

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

MARCUS VINICIUS DE LIMA

AVALIAÇÃO DA EMPRESA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS LTDA

CURITIBA

2023

MARCUS VINICIUS DE LIMA

AVALIAÇÃO DA EMPRESA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS LTDA

Relatório Técnico-Científico apresentado ao curso de Especialização/MBA em Contabilidade e Finanças, Setor de Ciências Contábeis, Universidade Federal do Paraná, como requisito parcial à obtenção do título de Especialista em Contabilidade e Finanças

Orientador(a): Prof. Dr. Claudio Marcelo Edwards Barros.

CURITIBA

2023

RESUMO

O trabalho desenvolvido neste documento traz o cálculo de valor intrínseco da empresa Som Soluções Acústicas – ela atua no Brasil e na América Latina e é reconhecida como referência em soluções acústicas em madeira e texturas. Para isso, começa-se destacando a relevância desse tipo de estudo e explicitando os conceitos fundamentais dentro do tema Avaliação de Empresa, com ênfase na metodologia Fluxo de Caixa Descontado (FDC). Na sequência, são detalhadas as características básicas quantitativas e qualitativas da empresa Som. Essas informações servem como base para a definição das premissas usadas para a projeção das respectivas demonstrações financeiras – especificamente, a Demonstração de Resultado de Exercício e Balanço Patrimonial. Finalmente, aplica-se o Fluxo de Caixa Descontado (FCD) através do cálculo do Fluxo de Caixa Livre para Firma, da taxa de desconto (Custo Médio Ponderado de Capital) e do valor presente desses fluxos. Tais etapas culminam na determinação do “*Enterprise Value*” (“Valor da Firma”), ou seja, o valor justo da Som Soluções Acústicas.

Palavras-chave: Avaliação de Empresas. Valuation, Fluxo de Caixa Descontado. Valor justo.

ABSTRACT

"The work presented in this document provides the calculation of the intrinsic value of the company Som Soluções Acústicas, which operates in Brazil and Latin America and is recognized as a reference in wooden and textured acoustic solutions. To achieve this, it begins by emphasizing the relevance of this type of study and elucidating the fundamental concepts within the theme of Company Valuation, with a focus on the Discounted Cash Flow (DCF) methodology. Subsequently, the quantitative and qualitative basic characteristics of the Som company are detailed. This information serves as the basis for defining the assumptions used in projecting their respective financial statements - specifically, the Income Statement and Balance Sheet. Finally, the Discounted Cash Flow (DCF) method is applied by calculating the Free Cash Flow to the Firm, the discount rate (Weighted Average Cost of Capital), and the present value of these cash flows. These steps culminate in the determination of the 'Enterprise Value,' in other words, the fair value of Som Soluções Acústicas."

Keywords: Company Valuation. Valuation. Discounted Cash Flow. Fair Value.

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO	6
1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA.....	7
1.2 OBJETIVO GERAL DO ESTUDO	8
1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO.....	8
1.4 ASPECTOS CONCEITUAIS SOBRE O TEMA	8
1.4.1 VALOR	9
1.4.2 VALOR INTRÍNSECO	9
1.4.3 VALOR RELATIVO.....	10
1.4.3.1 Premissa de Continuidade	10
1.4.3.2 Premissa do Ativo	10
1.4.4 VALOR DE MERCADO	11
1.4.5 VALOR INTRÍNSECO X VALOR DE MERCADO	11
1.5 VALUATION	11
1.5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	12
1.5.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista	12
1.5.1.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma	13
1.5.1.3 Custo Médio Ponderado de Capital (WACC)	14
1.5.1.4 Custo do Capital Próprio	15
1.5.1.4.1 Taxa Livre de Risco.....	15
1.5.1.4.2 Beta.....	16
1.5.1.5 Custo de Capital de Terceiros	18
1.5.1.6 Valor Terminal (Perpetuidade)	18
2 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS	19
2.1 METODOLOGIA.....	19
2.1.1 ESCOLHA E ANÁLISE DA EMPRESA	19
2.1.2 DEFINIÇÃO DE PREMISSAS E PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	20
2.1.3 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA DE <i>VALUATION</i>	20
2.2 INFORMAÇÕES SOBRE A EMPRESA	20
2.2.1 O QUE É ACÚSTICA?	21
2.2.2 SOBRE CONFORTO ACÚSTICO	21
2.2.3 PERSPECTIVAS PARA O MERCADO DE ISOLAMENTO ACÚSTICO	22

2.2.4 DIFERENCIAIS	23
2.2.5 PRODUTOS	23
2.2.6 PROJETOS	24
2.2.7 CLIENTES	25
2.2.8 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS	26
2.3 PREMISSAS E PROJEÇÕES DO MODELO	27
2.3.1 VENDA DE MERCADORIAS E PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS.....	27
2.3.2 CANCELAMENTO E DEVOLUÇÕES	28
2.3.3 IMPOSTOS INCIDENTES SOBRE VENDA.....	29
2.3.4 CUSTOS DOS PRODUTOS E MERCADORIAS VENDIDAS	29
2.3.5 DESPESAS	30
2.3.6 EBITDA	32
2.3.7 DEPRECIAÇÃO E CAPEX.....	32
2.3.8 RESULTADOS NÃO OPERACIONAIS	33
2.3.9 IRPJ E CSLL	34
2.3.10 LUCRO LÍQUIDO	34
2.3.11 DRE SIMPLIFICADA E PROJETADA	34
2.3.12 VARIAÇÃO DE CAPITAL DE GIRO	35
2.4 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO.....	36
2.4.1 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA FIRMA.....	36
2.4.2 CÁLCULO DO WACC	37
2.4.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO APLICADO	41
2.4.3.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para Firma.....	41
2.4.3.2 Valor Presente da Perpetuidade	42
2.4.3.3 “Valor da Firma” (“ <i>Enterprise Value</i> ”)	42
3 CONSIDERAÇÕES FINAIS	43
REFERÊNCIAS.....	44
ANEXO 1 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 1) ...	45
ANEXO 2 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 2) ...	46
ANEXO 3 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 3) ...	47
ANEXO 4 – TABELA DE CÁLCULO DO WACC	48
ANEXO 5 – TABELA DE BETA DESALAVANÇADO E OUTRAS MEDIDAS.....	49

1 INTRODUÇÃO

O trabalho que se desenvolve no presente documento buscou realizar um “*valuation*” (“*avaliação*”), pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD), da empresa denominada Som Soluções Acústicas Ltda.

O nome Som Soluções Acústicas é fictício e se refere a uma empresa real que atua em território nacional e em alguns países da América Latina. A Som oferta projetos acústicos, prioritariamente em madeira e em alguns tipos de texturas, para diversos tipos de ambientes, de forma que cada serviço materializado é personalizado e adequado para solucionar o problema do cliente.

É necessário comentar que se optou por um nome fictício pelos seguintes motivos: (i). Ajuda a proteger a identidade real da empresa e seus dados financeiros sensíveis, garantindo que as informações não sejam acessíveis a terceiros; (ii). A empresa possui expectativa de passar por processo de captação de recursos e de fusão e aquisição; e (iii). O principal objetivo do trabalho é demonstrar a aplicação da metodologia de “*valuation*” (“*avaliação*”) como ferramenta de avaliação de empresas e a Som é usada somente para ilustrar o processo.

Isto posto, o motivo da escolha da empresa foi a quantidade e qualidade das informações disponíveis, principalmente das demonstrações contábeis-financeiras, do perfil corporativo e do modelo de negócio. Além disso, influenciou na escolha o contato pessoal do autor do presente “*valuation*” (“*avaliação*”) com o proprietário da Som – o que foi útil para entender as perspectivas da empresa e seu respectivo negócio para os próximos anos.

A metodologia escolhida para valorar a Som, como já mencionada, foi o Fluxo de Caixa Descontado. Este método é considerado o mais adequado, preciso e completo para se identificar o valor intrínseco de uma empresa, sendo amplamente usado por avaliadores, consultores financeiros e investidores, além de estar presente nas principais bibliografias que tratam do tema de avaliação de empresas.

Após os tópicos de contextualização do tema, objetivo geral do estudo, aspectos conceituais e importância prática do estudo, este trabalho prossegue com a apresentação das principais características da Som Soluções Acústicas Ltda e do contexto do seu setor. Em seguida, adentra-se nas projeções das demonstrações financeiras e na aplicação do FCD.

Por fim, as páginas finais trazem o resultado do valor da firma da Som Soluções Acústicas, bem como as conclusões decorrentes da análise desenvolvida com base no modelo de valoração selecionado.

1.1 CONTEXTUALIZAÇÃO DO TEMA

O mercado financeiro é um sistema importante para o desenvolvimento da economia de uma país e de seus participantes, uma vez que ele permite trocas entre agentes superavitários (poupadores e alocadores de dinheiro em busca de rentabilidade) e agentes deficitários (tomadores, que precisam de recursos), possibilitando uma alocação eficiente dos recursos entre diversos setores.

Os agentes possuem um vasto leque de opções de ativos para alocarem seus recursos entre Renda Fixa e Variável, como Certificados de Depósito Bancário, Títulos de Dívida Pública, Debentures, Ações e Derivativos. Para realizar uma alocação eficiente e eficaz, é preciso usar técnicas de análise para que o investidor tome a decisão mais inteligente/racional.

Nesse sentido, existem inúmeros modelos e metodologias que podem auxiliar os investidores a decidirem como alocar seu capital entre os ativos financeiros disponíveis. Dentre tais metodologias, pode-se citar a Avaliação por Múltiplos, Fluxo de Caixa Descontado, Análise Técnica e Fundamentalista e Black-Scholes (voltado para derivativos).

Ora, ao direcionar a atenção do presente estudo para empresas, a metodologia mais empregada e mais popular no mercado para avaliar se uma empresa é um bom negócio para se investir ou não, é o Fluxo de Caixa Descontado.

O Fluxo de Caixa Descontado consiste em uma técnica de “*valuation*” (“*avaliação*”) de empresas que tem como objetivo estimar o valor presente dos fluxos de caixa livre futuros gerados pela empresa. Ou seja, de forma mais detalhada, a metodologia é baseada na soma das projeções dos fluxos de caixa livre futuros da empresa, que são trazidos a valor presente pelo desconto de uma taxa referente ao custo de capital.

Dito isto, vale comentar que tal método é usado conforme objetivos e necessidades de quem está estudando o ativo. Por exemplo, usa-se o FCD dentro do campo da gestão de portfólio, alocação por parte de investidores individuais,

processos de M&A e para fins legais e tributários - quando ocorre o falecimento de proprietários de participação societária em empresas.

1.2 OBJETIVO GERAL DO ESTUDO

O presente trabalho tem como objetivo: calcular o valor da firma (“*Enterprise Value*”) Som Soluções Acústicas (nome fictício) utilizando a técnica de Fluxo de Caixa Descontado (técnica de avaliação do valor justo de um ativo).

1.3 IMPORTÂNCIA PRÁTICA DO ESTUDO

A realização do “*valuation*” (“*avaliação*”) pela metodologia do Fluxo de Caixa Descontado apresenta forte apelo acadêmico e grandes benefícios mercadológicos.

Do ponto de vista acadêmico, a importância se dá pela abrangência, conexão e evolução de teorias econômicas, contábeis, financeiras e até estatísticas, condensando diversas searas das ciências sociais aplicadas com um único propósito (avaliar empresas).

Já no âmbito mercadológico, proporciona uma série de benefícios, visto que fornece informações para os *stakeholders* (como investidores, credores e fornecedores), tomarem decisões em relação a empresa. Por exemplo, no caso de investidores, permite analisar se vale a pena, ou não, comprar participações societárias de uma empresa e/ou comprar seus respectivos títulos de dívida.

Em resumo, o estudo do Fluxo de Caixa Descontado tem deveras relevâncias para a academia e o mercado, construindo dados, informações e análises para agentes de mercado, bem como estimulando a evolução/progresso de estudos das áreas econômicas, financeiras, contábeis e outras correlacionadas.

1.4 ASPECTOS CONCEITUAIS SOBRE O TEMA

O presente tópico traz uma revisão de conceitos relevantes para o desenvolvimento do tema abordado, trazendo explicações sobre a palavra valor e os “*valuations*” (“*avaliação*”) do tipo relativo e intrínseco

1.4.1 VALOR

O termo valor é usado em diversas áreas do conhecimento e apresenta múltiplos significados. Desde os primórdios do amadurecimento científico da humanidade, foram atribuídas diversas definições ao termo. Portanto, é essencial delinear os principais conceitos de valor relacionados ao contexto de avaliação.

Antes de conectar os conceitos de valor com os tipos de ativos, é importante classificar ativos preliminarmente. Existem dois tipos principais de ativos: aqueles que geram fluxos de caixa e aqueles que não geram. Os ativos que geram fluxos de caixa incluem títulos de dívida, ações, propriedade intelectual e imóveis, enquanto os ativos que não geram fluxos de caixa incluem obras de arte, metais preciosos e outros itens de coleção. O valor destes ativos que não geram fluxo de caixa é determinado pelo mercado negociado, o qual é influenciado pelas preferências individuais de cada interessado pelo item. Dessa forma, os ativos que não geram caixa possuem valor relativo, não possuindo valor intrínseco, enquanto os do outro tipo apresentam tanto valor intrínseco quanto relativo. E não obstante haja alguns modelos e vários métodos de “*valuation*” (“*avaliação*”), existem somente duas abordagens principais: a relativa e intrínseca (DAMODARAN, 2011a; DAMODARAN, 2011b).

Dito isto, o escopo deste relatório são os ativos geradores de fluxo de caixa, e em específico, a empresa Som Soluções Acústicas, uma vez que são os do tipo adequado para aplicação da metodologia de Fluxo de Caixa Descontado (FCD).

1.4.2 VALOR INTRÍNSECO

O valor intrínseco é aplicável somente aos ativos que geram fluxos de caixa (como mencionado anteriormente) e é calculado com base nos fluxos de caixa esperados para o ativo ao longo do tempo e a incerteza associada a esses fluxos. Ou seja, tal valor é determinado pelo cálculo de valor presente dos fluxos de caixa esperados, ajustados pela taxa de desconto que reflete o risco desses fluxos. Essa é a essência do modelo de “*valuation*” (“*avaliação*”) baseado em FCD, que é neste trabalho utilizado. No âmbito deste modelo, duas premissas devem ser consideradas: a premissa de continuidade e de ativo (DAMODARAN, 2011a; DAMODARAN, 2011b).

1.4.3 VALOR RELATIVO

O valor relativo, também denominado de valor extrínseco, busca avaliar o quanto vale um Ativo A com base em quanto o mercado está precificando um Ativo B, que é considerado semelhante ao A. Em outras palavras, ao invés de avaliar o valor intrínseco de A, a estimativa do valor relativo é baseada na confiança da precificação média que o mercado impõe para ativos semelhantes. Se o mercado estiver precificando corretamente os ativos, tanto o *valuation* relativo, que utiliza múltiplos como base para a avaliação, quanto o *valuation* baseado em fluxo de caixa descontado podem se aproximar. No entanto, se o mercado estiver consistentemente sub ou superprecificando certos tipos de ativos ou setor, o método de fluxo de caixa descontado pode divergir do *valuation* relativo. O valor relativo é encontrado aplicando o modelo de *valuation* por múltiplos, o qual não será discutido no presente trabalho.

