

UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
CURSO DE PÓS GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
ÁREA DE CONCENTRAÇÃO: POLÍTICAS E GESTÃO INSTITUCIONAL

UM ESTUDO DA APLICAÇÃO DOS MÉTODOS
FLUXO AO CAPITAL PRÓPRIO, CUSTO MÉDIO PONDERADO
DE CAPITAL E VALOR PRESENTE AJUSTADO,
NA AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA COM DÍVIDAS

Marselle Goulart

Florianópolis – SC

2000

MARSELLE GOULART

**UM ESTUDO DA APLICAÇÃO DOS MÉTODOS
FLUXO AO CAPITAL PRÓPRIO, CUSTO MÉDIO PONDERADO
DE CAPITAL E VALOR PRESENTE AJUSTADO,
NA AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA COM DÍVIDAS**

Dissertação apresentada ao Curso de Pós-Graduação em Administração (Área de Concentração: Política e Gestão Institucional) da Universidade Federal de Santa Catarina – UFSC, como requisito parcial para obtenção do título de Mestre em Administração.

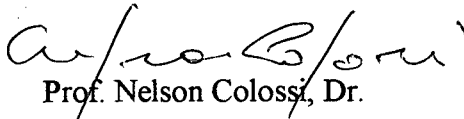
ORIENTADORA: Prof^a. Ilse Maria Beuren, Dr^a.

Florianópolis, julho de 2000.


**UM ESTUDO DA APLICAÇÃO DOS MÉTODOS
FLUXO AO CAPITAL PRÓPRIO, CUSTO MÉDIO PONDERADO
DE CAPITAL E VALOR PRESENTE AJUSTADO,
NA AVALIAÇÃO DE UMA EMPRESA COM DÍVIDAS**

MARSELLE GOULART


Esta dissertação foi julgada adequada para obtenção do título de Mestre em Administração (Área de concentração: Política e Gestão Institucional) e aprovada em sua forma final pelo curso de Pós-Graduação em Administração da Universidade Federal de Santa Catarina.


Prof. Nelson Colossi, Dr.
Coordenador do Curso

Apresentada à comissão Examinadora, integrada pelos professores:


Prof. Ilse Maria Beuren, Dr.^a
Presidente


Prof. Antonio Cezar Bornia, Dr.
Membro


Prof. Rolf Hermann Erdmann, Dr.
Membro

À DEUS,

o meu louvor e o meu agradecimento, por ELE ter colocado em meu caminho pessoas como meu pai Nagarô, minha mãe Norma, minhas três irmãs Andréa, Josette e Suelen, meu namorado Márcio, minha professora orientadora Ilse e tantos outros professores, colegas de profissão e amigos, que me ajudaram a concluir mais esta etapa.

SUMÁRIO

LISTA DE ILUSTRAÇÕES	iv
RESUMO	vi
ABSTRACT	vii

1. INTRODUÇÃO **01**

1.1. Tema e problema	01
1.2. Objetivos	03
1.3. Justificativa teórico-prática	04
1.4. Organização do trabalho	05

2. REVISÃO DA LITERATURA **07**

2.1. Métodos de orçamento de capital na avaliação de empresas	07
2.1.1. O Tempo de Retorno do Capital Investido	08
2.1.2. Taxa Média de Retorno Contábil – TMR	09
2.1.3. Valor Presente Líquido – VPL	09
2.1.4. Taxa Interna de Retorno – TIR	10
2.2. Estimação do fluxo de caixa	11
2.2.1. Definição	11
2.2.2. Forma de cálculo	12
2.2.2.1. Identificação dos componentes do fluxo de caixa	12
2.2.2.2. Análise histórica do desempenho da empresa	15
2.2.2.3. Previsão do desempenho futuro da empresa	18
2.3. Fluxo ao Capital Próprio	23
2.3.1. Definição	22
2.3.2. Forma de cálculo	23
2.4. Custo Médio Ponderado de Capital	30

2.4.1. Definição	30
2.4.2. Forma de cálculo	30
2.5. Valor Presente Ajustado	36
2.5.1. Definição	36
2.5.2. Forma de cálculo	37
3. METODOLOGIA	45
3.1. Perguntas de pesquisa	45
3.2. Tipologia da pesquisa	46
3.3. População e amostra	47
3.4. Instrumentos de pesquisa	48
3.5. Coleta de dados	49
3.6. Tratamento e análise dos dados	49
3.7. Limitações da pesquisa	50
4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS	51
4.1. Estimação do fluxo de caixa	51
4.1.1. Análise histórica do desempenho da empresa	51
4.1.1.1. Histórico da empresa	51
4.1.1.2. Padronização das demonstrações contábeis	52
4.1.1.3. Avaliação econômico-financeira da empresa	54
4.1.1.4. Análise estrutural da indústria	58
4.1.2. Previsão do desempenho futuro da empresa	60
4.1.2.1. Avaliação da posição estratégica da empresa	60
4.1.2.2. Construção de cenários de desempenho	61
4.1.3. Projeção do fluxo de caixa	63
4.2. Cálculo do Fluxo ao Capital Próprio	78
4.2.1. Cálculo do fluxo de caixa aos acionistas	78
4.2.2. Cálculo do custo do capital próprio	78
4.2.3. Avaliação	85
4.3. Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital	89
4.3.1. Previsão do fluxo de caixa	90

4.3.2. Cálculo da taxa de desconto	90
4.4. Cálculo do Valor Presente Ajustado	97
4.4.1. Projeção do fluxo de caixa	98
4.4.2. Desconto do fluxo de caixa	98
4.4.3. Avaliação dos efeitos colaterais de financiamento	100
4.4.4. Cálculo do valor presente ajustado	103
4.4.5. Análise e interpretação dos resultados	104
4.5. Comparação entre os três métodos	106
<u>5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES</u>	112
5.1. Conclusões	112
5.2. Recomendações	117
BIBLIOGRAFIA	118
ANEXOS	125

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Tabelas

Tabela 1 – Distribuição das vendas por região	52
Tabela 2 – Taxa do Dólar Oficial dos Estados Unidos	54
Tabela 3 – Índices do Balanço Patrimonial para análise vertical e horizontal.....	55
Tabela 4 – Índices da Demonstração do Resultado do Exercício para análise vertical e horizontal	57
Tabela 5 – Contas nacionais e nível de atividade: taxas de crescimento real – 1998 / 2006	62
Tabela 6 – Projeção da Demonstração do Resultado do Exercício – em moeda de 31/12/98	64
Tabela 7 – Projeção do imposto de renda e da contribuição social em moeda de 31/12/98	66
Tabela 8 – Projeção da depreciação e amortização dos bens e direitos adquiridos até 31/12/98 em moeda de 31/12/98	67
Tabela 9 – Projeção da depreciação e amortização dos bens e direitos a serem adquiridos após 31/12/98 em moeda de 31/12/98	69
Tabela 10 – Projeção da variação no capital circulante em moeda de 31/12/98	70
Tabela 11 – Projeção dos empréstimos e financiamentos em moeda de 31/12/98	71
Tabela 12 – Projeção do Balanço Patrimonial em moeda de 31/12/98	73
Tabela 13 – Projeção das mutações do Patrimônio Líquido em moeda de 31/12/98.	75
Tabela 14 – Projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas...	76
Tabela 15 – Projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas ..	77
Tabela 16 – Coeficientes betas selecionados e suas interpretações	82
Tabela 17 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Fluxo ao Capital Próprio	87
Tabela 18 – Montante captado por empréstimo	87
Tabela 19 – Projeção do custo da dívida	91

Tabela 20 – Projeção do custo das ações preferenciais	93
Tabela 21 – Projeção da proporção dos custos da dívida, ações preferenciais e ações ordinárias	94
Tabela 22 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital	97
Tabela 23 – Projeção dos benefícios fiscais resultantes dos juros	101
Tabela 24 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Valor Presente Ajustado	104
Tabela 25 – Cálculo do valor presente ajustado	104
Tabela 26 – Análise do fluxo de caixa pelo método do Valor Presente Ajustado	105
Tabela 27 – Cálculo do EBITDA de 1998	106
Tabela 28 – Resumo dos três métodos de avaliação na presença de capital de terceiros	107
Tabela 29 – Valores dos fluxos de caixa projetados e das taxas de descontos utilizados nos três métodos	108
Tabela 30 – Valor da empresa Portobello S.A., obtido pelos métodos Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado	110

Figuras

Figura 1 – Comparação dos métodos de avaliação	110
--	-----

RESUMO

O objetivo central da pesquisa refere-se à verificação dos valores resultantes da aplicação de três métodos de avaliação: Fluxo ao Capital Próprio – FTE, Custo Médio Ponderado de Capital – WACC e Valor Presente Ajustado – APV, em uma empresa com dívidas, já que, na teoria, embora as definições e variáveis consideradas em cada método sejam diferentes entre si, as abordagens fornecem a mesma resposta em termos de valor monetário. Assim, na fundamentação teórica do estudo descrevem-se os três métodos e discute-se a forma de sua utilização, na apresentação e discussão dos resultados apontam-se as semelhanças e diferenças existentes entre eles e analisam-se os resultados da avaliação. A pesquisa consiste de um estudo de caso com corte transversal, ou seja, são comparados os três métodos de avaliação de empresas, aplicados numa única organização em um determinado ponto no tempo. A aplicação prática da pesquisa foi desenvolvida na empresa Portobello S.A., sediada no município de Tijucas-SC. As três metodologias envolvem previsões de fluxos monetários futuros, descontando-os a valor presente, a uma taxa que reflete o risco envolvido no negócio. No entanto, os três métodos diferem nos detalhes de sua execução, especialmente no que se refere ao valor criado ou destruído como consequência de decisões financeiras. O método do APV analisa as decisões financeiras separadamente para, então, somá-las ao valor da empresa. No enfoque do WACC, os efeitos financeiros são contemplados na taxa de desconto, que é ajustada para conter todos os custos e benefícios de uma determinada estrutura de capital. No FTE, o montante captado por empréstimo é somado ao valor do capital próprio da empresa. Limitando-se apenas ao caso analisado, conclui-se que os três métodos utilizados na avaliação de uma empresa em funcionamento e que utiliza capital de terceiros apresentam resultados semelhantes. Os três enfoques são diferentes na forma de tratar os efeitos do endividamento da empresa, entretanto não deixam de os considerar. Teoricamente os três métodos devem resultar em valores idênticos, mas no caso analisado tal não ocorreu, principalmente pela quantidade de variáveis envolvidas nos cálculos de cada método.

ABSTRACT

This research objective is related to verifying the resultant values from three appraisal methods application: Flow to Equity – FTE, Weighted Average Cost of Capital – WACC and Adjusted Present Value – APV, in debts organisations, whereas the broaches in theory provide the same response in value terms, even though the considered concepts and variables in each method are different from each other. Thereby, the theoretical review describes the three methods and discusses its ways of use; the existing similarities and differences between them are pointed in the results' presentation and discussion. The research is a case study with transversal cut, which means that the three appraisal methods are compared by being applied in just one organisation in a given period of time. The research was developed at Portobello S.A., in the city of Tijucas - SC. The three methodologies include future monetary flow's previsions, adjusting them to present value, using a tax that reflects the business risk. However, the three methods differ on the execution details, especially in creating or destroying value as consequence of financial decisions. The APV method analyses financial decisions under separate cover, thereupon add them to the company's value. Using WACC the financial effects are contemplated by the discount tax which is adjusted to comprise all costs and benefits of a given capital structure. In the FTE method the amount captured by loan is added to the company's equity capital value. Analysing this case, we concluded that the three methods used on the appraisal of a going organisation with debt capital present similar results. The three broaches are different in dealing with company's loan effects, however they consider them. Theoretically the three methods must result in identical values, but in this case it didn't happen, mainly because of the amount of variables involved in its calculation.

1. INTRODUÇÃO

Este capítulo introdutório procura evidenciar, através da descrição do tema e problema, alguns aspectos envolvidos no processo de avaliação de empresas. Em seguida, são definidos os objetivos geral e específicos e apresentada a justificativa teórico-empírica do trabalho. A seção final, por sua vez, apresenta a organização do presente estudo.

1.1. Tema e problema

Profissionais e pesquisadores de diferentes áreas do conhecimento se empenham em descobrir formas de chegar ao efetivo valor da empresa.

Normalmente, quando se fala em avaliar empresas, imediatamente o tema é associado com negociação, compra e venda de empresas. No entanto, a avaliação pode ser realizada por diversas razões: privatização de empresas estatais, dissoluções societárias, análise para concessão de créditos, decisões estratégicas em alternativas de investimentos, fusão de duas ou mais empresas, cisão de uma empresa ou parte dela etc.

Dessa forma, a avaliação de uma empresa é um processo que consiste, em última análise, na determinação e mensuração do seu valor, levando-se em conta o motivo que induziu à busca desse valor e as peculiaridades de cada empresa avaliada.

Em virtude das particularidades de cada processo de avaliação, surgem diversas metodologias para encontrar o valor de uma empresa. Todas elas procuram chegar a um valor que seja o mais próximo de sua realidade.

Avaliação da empresa pode ser feita pelo valor de mercado ou pela aplicação de um método de avaliação. São alguns dos métodos utilizados na avaliação de empresas:

patrimonial, direto ou anglo-saxão, sintético ou comparativo, econométrico de regressão e o método do valor subjetivo.¹

Os métodos disponíveis na literatura diferem entre si em vários aspectos, técnicas, utilidade, complexidade e em quantidade de dados e informações demandadas. Alguns são mais simples, outros mais complexos, alguns procuram considerar um maior número de variáveis que afetam o valor da empresa, outros não. De qualquer modo, servem como um ponto de partida para a determinação desse valor.

Muitas são as variáveis ligadas à empresa que interferem no seu valor. Segundo Modigliani e Miller,² a estrutura do capital é uma delas. Gitman³ explica que a composição da origem de recursos, isto é, a estrutura de capital de uma empresa, pode ser formada por capital de terceiros, que inclui qualquer tipo de fundo obtido via empréstimos, e capital próprio, que consiste nos fundos fornecidos pelos proprietários da empresa.

Modigliani e Miller⁴ afirmam que a estrutura de capital influencia no valor da empresa, devido ao fato do montante despendido pela empresa, na remuneração de seus financiamentos, ser dedutível do resultado tributável. Por conseguinte, o valor de uma empresa que usa capital de terceiros é maior do que uma que não usa.

Levando em conta os aspectos relacionados à composição da estrutura de capital da empresa, Ross, Westerfield e Jaffe⁵ aplicaram, num exemplo hipotético, três métodos para a avaliação de um projeto de investimento, sendo que este prevê a utilização de capital de terceiros. Enfatizam que os três métodos podem ser aplicados numa empresa em funcionamento, considerada no todo ou em parte. Os métodos adotados foram o Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado.

O valor da empresa, com base no método do Fluxo ao Capital Próprio é calculado pelo desconto do fluxo de caixa aos acionistas, de uma empresa com dívidas, ao custo do

¹ MELLADO, Vicente Caballer. **Métodos de valoración de empresas**. Madrid: Ediciones Pirámide, 1994.

² MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, Menasha, v.53, n. 3, p. 433-443, june/1963. p.434.

³ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.431.

⁴ MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, Menasha, v.53, n. 3, p. 433-443, june/1963. p.433-434.

