capital de giro pode trazer ao negócio, gerando valor ao acionista.

Mesmo considerando as limitações do modelo e da amostra, pois em se tratando de um estudo de caso os dados não podem ser inferidos automaticamente para a população como um todo não só em termos de outras empresas como para outros períodos de tempo, o trabalho evidencia que uma gestão mais eficiente do capital de giro é capaz de impactar positivamente o valor da firma quando calculado pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado.

O volume de capital de giro de uma empresa é determinado principalmente pelo volume de vendas, que por sua vez é lastreado pelos estoques e contas a receber. Assim, a administração deste capital deve estar inserida no contexto das decisões estratégicas das empresas, permitindo melhor entendimento de como são geridos estes recursos, a sua importância e, principalmente os efeitos desta administração sobre o valor do negócio como um todo.

Conforme Assaf Neto e Silva (2012), a área financeira apresentou notável avanço nas últimas décadas, incorporando ao processo decisório das empresas significativa contribuição através da evolução teórica de seus conceitos e técnicas. Daí a necessidade de uma maior atenção por parte da esfera estratégica das organizações aos fatores relacionados à gestão do capital de giro como forma de extrair o maior retorno possível dos recursos operacionais investidos no negócio.

## REFERÊNCIAS

- ABREU FILHO, José. et al. *Finanças Corporativas*. Rio de Janeiro: FGV, 2003.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Finanças Corporativas e Valor*. São Paulo: Atlas, 2010.
- ASSAF NETO, Alexandre. *Estrutura e Análise de Balanços*. São Paulo: Atlas, 2002.
- ASSAF NETO, Alexandre; SILVA, César A. T. *Administração do Capital de Giro*. São Paulo: Atlas, 2012.
- BERK, J; DEMARZO, P. *Finanças Empresariais*. Porto Alegre: Bookman, 2009.
- BONOMA, Thomas V. Case Research in Marketing: Opportunities, Problems, and Process. *Journal of Marketing Research*, v. 22, p. 199-208, May 1985.
- BRAGA, Roberto. *Fundamentos e Técnicas de Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1989.
- BROM, L. G.; BALIAN, J. E. A. *Análise de Investimentos e Capital de Giro*. São Paulo: Saraiva, 2007.
- DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de Empresas*. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2007.
- GIL, Antônio Carlos. *Métodos e Técnicas de Pesquisa Social*. São Paulo: Atlas, 1999.
- GITMAN, Laurence J. *Princípios de Administração Financeira*. São Paulo: Harbra, 1987.
- 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.
- MATARAZZO, Dante C. *Análise Financeira de Balanços*. São Paulo: Atlas, 2003.
- SANTOS, José Luiz dos; SCHMIDT, Paulo.; MARTINS, Marco Antonio. *Fundamentos de Análise das Demonstrações Contábeis*. São Paulo: Atlas, 2006.
- SANVICENTE, Antonio Z. *Administração Financeira*. São Paulo: Atlas, 1987.
- YIN, Robert K. *Estudo de Caso: Planejamento e Métodos*. Porto Alegre: Bookman, 2005.