1.4.3.1 Premissa de Continuidade

Há uma diferença fundamental entre a avaliação de um ativo, como um título de dívida pública, que tem prazo de validade, e uma empresa que possui a perspectiva de se perpetuar no tempo. A empresa é uma entidade em contínuo funcionamento, que possui diversos ativos, bem como é esperado que ela invista em novos ativos durante sua vida. Por isso, com base na premissa de continuidade, são realizados julgamentos a respeito dos investimentos existentes na empresa e sobre os investimentos esperados para o futuro e suas respectivas rentabilidades (DAMODARAN, 2011a).

1.4.3.2 Premissa do Ativo

Na premissa do ativo (*asset-based valuation*), o cerne é limitado aos ativos que a empresa já possui atualmente. Somando o valor individual de todos os ativos da empresa, chega-se a um valor do negócio, que não representa o valor dos ativos que possam ser adquiridos no futuro. Portanto, para empresas que estão em crescimento, a premissa de ativo resulta em valores muito menores do que usando a

premissa de continuidade (DAMODARAN, 2011a). Por outro lado, premissa de continuidade pode ser questionável para empresas pequenas e em declínio, já que o futuro da operação delas é incerto. Dessa forma, a premissa de ativo é mais apropriada para esse último caso (STOWE et al., 2010).

1.4.4 VALOR DE MERCADO

Definiu-se o valor de mercado como o preço mais elevado que um ativo poderia ser vendido em um período razoável de tempo. De acordo com Natalwala (2012) e Serra e Wickert (2020), o valor de mercado é definido pelas forças do mercado e pelas opiniões dos participantes. Isso significa que o valor de mercado reflete o valor usado em uma transação entre um comprador e um vendedor.

No âmbito de mercado de ações, destaca-se a definição de Assaf Neto (2017), que descreve o valor de mercado como a multiplicação do número de ações que representam o capital social de uma companhia pelo preço de negociação delas na bolsa de valores.

1.4.5 VALOR INTRÍNSECO X VALOR DE MERCADO

Conforme Damadoran (2012), valor intrínseco de um ativo é representado pelos fluxos de caixa que ele gera e pela incerteza em materializá-los no futuro. E a percepção de valor pode variar entre os indivíduos em função de diferentes fatores, como a indústria, a economia e a própria empresa. Nessa toada, para Stowe et al. (2010), a estimativa do valor intrínseco reflete a visão de cada investidor sobre o preço justo do ativo.

Ora, essas concepções diferem do valor de mercado - entendido como o preço da ação multiplicado pela quantidade de ações existentes da empresa (que pode ser maior ou menor que o valor intrínseco estimado por um indivíduo/avaliador), ou por um valor de referência usado em uma transação entre um agente comprador e um vendedor.

1.5 VALUATION

Diariamente, muitos profissionais envolvidos na área de investimentos, tais como investidores, gestores de carteiras e pesquisadores, se deparam com uma questão: "Qual é o valor de um determinado ativo?" De forma simples e objetiva, é possível responder a esta questão por meio do uso de técnicas de avaliação, que têm como objetivo estimar o valor intrínseco do ativo.

Dentro do âmbito empresarial, a importância da técnica de avaliação é evidenciada, uma vez que se objetiva determinar o valor justo de um ativo para compará-lo com o seu preço de mercado, fornecendo subsídios para tomada de decisão por parte de *stakeholders*.

Por fim, conforme Damodaran, os modelos de "*valuation*" ("*avaliação*") são: Múltiplos, Opções Reais e Fluxo de Caixa Descontado. Dentre estes, vale ressaltar, que somente o Fluxo de Caixa Descontado será estudado e utilizado no presente documento.

1.5.1 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

O Fluxo de Caixa Descontado consiste em projetar os fluxos de caixa futuros, somá-los e trazê-los a valor presente descontando-os por uma taxa ajustada ao risco. E as estimativas de fluxo de caixa são baseadas em suposições feitas pelo avaliador.

Segundo Damodaran (2012), a utilização desse método de "*valuation*" ("*avaliação*") é mais conveniente para empresas que possuem fluxos de caixa positivos, consistentes e confiáveis para o futuro, bem como para as quais é possível encontrar um substituto para o risco que possa ser utilizado para determinar a taxa de desconto adequada.

1.5.1.1 Fluxo de Caixa Livre para o Acionista

Tal método busca calcular o fluxo de caixa para os acionistas ou Patrimônio Líquido, considerando o valor que sobra após reinvestimentos e pagamento aos credores. A fórmula para o Fluxo de Caixa Livre para o Acionista (*Free Cash Flow to Equity*) é a seguinte, de acordo com Damodaran (2012):

Fluxo de Caixa Livre para o Acionista = Lucro Líquido – (Despesa de Capital – Depreciação) – (Variação de Capital de Giro) + (Emissão de dívida - Pagamento de Dívida).

Alexandre Póvoa complementa que o Fluxo de Caixa para o Acionista refere-se somente ao excedente do fluxo de caixa da companhia destinado aos detentores de capital próprio, depois de quitar os encargos com os credores. Logo, tal fluxo deve ser descontado utilizando apenas o custo de capital próprio (que será explicado nos próximos tópicos).

E os fluxos de caixa descontados pelo custo de capital próprio originará o Market Value ou Equity Value:

$$\text{Market Value} = \text{FCFE1} / (\text{Ke} - g):$$

Onde:

Market Value = Valor de Mercado para acionista;

FCFE = Valor esperado do FCFE no próximo ano;

Ke = Custo de Capital Próprio;

g = Taxa de crescimento constante do FCFE na perpetuidade

1.5.1.2 Fluxo de Caixa Livre para a Firma

O método “*Free Cash Flow to the Firm*” (FCFF), ou Fluxo de Caixa Livre para a Empresa em português, contempla tanto o capital de terceiros quanto os detentores de capital próprio da empresa. O fluxo de caixa da empresa representa sua capacidade de gerar lucros por meio de suas operações, independentemente da fonte de financiamento utilizada.

O FCFF apresenta a seguinte fórmula:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} = \text{EBITDA} - \text{IR/CSLL} - \text{Investimentos (CAPEX)} \\ \pm (\Delta \text{Capital de Giro})$$

Onde:

EBITDA = *Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*; e

CAPEX = *Capital Expenditure*, que significa “despesas de capitais”.

A distinção fundamental entre os fluxos de caixa para o acionista e da firma está no ponto de partida utilizado. Enquanto o *FCFE* é calculado a partir do lucro líquido, o *FCFF* tem como ponto de partida o lucro operacional, considerando os impostos pagos após esta linha. (Póvoa, 2012, p. 150).

Neste caso, a taxa de desconto usada para trazer a valor presente os fluxos de caixa é o Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC* – “*Weighted Average Cost of Capital*”), que considera tanto o custo de capital de terceiros quanto próprio. E após descontar todos os fluxos de caixa futuros, o valor presente resultante é conhecido como Valor da Empresa, conforme a fórmula proposta por Póvoa (2012):

$$\text{Valor da Firma(empresa)} = \text{Valor de Mercado} + \text{Valor da Dívida Financeira Total}$$

Ou, em uma variação:

$$\text{Valor da Firma} = \text{FCFF1} / (1 + \text{WACC}) + \text{FCFF2} / (1 + \text{WACC})^2 + \text{FCFF3} / (1 + \text{WACC})^3 \dots + \text{FCFFm} / (1 + \text{WACC})^n$$

1.5.1.3 Custo Médio Ponderado de Capital (*WACC*)

O Custo Médio Ponderado de Capital é, simplesmente, a média dos custos de diferentes componentes do financiamento de uma empresa. Para calcular o *WACC* (*Weighted Average Capital Cost*) é necessário assumir que empresa apresenta um coeficiente fixo entre capital próprio e capital de terceiros ao longo do tempo. A fórmula do *WACC* é:

$$\text{WACC} = K_e \times (E / (E+D)) + K_d \times (D / (D+E))$$

Onde:

K_e = Custo do Capital Próprio;
 E = Valor do Capital Próprio;
 K_d = Custo de Capital de Terceiros;
 D = Valor do Capital de Terceiros;

Observando a fórmula do WACC, nota-se que é necessário calcular os respectivos custos (terceiro e próprio) de forma separada e usando outra fórmula.

1.5.1.4 Custo do Capital Próprio

Conforme Damodaran, o Custo do Capital Próprio é calculado utilizando o Modelo de Precificação de Ativos Financeiros (CAPM - Capital Asset Pricing Model). Tal método correlaciona o retorno de um ativo ao seu risco, medido pelo beta, juntamente com um prêmio de risco de mercado. A fórmula do CAPM é a seguinte:

$$K_e = R_f + (R_m - R_f)\beta \times \text{Inflação}$$

Onde:

K_e = Taxa de retorno exigida pelo investidor ou acionista (Custo de Capital Próprio);

R_f = Taxa de retorno do ativo livre de risco;

R_m = Taxa de retorno da carteira de mercado;

β = Risco do ativo em relação ao risco sistemático da carteira de mercado.

$(R_m - R_f)$ = Prêmio de risco do mercado.

1.5.1.4.1 Taxa Livre de Risco

A **Taxa livre risco** é a variável composta pela taxa de rendimento de um ou mais ativos com risco mínimo de insolvência, preferencialmente onde a rentabilidade atual é equivalente da rentabilidade esperada. Matematicamente, são ativos sem variância na rentabilidade esperada. Como prática de mercado a rentabilidade dos títulos públicos é considerada como referência, desde que seu vencimento esteja alinhado ao horizonte de projeção apresentado no estudo.

1.5.1.4.2 Beta

O **Beta**, ou coeficiente beta, é uma medida de risco que indica a volatilidade de um investimento decorrente da exposição a movimentos gerais de mercados. Uma carteira de mercado apresenta $\beta = 1$, por outro lado, investimentos mais voláteis em comparação à carteira de referência analisada apresentam $\beta > 1$ e investimentos que se movimentam de maneira pouco correlata ao mercado apresentam $0 > \beta < 1$.

Para Identificar o Beta de uma empresa, Damodaran (2012) descreve um processo de cinco etapas para: (i). Identificar o setor que a empresa opera; (ii). Encontrar empresas concorrentes e estimar o beta do setor; (iii). Estimar o beta desalavancado do setor; (iv). Estimar o beta desalavancado da empresa; (iv). Estimar o beta alavancado, ou realavancado, da empresa.

A primeira etapa é importante para identificar a magnitude do beta. Em empresas cíclicas, por exemplo, é esperado que beta seja maior do que empresas não cíclicas. Isto ocorre porque o beta mede o risco de uma empresa em relação a um índice de mercado, como o IBOVESPA (Índice da Bolsa Brasileira). Dessa forma, quanto maior a sensibilidade de um negócio frente as condições de mercado, maior será o beta.

A segunda etapa envolve a identificação de empresas de setores correlatos que sejam cotadas publicamente. Em seguida, é determinado o coeficiente beta através de uma análise de regressão (isto é, o coeficiente beta baseado no histórico de mercado) tanto para esses concorrentes quanto para a própria empresa. Esses coeficientes podem ser obtidos por meio de bancos de dados que contêm betas previamente calculados e no presente trabalho serão usados os dados disponibilizados pelo Damodaran em seu site.

Na etapa 3 é crucial efetuar o cálculo da média ou da mediana da proporção entre a dívida e o patrimônio de todas as empresas identificadas durante a etapa anterior. Da mesma forma, é necessário determinar as taxas tributárias marginais que se aplicam a essas empresas. Uma vez realizado esse passo, é possível proceder com a desalavancagem do Beta do setor, denominado Betasetor, para derivar o Beta Desalavancado do setor, referido como BDsetor, de acordo com a equação abaixo.

$$BD_{SETOR} = \frac{Beta_{SETOR}}{\left[1 + \left(\frac{Divida}{Patrimônio Líquido}\right)_{SETOR} * (1 - T_{SETOR})\right]}$$

A quarta etapa é executada somente quando a empresa em análise está envolvida em múltiplos setores. Sob essa circunstância, é conduzido um cálculo de média ponderada dos betas desalavancados referentes a cada um dos setores em que a empresa possui atividades. Cada um desses betas é obtido por meio das etapas anteriores, considerando a proporção do valor que cada operação representa em relação ao valor total da empresa. Entretanto, caso a empresa opere apenas em um setor, o Beta Desalavancado da empresa, referido como BD_{empresa}, equivalerá ao Beta Desalavancado do setor, representado como BD_{setor}, como observado na etapa anterior. A equação abaixo descreve o raciocínio anteriormente descrito.

$$BD_{EMPRESA} = \sum_{j=1}^{j=k} (BD_j * Peso Valor_j)$$

Por fim, na última etapa realiza-se uma avaliação dos valores atuais de mercado referentes à dívida e ao patrimônio líquido, bem como se calcula a taxa tributária marginal da empresa em consideração, com o objetivo de estimar o seu Beta Alavancado, ou BA_{empresa}. Esse procedimento apresenta uma abordagem inversa à desalavancagem empreendida na etapa anterior, em que se eliminou o impacto da alavancagem financeira das empresas do setor na estimativa do beta. Dessa vez, contudo, incorpora-se somente o nível de alavancagem financeira da empresa em análise no cálculo do beta, conforme demonstrado na seguinte equação:

$$BA_{EMPRESA} = BD_{SETOR} * \left[1 + \left(\frac{Divida}{PL}\right)_{EMPRESA} * (1 - T_{EMPRESA})\right]$$

1.5.1.5 Custo de Capital de Terceiros

O Custo do Capital de Terceiros corresponde à remuneração requerida pelos credores que emprestam dinheiro para a empresa, isto é, é a taxa que as instituições financeiras estão propensas a conceder crédito.

A medida que a estrutura de capital da empresa apresenta índices de endividamento mais elevados há a tendência de que o custo de capital de terceiros se encareça, sendo o inverso também uma realidade. Como referência, o custo de capital de terceiros estimado é referente ao cenário de valor justo, onde a empresa ainda pode captar recursos às taxas de mercado. Para o cálculo do Custo de Capital de Terceiros, adota-se a seguinte fórmula:

$$Kd = (i + is) / (1 + \mu) * (1-t)$$

Onde:

i = Taxa Base de Juros de longo prazo;

is = Spread do índice de Custo de Crédito;

t = Alíquota de Imposto;

μ = Inflação.

1.5.1.6 Valor Terminal (Perpetuidade)

Ao realizar o *valuation* de uma empresa, pressupõe-se que ela possua uma vida útil indefinida, isto é, ela continuará expandindo-se além do período de projeção explícita. Portanto, o processo de avaliação abarca dois estágios para o fluxo de caixa: o período explícito e o período contínuo, este último relacionado à ideia de perpetuidade."