⁵ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-463.

capital próprio. Este método se baseia na idéia de que o endividamento eleva o risco incorrido pelos acionistas, por isso a taxa de desconto precisa ser superior ao custo de capital de uma empresa sem dívidas.⁶

Pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital o valor da empresa é obtido descontando-se o fluxo de caixa aos acionistas, de uma empresa sem dívidas, ao custo médio ponderado de capital. A premissa básica deste método é que as empresas com dívidas são financiadas simultaneamente com capital de terceiros e capital próprio.⁷

No método do Valor Presente Ajustado o valor de uma empresa com dívidas é igual ao valor de uma empresa sem dívidas somado ao valor presente líquido dos efeitos colaterais do endividamento. O valor da empresa é considerado igual ao seu valor quando financiada com capital próprio, mais o valor dos efeitos colaterais de financiamento.⁸

No exemplo hipotético desenvolvido pelos autores, a aplicação dos três métodos, na avaliação de um projeto de investimento financiado com capital de terceiros, resultou no mesmo valor. Embora as definições e as variáveis consideradas em cada método sejam diferentes entre si, os três enfoques forneceram exatamente a mesma resposta. Com vistas a averiguar se esta generalização se aplica a uma empresa em funcionamento, o presente trabalho está baseado na seguinte questão:

Os métodos Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado apresentam o mesmo resultado quando utilizados na avaliação de uma empresa em funcionamento e que utiliza capital de terceiros ?

1.2. Objetivos

O objetivo geral deste estudo consiste em verificar se, na avaliação de uma empresa em funcionamento e que usa capital de terceiros os métodos Fluxo ao Capital

⁶ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.457-459.

⁷ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.459-460.

Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado apresentam o mesmo resultado.

Em um plano mais detalhado, pretende-se alcançar os seguintes objetivos específicos:

- descrever os métodos Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado;
- discutir a forma de utilização dos três métodos na avaliação de empresas;
- apontar as semelhanças e diferenças na utilização desses métodos; e
- analisar os resultados alcançados na aplicação dos três métodos numa empresa em funcionamento, que usa capital de terceiros.

1.3. Justificativa teórico-prática

A avaliação de empresas se constitui, atualmente, numa constante na vida de várias organizações. Sua importância no processo de tomada de decisão se faz evidente pelas inúmeras situações em que é necessário avaliar uma empresa, qualquer que seja a metodologia adotada.

A avaliação de empresas tem sido feita ao longo dos anos por diversas razões. Além disso, há vários métodos de avaliação disponíveis na literatura, cada qual com suas particularidades e fórmulas de cálculos.

Em virtude da quantidade de métodos existentes, a dúvida de qual utilizar, como utilizar e em que situação tal método deve ser adotado é inevitável. Neste ponto, é nítida a relevância da presente pesquisa, na qual, além da descrição da forma de aplicação, far-se-á uma comparação entre três métodos de avaliação: Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado.

Em termos práticos, pela confirmação ou não da teoria através de uma verificação empírica, espera-se que o presente trabalho possa oferecer subsídios, aos profissionais e

⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-457.

pesquisadores, na avaliação de empresas em funcionamento e que possuem dívidas em sua estrutura de capital.

Assim, parece oportuno e relevante um estudo que procura verificar se três métodos de avaliação, conforme preconizado na literatura, produzem o mesmo resultado, num momento em que as empresas necessitam, cada vez mais, saber seu efetivo valor.

Por fim, pode-se acrescentar que todo estudo científico, quando bem conduzido, é válido e contribui em sua área de abrangência. Neste sentido, Nogueira⁹ afirma que “é através do método que novas conclusões estão constantemente sendo incorporadas ao patrimônio de conhecimentos das diversas ciências, ao mesmo tempo em que os conhecimentos anteriores estão continuamente sendo revistos e modificados, de acordo com os resultados de novas investigações”.

1.4. Organização do trabalho

Visando o alcance dos objetivos geral e específicos e com o intuito de melhor explicitar o trabalho, ele está estruturado em capítulos.

O primeiro capítulo dá uma visão geral sobre o estudo e aplicação dos métodos de avaliação de empresas. Além disso, esclarece a questão que inquieta e desperta a curiosidade, define os objetivos pretendidos com o estudo, apresenta a justificativa de natureza teórico-prática e a forma como está organizado o trabalho.

No segundo capítulo faz-se a revisão de literatura com a finalidade de fundamentar o problema formulado no capítulo anterior, além de familiarizar o leitor com os conceitos e técnicas utilizados na aplicação dos métodos. São descritas as características e é discutida a aplicação dos três métodos para a avaliação de empresas com dívidas.

O plano detalhado de como alcançar os objetivos, com vistas a responder as questões propostas, é descrito no terceiro capítulo. Ele evidencia, como a pesquisa foi desenvolvida e as perguntas que delinearão todo o trabalho. Também é definida a população e o elemento desta população estudado. Adicionalmente são listados os

⁹ NOGUEIRA, Oracy. **Pesquisa social**: introdução às suas técnicas. São Paulo: Nacional, 19___. p.73.

instrumentos de medida utilizados no estudo. Por fim, é descrito o processo de coleta de dados: como, por quem, quando e onde os dados foram coletados; o tratamento e a forma como os dados foram analisados. Além disso, apresenta-se as limitações da pesquisa.

O quarto capítulo contempla a descrição detalhada de como se desenvolveu a aplicação prática dos três métodos de avaliação em estudo. Primeiramente são abordados os aspectos que envolvem o processo de cálculo e projeção do fluxo de caixa. Em seguida foi detalhado o cálculo dos três métodos de avaliação de empresas. Na seqüência aponta-se suas semelhanças e diferenças.

No final do trabalho, são expostas as conclusões do estudo e as recomendações para a realização de futuras pesquisas.

2. REVISÃO DA LITERATURA

Este capítulo contempla a base teórica que fundamenta a presente pesquisa. Azevedo¹⁰ esclarece que a revisão da literatura “visa, por meio de uma compilação crítica e retrospectiva de várias obras, demonstrar o estágio atual da pesquisa em torno de determinado objeto.” Dessa forma, visando uma melhor evidenciação da teoria, o capítulo está dividido em cinco seções.

Na primeira seção faz-se uma abordagem resumida sobre a utilização dos métodos de orçamento de capital na avaliação de empresas. Na segunda seção, são abordados o conceito e a forma de cálculo do fluxo de caixa utilizado na avaliação de empresas. Nas três seções seguintes apresenta-se o conceito e a forma de cálculo dos métodos de avaliação de empresas Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado, respectivamente.

2.1. Métodos de orçamento de capital na avaliação de empresas

Os princípios básicos do orçamento de capital são utilizados por vários autores para avaliar empresas. Segundo Neiva,¹¹ as avaliações com base nestes princípios partem “da premissa de que, assim como a substituição de uma máquina ou a construção de uma nova fábrica, a compra de uma empresa inclui a análise comparativa do investimento de capital no presente com o fluxo de retornos de capital no futuro.”

¹⁰ AZEVEDO, Israel Belo de. **O prazer da produção científica**; diretrizes para a elaboração de trabalhos acadêmicos. 4. ed. Piracicaba: Unimep, 1996. p.36.

¹¹ NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação**. São Paulo: Atlas, 1997. p.39.

Orçamento de capital é definido por Gitman¹² como “o processo que consiste em avaliar e selecionar investimentos a longo prazo, que sejam coerentes com o objetivo da empresa de maximizar a riqueza de seus proprietários.”

Os três métodos de avaliação, objeto de estudo na presente pesquisa, são métodos alternativos de orçamento de capital. Por esta razão faz-se necessário uma breve explanação sobre os princípios básicos do orçamento de capital na avaliação de empresas.

O tempo de retorno do capital investido, a taxa média de retorno contábil (TMR), o valor presente líquido (VPL) e a taxa interna de retorno (TIR) são algumas das técnicas utilizadas para avaliar e analisar a viabilidade financeira dos projetos de investimento.

2.1.1. O Tempo de Retorno do Capital Investido

O Tempo de Retorno do Capital Investido, ou Tempo de Recuperação do Capital, ou ainda *Payback Period*, é definido por Faro¹³ “como o espaço de tempo necessário para que a soma das receitas nominais futuras iguale o valor do investimento inicial.”

No caso de uma anuidade, isto é, uma série uniforme de fluxos de caixa anuais, o período de *payback* pode ser encontrado dividindo-se o investimento inicial pela entrada de caixa anual estimada. Fleischer¹⁴ explica este procedimento através da seguinte fórmula:

$$\text{Períodos de Recuperação} = \frac{\text{Investimento inicial}}{\text{Recebimentos anuais líquidos}}$$

Para uma série mista, onde não há um padrão preestabelecido de fluxos de caixa, as entradas de caixa anuais estimadas devem ser acumuladas até que o investimento inicial seja recuperado.

¹² GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.288.

¹³ FARO, Clóvis de. **Elementos de engenharia econômica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1979. p.22.

¹⁴ FLEISCHER, Geraldo A. **Teoria da aplicação do capital: um estudo das decisões de investimento**.

A análise dessa técnica é baseada no tempo de espera de recuperação do investimento, quanto mais tempo precisar esperar, maior a possibilidade de perda. Portanto, quanto menor for o período de payback, menor será a exposição aos riscos.

Gitman¹⁵ apresenta como deficiências dessa técnica a incapacidade de especificar qual é o período de tempo apropriado para recuperação do investimento inicial, além disso a técnica não considera o fator tempo no valor do dinheiro; e não reconhece os fluxos de caixa que ocorrem após o período de payback, ignorando, com isso, os retornos adicionais que determinados investimentos podem oferecer.

2.1.2. Taxa Média de Retorno Contábil - TMR

O Retorno Contábil Médio, conforme Ross, Westerfield e Jaffe,¹⁶ é dado pela divisão do lucro médio estimado do projeto, após os impostos e da despesa de depreciação, pelo valor contábil médio do investimento por toda sua vida útil estimada.

Van Horne¹⁷ destaca como principal virtude a simplicidade da taxa. As principais deficiências, por ele apontadas, consistem em não considerar a variação do valor da moeda no tempo, basear-se em lucro contábil e não em fluxos de caixa, e não levar em conta a distribuição, no tempo, das entradas e saídas de caixa.

2.1.3. Valor Presente Líquido - VPL

Segundo Hirschfeld,¹⁸ o Valor Presente Líquido, também chamado de Valor Atual Líquido, “tem como finalidade determinar um valor no instante considerado inicial, a partir de um Fluxo de Caixa formado de uma série de receitas e dispêndios.”

São Paulo: Edgard Blücher, Ed. da Universidade de São Paulo, 1973. p.48.

¹⁵ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.328.

¹⁶ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995. p.125.

¹⁷ VAN HORNE, James C. **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 1 v. p.40.

¹⁸ HIRSCHFELD, Henrique. **Engenharia econômica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1984. p.81.

A técnica do valor presente líquido desconta os fluxos de caixa estimados da empresa a uma taxa mínima de atratividade. Gitman¹⁹ explica que esta taxa chamada de custo de oportunidade, custo de capital ou taxa de desconto, “refere-se ao retorno mínimo que deve ser obtido por um projeto”. Para ele, tem-se o valor presente líquido subtraindo-se do valor presente das entradas de caixa o investimento inicial. O valor presente líquido é obtido pela fórmula:

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

Onde: II é o investimento inicial.

FC_t é o valor corrente das entradas de caixa.

k é a taxa igual ao custo de capital da empresa.

t é o período de tempo estimado de retorno dos fluxos de caixa.

De acordo com Van Horne,²⁰ os métodos baseados em fluxos de caixa descontados proporcionam “bases mais objetivas para a avaliação e escolha de projetos de investimento”, já que “levam em conta tanto a magnitude dos fluxos previstos para cada período, quanto a sua distribuição, durante a vida útil do projeto.”

2.1.4. Taxa Interna de Retorno - TIR

A Taxa Interna de Retorno é definida como a taxa de juros que iguala o valor presente dos recebimentos esperados no futuro ao investimento efetuado, é a taxa de desconto que iguala as entradas com as saídas previstas de caixa.²¹

¹⁹ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.329.

²⁰ VAN HORNE, James C. *Política e administração financeira*. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 1 v. p.41.

²¹ MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986. p.439.

Gitman²² define a TIR como “a taxa de desconto que faz com que o VPL de uma oportunidade de investimento iguale-se a zero”. A taxa interna de retorno é obtida resolvendo-se a equação do VPL, utilizando uma taxa k que torne o VPL igual a zero. Assim tem-se:

$$VPL = \sum_{t=1}^n \frac{FC_t}{(1 + TIR)^t} - II = 0$$

Ross, Westerfield e Jaffe²³ explicam que “a idéia básica por trás da TIR é a de que se procura calcular um único número que sintetize os méritos de um projeto” de investimento. Esse número é calculado interna e/ou intrinsecamente ao projeto, e depende somente dos fluxos de caixa do projeto. Se a TIR for maior que a taxa de desconto, aceita-se o projeto; se for menor, rejeita-se.

2.2. Estimação do fluxo de caixa

Para a aplicação dos três métodos em análise, no presente estudo, faz-se necessária a estimação do fluxo de caixa. Os três enfoques utilizam o fluxo de caixa descontado, sem ele não seria possível aplicá-los. Por conseguinte, esta seção aborda os aspectos que envolvem o processo de cálculo e a projeção do fluxo de caixa.

2.2.1. Definição

Zdanowicz²⁴ conceitua o fluxo de caixa como “o instrumento que permite ao administrador financeiro: planejar, organizar, coordenar, dirigir e controlar os recursos financeiros de sua empresa para um determinado período.” Explica que o fluxo de caixa

²² GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.330.

²³ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. p.127.

²⁴ ZDANOWICZ, José Eduardo. *Fluxo de caixa: uma decisão de planejamento e controle financeiros*. 3. ed. Porto Alegre: D. C. Luzzatto, 1989. p.21 e 37.

é uma “representação dinâmica da situação financeira de uma empresa, considerando todas as fontes de recursos e todas as aplicações em itens do ativo.”

Segundo Damodaran,²⁵ o princípio básico que norteia a estimativa de fluxos de caixa é o de equiparar estes fluxos às taxas de desconto. Desse modo, faz distinção entre fluxo de caixa do acionista e fluxo de caixa da empresa.

O fluxo de caixa do acionista é definido por Damodaran²⁶ como o fluxo existente após o pagamento de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção das atividades da empresa. Por sua vez, o fluxo de caixa para a empresa é dado como o fluxo que sobra “após o pagamento de despesas operacionais e impostos, mas antes que sejam realizados quaisquer pagamentos a detentores de direitos.” Como detentores de direitos pode-se citar os credores e os acionistas.

Assim, em uma empresa que possui dívidas os fluxos de caixa da empresa serão maiores do que os fluxos de caixa do acionista. No entanto, os dois fluxos serão iguais para empresas sem dívidas.

2.2.2. Forma de Cálculo

De acordo com Copeland, Koller e Murrin,²⁷ para a elaboração e projeção de um fluxo de caixa deve-se, indispensavelmente, realizar algumas etapas, dentre elas pode-se citar: identificar os componentes do fluxo de caixa, desenvolver uma análise histórica do desempenho da empresa e fazer uma previsão de seu desempenho futuro.

As principais etapas a serem executadas na elaboração e projeção do fluxo de caixa são descritas a seguir.

2.2.2.1. Identificação dos componentes do fluxo de caixa

A identificação dos itens específicos que comporão o fluxo de caixa irá depender de qual fluxo de caixa será calculado, da empresa ou do acionista. Entretanto, de uma

²⁵ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.123.

²⁶ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.123 e 134.

maneira geral, Copeland, Koller e Murrin,²⁸ identificam alguns componentes básicos de um fluxo de caixa.

Lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações

Corresponde ao potencial de caixa que o ativo operacional de uma empresa é capaz de produzir. Também conhecido como EBITDA – Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization, é o lucro contábil antes do cômputo das receitas e despesas financeiras, impostos incidentes sobre o lucro e antes do registro da depreciação e amortização.²⁹

Impostos incidentes sobre o lucro

São considerados aqui os impostos, efetivamente recolhidos no período em análise, incidentes sobre o lucro. Hoje, no Brasil, sobre o lucro das empresas há a incidência do Imposto de Renda³⁰ e da Contribuição Social³¹.

Depreciação/amortização/exaustão

Depreciação é a “perda de valor dos direitos que têm por objeto bens físicos sujeitos a desgastes ou perda de utilidade por uso, ação da natureza ou obsolescência.” Amortização é a “perda do valor do capital aplicado na aquisição de direitos da propriedade industrial ou comercial e quaisquer outros com existência ou exercício de duração limitada, ou cujo objeto sejam bens de utilização por prazo legal ou contratualmente limitado.” Exaustão é a “perda do valor, decorrente da sua exploração, de direitos cujo objeto sejam recursos minerais ou florestais, ou bens aplicados nessa exploração.”³²

²⁷ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.167-215.

²⁸ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.136.

²⁹ IOB INFORMAÇÕES OBJETIVAS E PUBLICAÇÕES JURÍDICAS. “EBITDA”- O que é isso? **Temática Contábil e Balanços**. São Paulo, ano 23, n.º 6, p. 1-7, março 1998. p.1.

³⁰ BRASIL. Decreto n.º 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.

³¹ BRASIL. Lei n.º 7.689 de 15 de dezembro de 1988. Institui a Contribuição Social sobre os lucros das pessoas jurídicas e dá outras providências.

³² BRASIL. Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações. Art. 183, parágrafo 2º.

Fluxo de caixa bruto

O fluxo de caixa bruto representa o total do fluxo de caixa gerado pela empresa. É o total disponível para reinvestir na manutenção e crescimento do negócio.³³

Variação do capital circulante

A variação do capital circulante líquido é a diferença entre as variações nos ativos e passivos circulantes. “Os ativos circulantes, normalmente chamados de capital de giro ou capital circulante, representam a parcela do investimento que circula de uma forma a outra, durante a condução normal dos negócios.” Os passivos circulantes representam as fontes de recursos a curto prazo, isto é, representam as obrigações de curto prazo da empresa.³⁴

Desembolsos de capital

Os desembolsos de capital representam os dispêndios para aquisição de imobilizado. Parte do fluxo de caixa gerado pela empresa terá que ser reinvestido para que se possa manter os ativos existentes e criar novos ativos para a geração de crescimento futuro. “Como os benefícios decorrentes do crescimento são geralmente refletidos nas previsões de fluxos de caixa, o custo de criar este crescimento também terá que ser considerado na estimativa de fluxos de caixa.”³⁵

Investimento líquido em outros ativos

O investimento líquido em outros ativos inclui os investimentos em todos os outros ativos operacionais, tais como ativos diferidos e ativos não correntes, dentre outros.³⁶

³³ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.169.

³⁴ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.301 e 619.

³⁵ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.125.

³⁶ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.169.

Investimento bruto

O investimento bruto é a soma das aplicações na forma de capital, incluindo a variação do capital circulante líquido, desembolsos de capital e investimento líquido em outros ativos.

Fluxo de caixa operacional líquido

O fluxo de caixa operacional líquido é o fluxo de caixa bruto menos o investimento bruto.

Damodaran³⁷ acrescenta que, uma empresa com dívidas, além de realizar todos os dispêndios acima expostos, necessita “gerar fluxos de caixa para cobrir despesas de juros e pagamento de principal.” Neste caso, estes itens terão de ser considerados na elaboração do fluxo de caixa.

2.2.2.2. Análise histórica do desempenho da empresa

Para Leite e Sanvicente,³⁸ a análise histórica do desempenho da empresa pode ser útil quando se observa “uma série de demonstrativos consecutivos ao longo de um período suficientemente extenso para localização de tendências.”

Segundo Copeland, Koller e Murrin,³⁹ deve-se fazer o cálculo e a avaliação econômico-financeira das medidas de desempenho operacionais, procurando tendências e fazendo comparações com outras empresas da mesma indústria. Em seguida, deve-se fazer uma análise histórica integrada que combina a análise econômico-financeira com uma análise da estrutura da indústria e uma avaliação qualitativa das forças e vulnerabilidades da empresa.

³⁷ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.126-127.

³⁸ LEITE, Helio de Paula, SANVICENTE, Antonio Zoratto. Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas**, São Paulo, v. 30, n.º 3, p.17-31, jul./set. 1990. p.19.

³⁹ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.176-177.

O termo indústria, conforme Porter,⁴⁰ deve ser entendido como “o grupo de empresas fabricantes de produtos que são substitutos bastante aproximados entre si.” Explica que a análise estrutural de uma indústria está baseada na identificação das fontes e do poder das cinco forças competitivas gerais que determinam a natureza da competição na indústria e no seu potencial de lucro: entrada de novos competidores, ameaça de substituição de produtos ou serviços, poder de negociação dos compradores, poder de negociação dos fornecedores e rivalidade entre os atuais concorrentes.

Como medida de avaliação econômico-financeira do desempenho operacional, pode-se calcular a taxa de retorno do capital investido, como sugerem Copeland, Koller e Murrin.⁴¹ Ressaltam que a empresa somente cria valor para os acionistas quando as taxas de retorno do capital investido excedem o seu custo de capital.

A taxa de retorno sobre o investimento da empresa, também chamada de taxa de retorno sobre o ativo total, “mede a eficiência global da administração na geração de lucros com seus ativos disponíveis”. É dada pela divisão do lucro líquido depois do imposto de renda pelo ativo total.⁴²

Silva⁴³ esclarece que o retorno sobre o investimento caracteriza o lucro “como espécie de prêmio pelo risco assumido no empreendimento.” E que a taxa de retorno determina a lucratividade que a empresa gera em relação ao total de investimentos realizados na empresa. Acrescenta que, para um aprimoramento da taxa, deve-se excluir do ativo total e do lucro líquido, respectivamente, os ativos não operacionais e o efeitos das receitas e despesas não operacionais.

Copeland, Koller e Murrin⁴⁴ sugerem que, para entender o desempenho histórico de uma empresa, deve-se compor uma série histórica com pelo menos dez anos, e em caso de uma mudança radical no desempenho, identificá-la e determinar se é real ou talvez somente um efeito da contabilidade, além de verificar se esta mudança permanecerá.

⁴⁰ PORTER, Michael E. *Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência*. Rio de Janeiro: Campus, 1986. p.22-24.

⁴¹ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.154.

⁴² GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.123.

⁴³ SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.243.

A análise do desempenho da empresa por meio de outros indicadores econômico-financeiros, além da taxa de retorno sobre o investimento, pode auxiliar na projeção do fluxo de caixa.⁴⁵

A análise dos indicadores econômico-financeiros serve como um ponto de partida para se compreender a situação da empresa. Os índices que fornecem os fundamentos básicos para esta análise são apresentados a seguir.

Índice de liquidez

Silva⁴⁶ explica que, “os índices de liquidez visam fornecer uma medida, ou melhor, um indicador da capacidade da empresa de pagar suas dívidas, a partir da comparação entre os direitos realizáveis e as exigibilidades.”

Índice de atividade

Os indicadores de atividade, segundo Martins e Assaf Neto,⁴⁷ “visam à mensuração das diversas durações de um *ciclo operacional*, o qual envolve todas as fases operacionais típicas de uma empresa, que vão desde à aquisição de insumos básicos ou mercadorias até o recebimento das vendas realizadas.”

Índice de lucratividade

De acordo com Matarazzo,⁴⁸ os índices de lucratividade “mostram qual a rentabilidade dos capitais investidos, isto é, quanto renderam os investimentos e, portanto, qual o grau de êxito econômico da empresa.”

⁴⁴ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.177-178.

⁴⁵ SANTI FILHO, Armando de, OLINQUEVITCH, José Leônidas. *Análise de balanços para controle gerencial: enfoque sobre o fluxo de caixa e previsão de rentabilidade*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1993. p.204.

⁴⁶ SILVA, José Pereira da. *Análise financeira das empresas*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.221.

⁴⁷ MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986. p.247.

⁴⁸ MATARAZZO, Dante Carmine. *Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial*. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.181.

Índice de endividamento

Os indicadores de endividamento analisam a composição das fontes passivas de recursos utilizados por uma empresa. Indicam como os recursos de terceiros estão sendo utilizados, fornecem subsídios para a avaliação do grau de comprometimento financeiro da empresa e sua capacidade de cumprir os compromissos assumidos.⁴⁹

Outra técnica que pode ser aplicada na avaliação da empresa é a análise vertical e horizontal. Martins e Assaf Neto⁵⁰ definem a análise horizontal como uma técnica que permite a avaliação da “evolução nominal dos vários itens de cada demonstração contábil em intervalos seqüenciais de tempo.” A análise vertical, assim como a análise horizontal, constitui-se num processo comparativo, entretanto, “é desenvolvida através de comparações relativas entre valores afins ou relacionáveis identificados numa mesma demonstração contábil”.

Silva⁵¹ ressalta que “os métodos de análise vertical e horizontal prestam valiosa contribuição na interpretação da estrutura e da tendência dos números de uma empresa.” Coloca que, além de auxiliar a análise dos indicadores econômico-financeiros e outros métodos de análise, completam-se e até mesmo sobrepõem-se.

2.2.2.3. Previsão do desempenho futuro da empresa

Feita a análise histórica da empresa, através da avaliação econômico-financeira das medidas de desempenho, deve-se buscar uma forma de saber como esses indicadores econômico-financeiros se comportarão no futuro.

Considerando que o crescimento da empresa, o retorno sobre os investimentos e os demais indicadores não são constantes, com o passar do tempo, Copeland, Koller e Murrin⁵² ressaltam que o tempo também deve ser considerado na projeção do fluxo de caixa. Como não há regras de previsão específicas, sugerem alguns passos básicos:

⁴⁹ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.115-120.

⁵⁰ MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986. p.236 e 242.

⁵¹ SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.182.

avaliar a posição estratégica da empresa; construir cenários de desempenho para a empresa e sua indústria; projetar o balanço patrimonial, a demonstração de resultado e o fluxo de caixa; e, por último, conferir as projeções de forma racional e sensata.

Avaliação da posição estratégica da empresa

Sem uma vantagem competitiva, a competição forçaria todas as empresas na indústria a ganhar somente seu custo de capital, ou até mesmo menos. Por isso, para fazer uma avaliação sobre a habilidade de uma companhia em gerar um retorno sobre o investimento atraente com o passar do tempo, deve-se identificar o potencial da empresa de gerar vantagens competitivas, determinando a natureza da indústria na qual compete e seus próprios recursos e capacidades.⁵³

Porter⁵⁴ esclarece que a “vantagem competitiva surge fundamentalmente do valor que uma empresa consegue criar para seus compradores e que ultrapassa o custo de fabricação da empresa.” Explica que existem duas formas de se criar vantagem competitiva: liderança em custo, onde a empresa busca tornar-se o produtor com o menor custo em sua indústria; e diferenciação, pela qual “uma empresa procura ser única em sua indústria, ao longo de algumas dimensões amplamente valorizadas pelos compradores.”

Dessa forma, a avaliação da posição estratégica da empresa inclui a análise da estrutura da indústria e uma avaliação sobre seus próprios recursos e potencialidades. Podendo, assim, definir sua posição estratégica dentro da indústria, fazer uma retrospectiva das atitudes já tomadas, estudar e definir as próximas atitudes e avaliar como estas definições e atitudes irão se refletir nos resultados futuros da empresa.

Construção de cenários de desempenho para a empresa e sua indústria

Em decorrência das incertezas crescentes geradas pelo mundo moderno, os cuidados em relação a um posicionamento estratégico tomado pela empresa devem ser

⁵² COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.201.

⁵³ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.202.

⁵⁴ PORTER, Michael E. *Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior*. Rio

redobrados. A estratégia da empresa não pode ser formulada sem uma previsão de como o ambiente, de uma maneira geral, vai evoluir.

Num ambiente turbulento é de vital importância a utilização de qualquer método para reduzir a complexidade do processo de previsão. Porter⁵⁵ coloca o emprego de cenários como uma técnica muito útil neste processo. Define cenários como “visões parciais e internamente consistentes de como o mundo será no futuro e que podem ser escolhidas de modo a limitar o conjunto de circunstâncias que podem vir a ocorrer”.

Segundo Oliveira,⁵⁶ a elaboração de cenários pode ter como fundamentação o pensamento estratégico com a idealização de situações futuras possíveis que não necessariamente tenham alguma interligação com o presente e o passado. Coloca que o desenvolvimento de cenários pode ser feito com base numa abordagem projetiva e/ou prospectiva. A abordagem projetiva caracteriza-se por restringir-se a variáveis quantitativas, objetivas e conhecidas; já a abordagem prospectiva leva em consideração variáveis qualitativas, como opiniões, probabilidades subjetivas etc.

O processo de construção de cenários para a indústria e para a empresa é resumido por Porter,⁵⁷ a saber:

- identificação das incertezas que podem afetar a empresa e a estrutura industrial;
- determinação dos fatores causais que as conduzem;
- formação de uma série de suposições plausíveis sobre cada fator causal importante;
- combinação das suposições sobre fatores individuais em cenários internamente consistentes;
- análise da estrutura industrial e da empresa que prevaleceria sob cada cenário;
- determinação das fontes de vantagens competitivas sob cada cenário; e
- previsão do comportamento da concorrência sob cada cenário.

Copeland, Koller e Murrin⁵⁸ citam que, num processo de avaliação da empresa é importante a construção de vários cenários para, em seguida, estimar as probabilidades

de Janeiro: Campus, 1992. p.2, 11 e 12.

⁵⁵ PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva: técnicas para análise de indústrias e da concorrência.** Rio de Janeiro: Campus, 1986. p.223.

⁵⁶ OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Planejamento estratégico: conceito, metodologias e práticas.** 7. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

⁵⁷ PORTER, Michael E. **Vantagem competitiva: criando e sustentando um desempenho superior.** Rio

para cada um. Pode-se fazer uso de uma média ponderada dos valores resultantes de cada cenário traçado para a projeção do fluxo de caixa.

Projeção do balanço patrimonial, demonstração de resultado e fluxo de caixa

A projeção do balanço patrimonial, demonstração de resultado e do fluxo de caixa pode desenvolver-se de várias formas, de acordo com as particularidades de cada empresa avaliada. As projeções podem decorrer de uma aplicação conjunta de critérios quantitativos e qualitativos.

A análise histórica de uma série de tempo é um critério quantitativo de projeção que pode ser aplicado utilizando uma taxa de variação observada no passado. Este critério parte do pressuposto de que o que ocorreu no passado continuará a ocorrer no futuro. As taxas aritmética e geométrica são bastante usadas neste tipo de estudo.⁵⁹

Outro critério quantitativo a ser utilizado nas projeções, sugerido por Woiler e Mathias,⁶⁰ é a análise de regressão linear, por meio da qual é relacionada uma variável dependente com uma ou mais variáveis independentes. Explicam que a função linear serve como ponto de partida para a projeção, entretanto nem sempre os dados disponíveis permitem esta estimativa. Sendo necessário, neste caso, a estimativa de funções não lineares tais como logarítmica, exponencial e potência.