Nesse sentido, Póvoa acrescenta que em abordagens de precificação mais simples, a fim de facilitar a estruturação das concepções, segmenta-se o período de amadurecimento da empresa em uma, duas, três ou quatro fases, com base no ritmo de progressão projetado para cada organização (Póvoa, 2012, p.113). E pode-se calcular o valor da empresa na perpetuidade usando a fórmula:

$$VALOR\ TERMINAL_t = (FCFF_t(1+g)) / (WACC - g)$$

Onde,

Valor Terminal t = Valor presente dos fluxos de caixa na perpetuidade no tempo t;

FCFF t = Fluxo de Caixa da Firma no tempo t;

WACC = Custo Médio Ponderado Do Capital;

g = Taxa de crescimento na perpetuidade.

2 METODOLOGIA E DESCRIÇÃO DOS RESULTADOS

2.1 METODOLOGIA

A metodologia do presente trabalho segue as seguintes etapas (i). escolha e análise da empresa Som Soluções Acústicas; (ii). definição de premissas e projeção de demonstrações financeiras; (iii). aplicação da metodologia de *valuation*.

2.1.1 ESCOLHA E ANÁLISE DA EMPRESA

Para viabilizar a aplicação do método de *valuation* FCD, foi necessário selecionar uma empresa. Os critérios de seleção adotados incluíram: (i). quantidade e qualidade das informações quantitativas disponíveis (ex: demonstrações financeiras); (ii). quantidade e qualidade de informações qualitativas disponíveis (ex: modelo de negócio e governança); e (iii). um histórico de resultados positivo, consistente e confiável para o futuro, que indicasse capacidade de gerar fluxos de caixa livre positivos ao longo do tempo.

No processo de análise da empresa buscou-se compreender diversos aspectos, tais como seu produto, seu setor de atuação, seu modelo de negócios, seus diferenciais competitivos, sua trajetória histórica e outros fatores relevantes. Além disso, selecionou-se os exercícios do Balanço Patrimonial e da Demonstração de Resultado de Exercício usados como base histórica para projeções e a avaliação.

2.1.2 DEFINIÇÃO DE PREMISSAS E PROJEÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

As premissas financeiras são os fundamentos básicos utilizados para realizar projeções financeiras. Elas foram estabelecidas após uma análise cuidadosa da empresa, que incluiu tanto a compreensão do contexto atual da empresa quanto as expectativas futuras relacionadas ao negócio e à economia em geral.

Uma vez definidas as premissas, avançou-se para a materialização das projeções financeiras. Isso envolveu a projeção das linhas da DRE – como receitas, custos, despesas, depreciação/amortização, resultado financeiro, imposto de renda e contribuição social e lucro líquido – das linhas do Balanço Patrimonial – que possibilitaram o cálculo do capital de giro – e dos gastos de capital (Capex). Por último, projetou-se o fluxo de caixa livre, que serviu como base para calcular o valor justo da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado.

2.1.3 APLICAÇÃO DA METODOLOGIA DE VALUATION

Nesta etapa, aplicou-se o método Fluxo de Caixa Descontado explicado no tópico “Aspectos Conceituais”.

No contexto do FCD, os seguintes passos foram seguidos:(i). calculou-se o Fluxo de Caixa Livre para Firma; (ii). identificou-se a taxa de desconto através do cálculo do WACC – método que pondera o custo de capital próprio (K_e) com o custo de capital de terceiros (K_d); (iii). calculou-se o fluxo de caixa livre para firma a valor presente; (iv). determinou-se o valor presente dos fluxos de caixa da perpetuidade; e (iv). o “*Enterprise Value*” (“Valor Firma”) foi encontrado.

2.2 INFORMAÇÕES SOBRE A EMPRESA

A Som Soluções Acústica é uma marca formada por mais de 30 anos de know-how Europeu, mais de 11 anos de operação no Brasil e países da América Latina e 2.185 projetos entregues.

Com duas linhas de produtos voltadas a soluções acústicas, a Som é atualmente uma das empresas mais reconhecidas no mercado latino-americano,

tendo realizado projetos nos mais diferentes segmentos como Teatros, Universidades, Estúdios, Shopping Center, Igrejas e Setor Público (Câmaras, Tribunais etc.). Atendeu clientes de renome no Brasil como Banco do Brasil, PUC, Coca Cola, Google, Mondelez, Infraero, USP e em outros países como a Bolívia, onde a Som foi responsável pelo projeto da Câmara dos Deputados, de Senadores e de Interpelação e Paraguay, onde executou o projeto acústico do Teatro de Concepcion.

Em sua estrutura societária a empresa conta com dois sócios. Visando elevar o nível de Governança Corporativa, a empresa também conta com quadro de diretores composto por Diretoria Executiva, Financeira e de Projetos, além de Comitê Gestor para discutir decisões estratégicas.

A estrutura comercial é formada por uma rede de parceiros estratégicos - consultores acústicos, arquitetos e incorporadas - localizados em todo o Brasil e em alguns países da América do Sul. Neste modelo todo o projeto e orçamento é realizado pela Som, ficando os parceiros somente responsáveis pela indicação e atendimento comercial. A execução interna do orçamento e o pagamento de RT é um diferencial da Som frente a seus concorrentes, pois possibilita maior direcionamento de projetos estratégicos, principalmente por parte dos profissionais independentes para a empresa.

Por fim, vale destacar que a Som conta atualmente com centenas de revendas cadastradas e não faz venda direta para o cliente final, ou seja, as vendas são sempre originadas pelos parceiros e quando o contato é feito diretamente a equipe comercial da Som está orientada a direcionar o cliente para o parceiro de sua região. Estes modelos vêm se mostrando um grande sucesso, principalmente pelos resultados já alcançados.

2.2.1 O QUE É ACÚSTICA?

É o ramo da física que trata das leis dos sons e dos fenômenos que lhes dizem respeito. Refere-se à qualidade de um lugar do ponto de vista da propagação do som.

2.2.2 SOBRE CONFORTO ACÚSTICO

Pode-se definir conforto acústico como uma sensação auditiva de bem-estar para realizar as atividades necessárias em um determinado ambiente. O conforto acústico existe quando o ambiente proporciona boa inteligibilidade de fala (ou clareza musical) e a ausência de sons indesejáveis no ambiente, criando uma sensação de paz e bem-estar.

Dependendo do caso, o conforto acústico pode estar sujeito à boa absorção sonora, isolamento acústico eficiente ou de ambos simultaneamente.

O principal objetivo das soluções oferecidas pela Som é de absorver sons e eliminar a reverberação (eco) nos ambientes. A aplicação de um material acústico altera favoravelmente a absorção de sons do ar, proporcionando uma melhoria interna considerável e mais conforto aos usuários.

2.2.3 PERSPECTIVAS PARA O MERCADO DE ISOLAMENTO ACÚSTICO

O mercado mundial de isolamento acústico deve experimentar um rápido crescimento até 2028, segundo um relatório que cobriu as principais empresas do setor a nível mundial e foi publicado pela *Zion Market Research*. O documento fornece uma análise completa de todos os aspectos da indústria de isolamento acústico a nível mundial.

O isolamento acústico é uma importante prática na construção civil, infraestrutura industrial, comercial e pública. Entre os produtos de destaque da área estão a barreira acústica, os painéis acústicos e materiais isolantes inseridos no interior das paredes.

O relatório levou em conta grandes empresas do mercado mundial de isolamento acústico e contemplou as variáveis macro e microeconômicas que podem afetar a indústria durante o período prognosticado. O documento destaca o enfoque particular que cada uma das empresas analisadas utiliza para se sobressair no mercado.

O mercado de isolamento acústico apresentará uma alta taxa anual de crescimento composto, segundo a pesquisa, que destaca ainda o aumento da competitividade no setor, com a multiplicação das empresas que atuam com isolamento acústico.

A pesquisa levou em conta o mercado de isolamento acústico nos EUA, América Latina, África do Sul, Oriente Médio, Europa, Ásia e Austrália.

A previsão da pesquisa sobre o crescimento rápido do mercado de isolamento acústico se insere em um contexto de aquecimento do mercado imobiliário no Brasil e do aumento das exigências dos compradores de imóveis com relação a confortos como a acústica.

2.2.4 DIFERENCIAIS

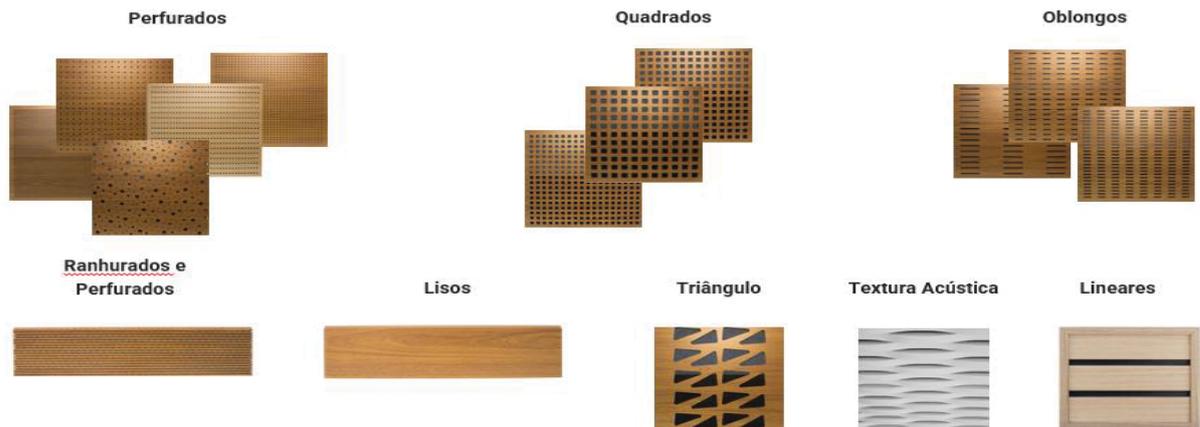
A empresa apresenta alguns diferenciais que a destacam no mercado, são eles:

- (i). Experiencia: mais de 30 anos de *Know-how* europeu;
- (ii). Acabamento: todos os acabamentos disponíveis no mercado brasileiro;
- (iii). Projetos: customizados de acordo com o cliente;
- (iv). Rede de centenas de revendas estabelecidas em todo o Brasil
- (v). Atendimento: equipe técnica de qualidade
- (vi). Portfólio de mais de 2.100 obras entregues

2.2.5 PRODUTOS

O produto Acústica é um revestimento acústico para paredes e tetos falsos, que oferecem uma grande variedade de acabamentos decorativos. Esses painéis melhoram a qualidade acústica e auxiliam na distribuição correta do som.

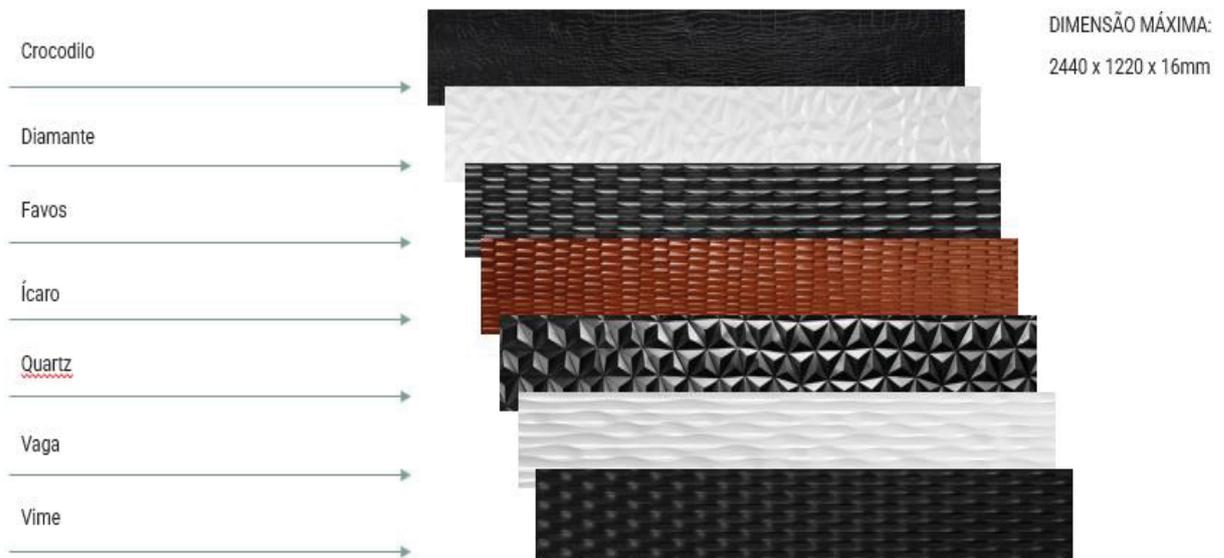
Figura 1 – Painéis



Fonte: Apresentação Institucional da Som Soluções Acústicas.

Já o produto texturas é uma linha de revestimentos que permite criar os mais diversos padrões e imagens, ao encontro das tendências decorativas. Com diversos modelos de texturas já disponíveis e a possibilidade de criar novos padrões, este produto pode ser aplicado como revestimento de paredes, portas, divisórias e mobiliários.

Figura 2 - Texturas



Fonte: Apresentação Institucional da Som Soluções Acústicas.

2.2.6 PROJETOS

A empresa desenvolve uma grande variedade de projetos e soluções para diferentes tipos de ambiente

Figura 3 - Projetos

> **Projetos:**

- Teatros;
- Shopping Center;
- Tribunais;
- Escolas e Universidades;
- Residencial;
- Auditórios;
- Câmaras Municipais, Estaduais e Federais;
- Corporativo;
- Estúdios de gravação;
- Igrejas.



Fonte: Apresentação Institucional da Som Soluções Acústicas.

2.2.7 CLIENTES

A Som Soluções já atendeu uma infinidade de clientes, vide abaixo alguns exemplos:

Figura 4 - Clientes



Fonte: Apresentação Institucional da Som Soluções Acústicas.

2.2.8 DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS

Os demonstrativos financeiros usados e analisados para fins de aplicação do fluxo de caixa de descontado foram a Demonstração de Resultado de Exercício (DRE) e o Balanço Patrimonial. (BP)

A DRE (mensura as receitas e os dispêndios da empresa, resultando em lucro ou prejuízo em determinado período de tempo) consta abaixo e apresenta os dados retirados das demonstrações contábeis e gerenciais da empresa Assim, pode-se observar na figura abaixo como as diferentes linhas de resultado performaram nos últimos 3 anos.