Além da análise de cenários e da posição estratégica da empresa como critérios qualitativos de projeção, pode-se utilizar também a técnica Delphi. Por esta técnica, explicam Ang, Chua e Sellers,⁶¹ tenta-se obter um consenso por parte de um grupo de especialistas, sem que haja uma influência pessoal entre eles. O procedimento adotado é através de rodadas de questionários individuais, onde os especialistas são alimentados com todas as informações disponíveis, até se chegar a um consenso.

de Janeiro: Campus, 1992. p.414.

⁵⁸ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. *Valuation: measuring and managing the value of companies*. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.208.

⁵⁹ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.151-152.

⁶⁰ WOILER, Sansão, MATHIAS, Washington Franco. *Projetos: planejamento, elaboração e análise*. São Paulo: Atlas, 1985. p.73-97.

⁶¹ ANG, James S.; CHUA, Jess H.; SELLERS, Ronald. Generating cash flow estimates: na actual study using the delphi technique. *Financial Management*, Hanover, v. 8, n.º 1, p. 64-67, spring/1979. p.65.

Damodaran⁶² acrescenta que, cada abordagem tem um valor informacional, por isso suas estimativas podem ser incorporadas nas projeções, com pesos associados a cada uma em função de seu nível de informação.

Conferência das projeções de forma racional e sensata

A última etapa do processo de previsão é construir o fluxo de caixa e avaliar as previsões. Segundo Copeland, Koller e Murrin⁶³ esta avaliação pode ser feita principalmente pela verificação de consistência entre as projeções estimadas para a empresa e a situação prevista para a indústria da qual ela faz parte, além disso, em relação a situação macroeconômica do país.

Van Horne⁶⁴ sugere que, além de analisar os fluxos previstos, deve-se levar em conta possíveis diferenças entre os fluxos reais e os previstos. “Um estudo de todos os resultados possíveis permitir-lhe-á melhor avaliação da eficiência e flexibilidade da firma, além de criar condições para o estabelecimento de uma margem de segurança mais adequada.”

2.3. Fluxo ao Capital Próprio

Neste item apresentam-se os aspectos teóricos que servem de base para a aplicação do método Fluxo ao Capital Próprio (Flow to Equity - FTE) na avaliação de empresas.

⁶² DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.180.

⁶³ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.214-215.

⁶⁴ VAN HORNE, James C. **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 2 v. p.548-549.

2.3.1. Definição

O método do Fluxo ao Capital Próprio (FTE) é um método alternativo de orçamento de capital. Para Damodaran,⁶⁵ o FTE é uma das formas para avaliar uma empresa por meio do fluxo de caixa descontado, na qual se avalia apenas a participação acionária do negócio.

A aplicação deste método, para Luehrman,⁶⁶ é uma forma direta de estimar a rentabilidade da empresa, descontando-se os fluxos monetários esperados a uma taxa que remunere o risco suportado.

O método é chamado de fluxo ao capital próprio, porque avalia o valor do capital próprio, isto é, o valor do patrimônio líquido da empresa.

2.3.2. Forma de cálculo

Taggart Jr.⁶⁷ explica que o método do FTE calcula o valor do capital próprio da empresa descontando os fluxos monetários para os acionistas a um custo de capital próprio. Isto significa que sua avaliação decorre do desconto dos fluxos de caixa aos acionistas a um custo de oportunidade que compense o risco envolvido.

Damodaran⁶⁸ esclarece que “o valor do patrimônio líquido é obtido descontando-se os fluxos de caixa do acionista esperados, ou seja, os fluxos de caixa residuais após dedução de todas as despesas, bônus fiscais, e pagamentos de juros e principal, ao custo do patrimônio líquido, isto é, a taxa de retorno exigida pelos investidores sobre o patrimônio líquido da empresa.”

⁶⁵ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.12.

⁶⁶ LUEHRMAN, Timothy A. What's it worth? A general manager's guide to valuation. *Harvard Business Review*, Boston, v. 75, n.º 3, p. 132-142, may/june 1997. p.139.

⁶⁷ TAGGART Jr. Roberto A. Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes. *Financial Management*, Flórida, v. 20, n.º 3, p.8-20, autumn/1991. p.9.

⁶⁸ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.12.

Para o cálculo do valor da empresa como um todo, o método do fluxo ao capital próprio é definido por Ross, Westerfield e Jaffe⁶⁹ pela seguinte fórmula:

$$FTE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{LCF_t}{(1+r_s)^t} + \left(\begin{array}{l} \text{montante captado} \\ \text{por empréstimo} \end{array} \right)$$

Onde: LCF_t é o fluxo de caixa na data t , aos acionistas de uma empresa com dívidas.

r_s é o custo de oportunidade do capital próprio quando se usa capital de terceiros.

Mathias e Gomes⁷⁰ definem montante de um capital, aplicado a uma determinada taxa e por um determinado período, como a soma do juro mais o capital inicial.

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe,⁷¹ para a avaliação de uma empresa pelo FTE três passos precisam ser seguidos: primeiro calcula-se o fluxo de caixa ao acionista; em seguida o custo do capital próprio; e, por último, faz-se a avaliação.

Passo 1: Cálculo do Fluxo de Caixa aos Acionistas

De acordo com Luehrman,⁷² a aplicação do FTE inicia-se com o cálculo dos fluxos monetários futuros esperados pelos acionistas.

O fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas “é o fluxo de caixa residual após o pagamento de juros e principal e o atendimento das necessidades de

⁶⁹ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.462.

⁷⁰ MATHIAS, Washington Franco, GOMES, José Maria. **Matemática financeira**. São Paulo: Atlas, 1993. p.26.

⁷¹ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.462.

⁷² LUEHRMAN, Timothy A. What's it worth? A general manager's guide to valuation. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.132-142, may/june 1997. p.139.

desembolsos de capital, tanto para manter os ativos já existentes quanto para criar novos ativos visando ao crescimento futuro.”⁷³

Passo 2: Cálculo do Custo do Capital Próprio

Van Horne⁷⁴ define custo do capital próprio como sendo a “taxa mínima de retorno a ser obtida pela empresa na parcela financiada mediante capital próprio, em um dado projeto, para manter constante o preço de mercado da ação”. Em outras palavras, é o custo do patrimônio líquido, representado pela taxa de retorno que os investidores exigem para realizar investimentos na empresa.

Segundo Damodaran,⁷⁵ há mais de uma abordagem, que pode ser usada para estimar o custo do patrimônio líquido. Uma delas é através da utilização de modelos que levam em conta os riscos envolvidos e os retornos esperados, e outra poderia ser pela aplicação de um modelo de crescimento de dividendos. Explica que há dois modelos gerais para risco e retorno: o Capital Asset Price Model (CAPM) e o Arbitrage Pricing Model (APM). Em relação ao modelo de crescimento de dividendos cita o Modelo de Crescimento de Gordon.

a) Modelo de risco e retorno

O modelo de formação de preços de ativos de capital (CAPM), segundo Gitman⁷⁶, equivale ao retorno de um instrumento financeiro livre de risco, somado ao risco sistemático da empresa, multiplicado pelo prêmio de mercado. O risco sistemático, também chamado de risco não-diversificável, se refere a fatores de mercado que afetam todas as empresas, independentemente da diversificação. O prêmio pelo risco de

⁷³ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.273.

⁷⁴ VAN HORNE, James C. **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 2 v. p. 73.

⁷⁵ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.59.

⁷⁶ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.221 e 225.

mercado “representa o prêmio que o investidor deve receber por tomar um montante médio de risco associado com a manutenção da carteira de ativos de mercado”.

O modelo do CAPM parte do pressuposto que o custo de oportunidade do capital próprio é igual ao retorno de um título sem risco, mais o risco sistemático (beta), multiplicado pelo preço de mercado do risco. A equação do custo de capital próprio pelo modelo do CAPM é a seguinte:⁷⁷

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f](beta)$$

Onde: k_s é o custo do capital próprio.

r_f é a taxa de retorno livre de risco.

$E(r_m)$ é a taxa de retorno esperada sobre a carteira de ativos de mercado.

$E(r_m) - r_f$ é o prêmio pelo risco de mercado.

$(beta)$ é o risco sistemático do capital próprio.

Damodaran⁷⁸ sugere um modelo alternativo ao CAPM, o Arbitrage Pricing Model (APM). Assim como no CAPM, no APM os investidores são recompensados por assumir riscos não-diversificáveis, mas a medida do risco não diversificável não é necessariamente um único fator, pode decorrer de vários fatores. “O número e a identidade dos fatores são determinados pelos dados sobre retornos históricos.”

Pelo modelo do APM, de acordo com Copeland, Koller e Murrin,⁷⁹ o custo do capital próprio é definido como segue:

$$k_s = r_f + [E(F_1) - r_f]beta_1 + [E(F_2) - r_f]beta_2 + \dots + [E(F_k) - r_f]beta_k$$

Onde: $E(F_k)$ é a taxa de retorno esperada em um portfólio que simula o fator K^{th} e é independente de todos os outros.

$beta_k$ é a sensibilidade do retorno do ativo ao fator K^{th} .

⁷⁷ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.258.

⁷⁸ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.41-42.

O APM considera várias medidas de risco sistemático. Cada beta mede a sensibilidade do retorno da ação da empresa a um específico fator na economia (K^{th}).

b) Modelo de crescimento de dividendos

Segundo Mathur,⁸⁰ as empresas têm duas fontes de capital próprio: podem reter lucros e podem levantar recursos próprios, emitindo novas ações.

Para Archer e D'ambrosio,⁸¹ o cálculo do custo da retenção de lucros está associado ao custo de oportunidade de investimentos não aproveitados pelos acionistas, em virtude da não distribuição dos lucros obtidos pela empresa.

Partindo do pressuposto que a renda obtida pelos sócios é reinvestida em ações da própria empresa, Mathur⁸² sugere que para o cálculo do custo do capital próprio gerado internamente seja utilizado o modelo de avaliação com base no crescimento constante dos dividendos.

Gitman⁸³ esclarece que o modelo de crescimento dos dividendos, também chamado de Modelo de Crescimento de Gordon, “se baseia na premissa de que o valor da ação é igual ao valor presente do fluxo de todos os dividendos futuros que se espera da mesma durante um horizonte infinito de tempo.” Assim, o custo do capital próprio gerado internamente é obtido pela seguinte expressão:

$$k_s = \frac{D_1}{P_0} + g$$

Onde: k_s ou k_{int} é a taxa de retorno exigida pelos acionistas.

P_0 é o preço corrente da ação ordinária.

⁷⁹ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.266.

⁸⁰ MATHUR, Iqbal. **Introdução à administração financeira: a decisão de financiamento**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1985. 2 v. p. 217.

⁸¹ ARCHER, Stephen H., D'AMBROSIO, E. Charles A. **Administração financeira: teoria e aplicação**. São Paulo: Atlas, 1971. p.348.

⁸² MATHUR, Iqbal. **Introdução à administração financeira: a decisão de financiamento**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1985. 2 v. p.217.

⁸³ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.391.

D_1 é o dividendo por ação esperado no final do ano 1.

g é a taxa anual de crescimento constante dos dividendos.

De acordo com Weston e Brigham,⁸⁴ o custo do capital próprio externo é maior do que o custo gerado internamente, uma vez que aqueles envolvem custos de emissão, e estes não. A fórmula a ser aplicada para encontrar o custo do capital próprio externo é definida a seguir:

$$k_e = \frac{D_1}{P_0(1-F)} + g = \frac{D_1}{P_n} + g$$

Onde: k_e ou k_{ext} é o custo do capital próprio externo.

P_0 é o preço atual da ação.

D_1 é o dividendo por ação esperado no final do ano 1.

g é a taxa de crescimento esperada.

F é o custo percentual de venda da emissão.

$P_0(1-F)$ é igual a P_n e representa o preço líquido recebido pela empresa.

Segundo Mathur,⁸⁵ o custo do capital próprio para empresas de crescimento rápido também pode ser calculado. Partindo do pressuposto que a empresa apresenta crescimento rápido nos primeiros anos e a partir daí, crescimento normal, a equação do custo do capital próprio é dada pela seguinte fórmula:

$$P_0 = \sum_{t=1}^m \frac{D_t}{(1+k)^t} + \frac{P_m}{(1+k)^m}, \text{ onde } P_m = \frac{D_{m+1}}{k_m - g_m}$$

Onde: P_0 é o preço atual da ação.

D_t são os dividendos esperados por ação no ano t .

k é a taxa exigida de retorno no período de alto crescimento.

⁸⁴ WESTON, J. Fred; BRIGHAM, Eugene F. **Administração financeira de empresas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Interamericana, 1979. p.399-400.

⁸⁵ MATHUR, Iqbal. **Introdução à administração financeira: a decisão de financiamento**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1985. 2 v. p.218.

P_m é o preço ao final do ano m .

k_m é a taxa exigida de retorno no estado de equilíbrio.

g_m é a taxa de crescimento perpétua após o ano m .

Mathur⁸⁶ esclarece que a primeira parcela da equação “representa a soma do valor presente dos dividendos recebidos durante o período de rápido crescimento. A segunda parcela representa o valor presente do preço da ação no final do período de crescimento rápido.”

Copeland, Koller e Murrin⁸⁷ recomendam o uso dos modelos CAPM ou APM para o cálculo do custo de oportunidade do capital próprio. Explicam que ambos os modelos têm problemas quando da sua aplicação, mas estão teoricamente corretos, principalmente porque contemplam o risco envolvido no negócio. Ao contrário do modelo de crescimento de Gordon, que não faz esta consideração, gerando resultados incorretos.

Passo 3: Avaliação

A avaliação do método do Custo ao Capital Próprio, conforme Ross, Westerfield e Jaffe,⁸⁸ é feita através do cálculo do valor presente do fluxo de caixa ao acionista da empresa em análise.

Luehrman⁸⁹ afirma que a aplicação deste método é um modo direto de avaliar o lucro da empresa. Diz que uma análise do fluxo ao capital próprio mostra como as mudanças na estrutura de capital da empresa afetam o fluxo monetário e o risco do negócio para os acionistas, ano a ano.

⁸⁶ MATHUR, Iqbal. **Introdução à administração financeira: a decisão de financiamento**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1985. 2 v. p.218.

⁸⁷ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.257.

⁸⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.458 e 462.

⁸⁹ LUEHRMAN, Timothy A. What's it worth? A general manager's guide to valuation. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.132-142, may/june 1997. p.139-140.

2.4. Custo Médio Ponderado de Capital

Neste item serão apresentados os aspectos teóricos que servem de base para a aplicação do método Custo Médio Ponderado de Capital (Weighted Average Cost of Capital - WACC) na avaliação de empresas.

2.4.1. Definição

O WACC é um modelo de avaliação de projetos e empresas, no qual se especifica o valor dos fluxos monetários alavancados em termos de um único valor presente que reflete os efeitos combinados das decisões de investimento e de financiamento.⁹⁰

Segundo Taggart Jr,⁹¹ o WACC é também chamado de método da Taxa de Desconto Ajustada (ADR), é assim denominado porque desconta os fluxos monetários operacionais esperados a uma taxa que reflete a combinação dos recursos de financiamento, capitais próprios e capitais de terceiros.

Para Luehrman,⁹² o método do Custo Médio Ponderado de Capital é exatamente o que o próprio nome diz, uma média ponderada dos custos de diferentes fontes de capital, no qual a ponderação é feita pela fração da estrutura de capital que representa.

2.4.2. Forma de cálculo

Miles e Ezzell⁹³ expõem que o método é operacionalizado descontando-se os fluxos monetários de uma empresa não alavancada, a uma taxa que corresponda a média

⁹⁰ MILES, James A.; EZZELL, John R. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington, v. 15, n.º 3, p.719-730, september/1980. p.719.

⁹¹ TAGGART Jr, Roberto A. Consistent valuation and cost of capital expression with corporate and personal taxes. *Financial Management*, Flórida, v. 20, n.º 3, p.8-20, autumn/1991. p.9.

⁹² LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. *Harvard Business Review*, Boston, v. 75, n.º 3, p.145-154, may/june 1997. p.153.

⁹³ MILES, James A., EZZELL, John R. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. *Journal of Financial and Quantitative Analysis*, Washington, v. 15, n.º 3, p.719-730, september/1980. p.719-720.

ponderada dos custos, da dívida e do capital próprio das empresas, depois da incidência de impostos.

Segundo Van Horne,⁹⁴ uma empresa está alavancada financeiramente quando o emprego de um ativo ou de recursos, pelos quais a empresa paga um custo ou um retorno fixo, gera receitas maiores do que os custos incorridos.

Neste sentido, Martins e Assaf Neto⁹⁵ afirmam que a alavancagem financeira é o efeito positivo decorrente do fato de tomar recursos de terceiros a um determinado custo, aplicando-os em ativos a uma outra taxa.

Pelo WACC, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe,⁹⁶ o fluxo de caixa aos acionistas de uma empresa sem dívida é descontado uma única vez a uma taxa de desconto ajustada para conter todos os custos e benefícios de uma determinada estrutura de capital. O valor da empresa ou do projeto é definido pela seguinte fórmula:

$$WACC = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{UCF_t}{(1+r_{WACC})^t}$$

Onde: UCF_t é o fluxo de caixa na data t, aos acionistas de uma empresa sem dívidas.

r_{WACC} é o custo médio ponderado de capital.

Luehrman⁹⁷ explica que o WACC é calculado basicamente da seguinte forma: primeiro são previstos os fluxos monetários empresariais, como receitas, despesas e novos investimentos, excluindo deliberadamente os fluxos monetários associados com o programa de financiamento (juros e principal) e dividendos; segundo, ajustando a taxa de desconto, de forma que esta inclua qualquer valor criado ou destruído pelo programa de financiamento.

⁹⁴ VAN HORNE, James C. **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 2 v. p.552.

⁹⁵ MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986. p.205.

⁹⁶ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.459-462.

⁹⁷ LUEHRMAN, Timothy A. What's it worth? a general manager's guide to valuation. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.132-142, may/june 1997. p.134.

Passo 1: Previsão do fluxo de caixa

Segundo Ross, Westerfield e Jaffe,⁹⁸ o fluxo a ser adotado é o fluxo de caixa aos acionistas de uma empresa sem dívidas. Damodaran⁹⁹ explica que o fluxo de caixa líquido do acionista é “o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário à manutenção da taxa de crescimento dos fluxos de caixa projetados.”

Adaptando esse conceito ao método em estudo, o fluxo de caixa projetado não contemplará o pagamento de juros e principal, já que o fluxo aqui foi considerado para uma empresa sem dívidas.

Passo 2: Cálculo da taxa de desconto

Van Horne¹⁰⁰ afirma que, em decorrência da existência de custos individuais para as dívidas e para o capital próprio, há a necessidade de misturá-los. Dessa forma, o custo de capital é expresso como segue:

$$WACC = \left(\begin{array}{c} \text{Proporção} \\ \text{de Dívida} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{Custo da} \\ \text{Dívida} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{Proporção de} \\ \text{Capital Próprio} \end{array} \right) \left(\begin{array}{c} \text{Custo do} \\ \text{Capital} \end{array} \right)$$

Para Copeland, Koller e Murrin,¹⁰¹ o custo médio ponderado de capital é a taxa de desconto usada para converter o fluxo de caixa esperado em valor presente para todos os investidores. Explicam que a taxa de desconto apropriada é aquela que inclui o custo de todas as fontes de capital empregadas para financiar o empreendimento. Recomendam a seguinte fórmula para o cálculo do WACC:

⁹⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.462.

⁹⁹ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p. 123.

¹⁰⁰ VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992. p.217.

¹⁰¹ COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995. p.239-241.

$$WACC = k_b \frac{B}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{S}{V}$$

Onde: $WACC$ é o custo médio ponderado de capital.

k_b é a taxa de rendimento esperada pelo mercado, é o custo das dívidas.

B é o valor de mercado das dívidas que compõe a estrutura de financiamento da empresa.

V é o valor de mercado da empresa avaliada ($V = B + P + S$).

k_p é o custo das ações preferenciais não conversíveis depois do imposto incidente na empresa.

P é o valor de mercado das ações preferenciais.

k_s é o custo de oportunidade do capital próprio, determinado pelo mercado.

S é o valor de mercado do capital próprio.

Damodaran¹⁰² resume a fórmula exposta, definindo o custo do capital como “a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida, patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras.”

Há três modalidades de custos incorridos por uma empresa para a obtenção de recursos, consistem do custo da dívida, custo das ações preferenciais e custo do capital próprio.

a) Custo da dívida

O custo bruto da dívida, conforme Falcini,¹⁰³ pode ser calculado obtendo-se uma taxa ponderada dos custos dos diversos contratos de empréstimos em aberto, inclusive

¹⁰² DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.77.

¹⁰³ FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.88.

debêntures, tanto os de curto como de longo prazo, com base nas taxas de mercado vigente para os mesmos. Para ele a taxa de custo de mercado do financiamento por títulos de dívida, para empresas alavancadas, também pode ser determinada através da seguinte fórmula:

$$Kd_t = \frac{rD_t}{B_t} : \text{a um nível de alavancagem financeira } x_t$$

onde: Kd_t é a taxa de custo de mercado do financiamento por títulos de dívida.
 rD_t é a remuneração bruta efetivamente paga, a qualquer título, aos financiadores por títulos de dívida, no período t.
 B_t é o total dos financiamentos por títulos de dívida.
 x_t é o índice de alavancagem financeira.

O índice ou o grau de alavancagem financeira é definido por Matarazzo¹⁰⁴ como a medida numérica da alavancagem financeira, isto é, quanto a empresa consegue aumentar o lucro líquido através da estrutura de financiamento.

Gitman¹⁰⁵ define o custo específico de cada fonte de financiamento como “o custo de obtenção dos fundos hoje, após o imposto de renda, e não o custo histórico, baseado na estrutura de financiamento atual da empresa.” O custo deve ser calculado após o imposto de renda quando os juros incidentes sobre o débito são dedutíveis do imposto. Em vista disso, o custo da dívida após o imposto é dado pela equação:

$$k_i = k_d \times (1 - T)$$

onde: k_i é o custo da dívida após o imposto de renda.
 k_d é o custo da dívida antes do imposto de renda.
 T é a taxa dos impostos incidentes sobre a empresa.

¹⁰⁴ MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.404.

¹⁰⁵ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.389.

Dessa forma, o custo da dívida, que é a taxa de retorno sobre o endividamento, deve ser considerada líquida dos impostos.

Falcini¹⁰⁶ lembra ainda que o custo de capital é um conceito de longo prazo, por isso a determinação de k_d deve ser norteadas pelas expectativas de longo prazo e não somente pelas condições atuais da empresa.

b) Custo das ações preferenciais

A Lei n.º 6.404¹⁰⁷ apresenta algumas diferenças bastante significativas entre as ações preferenciais e as ações ordinárias. Dentre outras diferenças, vale ressaltar que, no Brasil, as ações preferenciais têm prioridade na distribuição de dividendos e no reembolso do capital.

Por isso Gitman¹⁰⁸ considera as ações preferenciais como “um tipo de participação especial do proprietário na empresa.” Explica que o custo da ação preferencial é obtido dividindo-se o pagamento de dividendos anuais preferenciais pela soma de dinheiro a ser recebida, livre de quaisquer despesas de emissão e venda. Assim, o custo da ação preferencial em termos de dividendos é dado pela seguinte fórmula:

$$k_p = \frac{D_p}{N_p}$$

onde: k_p é o custo da ação preferencial.

D_p são os dividendos anuais em unidades monetárias.

N_p são os recebimentos líquidos da venda da ação.

Gitman¹⁰⁹ ressalta que, como “os dividendos são pagos com os fluxos de caixa da empresa após o imposto de renda, nenhum ajuste devido aos impostos se faz necessário.”

¹⁰⁶ FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.89.

¹⁰⁷ BRASIL, Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

¹⁰⁸ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.390.

¹⁰⁹ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.

Damodaran¹¹⁰ salienta que, para o investidor, “em termos de risco, as ações preferenciais são mais seguras do que as ordinárias, porém mais arriscadas do que a dívida.” Consequentemente, o custo das ações preferenciais deverá ser mais elevado do que o custo da dívida, e menor do que o custo do capital próprio.

c) Custo do capital próprio

O custo do capital próprio pode ser calculado pela aplicação de um modelo de risco e retorno ou um modelo de crescimento de dividendos, conforme evidenciado no item 2.3.2. deste trabalho.

2.5. Valor Presente Ajustado

Neste item apresenta-se os aspectos teóricos que servem de base para a aplicação do método Valor Presente Ajustado (Adjusted Present Value - APV) na avaliação de empresas.

2.5.1. Definição

O método do Valor Presente Ajustado (APV) é uma regra teórica geral que abrange o método do Custo Médio Ponderado de Capital (WACC) como um subcaso.¹¹¹

O APV foi primeiramente proposto por Stewart C. Myers¹¹², o qual refere que o termo valor presente ajustado é usado porque o valor presente dos fluxos monetários das atividades operacionais da empresa é ajustado pelos efeitos colaterais dos investimentos e opções de financiamento.

p.390.

¹¹⁰ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.79.

¹¹¹ VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992. p.221.

¹¹² MYERS, Stewart C. Interactions of corporate financing and investment decisions - implications for capital budgeting. **The Journal of Finance**, New York, v. 29, n.º 1, p.1-25, march/1974. p.4.

Luehrman¹¹³ explica que o método parte do princípio da criação de valor. Expõe que é correto dividir um projeto em porções, avaliar cada uma delas separadamente para então somá-las. Assim, pode-se averiguar quanto de valor, decorrente de cada uma das iniciativas planejadas no projeto, é criado para a empresa.

2.5.2. Forma de cálculo

O método considera que o valor de uma empresa com dívidas é igual ao valor de uma empresa sem dívidas, somado ao valor presente líquido dos efeitos colaterais do endividamento. O valor da empresa é considerado igual ao valor da empresa quando financiada somente com capital próprio, mais o valor dos efeitos colaterais de financiamento.¹¹⁴

Van Horne¹¹⁵ define o valor presente ajustado pela seguinte fórmula:

$$APV = \sum_{t=1}^n \frac{OC_t}{(1+K_u)^t} + \sum_{t=1}^n \frac{Int_t(T_c)}{(1+K_i)^t} - F$$

Onde: OC_t é o fluxo de caixa operacional depois do imposto no período t .

K_u é o custo de capital para empresas não alavancadas.

Int_t é o pagamento de juros da dívida no período t .

T_c é a taxa líquida real de imposto incidente sobre a empresa.

K_i é o custo de financiamento da dívida.

F é o custo de flutuação depois do imposto associado com o financiamento (dívida, capital próprio, ou ambos).

O primeiro somatório da fórmula representa o valor presente líquido dos fluxos monetários operacionais, descontados ao custo de capital não alavancado.

¹¹³ LUEHRMAN, Timothy A. What's it worth? a general manager's guide to valuation. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.132-142, may/june 1997. p.135.

¹¹⁴ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-457.

¹¹⁵ VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992. p.219.

O segundo componente da fórmula é o valor presente líquido dos efeitos das decisões de financiamento originados de qualquer dívida empregada para financiar o projeto. A taxa de desconto é o custo das dívidas. Parte da idéia que a realização dos benefícios fiscais líquidos, gerados pelo endividamento, suporta um risco comparável com o custo de capital de terceiros.

Por fim, qualquer custo de flutuação é subtraído da soma dos dois primeiros componentes da equação. Estes custos pertencem a ambas as fontes de recursos, capital de terceiros e capital próprio, sendo mais altos nesta última. Pode-se citar como exemplos de custos flutuantes os custos com advogados, impressões, taxa para emissão de títulos e ações etc.

Luehrman¹¹⁶ apresenta as etapas para uma avaliação com base no método do Valor Presente Ajustado. Diz que o primeiro passo é projetar os fluxos de caixa aos acionistas de uma empresa sem dívida. Em seguida descontam-se os fluxos de caixa, utilizando uma taxa de desconto que reflita o retorno que os investidores poderiam esperar ganhar se investissem em outro ativo com o mesmo risco. Em outras palavras, a taxa de desconto é o custo de capital para uma empresa sem dívidas. Explica que nestas duas primeiras etapas é feita a análise do caso-base. O terceiro passo é avaliar os efeitos colaterais de financiamento, tais como subsídio fiscal ao uso de capital de terceiros; custos de emissão de novos títulos; e custos de dificuldades financeiras. O passo seguinte é calcular o valor presente ajustado, somando o valor presente dos fluxos de caixa ao valor presente dos efeitos colaterais de financiamento. Por fim, no quinto passo são realizadas a análise e interpretação dos resultados, de acordo com as necessidades dos avaliadores e/ou gestores.

Na seqüência são apresentados, de forma detalhada, os passos definidos por Luehrman¹¹⁷ para a análise de uma empresa pelo método do Valor Presente Ajustado.

¹¹⁶ LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p. 145-154, may/june 1997. p.150-152.

¹¹⁷ LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p. 145-154, may/june 1997. p.150-152.

Passo 1: Projeção do fluxo de caixa

Brealey e Myers¹¹⁸ explicam que, a aplicação do APV inicia-se com a avaliação da empresa, como se ela fosse uma mini-empresa financiada exclusivamente por capitais próprios.

Assim como no WACC, o fluxo monetário a ser adotado no APV é o fluxo de caixa ao acionista, excluídas as operações associadas ao programa de financiamento da empresa.¹¹⁹

Passo 2: Desconto do fluxo de caixa

Para trazer a valor presente o fluxo de caixa dos acionistas, calculado no primeiro passo, é preciso encontrar uma taxa de desconto. Esta taxa deve refletir o retorno que os investidores poderiam esperar ganhar investindo em algum outro ativo, com o mesmo risco que o atual investimento exigiria se fosse financiado completamente com capital próprio¹²⁰.

Segundo Myers,¹²¹ a taxa de desconto utilizada para atualizar o fluxo de caixa projetado é o custo de capital de uma empresa totalmente financiada com capital próprio.

Falcini¹²² explica que o custo de capital para uma empresa não alavancada financeiramente é obtido pela aplicação da fórmula básica de custo de capital:

$$P = \frac{CMPC}{(1 - t_c \frac{B}{B + S})}$$

¹¹⁸ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992. p. 464.

¹¹⁹ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.462.

¹²⁰ LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.145-154, may/june 1997. p.150.

¹²¹ MYERS, Stewart C. Interactions of corporate financing and investment decisions - implications for capital budgeting. **The Journal of Finance**, New York, v. 29, n.º 1, p.1-25, march/1974. p.9 e 20.

¹²² FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.90.

Onde: p é o custo de capital para empresas não alavancadas.

$CMPC$ é o custo médio ponderado de capital.

t_c é a taxa líquida real de imposto incidente sobre a empresa.

B representa o financiamento por títulos de dívida.

S representa o financiamento por títulos de participação patrimonial.