Figura 5 - DRE

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2020	2021	2022
Receita Bruta	2.546.611	6.279.120	11.982.656
<i>% Variação YoY</i>		146,57%	90,83%
Vendas de Mercadorias	2.541.282	4.580.097	9.682.100
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	99,79%	72,94%	80,80%
<i>% Variação YoY</i>		80,23%	111,40%
Prestação de Serviços	5.329	1.699.023	2.300.556
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	0,21%	27,06%	19,20%
<i>% Variação YoY</i>		31784,69%	35,40%
(-) Cancelamento e Devoluções	-	(660.678)	(689.616)
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	0,00%	-10,52%	-5,76%
<i>% Variação YoY</i>			4,38%
(-) Impostos Incidentes sobre Vendas	(183.799)	(753.912)	(1.826.593)
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	-7%	-12%	-15%
<i>% Variação YoY</i>		310,18%	142,28%
Receita Líquida	2.362.812	4.864.531	9.466.447
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	93%	77%	79%
Custo de Produto/Mercadoria Vendida	(1.130.720)	(2.302.939)	(3.672.760)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-47,85%	-47,34%	-38,80%
<i>% Variação YoY</i>			
Margem de contribuição	1.232.092	2.561.592	5.793.687
<i>Margem de contribuição (%)</i>	52,15%	52,66%	61,20%
Despesas Comerciais	(84.591)	(460.153)	(769.833)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-3,58%	-9,46%	-8,13%
<i>% Variação YoY</i>		443,98%	67,30%
Despesas com Ocupação	(28.766)	(96.949)	(126.125)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-1,22%	-1,99%	-1,33%
<i>% Variação YoY</i>		237,03%	30,09%
Despesas com Pessoal	(163.569)	(478.040)	(805.502)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-6,92%	-9,83%	-8,51%
<i>% Variação YoY</i>		192,26%	68,50%
Despesas Gerais e Administrativas	(409.514)	(932.786)	(1.401.870)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-17,33%	-19,18%	-14,81%
<i>% Variação YoY</i>		127,78%	50,29%
Despesas Tributárias	(5.325)	(73.054)	(44.352)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	-0,23%	-1,50%	-0,47%
<i>% Variação YoY</i>		1271,91%	-39,29%
EBITDA	540.327	520.610	2.646.005
<i>Margem EBITDA (%)</i>	22,87%	10,70%	27,95%
Depreciação e Amortização	(1.928)	(21.527)	(36.900)
EBIT	538.399	499.083	2.609.105
<i>Margem EBIT (%)</i>	22,79%	10,26%	27,56%
Receitas financeiras	54	1.324	18.273
Despesas financeiras	(6.893)	(37.052)	(54.639)
Outras receitas não operacionais	-	320.761	111.404
Outras despesas não operacionais	(5.503)	(463.069)	(352.562)
Provisão de IRPJ e CSLL	-	(94.602)	(677.707)
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	0,00%	-1,51%	-5,66%
Lucro Líquido	526.057	226.444	1.653.874
<i>% Margem de Lucro Líquido</i>	22,26%	4,66%	17,47%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

Já o Balanço Patrimonial é evidenciado na sequência. Tal demonstração financeira apresenta todos os bens e direitos detidos pela empresa na parte de cima da imagem e todos os passivos que financiam a operação (via capital próprio e de terceiros) na parte de baixo.

Figura 6 – Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial	2020	2021	2022
Ativo			
Ativo Circulante			
Disponível	2.741	334.457	195.013
Duplicatas a receber	521.806	110.773	1.432.668
Dividendos a receber	47.000	120.193	296.063
Adiantamento a empregados	-	-	16.074
Tributos a recuperar/compensar	433	126.626	21.285
Estoque	-	36.053	134.108
Total do Ativo Circulante	571.980	728.102	2.095.209
Ativo não Circulante			
Sócios, administradores e pessoas ligada	217.708	1.195.099	2.281.338
Imobilizado	99.872	99.267	279.679
Total do Ativo não Circulante	317.580	1.294.366	2.561.017
Total do Ativo	889.560	2.022.469	4.656.227
Passivo			
Passivo Circulante			
Empréstimos e financiamentos	189.303	119.633	60.932
Fornecedores	(42.323)	225.233	862.408
Obrigações tributárias	172.843	308.967	782.552
Obrigações trabalhista e previdenciária	39.206	118.717	257.356
Outras obrigações	4.473	497.418	409.087
Total do Passivo Circulante	363.502	1.269.968	2.372.335
Passivo Não Circulante			
...	xxx	xxx	xxx
...	xxx	xxx	xxx
Total do Passivo Circulante	xxx	xxx	xxx
Patrimonio Líquido			
Capital social	619.069	619.069	619.069
Lucros ou prejuízos acumulados	(93.012)	133.432	1.664.823
Total do Patrimonio Líquido	526.057	752.501	2.283.892
Total do Passivo + Patrimonio Líquido	889.560	2.022.469	4.656.227

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3 PREMISSAS E PROJEÇÕES DO MODELO

2.3.1 VENDA DE MERCADORIAS E PRESTAÇÃO DE SERVIÇOS

A Receita Bruta da Empresa Som equivale ao total faturado com projetos de soluções para tratamento e venda de revestimento acústicos, sendo um modelo de negócio que é intrinsecamente ligado ao desempenho do setor de construção civil.

E nesse sentido, a Câmara Brasileira da Indústria da Construção (CBIC) projeta um crescimento de 13,5% em 2023 para o setor de construção civil, estimativa maior que a do Produto Interno Bruto (PIB). A explicação para o otimismo é que os negócios firmados há dois anos começaram a sair do papel. Neste cenário está a retomada de grandes empreendimentos, obras e reformas particulares. Além disso, existe o impulsionamento causado pelo Minha Casa Minha Vida, atual programa habitacional do governo federal para financiamento de casas populares.

Assim, levando em conta o crescimento histórico que a Som vem apresentando, as expectativas para o setor de construção civil e as perspectivas do proprietário da empresa, estipulou-se projetar um crescimento anual de 15% até 2025 e de 10% em 2026 e 2027 nas linhas de vendas de mercadorias e de prestação de serviços.

Figura 7 – Vendas de Mercadorias

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Receita Bruta	13.780.051	15.847.059	18.224.118	20.046.530	22.051.183
% Variação YoY	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Vendas de Mercadorias	11.134.412	12.804.574	14.725.260	16.197.786	17.817.564
% Sobre a Receita Bruta	80,80%	80,80%	80,80%	80,80%	80,80%
% Variação YoY	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Prestação de Serviços	2.645.639	3.042.485	3.498.858	3.848.744	4.233.618
% Sobre a Receita Bruta	19,20%	19,20%	19,20%	19,20%	19,20%
% Variação YoY	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.2 CANCELAMENTO E DEVOLUÇÕES

No âmbito de cancelamento e devoluções de produtos, optou-se por projetar a percentagem média, entre 2021 e 2022, das linhas de “Devolução de Venda de Produtos” e “Devolução de Venda de Mercadorias” sobre a linha do faturamento de “Venda de Mercadorias”.

Figura 8 – Cancelamento e devoluções

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
(-) Cancelamento e Devoluções	(1.199.176)	(1.379.053)	(1.585.910)	(1.744.502)	(1.918.952)
% Sobre a Receita Bruta	-8,70%	-8,70%	-8,70%	-8,70%	-8,70%
% Variação YoY	73,89%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Devolução de Venda de Produtos	(1.045.521)	(1.202.349)	(1.382.702)	(1.520.972)	(1.673.069)
% Sobre Venda de Mercadorias	-9,39%	-9,39%	-9,39%	-9,39%	-9,39%
% Variação YoY	147,69%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Devolução de Venda de Mercadorias	(153.655)	(176.703)	(203.209)	(223.529)	(245.882)
% Sobre a Receita Bruta	-1,38%	-1,38%	-1,38%	-1,38%	-1,38%
% Variação YoY	-42,56%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.3 IMPOSTOS INCIDENTES SOBRE VENDA

Em impostos incidentes sobre vendas projetou-se a respectiva alíquota de cada um dos tributos. Assim, para o (i). IPI (Imposto sobre Produtos Importados) projetou-se 3%; para (ii). ICMS (Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços) projetou-se o percentual médio nacional de 20%; (iii). para o ISS (Impostos sobre Serviços) projetou-se 5%; (iv). para o Cofins, 3%; e (v). para o PIS 0,65%.

Figura 9 – Impostos Incidentes sobre vendas

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
(-) Impostos Incidentes sobre Vendas	(1.807.956)	(2.155.803)	(2.543.663)	(2.726.183)	(3.025.708)
% Sobre a Receita Bruta	-13%	-14%	-14%	-14%	-14%
% Variação YoY	-1,02%	19,24%	17,99%	7,18%	10,99%
Simplex Nacional					
% Variação YoY					
IPI	(334.032) ▼	(384.137)	(441.758)	(485.934)	(534.527)
% Variação YoY	15,32%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
ICMS	(838.669) ▼	(1.041.124) ▼	(1.261.782) ▼	(1.316.114) ▼	(1.474.632)
% Variação YoY	-16,23%	24,14%	21,19%	4,31%	12,04%
ISS	(132.282) ▼	(152.124) ▼	(174.943) ▼	(192.437) ▼	(211.681)
% Variação YoY	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
COFINS	(413.402) ▼	(475.412) ▼	(546.724) ▼	(601.396) ▼	(661.535)
% Variação YoY	17,74%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
PIS	(89.570)	(103.006)	(118.457)	(130.302)	(143.333)

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

Nota-se que a linha referente ao imposto do simples nacional não foi projetada. A Som Soluções Acústicas passou para o regime tributário presumido em 2022, contabilizando, a partir desse ano, provisão de IRPJ e CSLL de forma presumida.

2.3.4 CUSTOS DOS PRODUTOS E MERCADORIAS VENDIDAS

Os custos operacionais compreendem todos os gastos empregados no processo produtivo e na prestação de serviços de uma empresa. Mantendo essa definição, os custos da **Som** foram categorizados de acordo com a sua natureza e classificados de acordo com os critérios: (i). Custo Fixo: custos que ocorrem todo mês, independentemente da quantidade de produtos fabricados ou serviço realizado; (ii). Custo Variável: custos que variam em função da quantidade de produtos fabricados ou serviço realizado, podendo ou não ser de maneira proporcional.

O Custo operacional total da Som foi categorizado como variável na maior parte. Assim, para sua projeção, foi analisada a sua representatividade histórica diante do faturamento da Empresa.

Figura 10 - Custos

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Receita Líquida	2.362.812	4.864.531	9.466.447	10.772.920	12.312.204	14.094.544	15.575.845	17.106.523
% Sobre a Receita Bruta	93%	77%	79%	78%	78%	77%	78%	78%
Custo de Produto/Mercadoria Vendida	(1.130.720)	(2.302.939)	(3.672.760)	(4.812.263)	(5.499.861)	(6.296.033)	(6.957.730)	(7.641.484)
% Sobre a Receita Líquida	-47,85%	-47,34%	-38,80%	-44,67%	-44,67%	-44,67%	-44,67%	-44,67%
% Variação YoY								
Custos Diretos de Produção	(547)	(50.706)	(61.848)	(61.406)	(70.180)	(80.339)	(88.782)	(97.507)
% Sobre a Receita Líquida	-0,02%	-1,04%	-0,65%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%
% Variação YoY		9174,09%	21,97%	-0,72%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos Indiretos de Produção	(347.474)	(735.148)	(805.901)	(1.376.779)	(1.573.500)	(1.801.283)	(1.990.593)	(2.186.214)
% Sobre a Receita Líquida	-14,71%	-15,11%	-8,51%	-12,78%	-12,78%	-12,78%	-12,78%	-12,78%
% Variação YoY		111,57%	9,62%	70,84%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos de mercadorias	-	(12.033)	(69.406)	(35.551)	(40.630)	(46.512)	(51.400)	(56.452)
% Sobre a Receita Líquida	0,00%	-0,25%	-0,73%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
% Variação YoY			476,78%	-48,78%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos dos produtos vendidos	(553.272)	(1.394.111)	(2.525.126)	(2.827.891)	(3.231.953)	(3.699.818)	(4.088.659)	(4.490.462)
% Sobre a Receita Líquida	-23,42%	-28,66%	-26,67%	-26,25%	-26,25%	-26,25%	-26,25%	-26,25%
% Variação YoY		151,98%	81,13%	11,99%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos dos serviços prestados	(97.667)	(50.058)	(144.740)	(240.236)	(274.562)	(314.308)	(347.341)	(381.475)
% Sobre a Receita Líquida	-4,13%	-1,03%	-1,53%	-2,23%	-2,23%	-2,23%	-2,23%	-2,23%
% Variação YoY		-48,75%	189,14%					
Outros Custos	(131.760)	(60.882)	(65.739)	(270.400)	(309.036)	(353.773)	(390.954)	(429.374)
% Sobre a Receita Líquida	-5,58%	-1,25%	-0,69%	-2,51%	-2,51%	-2,51%	-2,51%	-2,51%
% Variação YoY		-53,79%	7,98%	311,32%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.5 DESPESAS

Os gastos necessários para a obtenção de receita da empresa, que não estão envolvidos no processo produção, foram categorizados como Despesas Operacionais. As Despesas Operacionais da Som foram classificadas de acordo com os perfis de gastos descritos na sequência.

As Despesas com Pessoal representam os gastos desembolsados para o pagamento de salários, encargos, benefícios e outras despesas referentes aos colaboradores da Empresa. O reajuste na folha de pagamentos foi projetado considerando à expectativa de inflação estimada ao IPCA. Já as Despesas Gerais e

Administrativas são de natureza semivariável e agrupam os gastos com honorários de consultoria, despesas jurídicas, material de limpeza e de expediente, dentre outras despesas de competência administrativa.

As Despesas de Ocupação representam os gastos empregados com as instalações da empresa, manutenção e correlacionados. As Despesas Comerciais são todas aquelas relacionadas aos processos de vendas, incluindo despesas com marketing e publicidade, comissões sobre vendas e entregas e fretes.

E as Despesas Tributárias referem-se aos impostos não incidentes sobre receita, taxas gerais e multas por atraso nesses pagamentos são categorizados como Despesas Tributárias e Indedutíveis. Nessa categoria, se incluem o pagamento de IPTU, IPVA e outros, considerados despesas fixas.

Em relação a este grupo de contas, projetou-se a expectativa da inflação para o ano de 2023, 2024, 2025 e 2026, conforme Boletim focus divulgado no dia 14 de agosto de 2023.

Contudo, mister comentar que a linha de “Serviços Prestados por Terceiros”, inclusa no grupo de Despesas Gerais e Administrativas, foi projetada através da média dos últimos 3 anos sobre a média de faturamento do mesmo período multiplicado pelo faturamento projetado, de forma a correlacionar tal conta a receita bruta.