Uma outra forma de calcular o custo de capital, que leva ao mesmo resultado, é por meio do retorno esperado do capital próprio em termos do nível de endividamento, expresso por Modigliani e Miller,¹²³ através da seguinte fórmula:

$$\frac{\pi^r}{S} = \rho^r + (1 - \tau)[\rho^r - r]D/S$$

Onde: $\frac{\pi^r}{S}$ é o custo de capital para empresas alavancadas.

ρ^r é o custo de capital para empresas não alavancadas.

τ é a taxa líquida real de imposto incidente sobre a empresa.

r é o custo de financiamento da dívida.

D é o valor total das dívidas.

S é o valor do capital próprio.

Passo 3: Avaliação dos efeitos colaterais de financiamento

Os efeitos derivados do endividamento são avaliados separadamente, para então seus valores atuais serem adicionados ou subtraídos do fluxo de caixa ao acionista.

a) Custos de emissão de novos títulos

Os bancos de investimento são remunerados, por participarem do processo de lançamento de títulos de dívidas de empresas junto ao público.¹²⁴

¹²³ MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, Menasha, v. 53, n.º 3, p.433-443, june/1963. p.439.

b) Custos de dificuldades financeiras

As empresas aumentam a probabilidade de dificuldades financeiras à medida que aumentam a dependência ao uso de capital de terceiros. Estas dificuldades podem dar origem a um processo formal de falência, gerando, assim, alguns custos diretamente relacionados, tais como honorários advocatícios, despesas administrativas e contábeis e participação dos peritos. As dificuldades financeiras podem também atrapalhar o relacionamento com clientes, fornecedores e investidores, gerando custos indiretos, tais como perda nas vendas, perda nos lucros e aumento nos custos financeiros.¹²⁵

c) Benefícios fiscais resultantes dos juros

Os juros cobrados nos contratos de financiamentos são custos dedutíveis para efeitos fiscais. Como consequência, o total de impostos a recolher é diminuído.¹²⁶

d) Financiamentos especiais

Há possibilidade de financiamentos bonificados, em virtude da natureza do projeto. “As oportunidades especiais de financiamento estão relacionadas com a aceitação do projecto.”¹²⁷

Ross, Westerfield e Jaffe¹²⁸ acrescentam que, embora todos os efeitos colaterais sejam importantes, na prática, a dedução dos juros para fins de apuração do lucro tributável é certamente o efeito colateral que representa o maior volume monetário.

¹²⁴ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.456.

¹²⁵ ALTMAN, Edward I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. *The Journal of Finance*, New York, v. 39, n.º 4, p.1067-1089, september/1984. p.1067.

¹²⁶ MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. *American Economic Review*, Menasha, v. 53, n.º 3, p.433-443, june/1963. p.434.

¹²⁷ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Princípios de finanças empresariais*. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992. p.481.

¹²⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.456.

Passo 4: Cálculo do valor presente ajustado

No enfoque do APV, o valor da empresa é calculado, basicamente, pela separação de dois componentes: fluxos monetários operacionais não alavancados e efeitos colaterais do endividamento. O método não se propõe a captar todos os efeitos colaterais num único cálculo, e sim uma série de cálculos do valor atual.

Segundo Van Horne,¹²⁹ estes componentes são estimados de forma que:

$$APV = \left(\begin{array}{c} \text{Valor Não} \\ \text{Alavancado} \end{array} \right) + \left(\begin{array}{c} \text{Efeitos} \\ \text{Colaterais} \end{array} \right)$$

Assim, conforme Miles e Ezzell,¹³⁰ o valor presente ajustado de uma empresa com dívida é encontrado pela soma do valor presente de dois itens: um representa os efeitos das decisões de investimento e o outro engloba os efeitos das decisões de financiamento.

Passo 5: Análise e interpretação dos resultados

Após encontrado o valor da empresa é feita a análise dos resultados de acordo com as necessidades dos administradores e/ou gestores.

Luehrman¹³¹ propõe o uso do APV para várias análises. Sugere que primeiramente o fluxo de caixa do caso-base seja desmembrado em tantos fluxos quantos forem as iniciativas de criação de valor para a empresa. Numa segunda etapa, é analisado cada fluxo monetário referente a cada efeito colateral de financiamento. A análise ainda poderia ser ampliada com o exame de cenários diferentes para cada iniciativa de investimento e de financiamento.

¹²⁹ VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992. p.219.

¹³⁰ MILES, James A.; EZZELL, John R. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 15, n.º 3, p.719-730, september/1980. p.719.

¹³¹ LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.145-154, may/june 1997. p.152.

Dessa forma, quaisquer resultados decorrentes de manobras financeiras ou decisões de investimento podem ser vistos, repensados, ampliados ou mantidos, já que seus reflexos no valor da empresa podem ser mensurados.

De acordo com Brealey e Myers,¹³² calcular o APV não é matematicamente difícil. Entretanto, “explicitar e avaliar os efeitos derivados do financiamento do projecto exige uma certa sofisticação financeira.” Por isso propõem uma alternativa de cálculo, onde a taxa de desconto do fluxo de caixa é ajustada de tal forma que o valor atual líquido da empresa é calculado uma única vez. Diferente do procedimento adotado anteriormente, onde este valor é calculado duas ou mais vezes, dependendo das operações da empresa em análise.

Brealey e Myers¹³³ chamam esta taxa de desconto de custo do capital ajustado. Explicam que esta taxa de atualização reflete o custo de oportunidade do capital e também os efeitos colaterais de financiamento. Enfatizam que não existe um método simples e genericamente aplicável para o cálculo desta taxa de desconto ajustada. Contudo, há algumas fórmulas que poderiam ser aplicadas.

Considerando que o montante de endividamento da empresa variará com seu valor futuro, Miles e Ezzell¹³⁴ deduziram uma fórmula para obter o valor de uma taxa de desconto ajustada que reflete os efeitos das decisões de investimento e financiamento:

$$\rho^* = \rho_0 - \tau L \left(\frac{1 + \rho_0}{1 + r} \right)$$

Onde: ρ^* é o custo ajustado do capital.

ρ_0 é o custo de oportunidade do capital.

τ é a taxa líquida real de imposto incidente sobre a empresa.

r é o custo de financiamento da dívida.

L é a relação de endividamento da empresa.

¹³² BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992. p.467.

¹³³ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992. p.467 e 469.

¹³⁴ MILES, James A.; EZZELL, John R. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 15,

Para os casos em que o total do endividamento que a empresa pode ou quer contrair para o desenvolvimento de suas atividades seja fixo, Modigliani e Miller¹³⁵ sugerem uma outra fórmula para o cálculo do custo ajustado do capital:

$$r^* = r(1 - T_c L)$$

Onde: r^* é o custo ajustado do capital.

r é o custo de oportunidade do capital.

T_c é a taxa líquida real de imposto incidente sobre a empresa.

L é a relação de endividamento da empresa.

Brealey e Myers¹³⁶ comentam que a premissa de Miles e Ezzell é teoricamente mais atrativa do que a de Modigliani e Miller. Entretanto, “não é corrente as empresas emitirem ou liquidarem empréstimos sempre que o valor das suas ações sobe ou desce. Desta forma, a verdade pode estar em algum ponto intermediário.” Acrescentam ainda que, uma simplificação de ambas as fórmulas pressupõe que o único efeito colateral de financiamento que afeta o valor da empresa constitui-se dos benefícios fiscais resultantes dos juros.

Outro modo de resolver esta questão seria calcular separadamente o valor de outros efeitos derivados do financiamento, para então somá-los ao valor atual ajustado, calculado de acordo com as fórmulas expostas. Assim, fórmulas mais complexas poderiam ser estudadas.

n.º 3, p.719-730, september/1980. p.726.

¹³⁵ MODIGLIANI, Franco, MILLER, Merton H. Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry: 1954-1957. *American Economic Review*, Menasha, v. 56, p.333-391, june/1963. p.343.

¹³⁶ BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. *Princípios de finanças empresariais*. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992. p.470.

3. METODOLOGIA

Este capítulo contempla o método aplicado à presente investigação. Lakatos e Marconi¹³⁷ definem método como “o conjunto das atividades sistemáticas e racionais que, com maior segurança e economia, permite alcançar o objetivo - conhecimentos válidos e verdadeiros -, traçando o caminho a ser seguido, detectando erros e auxiliando as decisões do cientista.”

Assim, neste capítulo apresenta-se a forma como a pesquisa foi desenvolvida, isto é, o delineamento da pesquisa. Primeiramente evidencia-se as perguntas que conduziram a pesquisa. Na seqüência contempla-se a tipologia da pesquisa, bem como a descrição da população e amostra, instrumentos de pesquisa, coleta dos dados, tratamento e análise dos dados e limitações da pesquisa.

3.1. Perguntas de pesquisa

A investigação do problema formulado nesta pesquisa foi conduzida pelas seguintes perguntas:

- a) Quais são as características dos métodos Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado?
- b) Como proceder na utilização de cada método para avaliar uma empresa ?
- c) Como calcular o valor da empresa utilizando esses métodos ?
- d) Quais as semelhanças e diferenças existentes na utilização desses métodos ?
- e) O resultado é idêntico na aplicação desses três métodos na avaliação de uma empresa em funcionamento que usa capital de terceiros ?

¹³⁷ LAKATOS, Eva Maria, MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991. p.40.

3.2. Tipologia da pesquisa

Gil¹³⁸ enfatiza que cada pesquisa possui um delineamento próprio, o qual é estabelecido em virtude de diversos fatores: objeto da investigação, dificuldade na obtenção dos dados, nível de precisão exigido da pesquisa e recursos financeiros do pesquisador.

Kerlinger¹³⁹ define delineamento de pesquisa como o plano e a estrutura da investigação, concebidos de forma a obter respostas para as perguntas da pesquisa.

O presente estudo caracteriza-se como uma pesquisa quantitativo-descritiva, cujo objetivo é a mensuração de uma série de variáveis específicas a fim de responder a questões propostas neste estudo. Segundo Tripodi, Fellin e Meyer,¹⁴⁰ esse sistema de classificação baseia-se na conclusão de que estudos de pesquisa devem ser categorizados em termos de seus principais propósitos na procura de conhecimento e também em termos dos vários tipos de métodos empíricos empregados para o alcance de tais propósitos. Explicam que “a categoria de estudos quantitativo-descritivo assemelha-se à de estudos experimentais em que ambas buscam descrições quantitativas entre as variáveis especificadas”.

Em relação ao modo de investigação, isto é, ao método, definido por Lakatos e Marconi¹⁴¹ como a etapa mais concreta da investigação, a pesquisa consiste de um estudo comparativo. Além deste procedimento, citam vários outros que poderiam ser utilizados numa pesquisa: histórico, monográfico, estatístico, tipológico, funcionalista e estruturalista. A escolha de um deles, ou seu uso concomitante, depende do objeto da pesquisa, do estado de conhecimento e das eventualidades que cercam sua realização.

Bruyne, Herman e Schoutheete¹⁴² ressaltam que o interesse dos estudos comparativos reside na evidenciação de regularidade ou de contrastes entre as organizações e suas variáveis, cujas semelhanças e diferenças são analisadas. Explicam

¹³⁸ GIL, Antônio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994. p.71.

¹³⁹ KERLINGER, Fred Nichols. *Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual*. São Paulo: EPU: Ed. da Universidade de São Paulo, 1980. p.94.

¹⁴⁰ TRIPODI, Tony, FELLIN, Phillip, MEYER, Henry. *Análise da pesquisa social: diretrizes para o uso de pesquisa em serviço social e ciências sociais*. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1981. p.35.

¹⁴¹ LAKATOS, Eva Maria, MARCONI, Marina de Andrade. *Metodologia científica*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991. p.81.

que “a análise comparativa está centrada na realidade concreta e complexa das organizações”, uma vez que este tipo de estudo permite observar as relações entre um grande número de variáveis.

Por fim, cabe ressaltar ainda que o plano de pesquisa caracteriza-se pelo corte transversal. Richardson¹⁴³ explica que neste tipo de plano “os dados são coletados em um ponto no tempo, com base em uma amostra selecionada para descrever uma população nesse determinado momento”.

3.3. População e amostra

De acordo com Selltiz et al.,¹⁴⁴ universo ou população “é a reunião de todos os casos que se conformam a algum conjunto indicado de especificações”. Assim, pelas especificações de ‘empresas’ e ‘com dívidas’, a população deste estudo é formada pelas empresas que possuem dívidas.

No entanto, a observação pormenorizada e completa de um fenômeno envolve uma massa tão grande de dados, que sua análise seria em alguns casos lenta e em outros, praticamente impossível. Por isso faz-se necessário trabalhar com uma parte dos elementos que compõem o grupo em estudo.

Selltiz et al.¹⁴⁵ afirmam que, denomina-se amostra o grupo de elementos selecionados com a intenção de descobrir algo a respeito da população de que fazem parte. Segundo Richardson,¹⁴⁶ “existem três tipos fundamentais de amostras: acidental; intencional ou de seleção racional; probabilística, aleatória ou ao acaso”.

Devido a dificuldade de acesso às informações necessárias, a pesquisa contempla apenas um elemento da população. Dessa forma, a escolha deste elemento deu-se

¹⁴² BRUYNE, Paul de, HERMAN, Jacques, SCHOUTHEETE, Marc de. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os polos da prática metodológica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1977. p.228.

¹⁴³ RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1985. p.93.

¹⁴⁴ SELLTIZ, Claire et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1965. p.570.

¹⁴⁵ SELLTIZ, Claire et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1965. p.572.

¹⁴⁶ RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social: métodos e técnicas**. São Paulo: Atlas, 1985. p. 106.

principalmente pela disposição em fornecer as informações indispensáveis para a concretização dos objetivos propostos neste trabalho.

A empresa estudada é a Portobello S.A., com sede na Rodovia BR 101 – Km 163, no município de Tijucas – SC. Sua atividade principal é a produção e comercialização de revestimentos cerâmicos.

3.4. Instrumentos de pesquisa

Foram utilizadas neste estudo fontes de dados primárias e secundárias. Em relação às fontes primárias, Richardson¹⁴⁷ diz que são aquelas que tiveram “uma relação física direta com os fatos analisados, existindo um relato ou registro da experiência vivenciada”. Explica que as fontes podem ser de dois tipos: a fonte primária animada onde uma pessoa relata um fato ou acontecimento de que tenha participado; e a fonte primária inanimada, a qual refere-se a objetos físicos e material escrito que reproduzem registros diretos de um acontecimento.

Como fonte primária foi utilizada a do tipo animada. Os dados foram obtidos através de uma entrevista por pautas. Este tipo de entrevista é guiado por uma relação de pontos de interesse que o entrevistador vai explorando ao longo do seu curso, o entrevistado fala livremente à medida que se refere às pautas assinaladas.¹⁴⁸

As pautas foram previamente definidas pelo pesquisador, buscando atender aos objetivos da pesquisa. No Anexo 1 elas estão ordenadas da forma como foram conduzidas na entrevista.

No que se refere às fontes secundárias, Richardson¹⁴⁹ define-as como aquelas “que não tem uma relação direta com o acontecimento registrado, senão através de algum elemento intermediário.”

No trabalho foram utilizadas as seguintes fontes secundárias: relatórios da administração, demonstrações financeiras, relatórios contábeis e gerenciais.

¹⁴⁷ RICHARDSON, Roberto Jarry. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 1985. p.206-207.

¹⁴⁸ GIL, Antônio Carlos. *Métodos e técnicas de pesquisa social*. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994. p.117.

¹⁴⁹ RICHARDSON, Roberto Jarry. *Pesquisa social: métodos e técnicas*. São Paulo: Atlas, 1985. p.207.