Figura 11 - Despesas

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Despesas Comerciais	(807.097)	(838.252)	(867.592)	(897.960)	(929.390)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-7,49%</i>	<i>-6,81%</i>	<i>-6,16%</i>	<i>-5,77%</i>	<i>-5,43%</i>
<i>% Variação YoY</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Despesas com Ocupação	(132.230)	(137.334)	(142.140)	(147.115)	(152.264)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-1,23%</i>	<i>-1,12%</i>	<i>-1,01%</i>	<i>-0,94%</i>	<i>-0,89%</i>
<i>% Variação YoY</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Despesas com Pessoal	(844.488)	(877.085)	(907.783)	(939.556)	(972.440)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-7,84%</i>	<i>-7,12%</i>	<i>-6,44%</i>	<i>-6,03%</i>	<i>-5,68%</i>
<i>% Variação YoY</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Despesas Gerais e Administrativas	(1.872.516)	(1.931.389)	(1.940.335)	(2.130.012)	(2.210.535)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-17,38%</i>	<i>-15,69%</i>	<i>-13,77%</i>	<i>-13,68%</i>	<i>-12,92%</i>
<i>% Variação YoY</i>	<i>33,57%</i>	<i>3,14%</i>	<i>0,46%</i>	<i>9,78%</i>	<i>3,78%</i>
Despesas Tributárias	(46.499)	(48.293)	(49.984)	(51.733)	(53.544)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-0,43%</i>	<i>-0,39%</i>	<i>-0,35%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-0,31%</i>
<i>% Variação YoY</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.6 EBITDA

EBITDA é a sigla em inglês para *Earnings before, interest, taxes, depreciation and amortization*, que em português se traduz como Lucro antes de juros, impostos, depreciação e amortização. É o indicador mais utilizado pelo mercado para análise da situação financeira de uma empresa e é calculado, no presente trabalho, conforme instrução normativa 527/12 da CVM (Comissão de Valores Mobiliários), sendo o resultado da dedução de todos os gastos descritos anteriormente somado a depreciação.

Através de sua análise marginal é possível traçar comparativos que possibilitam mensurar e determinar a evolução da eficiência na estrutura de custos e despesas operacionais de uma empresa.

Figura 12 - Ebitda

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
EBITDA	2.257.827	2.979.989	3.890.677	4.451.739	5.146.866
Margem EBITDA (%)	20,96%	24,20%	27,60%	28,58%	30,09%
Depreciação e Amortização	(40.938)	(45.418)	(50.388)	(55.902)	(62.019)
EBIT	2.216.889	2.934.571	3.840.289	4.395.837	5.084.847
Margem EBIT (%)	20,58%	23,83%	27,25%	28,22%	29,72%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.7 DEPRECIÇÃO E CAPEX

A Depreciação é uma despesa não financeira e consiste na apuração de um valor depreciável de um ativo ao longo de sua vida útil. No momento em que o ativo é disponibilizado para uso ocorre o início de sua depreciação ou amortização de acordo com as taxas especificadas pelas normas e práticas contábeis brasileiras.

Para calcular a depreciação futura da Som, adotou-se a taxa média de depreciação de **10,94%** e que representa uma vida útil média de 9 anos para o ativo imobilizado da Empresa.

Para chegar nessa taxa média dividiu-se o custo do imobilizado (Balanço Patrimonial) pela depreciação de Exercício (Demonstração de Resultado de Exercício). Posteriormente, calculou-se o CAPEX necessário para repor a depreciação (conforme a imagem abaixo), identificando-se, então, a depreciação do exercício e o imobilizado.

Figura 13 – Depreciação e Capex

CAPEX e Depreciação	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025	2026 P	2027 P
Custo do Imobilizado	101.800	122.722	337.196	337.196	337.196	337.196	337.196	337.196
(-) DEPRECIACOES, AMORT. E EXAUS. ACUMUL	(82.900)	(80.972)	(57.517)	(94.416)	(131.316)	(168.216)	(205.116)	(242.015)
(-) Depreciação do Exercício	(1.928)	(21.527)	(36.900)	(36.900)	(36.900)	(36.900)	(36.900)	(36.900)
	-1,89%	-17,54%	-10,94%	-10,94%	-10,94%	-10,94%	-10,94%	-10,94%
CAPEX				36.900	40.938	45.418	50.388	55.902
				0,34%	0,33%	0,32%	0,32%	0,33%
<u>Taxa de Depreciação</u>								
<u>-10,94%</u>								
<u>Vida til</u>								
<u>9 Anos</u>								
Depreciação CAPEX								
				2023	2024	2025	2026	2027
2023				(4.038)	(4.038)	(4.038)	(4.038)	(4.038)
2024					(4.480)	(4.480)	(4.480)	(4.480)
2025						(4.970)	(4.970)	(4.970)
2026							(5.514)	(5.514)
2027								(6.117)
Total				(4.038)	(8.518)	(13.488)	(19.002)	(25.119)
Depreciação do Exercício				(40.938)	(45.418)	(50.388)	(55.902)	(62.019)
Imobilizado				374.095	415.033	460.451	510.839	566.740

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.8 RESULTADOS NÃO OPERACIONAIS

O Resultado Não operacional é a apuração do lucro ou prejuízo resultante das atividades não operacionais e decisoes administrativas da organização. Ou seja, são os resultados obtidos mediante as atividades que não possuem relação direta com a operação.

Por se tratar de receitas, custos e despesas de caráter não operacional a adoção da análise pela tica do Fluxo de Caixa gerado pela atividade econmica parte da premissa de que esses saldos, quando não recorrentes e apresentados no Balanço Patrimonial da empresa, assumem caráter espontâneo.

Dessa forma, eventuais ativos e passivos que originem as receitas e os gastos esperados para os próximos exercícios podem ser tratados ao valor presente, na data-base, não havendo a necessidade de projeção dos mesmos.

Figura 14 – Resultados não Operacionais

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Receitas financeiras	54	1.324	18.273	-	-	-	-	-
Despesas financeiras	(6.893)	(37.052)	(54.639)	-	-	-	-	-
Outras receitas não operacionais	-	320.761	111.404	-	-	-	-	-
Outras despesas não operacionais	(5.503)	(463.069)	(352.562)	-	-	-	-	-

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

Além disso, quanto as receitas e despesas financeiras em específico, a administração da empresa afirmou que esperava quitar os empréstimos e financiamentos no meio do primeiro semestre de 2023.

2.3.9 IRPJ E CSLL

O Imposto de Renda Pessoa Jurídica e a Contribuição Social Sobre o Lucro Líquido foi projetada com base no percentual do valor de 2022 sobre a Receita Bruta (5,66%), vide imagem abaixo:

Figura 15 – IRPJ e CSLL

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Provisão de IRPJ e CSLL	(779.951)	(896.944)	(1.031.485)	(1.134.634)	(1.248.097)
% Sobre a Receita Bruta	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%	5,66%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.10 LUCRO LÍQUIDO

Após a apuração do Imposto de Renda sobre o resultado total da empresa é obtido o Lucro Líquido.

Figura 16 – Lucro Líquido

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Lucro Líquido	1.436.938	2.037.627	2.808.804	3.261.204	3.836.750
% Margem de Lucro Líquido	13,34%	16,55%	19,93%	20,94%	22,43%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.11 DRE SIMPLIFICADA E PROJETADA

Abaixo, é possível ver a Demonstração de Resultado do Exercício simplificada e projetada.

Figura 17 – Demonstração de Resultado de Exercício

Demonstrativo de Resultado do Exercício (R\$ 000')	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Receita Bruta	2.547	6.279	11.983	13.780	15.847	18.224	20.047	22.051
<i>Crescimento Anual (%)</i>		146,6%	90,8%	15,0%	15,0%	15,0%	10,0%	10,0%
(-) Cancelamentos e Devoluções	-	(661)	(690)	(1.199)	(1.379)	(1.586)	(1.745)	(1.919)
(-) Impostos s/ Venda e Serviços	(184)	(754)	(1.827)	(1.808)	(2.156)	(2.544)	(2.726)	(3.026)
Receita Líquida	2.363	4.865	9.466	10.773	12.312	14.095	15.576	17.107
Custo de Produção industrial	(1.131)	(2.303)	(3.673)	(4.812)	(5.500)	(6.296)	(6.958)	(7.641)
Resultado Bruto	1.232	2.562	5.794	5.961	6.812	7.799	8.618	9.465
<i>Margem Bruta (%)</i>	52,1%	52,7%	61,2%	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%	55,3%
Despesas Comerciais	(85)	(460)	(770)	(807)	(838)	(868)	(898)	(929)
Despesas com Pessoal	(164)	(478)	(806)	(844)	(877)	(908)	(940)	(972)
Despesas com Ocupação	(29)	(97)	(126)	(132)	(137)	(142)	(147)	(152)
Despesas Gerais e Administrativas	(410)	(933)	(1.402)	(1.873)	(1.931)	(1.940)	(2.130)	(2.211)
Despesas Tributárias	(5)	(73)	(44)	(46)	(48)	(50)	(52)	(54)
EBITDA	540	521	2.646	2.258	2.980	3.891	4.452	5.147
<i>Margem EBITDA</i>	22,9%	10,7%	28,0%	21,0%	24,2%	27,6%	28,6%	30,1%
Depreciação e Amortização	(2)	(22)	(37)	(41)	(45)	(50)	(56)	(62)
EBIT	538	499	2.609	2.217	2.935	3.840	4.396	5.085
<i>Margem EBIT</i>	22,8%	10,3%	27,6%	20,6%	23,8%	27,2%	28,2%	29,7%
Receita Financeira	0	1	18	-	-	-	-	-
Despesas Financeiras	(7)	(37)	(55)					
Outras Receitas Operacionais	-	321	111					
Outras Despesas Operacionais	(6)	(463)	(353)					
IR/CSLL	-	(95)	(678)	(780)	(897)	(1.031)	(1.135)	(1.248)
Lucro Líquido	526	226	1.654	1.437	2.038	2.809	3.261	3.837
<i>Margem Líquida</i>	22,3%	4,7%	17,5%	13,3%	16,5%	19,9%	20,9%	22,4%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.3.12 VARIAÇÃO DE CAPITAL DE GIRO

As variações no capital de giro empregado foram estimadas através da movimentação dos saldos de ativos e passivos operacionais, de acordo com o seu giro em dias sobre o resultado do exercício. Esta metodologia se denomina *Non Cash Debt-Free Working Capital (NCDFW)*, e se configura como a prática mais comum e indicada para esta finalidade ao se avaliar uma operação.

Dessa maneira, está contida na necessidade ou eventuais retornos no capital de giro empregado, o investimento e retorno da gestão do estoque da companhia.

Figura 18 – Variação do Capital de Giro

Capital de Giro	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025	2026 P	2027 P
Dias do Ano	360	360	360	360	360	360	360	360
Receita Bruta	2.546.611	6.279.120	11.982.656	13.780.051	15.847.059	18.224.118	20.046.530	22.051.183
Gastos Totais	1.822.485	4.438.523	7.498.149	8.515.092	9.332.215	10.203.867	11.124.106	11.959.657
Gasto com Insumos	1.033.053	2.252.881	3.528.020	4.572.027	5.225.299	5.981.724	6.610.388	7.260.008
Gastos com Pessoal	505.616	947.981	1.213.407	844.488	877.085	907.783	939.556	972.440
Duplicatas a Receber	521.806	110.773	1.432.668	1.647.567	1.894.702	2.178.908	2.396.799	2.636.478
<i>Dias da Receita Bruta</i>	<i>74</i>	<i>6</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>	<i>43</i>
Adiantamentos	-	-	16.074	18.485	21.257	24.446	26.891	29.580
<i>Dias da Receita Bruta</i>	<i>-</i>	<i>-</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>	<i>0</i>
Tributos a Recuperar	433	126.626	21.285	24.477	28.149	32.371	35.609	39.169
<i>Dias da Receita Bruta</i>	<i>0</i>	<i>7</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>	<i>1</i>
Estoques	-	36.053	134.108	173.793	198.625	227.378	251.275	275.968
<i>Dias dos Gastos Insumos</i>	<i>-</i>	<i>6</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>14</i>	<i>14</i>
Dividendos a Receber	47.000	120.193	296.063	340.472	391.543	450.275	495.302	544.832
<i>Dias da Receita Bruta</i>	<i>6,6</i>	<i>6,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>	<i>8,9</i>
Total de Usos	569.239	393.645	1.900.197	2.204.794	2.534.277	2.913.378	3.205.875	3.526.028
Fornecedores	42.323	225.233	862.408	1.117.611	1.277.300	1.462.205	1.615.879	1.774.675
<i>Dias dos Gastos Insumos</i>	<i>15</i>	<i>36</i>	<i>88</i>	<i>88</i>	<i>88</i>	<i>88</i>	<i>88</i>	<i>88</i>
Obrigações Tributárias	172.843	308.967	782.552	888.686	973.966	1.064.937	1.160.979	1.248.182
<i>Dias de Gastos Totais</i>	<i>34</i>	<i>25</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>	<i>38</i>
Obrigações Trabalhistas	39.206	118.717	257.356	179.111	186.024	192.535	199.274	206.249
<i>Dias de Gasto com Pessoal</i>	<i>28</i>	<i>45</i>	<i>76</i>	<i>76</i>	<i>76</i>	<i>76</i>	<i>76</i>	<i>76</i>
Outras Obrigações	4.473	497.418	409.087	470.449	541.017	622.169	684.386	752.825
<i>Dias da Receita Bruta</i>	<i>1</i>	<i>29</i>	<i>12</i>	<i>12</i>	<i>12</i>	<i>12</i>	<i>12</i>	<i>12</i>
Total de Fontes	258.845	1.150.335	2.311.403	2.655.857	2.978.308	3.341.846	3.660.518	3.981.931
Capital de Giro Empregado	310.394	(756.690)	(411.206)	(451.063)	(444.031)	(428.468)	(454.643)	(455.902)
Variação em Capital de Giro		1.067.084	(345.483)	39.857	(7.032)	(15.562)	26.174	1.260

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.4 APLICAÇÃO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Nesta seção ocorrerá a aplicação do Fluxo de Caixa Descontado (método de *valuation*), de acordo com a conceituação realizada no início do presente trabalho (vide tópico 1.1)

2.4.1 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA LIVRE PARA FIRMA

Primeiramente, seguindo a ordem do tópico 1, tem-se o cálculo do Fluxo de Caixa Livre para Firma usando a seguinte equação:

$$\text{Fluxo de Caixa Livre da Firma} = \text{EBITDA} - \text{IR/CSLL} - \text{Investimentos (CAPEX)} \\ \pm (\Delta \text{Capital de Giro})$$

Logo, obtém-se os seguintes resultados para variáveis e para o Fluxo de Caixa Livre:

Figura 19 – Fluxo de Caixa Livre

Fluxo de Caixa Descontado	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Caixa Operacional								
(+) Resultado Operacional				2.258	2.980	3.891	4.452	5.147
(-) IR/CSLL				(780)	(897)	(1.031)	(1.135)	(1.248)
(+/-) Variação em Capital de Giro				40	(7)	(16)	26	1
Geração (Necessidade) de Caixa Operacional				1.518	2.076	2.844	3.343	3.900
CAPEX								
(-) Investimento em PP&E (CAPEX Manutenção +				(37)	(41)	(45)	(50)	(56)
(-) Aquisição de Negócios				-	-	-	-	-
Geração (Necessidade) de Caixa para Investimentos				(37)	(41)	(45)	(50)	(56)
Fluxo de Caixa Livre para a Empresa				1.481	2.035	2.798	3.293	3.844

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.4.2 CÁLCULO DO WACC

Neste momento, faz-se necessário calcular o Custo Médio Ponderado de Capital. Portanto, segue o passo a passo para o cálculo do WACC, conforme fórmulas e procedimentos explicados no tópico “Aspectos Conceituais sobre o Tema”:

- I. Identifica-se o setor que a empresa está inserida na base de dados de beta do Damodaran (vide anexo 5 e referência bibliográfica de “*Levered and Unlevered Betas*”) para países emergentes e extrai-se o beta, a dívida em relação ao patrimônio líquido médio e o “*tax rate*” do setor.
 - a. Observa-se que os bens ofertados pela empresa se encaixam no setor de “*Homebuilding*” (“*Construção Civil*”), o qual apresenta 42 empresas, beta alavancado de 1,05, proporção de dívida em relação ao Patrimônio Líquido médio de 97,2% (*Debt to Equity*) e “*tax rate*” de 13,08%.
- II. Procede-se a desalavancagem do beta da seguinte forma:
 - a. $Beta\ desalavancado = beta\ alavancado / [1 + (D/E \times (1 - Tax\ Rate))]$

- b. Isto é, o *Beta desalavancado* = $1,05 / [1 + (97,2\% \times (1 - 13,08\%))]$; chegando ao valor de 0,567

Figura 20 – Beta desalavancado

Beta					
Setor	# Empresas	Beta Alavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta Desalavancado
Homebuilding	42	1,05	97,2%	13,08%	
	42	1,05	97,2%	13,08%	0,567

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

- III. Realiza-se a alavancagem (ou realavancagem) do beta baseando-se na estrutura de capital da empresa Som e na taxa de imposto brasileira.
- Beta realavancado* = *beta desalavancado* $\times [1 + (D/E \text{ da SOM} \times (1 - \text{Tax Rate Brasil}))]$;
 - Logo, o *Beta realavancado* = $0,567 \times [1 + (2,6\% \times (1 - 34\%))]$, igual a 0,577

Figura 21 – Beta alavancado

Empresa	Beta Desalavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta re-alavancado
Som	0,567	2,6%	34,0%	0,577

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

- IV. Calcula-se o CAPM (Custo de Capital Próprio), cuja explicações de cada varável e a fórmula aplicada são:
- Taxa Livre de risco:** Média histórica dos 2 meses anteriores à data base, das taxas de compra e venda do título NTN-B de vencimento em 2035 no site do Tesouro Direto. A taxa livre de risco, de acordo com essa premissa, é de **5,27%**;
 - O **Beta** utilizado na composição da taxa de desconto da Som tem como referência a pesquisa disponibilizada no site do Professor Aswath Damodaran, da New York University que determina com base em uma amostra de **42** empresas do setor de *Homebuilding* de países emergentes. Para a taxa de desconto foi considerado o beta realavancado de **0,577** calculado a partir dessa pesquisa;

- c. **Prêmio pelo Risco de Mercado:** Trata-se do retorno adicional do mercado sobre os ativos livre de risco esperado pelos investidores mais adeptos ao risco. Para cálculo desse retorno adicional, foi considerada a diferença entre a taxa de retorno anual do Índice Bovespa nos últimos 10 anos e o retorno do NTN-B 2035. O prêmio de Risco de Mercado considerado na taxa de desconto é **6,59%**;
- d. **Inflação:** considerando que o resultado estimado está expresso em moeda nominal a taxa de desconto deve incluir a expectativa de inflação esperada para a economia brasileira no longo prazo. Segundo o sistema expectativas de mercado do BACEN, a inflação de longo prazo é **3,78%**.
- e. $Ke = Rf + (Rm - Rf)\beta \times \text{Inflação}$; Assim, $Ke = (1+(0,0527 + (0,0659 \times 0,577)) \times (1+0,0378) - 1 = 13,2\%$

Figura 22 – CAPM

CAPM - Operacionais	Critério	Fonte	Base
Taxa Livre de Risco	NTN-B (Principal)	Tesouro Direto	5,27%
Beta Re-Alavancado	Retail (General): Damodaran	Damodaran	0,577
Premio de Risco de Mercado	Retorno Adicional do IBOVESPA	Rumo Negócios	6,59%
Premio pelo tamanho da Empresa		Rumo Negócios	0,00%
Inflação Brasileira		BACEN	3,78%
Custo de Capital Próprio			13,2%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

- V. Calcula-se o Custo de Capital de Terceiros, cujos pesos, as explicações das variáveis e a fórmula são:
- Taxa Selic de Longo prazo**, segundo dados do Bacen, é de **8,5%**;
 - Spread Bancário Médio:** sobre o custo de captação é aplicado o valor relativo aos juros aplicados na oferta do crédito ofertado pelas instituições financeiras à terceiros. Para representar esse valor, foi considerada a Variação Média (Spread Médio) entre o custo de captação e as taxas ofertadas nas operações de crédito à pessoas jurídicas com recursos livres nos 24 meses anteriores à data base e varia de acordo

com a faixa de recursos livres ou a garantia fiduciária adotada. Frente aos valores consultados junto ao Sistema Gerenciador de Séries Temporais – SGS BACEN, o Spread Médio equivale à **5,92%**;

- c. **Imposto de Renda – Tax Shield:** uma vez que o pagamento de Imposto de Renda provisionado é calculado junto a projeção de resultados, para capturar o valor líquido de impostos faz-se necessário a dedução da alíquota vigente de IR esperada de 34% sobre o Lucro Tributável da Empresa.
- d. **Inflação** de longo prazo: 3,5%;
- e. Procede-se o cálculo da Capital de Terceiros da seguinte forma: $Kd = (i + is) / (1 + \mu) * (1-t)$. Logo: $Kd = (8,5\% + 5,92\%) / (1 + 3,78\%) \times (1 - 34\%)$, encontrando o resultado de 6,9%...

Figura 23 – Custo de Capital de Terceiros

Custo da Dívida	
Taxa SELIC de Longo Prazo	8,50%
Spread do ICC	5,92%
Tax Shield	34,00%
Inflação Brasileira	3,78%
Custo da Dívida Nominal	6,90%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

VI. Custo Médio Ponderado de Capital (WACC): por fim, chega-se ao WACC de 13,04%, ponderando-se o custo de capital próprio da empresa e o custo de capital de terceiros:

- a. $WACC = Ke \times (E / (E+D)) + Kd \times (D / (D+E))$; Assim: $WACC = 13,2\% \times (2.283.892 / (2.283.892 + 60.932)) + 6,9\% \times (60.932 / (60.932 + 2.283.892))$.

Figura 24 – WACC

WACC	
% Capital Próprio	97,4%
% Capital de Terceiros	2,6%
Custo do Capital Próprio	13,2%
Custo do Capital de Terceiros	6,90%
WACC Nominal	13,04%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

2.4.3 FLUXO DE CAIXA DESCONTADO APLICADO

Identificado o Fluxo de Caixa Livre para Firma até 2027 e o valor do Custo Médio Ponderado de Capital, pode-se calcular o Fluxo de Caixa Descontado dos 5 anos e o Valor Terminal (usando a fórmula da perpetuidade), encontrando, assim, Valor Intrínseco da Firma.

2.4.3.1 Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre para Firma

O fluxo de caixa livre para firma de 2023, 2024, 2025, 2026 e 2027 trazidos a valor presente perfazem os respectivos resultados: R\$ 1,310 milhões; R\$ 1,593 milhões; R\$ 1,937 milhões; R\$ 2,017 milhões e R\$ 2,083 milhões...

Figura 25 – Fluxo de Caixa Descontado Aplicado

Fluxo de Caixa Descontado	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Fluxo de Caixa Livre para a Empresa				1.481	2.035	2.798	3.293	3.844
WACC				13,04%	13,04%	13,04%	13,04%	13,04%
Período				1	2	3	4	5
Fator Desconto				0,88	0,78	0,69	0,61	0,54
Fluxo de Caixa Descontado	-	-	-	1.310	1.593	1.937	2.017	2.083

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

E somando os fluxos de caixa descontado de 5 anos, obtém-se o valor de R\$ 8,939, montante que deve ainda ser somado ao valor terminal ou valor presente da perpetuidade.

2.4.3.2 Valor Presente da Perpetuidade

Ao calcular o valor justo de uma empresa considera-se que sua vida pode ser infinita, portanto, faz-se necessário calcular o valor dos fluxos de caixa livre na perpetuidade.

Antes de detalhar o cálculo, é preciso comentar que se estabeleceu usar uma taxa de crescimento na perpetuidade (g) de 2%, com base expectativa de crescimento do PIB no longo prazo.

Isto posto, e baseado no fluxo de caixa livre projetado para empresa em 2027, o valor futuro do fluxo de caixa perpétuo da Som é de R\$ 35,508 milhões, o qual representa R\$ 19,236 milhões quando trazidos a valor presente pela taxa de desconto de 13,04%, conforme pode-se ver no cálculo abaixo:

$VALOR\ TERMINAL_t = (FCFF_t (1+g)) / (WACC - g)$; Logo, $VALOR\ TERMINAL_t = (3,844\ milhões \times (1 + 2\%)) / (13,04\% - 2\%)$, sendo igual a R\$ 35,508 milhões, que descontado por 13,04% resulta no valor de R\$ 19,236 milhões.

2.4.3.3 “Valor da Firma” (“Enterprise Value”)

O *Enterprise Value* é identificado somando-se o Fluxo de Caixa Livre a Valor presente (R\$ 9,253 milhões) com valor presente da perpetuidade (R\$ 19,236 milhões), chegando no valor justo para empresa de R\$ 28,175 milhões.

Figura 26 – Enterprise Value

Enterprise Value (R\$ 000')	
Valor Futuro da Perpetuidade	35.508
Fator Desconto	0,54
Valor Presente da Perpetuidade	19.236
Fluxo de Caixa a Valor Presente (5 Anos)	8.939
Enterprise Value	28.175

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

3 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente Relatório Técnico abordou a avaliação da empresa Som Soluções Acusticas Ltda por meio método de *valuation* denominado Fluxo de Caixa Descontado (FCD), uma vez que o objetivo deste trabalho era auferir o Valor da Firma (“*Enterprise Value*”) da referida empresa.

Para tanto, foi essencial explicitar aspectos conceituais basilares para o entendimento da metodologia FCD, incluindo noções de Valor Intrínseco e Relativo, Fluxo de Caixa Livre, Taxa de Desconto e outros elementos relacionados

Posteriormente, analisou-se os aspectos quantitativos e qualitativos da Som e procedeu-se projeções com base nas premissas estabelecidas ao longo do capítulo de metodologia.

Finalmente, na etapa conclusiva, aplicou-se o Fluxo de Caixa Descontado, calculando o fluxo de caixa livre, projetando-o e trazendo-o a valor presente pela taxa de desconto de 13,04%. O resultado, então, foi um valor de firma para Som no montante de R\$ 28,175 milhões.

E diante do exposto, através do trabalho realizado, constatou-se que o método de *valuation* utilizado, respaldado por sólidos fundamentos na teoria financeira e em conformidade com as melhores práticas de mercado, ofereceu um resultado consistente de valor intrínseco para Som Soluções Acústicas. Tal informação configura peça importante para orientar decisões estratégicas por parte de potenciais investidores, sócios e outras partes interessadas.

REFERÊNCIAS

Acoustic Insulation Market Size, Share, Growth Report 2030. Zion Market Research. Disponível em: <<https://www.zionmarketresearch.com/report/acoustic-insulation-market>> Acesso em 17 de mai. de 2023.

ALVES, L.; REZENDE, C.; RIBEIRO, K. **Comparativo de métodos de valuation: análise do caso Hering S/A**. XXXIII Encontro Nacional de Engenharia de Produção, 2013.

ASSAF NETO, A. **Valuation: métricas de valor & avaliação de empresas**. 2ª ed., São Paulo: Atlas, 2017.

BANCO CENTRAL DO BRASIL. Boletim Focus. Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/publicacoes/focus>. Acesso em: 14 de ago. de 2023.

DAMODARAN, A. **The Little Book of Valuation: how to value a company, pick a stock and profit**. John Wiley & Sons, 2011a.

DAMODARAN, A. **Thoughts On Intrinsic Value**. NYU Stern, 2011b. Disponível em: <https://www.stern.nyu.edu/experience-stern/faculty-research/uat_025578>. Último acesso em: 04/07/2023.

DAMODARAN, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**. 3a ed., John Wiley and Sons, Nova York, 2012.

DAMODARAN, Levered and Unlevered Betas By Industry. Disponível em: <https://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/New_Home_Page/datacurrent.html#discrat> Acesso em 12 de jul. de 2023

NATALWALA, H. **Bussines Valuation – Needs & Techniques**, 2012.

POVOA, Alexandre. **Valuation: como precificar ações / Alexandre Póvoa**. – Rio de Janeiro: Elsevier, 2012.

SERRA, R. G.; WICKERT, M. **Valuation – Guia Fundamental e Modelagem Excel**. Primeira Edição, São Paulo: Atlas, 2020.

STOWE, J.; ROBINSON, T.; PINTO, J.; MCLEAVEY, D. **Equity Asset Valuation**. John Wiley & Sons, Inc. New Jersey, 2010.

ANEXO 1 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 1)

Figura 27 – Demonstração de Resultado de Exercício (Parte 1)

Demonstrativo de Resultado do Exercício	2020	2021	2022	2023 P	2024 P	2025 P	2026 P	2027 P
Receita Bruta	2.546.611	6.279.120	11.982.656	13.780.051	15.847.059	18.224.118	20.046.530	22.051.183
% Variação YoY		146,57%	90,83%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Vendas de Mercadorias	2.541.282	4.580.097	9.682.100	11.134.412	12.804.574	14.725.260	16.197.786	17.817.564
% Sobre a Receita Bruta	99,79%	72,94%	80,80%	80,80%	80,80%	80,80%	80,80%	80,80%
% Variação YoY		80,23%	111,40%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Venda de Produtos	1.868.197	2.298.910	8.177.353	9.403.956	10.814.550	12.436.732	13.680.406	15.048.446
% Variação YoY		23,06%	255,71%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Venda de Mercadorias (Interno e Externo)	673.086	2.281.187	1.504.744	1.730.456	1.990.024	2.288.527	2.517.380	2.769.118
% Variação YoY		238,91%	-34,04%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Prestação de Serviços	5.329	1.699.023	2.300.556	2.645.639	3.042.485	3.498.858	3.848.744	4.233.618
% Sobre a Receita Bruta	0,21%	27,06%	19,20%	19,20%	19,20%	19,20%	19,20%	19,20%
% Variação YoY		31784,69%	35,40%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Serviços Prestados	5.329	1.699.023	2.300.556	2.645.639	3.042.485	3.498.858	3.848.744	4.233.618
% Variação YoY		31784,69%	35,40%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
(-) Cancelamento e Devoluções	-	(660.678)	(689.616)	(1.199.176)	(1.379.053)	(1.585.910)	(1.744.502)	(1.918.952)
% Sobre a Receita Bruta	0,00%	-10,52%	-5,76%	-8,70%	-8,70%	-8,70%	-8,70%	-8,70%
% Variação YoY			4,38%	73,89%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Devolução de Venda de Produtos	-	(660.678)	(422.105)	(1.045.521)	(1.202.349)	(1.382.702)	(1.520.972)	(1.673.069)
% Sobre Venda de Mercadorias	-	-14,42%	-4,36%	-9,39%	-9,39%	-9,39%	-9,39%	-9,39%
% Variação YoY			-36,11%	147,69%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
Devolução de Venda de Mercadorias	-	-	(267.511)	(153.655)	(176.703)	(203.209)	(223.529)	(245.882)
% Sobre a Receita Bruta	0,00%	0,00%	-2,76%	-1,38%	-1,38%	-1,38%	-1,38%	-1,38%
% Variação YoY				-42,56%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
(-) Impostos Incidentes sobre Vendas	(183.799)	(753.912)	(1.826.593)	(1.807.956)	(2.155.803)	(2.543.663)	(2.726.183)	(3.025.708)
% Sobre a Receita Bruta	-7%	-12%	-15%	-13%	-14%	-14%	-14%	-14%
% Variação YoY		310,18%	142,28%	-1,02%	19,24%	17,99%	7,18%	10,99%
Simplex Nacional	(183.799)	(386.109)	-					
% Variação YoY		110,07%	-100,00%					
IPI	-	(5.053)	(289.653)	(334.032)	(384.137)	(441.758)	(485.934)	(534.527)
% Variação YoY			5631,93%	15,32%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
ICMS	-	(265.281)	(1.001.141)	(838.669)	(1.041.124)	(1.261.782)	(1.316.114)	(1.474.632)
% Variação YoY			277,39%	-16,23%	24,14%	21,19%	4,31%	12,64%
ISS	-	(3.722)	(115.028)	(132.282)	(152.124)	(174.943)	(192.437)	(211.681)
% Variação YoY			2990,49%	15,00%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
COFINS	-	(54.133)	(351.110)	(413.402)	(475.412)	(546.724)	(601.396)	(661.535)
% Variação YoY			548,60%	17,74%	15,00%	15,00%	10,00%	10,00%
PIS	-	(39.613)	(69.662)	(89.570)	(103.006)	(118.457)	(130.302)	(143.333)
Receita Líquida	2.362.812	4.864.531	9.466.447	10.772.920	12.312.204	14.094.544	15.575.845	17.106.523
% Sobre a Receita Bruta	93%	77%	79%	78%	78%	77%	78%	78%
Custo de Produto/Mercadoria Vendida	(1.130.720)	(2.302.939)	(3.672.760)	(4.812.263)	(5.499.861)	(6.296.033)	(6.957.730)	(7.641.484)
% Sobre a Receita Líquida	-47,85%	-47,34%	-38,80%	-44,67%	-44,67%	-44,67%	-44,67%	-44,67%
% Variação YoY								
Custos Diretos de Produção	(547)	(50.706)	(61.848)	(61.406)	(70.180)	(80.339)	(88.782)	(97.507)
% Sobre a Receita Líquida	-0,02%	-1,04%	-0,65%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%	-0,57%
% Variação YoY		9174,09%	21,97%	-0,72%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Mão de Obra Direta	(547)	(1.888)	-					
Uniformes	(547)	(1.888)	-					
Material Aplicado	-	(48.818)	(61.848)					
Materia Prima	-	-	(4.439)					
Industrialização	-	(48.818)	(57.409)					
Custos Indiretos de Produção	(347.474)	(735.148)	(805.901)	(1.376.779)	(1.573.500)	(1.801.283)	(1.990.593)	(2.186.214)
% Sobre a Receita Líquida	-14,71%	-15,11%	-8,51%	-12,78%	-12,78%	-12,78%	-12,78%	-12,78%
% Variação YoY		111,57%	9,62%	70,84%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Utilidades e Serviços	(342.047)	(467.901)	(381.982)					
Serviços Prestados por Terceiros	(342.047)	(467.901)	(381.982)					
Combustíveis e Energia Elétrica	(5.427)	(267.246)	(423.919)					
Combustível	(5.427)	(267.246)	(423.919)					
Custos de mercadorias	-	(12.033)	(69.406)	(35.551)	(40.630)	(46.512)	(51.400)	(56.452)
% Sobre a Receita Líquida	0,00%	-0,25%	-0,73%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%	-0,33%
% Variação YoY			476,78%	-48,78%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos de mercadorias adquiridas	-	(12.033)	(69.406)					
Diferença: total de mercadoria adquiridas e bonificação	-	(160)	-					
Icms antecipação total st	-	-	(17.368)					
Bonificação	-	(11.873)	(52.037)					
Custos dos produtos vendidos	(553.272)	(1.394.111)	(2.525.126)	(2.827.891)	(3.231.953)	(3.699.818)	(4.088.659)	(4.490.462)
% Sobre a Receita Líquida	-23,42%	-28,66%	-26,67%	-26,25%	-26,25%	-26,25%	-26,25%	-26,25%
% Variação YoY		151,98%	81,13%	11,99%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Custos dos produtos vendidos	(553.272)	(1.394.111)	(2.525.126)					
Custos dos serviços prestados	(97.667)	(50.058)	(144.740)	(240.236)	(274.562)	(314.308)	(347.341)	(381.475)
% Sobre a Receita Líquida	-4,13%	-1,03%	-1,53%	-2,23%	-2,23%	-2,23%	-2,23%	-2,23%
% Variação YoY		-48,75%	189,14%					
Serviços prestados pessoa jurídica	-	(2.040)	(25.924)					
Locação de equipamentos	(97.667)	(45.205)	(110.672)					
Seguro de vida	-	(2.814)	(8.144)					
Outros Custos	(131.760)	(60.882)	(65.739)	(270.400)	(309.036)	(353.773)	(390.954)	(429.374)
% Sobre a Receita Líquida	-5,58%	-1,25%	-0,69%	-2,51%	-2,51%	-2,51%	-2,51%	-2,51%
% Variação YoY		-53,79%	7,98%	311,32%	14,29%	14,48%	10,51%	9,83%
Manutenção de Equipamentos	(47.860)	(50.651)	(2.340)					
Manutenção de Fábrica	-	-	(3.175)					
Manutenção e Conservação	(83.901)	(10.232)	(60.224)					

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

ANEXO 2 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 2)

Figura 28 – Demonstração de Resultado de Exercício (Parte 2)

	1.232.092	2.561.592	5.793.687	5.960.656	6.812.342	7.798.511	8.618.115	9.465.039
Margem de contribuição	1.232.092	2.561.592	5.793.687	5.960.656	6.812.342	7.798.511	8.618.115	9.465.039
<i>Margem de contribuição (%)</i>	<i>52,15%</i>	<i>52,66%</i>	<i>61,20%</i>	<i>55,33%</i>	<i>55,33%</i>	<i>55,33%</i>	<i>55,33%</i>	<i>55,33%</i>
Despesas Comerciais	(84.591)	(460.153)	(769.833)	(807.097)	(838.252)	(867.592)	(897.960)	(929.390)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-3,58%</i>	<i>-9,46%</i>	<i>-8,13%</i>	<i>-7,49%</i>	<i>-6,81%</i>	<i>-6,16%</i>	<i>-5,77%</i>	<i>-5,43%</i>
<i>% Variação YoY</i>		<i>443,98%</i>	<i>67,30%</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Comissões sobre Vendas	(19.574)	(322.353)	(363.535)	(381.130)	(395.842)	(409.696)	(424.035)	(438.877)
Comissões	(19.574)	(322.353)	(363.535)	(381.130)	(395.842)	(409.696)	(424.035)	(438.877)
Propaganda e Publicidade	(5.292)	(740)	(70.314)	(73.721)	(76.568)	(79.249)	(82.024)	(84.897)
Amostras Grátis	-	-	(10.291)	(10.789)	(11.205)	(11.597)	(12.003)	(12.423)
Marketing	(5.292)	(530)	(59.500)	(62.380)	(64.788)	(67.055)	(69.402)	(71.831)
Publicidade e Propaganda	-	(210)	(523)	(552)	(575)	(596)	(619)	(642)
Despesas com Entrega	(52.833)	(81.872)	(102.942)	(107.925)	(112.091)	(116.014)	(120.074)	(124.277)
Fretes e Carretos	(36.038)	(56.431)	(77.533)	(81.286)	(84.424)	(87.379)	(90.437)	(93.602)
Manutenção de Veículos	(16.795)	(15.618)	(11.624)	(12.186)	(12.657)	(13.100)	(13.558)	(14.033)
Correios e Malotes	-	(9.823)	(13.785)	(14.452)	(15.010)	(15.535)	(16.079)	(16.642)
Despesas com Viagens e Representações	(6.893)	(55.188)	(233.042)	(244.321)	(253.752)	(262.633)	(271.826)	(281.340)
Viagens Terrestres	(6.893)	(55.188)	(233.042)	(244.321)	(253.752)	(262.633)	(271.826)	(281.340)
Despesas com Ocupação	(28.766)	(96.949)	(126.125)	(132.230)	(137.334)	(142.140)	(147.115)	(152.264)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-1,22%</i>	<i>-1,99%</i>	<i>-1,33%</i>	<i>-1,23%</i>	<i>-1,12%</i>	<i>-1,01%</i>	<i>-0,94%</i>	<i>-0,89%</i>
<i>% Variação YoY</i>		<i>237,03%</i>	<i>30,09%</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Aluguéis	(21.248)	(69.570)	(92.044)	(96.499)	(100.224)	(103.732)	(107.362)	(111.120)
Condomínios	(4.382)	(9.169)	(12.429)	(13.031)	(13.534)	(14.008)	(14.498)	(15.005)
Energia Elétrica	(1.742)	(8.586)	(7.930)	(8.314)	(8.635)	(8.937)	(9.250)	(9.574)
Água e Esgoto	-	-	(1.322)	(1.386)	(1.439)	(1.490)	(1.542)	(1.596)
Telefone	(1.394)	(9.625)	(12.400)	(13.000)	(13.502)	(13.974)	(14.464)	(14.970)
Despesas com Pessoal	(163.569)	(478.040)	(805.502)	(844.488)	(877.085)	(907.783)	(939.556)	(972.440)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-6,92%</i>	<i>-9,83%</i>	<i>-8,51%</i>	<i>-7,84%</i>	<i>-7,12%</i>	<i>-6,44%</i>	<i>-6,03%</i>	<i>-5,68%</i>
<i>% Variação YoY</i>		<i>192,26%</i>	<i>68,50%</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Salários e ordenados	(101.571)	(285.847)	(443.125)	(464.572)	(482.504)	(499.392)	(516.871)	(534.961)
Décimo terceiro salário	(9.321)	(37.065)	(36.191)	(37.942)	(39.407)	(40.786)	(42.214)	(43.691)
Férias	(9.321)	(38.351)	(47.812)	(50.126)	(52.061)	(53.883)	(55.769)	(57.720)
INSS	(2.619)	(38.669)	(137.416)	(144.067)	(149.628)	(154.865)	(160.285)	(165.895)
FGTS	(8.341)	(25.368)	(50.164)	(52.592)	(54.622)	(56.534)	(58.512)	(60.560)
Assistência médica e social	(385)	(271)	(623)	(653)	(678)	(702)	(727)	(752)
Vale Transporte	(1.334)	(3.769)	(5.046)	(5.290)	(5.494)	(5.687)	(5.886)	(6.092)
Outros Gastos com Pessoal	-	-	(3.531)	(3.702)	(3.845)	(3.980)	(4.119)	(4.263)
Encargos s/ Décimo Terceiro	(1.293)	(2.156)	(1.371)	(1.437)	(1.492)	(1.545)	(1.599)	(1.655)
Encargos s/ Férias	(2.936)	(4.894)	(1.710)	(1.793)	(1.862)	(1.928)	(1.995)	(2.065)
Cursos e Treinamentos	(95)	(95)	(1.622)	(1.700)	(1.766)	(1.828)	(1.892)	(1.958)
Vale Alimentação	(24.784)	(36.265)	(65.277)	(68.436)	(71.078)	(73.566)	(76.140)	(78.805)
Benefício Flex Car	(1.568)	(5.289)	(11.615)	(12.177)	(12.647)	(13.090)	(13.548)	(14.022)
Despesas Gerais e Administrativas	(409.514)	(932.786)	(1.401.870)	(1.872.516)	(1.931.389)	(1.940.335)	(2.130.012)	(2.110.535)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-17,33%</i>	<i>-19,18%</i>	<i>-14,81%</i>	<i>-17,38%</i>	<i>-15,69%</i>	<i>-13,77%</i>	<i>-13,68%</i>	<i>-12,92%</i>
<i>% Variação YoY</i>		<i>127,78%</i>	<i>50,29%</i>	<i>33,57%</i>	<i>3,14%</i>	<i>0,46%</i>	<i>9,78%</i>	<i>3,78%</i>
Cartório	(36)	(2.205)	(790)	(828)	(860)	(890)	(922)	(954)
Seguros	(1.660)	(4.462)	(347)	(364)	(378)	(391)	(405)	(419)
Material de Escritório	(178)	(755)	(112)	(118)	(122)	(126)	(131)	(135)
Material de Higiene e Limpeza	(945)	(2.293)	-	-	-	-	-	-
Assessoria Contábil	(6.098)	(19.927)	(31.671)	(33.204)	(34.486)	(35.693)	(36.942)	(38.235)
Serviços prestados por terceiros	(203.909)	(420.113)	(27.072)	(431.178)	(434.415)	(390.967)	(526.416)	(550.813)
Festas e Confraternizações	(1.055)	(4.469)	(5.817)	(6.098)	(6.334)	(6.555)	(6.785)	(7.022)
Multa de Trânsito	-	(1.591)	(2.532)	(2.655)	(2.757)	(2.854)	(2.954)	(3.057)
Combustíveis	(62.717)	(88.651)	(44.425)	(46.575)	(48.373)	(50.066)	(51.818)	(53.632)
Materiais de Consumo	(338)	(1.182)	-	-	-	-	-	-
Softwares	(17.638)	(10.731)	(2.179)	(2.284)	(2.372)	(2.455)	(2.541)	(2.630)
Conservação e Limpeza	-	-	(1.788)	(1.874)	(1.946)	(2.014)	(2.085)	(2.158)
Vigilância e segurança	(3.619)	(1.981)	(3.039)	(3.186)	(3.309)	(3.424)	(3.544)	(3.668)
Estacionamento	(172)	(370)	(1.552)	(1.627)	(1.689)	(1.749)	(1.810)	(1.873)
Locomoção	(775)	(1.765)	(829)	(869)	(903)	(934)	(967)	(1.001)
Obras e Reformas	-	-	(6.050)	(6.343)	(6.588)	(6.818)	(7.057)	(7.304)
Coleta de Resíduos	-	-	(6.760)	(7.087)	(7.361)	(7.618)	(7.885)	(8.161)
Internet	(738)	(1.795)	(1.687)	(1.768)	(1.836)	(1.901)	(1.967)	(2.036)
Consultoria	(4.587)	(59.385)	(200.712)	(210.426)	(218.549)	(226.198)	(234.115)	(242.309)
Doações	-	(1.776)	-	-	-	-	-	-
Bens de Pequeno Valor	(4.499)	(285)	(22.264)	(23.342)	(24.243)	(25.091)	(25.969)	(26.878)
Assessoria Jurídica	(23.134)	(14.939)	(50.885)	(53.347)	(55.407)	(57.346)	(59.353)	(61.430)
Alimentação	(5.320)	(4.726)	(15.993)	(16.767)	(17.414)	(18.024)	(18.654)	(19.307)
Serviços Prestados por terceiros	(72.096)	(289.387)	(975.368)	(1.022.576)	(1.062.047)	(1.099.219)	(1.137.692)	(1.177.511)
Despesas Tributárias	(5.325)	(73.054)	(44.352)	(46.499)	(48.293)	(49.984)	(51.733)	(53.544)
<i>% Sobre a Receita Líquida</i>	<i>-0,23%</i>	<i>-1,50%</i>	<i>-0,47%</i>	<i>-0,43%</i>	<i>-0,39%</i>	<i>-0,35%</i>	<i>-0,33%</i>	<i>-0,31%</i>
<i>% Variação YoY</i>		<i>1271,91%</i>	<i>-39,29%</i>	<i>4,84%</i>	<i>3,86%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>	<i>3,50%</i>
Taxas Diversas	(1.018)	(6.771)	-	-	-	-	-	-
IPU	-	-	(4.069)	(4.266)	(4.431)	(4.586)	(4.746)	(4.912)
IPVA	-	(2.850)	(5.985)	(6.275)	(6.517)	(6.745)	(6.981)	(7.226)
ISS	(4.307)	(8.644)	(7.684)	(8.056)	(8.367)	(8.660)	(8.963)	(9.277)
ICMSST	-	(52.126)	(23.921)	(25.078)	(26.046)	(26.958)	(27.902)	(28.878)
Crea	-	(2.663)	(2.693)	(2.823)	(2.932)	(3.035)	(3.141)	(3.251)