3.5. Coleta de dados

A coleta dos dados foi realizada pela própria autora do trabalho. Os dados primários foram obtidos por meio de entrevista junto ao gerente de controladoria da empresa em estudo.

A entrevista foi guiada com base em um roteiro básico, composto por pautas previamente definidas. Esta foi realizada na própria empresa e as informações obtidas foram transcritas no momento de sua realização.

Os dados secundários foram obtidos através de relatórios e demonstrações elaboradas por funcionários da empresa, e também por meio de consulta a periódicos e páginas da internet que continham material relacionado ao tema.

O período de coleta ocorreu em janeiro e fevereiro do ano 2000. Numa primeira etapa obteve-se as informações necessárias para as projeções do fluxo de caixa. Posteriormente, na aplicação dos métodos de avaliação, os dados foram coletados de acordo com a necessidade de complementação das informações obtidas na primeira etapa.

3.6. Tratamento e análise dos dados

Os dados coletados, tanto os de fonte primária como os de fonte secundária, foram tratados descritivamente, resumidos e apresentados em forma de tabelas e figuras. Segundo Barbetta,¹⁵⁰ a estatística descritiva tem como objetivo básico “introduzir técnicas que permitam organizar, resumir e apresentar os dados, de tal forma que possamos interpretá-los à luz dos objetivos da pesquisa.”

Na projeção dos fluxos de caixa, os dados quantitativos e qualitativos foram analisados conjuntamente, utilizando-se as medidas estatísticas que melhor se adequaram à base de dados disponível. No cálculo do valor da empresa, os dados quantitativos

¹⁵⁰ BARBETTA, Pedro Alberto. *Estatística aplicada às ciências sociais*. 2. ed. Florianópolis: Ed. da UFSC, 1998. p.65.

foram analisados através das fórmulas preconizadas em cada um dos três métodos de avaliação.

3.7. Limitações da pesquisa

Faz-se necessário ressaltar algumas limitações desta pesquisa, ainda que os procedimentos de coleta, tratamento e análise dos dados estejam revestidos de todo rigor exigido para a validação de uma investigação científica.

A pesquisa consiste em um estudo comparativo de três métodos de avaliação de empresas, aplicados numa única organização. Apesar da análise dos métodos ter uma abordagem ampla das variáveis consideradas para a empresa em estudo, as conclusões não permitem generalizações às organizações de uma maneira geral. Ficam restritas à empresa e situações consideradas como premissas básicas para a projeção dos fluxos de caixa.

Ressalte-se que essas limitações não invalidam o trabalho. Ao contrário, seus resultados podem servir como referencial para novas pesquisas sobre o assunto.

4. APRESENTAÇÃO E DISCUSSÃO DOS RESULTADOS

Este capítulo contempla a descrição detalhada da aplicação dos três métodos de avaliação em estudo na empresa Portobello S.A. Com vistas à uma melhor evidenciação dos procedimentos adotados, o capítulo está dividido em cinco seções.

Na primeira seção são abordados os aspectos que envolvem o processo de cálculo e projeção do fluxo de caixa. Nas três seções seguintes encontra-se detalhado o cálculo dos métodos de avaliação de empresas Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado. Na última seção é feita a comparação entre os três métodos.

4.1. Estimação do fluxo de caixa

Antes de projetar o fluxo de caixa deve-se fazer uma análise histórica do desempenho da empresa, além de uma previsão do seu desempenho futuro.

4.1.1. Análise histórica do desempenho da empresa

A análise histórica do desempenho da empresa constituiu-se de quatro etapas: primeiramente apresentou-se um breve histórico da empresa em análise; em seguida realizou-se a padronização das demonstrações contábeis, colocando-as em moeda de 31 de dezembro de 1998; na seqüência, com vistas à projeção do fluxo de caixa, fez-se uma avaliação econômico-financeira da empresa; por último procedeu-se uma análise estrutural da indústria na qual a empresa objeto de estudo está inserida.

4.1.1.1. Histórico da empresa

A empresa Portobello S.A. está localizada na Rodovia BR 101 – Km 163, no município de Tijucas, Estado de Santa Catarina. Se dedica à produção e comercialização

de revestimentos cerâmicos e produtos complementares para aplicação no ramo de materiais de construção civil. Os produtos classificam-se, segundo sua aplicação, em piso, parede, piso/parede, mosaicos e revestimentos internos e externos.

A Companhia iniciou suas atividades produtivas em junho de 1979, passando, desde então, por sucessivos incrementos na sua capacidade instalada e com ampliações em seu portfólio de produtos. A empresa possui uma capacidade de produção instalada de 1.520.000 m²/mês e 18.240.000 m²/ano.¹⁵¹

Atualmente, a linha de produção é de aproximadamente 900 produtos, sendo que 15% das vendas são para o mercado externo. A distribuição das vendas por região é demonstrada na Tabela 1.

Tabela 1 – Distribuição das vendas por região

Mercado Interno	%	Mercado Externo	%
Sudeste	56,38	América do Sul	28
Sul	19,89	América do Norte	30
Norte/Nordeste	16,48	América Central	22
Centro-Oeste	7,25	África, Ásia, Oceania e Europa	20

Fonte: Cadastro Padrão Portobello – 1999.

A empresa investe constantemente no desenvolvimento de novos produtos e em novos equipamentos.

A cerâmica Portobello é uma sociedade anônima de capital aberto desde 1991, tendo suas ações negociadas nas Bolsas de Valores de São Paulo e do Rio de Janeiro.

4.1.1.2. Padronização das demonstrações contábeis

De acordo com Martins e Assaf Neto,¹⁵² “em contextos inflacionários, é importante que o analista desenvolva seus estudos dos principais itens patrimoniais e de resultados, baseado em suas evoluções reais, ou seja, em valores depurados da inflação.” Para tanto, é necessário que se coloque todos os valores que estão sendo analisados em moeda representativa do poder de compra em determinada data.

¹⁵¹ PORTOBELLO S.A. Cadastro padrão. Tijuca, 1999. p.6.

¹⁵² MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. *Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias*. São Paulo: Atlas, 1986. p.239.

Por causa dos níveis de inflação registrados no Brasil, a Comissão de Valores Mobiliários – CVM tornou obrigatória a elaboração e publicação de Demonstrações Contábeis Complementares em moeda constante para as companhias abertas.¹⁵³ Dessa forma minimizando os efeitos inflacionários sobre estas demonstrações.

Segundo Yoshitake e Hoji,¹⁵⁴ “a conversão de transações em real para uma moeda de poder aquisitivo constante pode ser feita com base em índices de preços, unidades de referências fiscais ou moedas estrangeiras.”

Fortuna¹⁵⁵ explica que “o Mercado Financeiro, da mesma forma que a economia brasileira, vive num emaranhado de índices e indexadores que estabelecem bases para ações e decisões e determinam valores e resultados em seus diferentes segmentos.” Cita como principais o Departamento Intersindical de Estatísticas e Estudos Sócio-Econômicos – DIEESE; Índice de Preços ao Consumidor da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas da Universidade de São Paulo – IPC-FIPE; Índice Geral de Preços – IGP-DI; Índice Geral de Preços do Mercado – IGP-M; Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC; Índice de Preços ao Consumidor Ampliado-Especial – IPCA-E; Taxa Referencial – TR; Unidade Fiscal de Referência – UFIR; Unidade Real de Valor – URV; Índice de Preços ao Consumidor - Real – IPC-R.

Matarazzo¹⁵⁶ alerta que, “além de provocar inflação com má administração, déficit público e tentativas de enganar o público com alquimias que pretensamente acabariam com a inflação, os sucessivos governos federais conseguiram deturpar a série histórica de quase todos os índices que tentam mensurar a inflação.” Coloca ainda que, cada empresa tem a sua própria inflação, podendo se diferenciar enormemente de uma para outra.

Diante dos inconvenientes no emprego de índices de inflação e unidades de referência, Matarazzo¹⁵⁷ sugere o uso de uma moeda forte, como o Dólar, para corrigir as Demonstrações Contábeis. Explica que quando as demonstrações forem publicadas

¹⁵³ FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Aprendendo contabilidade em moeda constante**. São Paulo: Atlas, 1994. p.310.

¹⁵⁴ YOSHITAKE, Mariano; HOJI, Masakazu. **Gestão de tesouraria: controle e análise de transações financeiras em moeda forte**. São Paulo: Atlas, 1997. p.64.

¹⁵⁵ FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 11. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999. p.86.

¹⁵⁶ MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.122-123.

¹⁵⁷ MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.124 e 127.

com correção integral ou em moeda de poder aquisitivo constante, “basta convertê-las em dólares pelo dólar médio entre compra e venda da data de levantamento das demonstrações”.

No Anexo 2 estão transcritos o Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício, da empresa em estudo, referentes ao período de 1994 a 1998, em moeda de poder aquisitivo constante, retirados dos Relatórios da Administração divulgados pela empresa.

As demonstrações contábeis da Portobello S.A., referentes ao período de 1994 a 1998, foram convertidas para data de 31/12/98 conforme os valores constantes da Tabela 2.

Tabela 2 – Taxa do Dólar Oficial dos Estados Unidos

Data	Dólar Compra	Dólar Venda	Dólar Médio
31/12/94	0,844	0,846	0,845
31/12/95	0,972	0,972	0,972
31/12/96	1,0387	1,0395	1,0391
31/12/97	1,1156	1,1164	1,1160
31/12/98	1,2079	1,2087	1,2083

Fonte: Agenda Tributária e Tabelas Práticas - Informare

O Balanço Patrimonial e a Demonstração do Resultado do Exercício, em moeda de 31 de dezembro de 1998, estão dispostos no Anexo 3 .

4.1.1.3. Avaliação econômico-financeira da empresa

Dispondo das demonstrações financeiras em moeda da mesma data, pode-se fazer uma avaliação do desempenho da empresa, com vistas à projeção do fluxo de caixa.

Para a avaliação econômico-financeira da empresa será utilizada, neste trabalho, a análise vertical e horizontal. Os índices apurados no Balanço Patrimonial para esta análise constam na Tabela 3.

Tabela 3 - Índices do Balanço Patrimonial para análise vertical e horizontal - em milhares de reais

ATIVO	1994			1995			1996			1997			1998		
	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV
Circulante	36.422	100%	21%	72.907	200%	32%	82.585	227%	36%	78.616	216%	37%	77.251	212%	38%
Caixa/Bancos/Aplic. Financeira	515	100%	0%	462	90%	0%	1.358	263%	1%	2.551	495%	1%	560	109%	0%
Clientes	15.361	100%	9%	36.421	237%	16%	48.083	313%	21%	44.804	292%	21%	41.580	271%	20%
Estoques	18.359	100%	11%	32.721	178%	14%	30.051	164%	13%	25.669	140%	12%	27.298	149%	13%
Outros	2.187	100%	1%	3.302	151%	1%	3.093	141%	1%	5.592	256%	3%	7.813	357%	4%
Realizável a Longo Prazo	999	100%	1%	2.922	292%	1%	3.861	386%	2%	4.404	441%	2%	6.011	602%	3%
Permanente	136.984	100%	79%	150.516	110%	66%	140.861	103%	62%	128.339	94%	61%	120.784	88%	59%
Investimentos	7.740	100%	4%	7.664	99%	3%	5.870	76%	3%	7.898	102%	4%	5.356	69%	3%
Imobilizado	121.785	100%	70%	131.158	108%	58%	121.685	100%	54%	108.185	89%	51%	101.965	84%	50%
Diferido	7.460	100%	4%	11.693	157%	5%	13.306	178%	6%	12.256	164%	6%	13.463	180%	7%
Total do Ativo	174.405	100%	100%	226.345	130%	100%	227.307	130%	100%	211.359	121%	100%	204.046	117%	100%
PASSIVO	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV
Circulante	40.080	100%	23%	57.779	144%	26%	66.169	165%	29%	48.515	121%	23%	61.080	152%	30%
Fornecedores	7.621	100%	4%	13.426	176%	6%	17.643	231%	8%	14.811	194%	7%	23.606	310%	12%
Empréstimos e Financiamentos	10.673	100%	6%	16.556	155%	7%	35.470	332%	16%	16.092	151%	8%	23.814	223%	12%
Obrigações Fiscais/Sociais/Trabalhistas	5.337	100%	3%	7.453	140%	3%	7.177	134%	3%	9.060	170%	4%	9.067	170%	4%
Outras Contas a Pagar	16.448	100%	9%	20.343	124%	9%	5.879	36%	3%	8.552	52%	4%	4.593	28%	2%
Exigível a Longo Prazo	17.084	100%	10%	37.266	218%	16%	34.406	201%	15%	40.776	239%	19%	34.737	203%	17%
Empréstimos e Financiamentos	14.772	100%	8%	28.580	193%	13%	26.667	181%	12%	34.750	235%	16%	26.153	177%	13%
Outras Contas a Pagar	2.313	100%	1%	8.686	376%	4%	7.739	335%	3%	6.026	261%	3%	8.584	371%	4%
Capital de Terceiros (PC + PELP)	57.164	100%	33%	95.045	166%	42%	100.575	176%	44%	89.291	156%	42%	95.817	168%	47%
Patrimônio Líquido	117.243	100%	67%	131.301	112%	58%	126.733	108%	56%	122.068	104%	58%	108.229	92%	53%
Capital Social/Adto p/ Aumento Capital	49.252	100%	28%	56.510	115%	25%	56.510	115%	25%	72.830	148%	34%	72.830	148%	36%
Reservas	62.413	100%	36%	62.739	101%	28%	58.719	94%	26%	34.409	55%	16%	31.602	51%	15%
Lucros/Prejuízos Acumulados	5.578	100%	3%	12.052	216%	5%	11.504	206%	5%	14.829	266%	7%	3.797	68%	2%
Total do Passivo	174.406	100%	100%	226.346	130%	100%	227.308	130%	100%	211.359	121%	100%	204.046	117%	100%

Observa-se que o ativo total da empresa cresceu 17%, de 31.12.94 a 31.12.98, em termos reais. Esse crescimento deveu-se principalmente ao Ativo Circulante que teve expansão de 112%. Já o Ativo Permanente apresentou um decréscimo de 12%. Em 1994, 21% dos recursos estavam investidos no Ativo Circulante, percentual este que aumentou para 38% em 1998. A empresa diminuiu seus investimentos em Ativo Permanente, o que resultou em uma melhoria da situação financeira da empresa.

O crescimento do Ativo Circulante foi financiado simultaneamente por Capitais de Terceiros de Curto e Longo Prazo que passaram, em 1994, respectivamente de 23% e 10% do Passivo Total para 28% e 17%, em 1998. O Patrimônio Líquido, que fornecia 67% dos recursos em 1994, caiu para 54% em 1998. Tendo o Passivo Circulante crescido menos que o Ativo Circulante, a empresa financiou parte deste último com Exigível a Longo Prazo.

Outro aspecto que se destaca é a alteração ocorrida na conta de Fornecedores. Em 1994 ela não cobria nem a metade dos estoques mantidos pela empresa. Em 1998 os fornecedores passaram a financiar quase totalmente os estoques. Essa é uma alteração favorável, pois normalmente os fornecedores representam uma fonte estável de recursos e freqüentemente mais barata.

Os índices apurados na Demonstração do Resultado do Exercício para a análise econômico-financeira da empresa, estão demonstrados na Tabela 4.