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

ANEXO 3 – DRE PROJETADA DA SOM SOLUÇÕES ACÚSTICAS (PARTE 3)

Figura 28 – Demonstração de Resultado de Exercício (Parte 3)

EBITDA	540.327	520.610	2.646.005	2.257.827	2.979.989	3.890.677	4.451.739	5.146.866
<i>Margem EBITDA (%)</i>	<i>22,87%</i>	<i>10,70%</i>	<i>27,95%</i>	<i>20,96%</i>	<i>24,20%</i>	<i>27,60%</i>	<i>28,58%</i>	<i>30,09%</i>
Depreciação e Amortização	(1.928)	(21.527)	(36.900)	(40.938)	(45.418)	(50.388)	(55.902)	(62.019)
EBIT	538.399	499.083	2.609.105	2.216.889	2.934.571	3.840.289	4.395.837	5.084.847
<i>Margem EBIT (%)</i>	<i>22,79%</i>	<i>10,26%</i>	<i>27,56%</i>	<i>20,58%</i>	<i>23,83%</i>	<i>27,25%</i>	<i>28,22%</i>	<i>29,72%</i>
Receitas financeiras	54	1.324	18.273	-	-	-	-	-
Juros ativos	53	5	2.127	-	-	-	-	-
Descontos financeiros obtidos	0	1.319	8.723	-	-	-	-	-
Multas ativas	-	-	521	-	-	-	-	-
Rendimentos financeiros	-	-	6.902	-	-	-	-	-
Despesas financeiras	(6.893)	(37.052)	(54.639)	-	-	-	-	-
Juros passivos	(1.329)	(19.296)	(14.334)	-	-	-	-	-
Descontos financeiros concedidos	-	(0)	(28.501)	-	-	-	-	-
Multas passivas	-	(1.898)	(1.108)	-	-	-	-	-
Tarifa bancária	(5.564)	(13.301)	(8.140)	-	-	-	-	-
Iof	-	(2.557)	(2.555)	-	-	-	-	-
Outras receitas não operacionais	-	320.761	111.404	-	-	-	-	-
Receitas diversas	-	320.761	111.404	-	-	-	-	-
Outras despesas não operacionais	(5.503)	(463.069)	(352.562)	-	-	-	-	-
Outras despesas operacionais	(5.503)	(463.069)	(352.562)	-	-	-	-	-
Provisão de IRPJ e CSLL	-	(94.602)	(677.707)	(779.951)	(896.944)	(1.031.485)	(1.134.634)	(1.248.097)
<i>% Sobre a Receita Bruta</i>	<i>0,00%</i>	<i>-1,51%</i>	<i>-5,66%</i>	<i>5,66%</i>	<i>5,66%</i>	<i>5,66%</i>	<i>5,66%</i>	<i>5,66%</i>
Provisão IRPJ	-	(73.399)	(447.482)	-	-	-	-	-
Provisão CSLL	-	(21.203)	(230.225)	-	-	-	-	-
Lucro Líquido	526.057	226.444	1.653.874	1.436.938	2.037.627	2.808.804	3.261.204	3.836.750
<i>% Margem de Lucro Líquido</i>	<i>22,26%</i>	<i>4,66%</i>	<i>17,47%</i>	<i>13,34%</i>	<i>16,55%</i>	<i>19,93%</i>	<i>20,94%</i>	<i>22,43%</i>

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

ANEXO 4 – TABELA DE CÁLCULO DO WACC

Figura 29 – Tabela do Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital

Taxa de Desconto:					
Empresa:	Som				
Autor:	Marcus Lima				
Data base:	18/07/2023				
Beta					
Setor	# Empresas	Beta Alavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta Desalavancado
Homebuilding	42	1,05	97,2%	13,08%	
	42	1,05	97,2%	13,1%	0,567
Empresa	Beta Desalavancado	Debt to Equity	Tax Rate	Beta re-alavancado	
Som	0,567	2,6%	34,0%	0,577	
CAPM – Operacionais					
	Critério		Fonte		Base
Taxa Livre de Risco	NTN-B (Principal)		Tesouro Direto		5,27%
Beta Re-Alavancado	Retail (General): Damodaran		Damodaran		0,577
Premio de Risco de Mercado	Retorno Adicional do IBOVESPA		Rumo Negócios		6,59%
Premio pelo tamanho da Empresa			Rumo Negócios		0,00%
Inflação Brasileira			BACEN		3,78%
Custo de Capital Próprio					13,21%
Custo da Dívida					
	Critério		Fonte		Base
Taxa SELIC de Longo Prazo					8,50%
Spread do ICC					5,92%
Tax Shield					34,00%
Inflação Brasileira					3,78%
Custo da Dívida Nominal					6,90%
WACC					
% Capital Próprio					97,4%
% Capital de Terceiros					2,6%
Custo do Capital Próprio					13,21%
Custo do Capital de Terceiros					6,90%
WACC Nominal					13,04%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.

ANEXO 5 – TABELA DE BETA DESALAVANCADO E OUTRAS MEDIDAS

A indústria e o beta selecionado para o cálculo do CAPM da avaliação da Som Soluções Acústicas estão identificados em vermelho.

Figura 29 – Tabela do Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital

Industry Name	Number of firms	Beta	D/E Ratio	Effective Tax rate	Unlevered beta	Cash/Firm value	Unlevered beta corrected for cash
Advertising	135	1,25	10,52%	12,72%	1,16		11,17%
Aerospace/Defense	121	1,11	12,26%	11,28%	1,02		11,65%
Air Transport	79	1,22	87,88%	6,71%	0,73		8,11%
Apparel	919	0,87	23,14%	14,80%	0,74		8,79%
Auto & Truck	78	1,28	45,12%	13,07%	0,95		20,36%
Auto Parts	527	1,42	21,56%	15,26%	1,22		10,69%
Bank (Money Center)	459	0,80	197,33%	20,87%	0,32		23,64%
Banks (Regional)	91	0,80	499,56%	16,12%	0,17		11,20%
Beverage (Alcoholic)	123	1,00	2,08%	18,21%	0,99		5,41%
Beverage (Soft)	40	0,51	4,92%	15,83%	0,50		4,92%
Broadcasting	60	1,11	25,64%	14,61%	0,93		11,40%
Brokerage & Investment Banking	434	0,99	234,01%	13,78%	0,36		11,14%
Building Materials	250	1,15	23,71%	16,53%	0,97		8,16%
Business & Consumer Services	313	0,97	12,49%	11,71%	0,89		11,66%
Cable TV	33	1,11	36,98%	9,31%	0,87		14,84%
Chemical (Basic)	691	1,14	33,98%	15,62%	0,91		10,19%
Chemical (Diversified)	34	1,16	27,06%	19,58%	0,96		8,54%
Chemical (Specialty)	625	1,06	17,53%	16,43%	0,94		8,57%
Coal & Related Energy	93	0,86	26,08%	16,74%	0,72		26,37%
Computer Services	548	1,05	9,85%	13,56%	0,98		5,34%
Computers/Peripherals	220	1,28	19,21%	14,73%	1,12		16,40%
Construction Supplies	546	1,09	45,55%	14,33%	0,81		14,50%
Diversified	204	0,89	110,18%	13,53%	0,49		9,53%
Drugs (Biotechnology)	304	1,44	4,10%	6,45%	1,39		8,23%
Drugs (Pharmaceutical)	701	0,94	12,66%	14,94%	0,86		8,62%
Education	151	0,88	34,54%	11,18%	0,70		10,83%
Electrical Equipment	694	1,00	14,90%	12,20%	0,90		9,90%
Electronics (Consumer & Office)	81	1,29	88,40%	14,35%	0,77		20,49%
Electronics (General)	976	1,31	23,08%	11,91%	1,11		15,18%
Engineering/Construction	876	1,10	154,85%	13,28%	0,51		24,21%
Entertainment	329	1,29	17,39%	8,99%	1,13		11,13%
Environmental & Waste Services	183	1,09	69,68%	13,87%	0,71		9,69%
Farming/Agriculture	296	0,82	56,35%	12,80%	0,58		8,68%
Financial Svcs. (Non-bank & Insuran	609	0,83	162,84%	16,15%	0,37		8,76%
Food Processing	946	0,85	33,14%	15,56%	0,68		8,48%
Food Wholesalers	98	0,64	53,23%	13,35%	0,46		10,13%
Furn/Home Furnishings	254	1,08	18,39%	14,20%	0,94		19,13%
Green & Renewable Energy	131	1,00	58,16%	9,85%	0,70		3,84%
Healthcare Products	340	1,13	3,99%	10,12%	1,09		9,94%
Healthcare Support Services	195	0,95	37,42%	16,02%	0,74		14,24%
Healthcare Information and Technol	117	1,48	3,90%	8,82%	1,44		5,08%
Homebuilding	42	1,05	172,07%	13,08%	0,68		8,95%
Hospitals/Healthcare Facilities	139	0,66	14,84%	17,41%	0,59		3,67%
Hotel/Gaming	412	0,83	51,41%	8,08%	0,60		8,85%
Household Products	300	1,03	7,14%	13,17%	0,98		6,55%
Information Services	90	1,54	12,30%	18,36%	1,41		11,90%
Insurance (General)	137	0,54	42,69%	14,75%	0,40		21,62%
Insurance (Life)	85	0,86	70,01%	13,60%	0,56		13,79%
Insurance (Prop/Cas.)	152	0,69	27,38%	16,71%	0,57		8,88%
Investments & Asset Management	483	0,81	256,84%	7,87%	0,28		2,28%
Machinery	865	1,05	13,11%	13,66%	0,96		9,64%
Metals & Mining	326	1,31	33,93%	14,14%	1,04		11,74%
Office Equipment & Services	73	0,97	12,90%	14,75%	0,88		11,41%
Oil/Gas (Integrated)	15	0,97	14,64%	22,58%	0,87		5,81%
Oil/Gas (Production and Exploration)	107	1,42	40,11%	14,46%	1,09		15,92%
Oil/Gas Distribution	105	0,98	68,09%	13,12%	0,65		11,01%
Oilfield Svcs/Equip.	229	1,02	54,09%	14,71%	0,72		7,36%
Packaging & Container	305	0,83	31,07%	15,11%	0,67		8,74%
Paper/Forest Products	188	1,00	83,68%	14,36%	0,61		9,79%
Power	317	0,75	104,82%	14,44%	0,42		6,34%
Precious Metals	71	1,41	26,59%	12,58%	1,17		9,45%
Publishing & Newspapers	171	0,93	10,12%	11,77%	0,87		21,84%
R.E.I.T.	261	0,60	68,41%	3,34%	0,40		2,50%
Real Estate (Development)	757	1,03	208,57%	16,29%	0,40		19,85%
Real Estate (General/Diversified)	220	0,95	105,07%	13,90%	0,53		11,01%
Real Estate (Operations & Services)	352	0,92	64,53%	14,25%	0,62		8,80%
Recreation	139	1,05	53,60%	11,79%	0,75		15,14%
Reinsurance	29	1,18	60,63%	10,02%	0,81		22,68%
Restaurant/Dining	141	1,03	19,78%	11,10%	0,90		6,25%
Retail (Automotive)	103	0,86	63,70%	18,57%	0,58		9,54%
Retail (Building Supply)	36	0,85	27,48%	15,20%	0,70		3,67%
Retail (Distributors)	642	0,75	94,41%	14,40%	0,44		15,00%
Retail (General)	122	0,89	68,72%	16,46%	0,59		8,45%
Retail (Grocery and Food)	75	0,76	42,60%	16,23%	0,57		7,53%
Retail (Online)	98	1,88	12,51%	10,37%	1,71		7,70%
Retail (Special Lines)	197	1,03	27,52%	15,72%	0,86		8,16%
Rubber/Tires	71	1,18	45,28%	15,27%	0,88		9,57%
Semiconductor	485	1,70	10,72%	10,76%	1,57		11,39%
Semiconductor Equip	253	1,95	8,18%	13,94%	1,83		9,13%
Shipbuilding & Marine	236	1,13	51,35%	12,54%	0,81		30,82%
Shoe	58	0,95	22,37%	15,36%	0,81		8,92%
Software (Entertainment)	57	1,86	12,01%	10,08%	1,71		5,76%
Software (Internet)	42	1,14	22,06%	9,83%	0,98		9,20%
Software (System & Application)	492	1,38	3,88%	8,88%	1,34		8,90%
Steel	519	1,30	50,37%	15,62%	0,94		11,93%
Telecom (Wireless)	59	0,81	42,42%	19,61%	0,61		8,30%
Telecom. Equipment	293	1,25	16,52%	9,26%	1,11		13,36%
Telecom. Services	138	0,75	37,44%	14,50%	0,58		7,80%
Tobacco	31	0,57	1,06%	23,35%	0,56		5,68%
Transportation	220	1,04	63,59%	16,14%	0,70		11,02%
Transportation (Railroads)	17	1,04	28,64%	20,30%	0,86		10,30%
Trucking	110	1,06	71,52%	14,04%	0,69		8,36%
Utility (General)	13	0,68	37,41%	8,34%	0,53		5,17%
Utility (Water)	71	0,67	110,01%	13,43%	0,37		10,10%
Total Market	24853	1,05	64,59%	13,63%	0,71		13,31%
Total Market (without financials)	22403	1,08	38,31%	13,50%	0,83		10,87%

Fonte: Documentos do autor do presente trabalho.