Tabela 4 - Índices da Demonstração do Resultado do Exercício para análise vertical e horizontal - em milhares de reais

	1994			1995			1996			1997			1998		
	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV	Valor	AH	AV
Receita Bruta de Vendas	165.555	100,00%	100,00%	180.404	108,97%	100,00%	212.030	128,07%	100,00%	220.595	133,25%	100,00%	210.361	127,06%	100,00%
Deduções	(33.999)	100,00%	20,54%	(41.400)	121,77%	22,95%	(48.434)	142,46%	22,84%	(51.141)	150,42%	23,18%	(49.077)	144,35%	23,33%
Receita Líquida de Vendas	131.556	100,00%	79,46%	139.004	105,66%	77,05%	163.596	124,35%	77,16%	169.454	128,81%	76,82%	161.284	122,60%	76,67%
Custo dos Produtos Vendidos	(76.082)	100,00%	45,96%	(93.377)	122,73%	51,76%	(110.638)	145,42%	52,18%	(109.421)	143,82%	49,60%	(110.845)	145,69%	52,69%
Lucro Bruto	55.475	100,00%	33,51%	45.628	82,25%	25,29%	52.958	95,46%	24,98%	60.033	108,22%	27,21%	50.439	90,92%	23,98%
Despesas Operacionais	(44.813)	100,00%	27,07%	(46.997)	104,88%	26,05%	(58.320)	130,14%	27,51%	(57.513)	128,34%	26,07%	(60.408)	134,80%	28,72%
Vendas	(29.238)	100,00%	17,66%	(30.160)	103,15%	16,72%	(37.770)	129,18%	17,81%	(37.617)	128,66%	17,05%	(36.910)	126,24%	17,55%
Gerais e Administrativas	(9.643)	100,00%	5,82%	(14.233)	147,60%	7,89%	(12.288)	127,43%	5,80%	(11.506)	119,32%	5,22%	(13.065)	135,49%	6,21%
Financieiras Líquidas	(4.250)	100,00%	2,57%	(2.604)	61,27%	1,44%	(8.262)	194,40%	3,90%	(8.390)	197,41%	3,80%	(9.330)	219,53%	4,44%
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(1.682)	100,00%	1,02%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	(1.103)	65,59%	0,52%
Lucro Operacional	10.662	100,00%	6,44%	(1.370)	-12,85%	0,76%	(5.362)	-50,29%	2,53%	2.520	23,63%	1,14%	(9.969)	-93,50%	4,74%
Resultado Não Operacional	129	100,00%	0,08%	95	73,95%	0,05%	174	135,28%	0,08%	331	256,72%	0,15%	54	41,88%	0,03%
Resultado Antes de Imp. e Participações	10.791	100,00%	6,52%	(1.275)	-11,81%	0,71%	(5.187)	-48,07%	2,45%	2.851	26,42%	1,29%	(9.915)	-91,88%	4,71%
Provisão para Impostos e Contribuições	(4.940)	100,00%	2,98%	1.590	-32,18%	-0,88%	1.261	-25,52%	0,59%	(817)	16,54%	0,37%	691	-13,99%	0,33%
Partic. dos Admin. e Empregados	(321)	100,00%	-0,19%	0	0,00%	0,00%	0	0,00%	0,00%	(654)	203,66%	0,30%	(673)	209,58%	0,32%
Lucro Líquido do Exercício	5.530	100,00%	3,34%	315	5,70%	0,17%	(3.927)	-71,00%	1,85%	1.380	24,95%	0,63%	(9.897)	-178,97%	4,70%

Nota-se que as vendas tiveram uma expansão de 27% no período. O desempenho no Custo dos Produtos Vendidos não acompanhou essa tendência favorável, já que cresceu 17% a mais do que as vendas. Passou de 46% em 1994 para 53% de absorção das vendas em 1998. Com isso, o Lucro Bruto, que representava 33% das vendas, reduziu para 24%.

Em decorrência do aumento de financiamento dos recursos, por meio de empréstimos, tanto de curto como de longo prazo, as despesas financeiras aumentaram em 119%, de 1994 para 1998, quase dobrando sua absorção das receitas neste período. Por sua vez, as despesas com vendas e administrativas aumentaram quase que proporcionalmente ao aumento das vendas, mantendo o percentual de consumo das receitas.

O Resultado Líquido da empresa teve um decréscimo de 278,97% de 1994 a 1998, chegando a um Prejuízo de quase 10 milhões de reais.

4.1.1.4. Análise estrutural da indústria

O surgimento da indústria de cerâmica para revestimentos, no Brasil, segundo a Anfacer,¹⁵⁸ deu-se “a partir de antigas fábricas de tijolos, blocos e telhas de cerâmica vermelha, que no início do século XX começaram a produzir ladrilhos hidráulicos e, mais tarde, azulejos e pastilhas cerâmicas e de vidro.”

De acordo com os dados fornecidos pela Anfacer,¹⁵⁹ o setor cerâmico no Brasil é composto de 121 empresas, as quais possuem juntas uma capacidade produtiva para cerca de 455 milhões de m² ao ano, o que consolida sua posição como terceira maior do hemisfério ocidental. Com uma produção de 400,7 milhões de m² em 1998, mantém seu lugar de destaque, respondendo por mais de 20.000 empregos diretos e 140.000 indiretos.

¹⁵⁸ ANFACER – Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimento. **Indústria nacional de cerâmica para revestimento: história e estrutura, desempenho recente**. São Paulo, 1997. p.4.

¹⁵⁹ ANFACER – Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimento. **Panorama da indústria cerâmica brasileira**. São Paulo, 1999. p.12.

A produção brasileira, conforme Gorini e Correa,¹⁶⁰ cresceu à taxa média de 8,7% a.a. entre 1988 e 1998. Comparando a produção de 1988 com a de 1998, verifica-se um aumento de 130% no volume total, o que coloca o volume produzido no Brasil próximo ao da Itália e da Espanha, principais produtores de cerâmica no mundo.

Segundo Campos, Nicolau e Cário,¹⁶¹ o padrão de concorrência da indústria brasileira de cerâmica para revestimentos é resultante da heterogeneidade de custos, dos diferenciais de qualidade e da diferenciação de produto, permitindo a ocorrência de uma situação combinada entre a liderança de custo e a liderança pela diferenciação de produto. Explicam que a liderança em custo decorre dos esforços de modernização do processo de produção e da introdução de novas formas organizacionais, e também da prática de sonegação fiscal, do descumprimento da legislação trabalhista, da desconsideração das questões ambientais e da produção em não-conformidade com as normas técnicas vigentes. A diferenciação do produto decorre da posição das empresas em adotar estratégias de desenvolvimento de linha de produtos diferenciados, visando atender a diferentes nichos de mercado. Para isso, desenvolvem capacidade interna de pesquisa e bons relacionamentos com fornecedores, visando alterar a composição e o *design* dos produtos.

Para Gorini e Correa,¹⁶² “as empresas líderes mundiais utilizam-se de fatores estruturais como elevada concentração geográfica e fortes relações inter e intra-setoriais que permitem obter vantagens competitivas”. Citam como vantagens competitivas obtidas destes fatores estruturais a especialização produtiva; o fortalecimento da organização setorial; os investimentos conjuntos como centrais de preparação de massa para atendimento de várias empresas; os investimentos em P&D de forma cooperativa; e o aperfeiçoamento conjunto de novas técnicas de produção.

¹⁶⁰ GORINI, Ana Paula Fontenelle, CORREA, Abidack Raposo. Cerâmica para revestimentos. **BNDES Setorial**. Rio de Janeiro, n.º 10, p. 201-252, set./1999. p.225.

¹⁶¹ CAMPOS, Renato Ramos; NICOLAU, José Antônio; CÁRIO, Silvio Antônio Ferraz. O cluster da indústria cerâmica do revestimento em Santa Catarina: um caso de sistema local de inovação. **Anais do Seminário Cluster e Sistemas Locais de Inovação: Estudos de Casos e Avaliação da Região de Campinas**. Campinas: IE/UFRJ, 1999. p.309-377.

¹⁶² GORINI, Ana Paula Fontenelle, CORREA, Abidack Raposo. Cerâmica para revestimentos. **BNDES Setorial**. Rio de Janeiro, n.º 10, p.201-252, set./1999. p. 233.

4.1.2. Previsão do desempenho futuro da empresa

Após a análise histórica da empresa, faz-se necessário proceder a previsão do seu desempenho futuro, através da avaliação da posição estratégica da empresa e da construção de cenários de desempenho para a empresa e sua indústria.

4.1.2.1. Avaliação da posição estratégica da empresa

De acordo com o Relatório da Administração,¹⁶³ a partir de 1º de janeiro de 1999 entrou em vigor a nova estrutura da empresa Portobello. Foram constituídas a subsidiária Portokoll Ltda, concentrando o negócio de rejuntas e argamassas especiais, a Divisão Portobello Shop, concentrando as franquias de lojas especializadas na venda ao varejo de produtos Portobello, e a Divisão Cerâmica, concentrando a produção de revestimentos cerâmicos, permanecendo inalteradas as subsidiárias anteriormente existentes – Mineração Portobello Ltda. e Portobello America, Inc.

Segundo informações obtidas na empresa, está em andamento a construção de uma subestação de 138kV no Parque Industrial de Tijucas (SC) e de uma fábrica de rejuntas e argamassas especiais no novo Parque Industrial de Itupeva (SP). Com localização estratégica, num terreno de 700.000 m², junto à Rodovia dos Bandeirantes, o Parque Industrial de Itupeva (SP) permitirá melhorar ainda mais a eficiência da logística de distribuição da empresa, além de futuramente também acolher uma nova fábrica de revestimentos cerâmicos.

O canal de distribuição nos EUA foi ampliado, com abertura de dois novos depósitos de produtos acabados, com *showroom* e equipe de vendas no Texas e na Flórida, complementando aqueles implantados anteriormente em New Jersey e na Califórnia. Foi mantida a equipe de vendas para os demais mercados, com escritórios para o Canadá, Caribe, Chile, Argentina, Paraguai e Bolívia, e vendedores para atender aos mercados da Europa, África, Ásia e Oceania. O programa de desenvolvimento de produtos foi acelerado, com ênfase na ampliação do portfólio para exportações para a América do Norte.

¹⁶³ PORTOBELLO S.A. Relatório da Administração – 1998. Tijucas, 1999.

A logística de armazenagem e distribuição foi aperfeiçoada, tanto para dar atendimento às exportações, onde o prazo de entrega é fator competitivo crítico, quanto para os distribuidores multimarca de materiais para construção e lojas franqueadas Portobello Shop, hoje no Brasil são aproximadamente 40 lojas franqueadas.

4.1.2.2. Construção de cenários de desempenho

A construção de cenários é uma das técnicas utilizadas para projeção do fluxo de caixa. Através desta técnica faz-se uma idealização de situações futuras possíveis. Para isso forma-se uma série de suposições plausíveis sobre vários aspectos relacionados à empresa em análise.

Com base nas perspectivas para a economia brasileira, para a indústria e para a empresa são feitas algumas suposições com vistas à projeção do fluxo de caixa.

Perspectivas para a economia brasileira

Giambiagi¹⁶⁴ faz uma projeção de como pode ser a evolução da economia brasileira, na primeira metade da próxima década. Considera nas projeções que as autoridades terão êxito na tarefa de atacar os dois maiores problemas que caracterizam o seu desempenho recente: o desequilíbrio das contas públicas e o déficit em conta corrente. Além disso, ressalta que a ocorrência ou não do cenário traçado, dependerá de uma série de fatores, como a aprovação das reformas ainda pendentes no Congresso, a situação da economia internacional etc. A projeção das taxas de crescimento real de alguns itens que interessam diretamente para este trabalho estão demonstradas na Tabela 5.

¹⁶⁴ GIAMBIAGI, Fábio. Perspectivas para a economia brasileira: 1999/2006. **Textos para Discussão do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 74, p. 3-40, dezembro/1999. p.17.

Tabela 5 – Contas nacionais e nível de atividade: taxas de crescimento real – 1998/2006

	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006
Varição de Estoques	-16,7	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Exportações	1,1	5,9	13,3	4,1	4,6	4,8	4,8	4,8	4,6
Importações	1,2	-17,7	2,6	3,4	3,8	3,9	4,1	5,4	6,0
PIB	-0,1	0,5	3,5	4,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Crescimento População	1,35	1,33	1,31	1,29	1,27	1,25	1,23	1,21	1,19
PIB Per Capita	-1,5	-0,8	2,2	3,2	3,7	3,7	3,7	3,7	3,8

Adaptado de: Textos para Discussão do BNDES.

Devido a desvalorização do real, depois de quatro anos apoiado na valorização da moeda nacional frente ao dólar americano, a Anfacer¹⁶⁵ espera que as exportações dos revestimentos cerâmicos brasileiros tenham um expressivo crescimento. Serão utilizados, neste trabalho, os dados numéricos relativos à expectativa de crescimento nas exportações expostos na Tabela 5.

Perspectivas para a indústria

Como expectativas para o setor cerâmico no mercado mundial Gorini e Correa¹⁶⁶ apresentam o uso mais intenso da cerâmica; expansão no mercado de reformas residenciais; redução nos custos de energia e mão-de-obra em decorrência do avanço tecnológico; aumento nos custos de embalagem, *marketing* e transporte; maior interação entre fabricantes de cerâmica, fabricantes de equipamentos e fornecedores de matéria-prima; e crescente importância de investimentos em P&D de *design*.

No mercado interno, segundo as perspectivas formuladas pela Anfacer, é plausível a manutenção da produção e das vendas de 1998, com possibilidade de ampliação do mercado devido ao crescimento de investimentos no setor imobiliário. Nos últimos anos a economia brasileira apresentou um crescimento bastante modesto e abaixo das expectativas do governo e do empresariado, entretanto, os resultados da construção foram positivos. Comparando o ano de 1998 com 1997, observa-se que ocorreu um aumento de 4,53% nas atividades de todo o setor. O crescimento da atividade de

¹⁶⁵ ANFACER – Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimento. **Panorama da indústria cerâmica brasileira**. São Paulo, 1999. p.18.

¹⁶⁶ GORINI, Ana Paula Fontenelle, CORREA, Abidack Raposo. Cerâmica para revestimentos. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n.º 10, p.201-252, set./1999. p. 224.

construção civil, em decorrência das mudanças econômicas implantadas em 1994, tem impulsionado os empreendimentos imobiliários, bem como as atividades de reformas, ampliação e renovação de edificações.¹⁶⁷

Gorini e Correa¹⁶⁸ ressaltam que o consumo *per capita*, no Brasil, é de 2,2 m²/ano/habitante, fortemente concentrado na região Sul e Sudeste do país, identificando-se um grande potencial de crescimento.

Perspectivas da empresa

A Portobello espera para os próximos anos aumentar significativamente as exportações, contando com a política cambial atual que aumenta a competitividade de preço dos produtos brasileiros. Acredita manter o volume de vendas no mercado interno e aumentar a participação no mercado de produtos com maior valor agregado, como é o caso do grês porcelanato, produto constituído por fases cristalinas de elevada dureza, muito denso e não-esmaltado.

A empresa espera ainda que, com a conclusão da nova fábrica de rejuntas coloridos e argamassas especiais, a qual está sendo implantada em Itupeva (SP), a capacidade de produção aumente significativamente, com economia de escala expressiva e menores custos de distribuição, devido a proximidade ao maior mercado consumidor.

4.1.3. Projeção do fluxo de caixa

As projeções pressupõem a continuidade do atual processo de ajuste econômico do país. Terão como base nas premissas para a economia brasileira, para a indústria e para a empresa, expostas no item anterior. Para uma melhor visualização do processo de projeção, primeiramente foram projetados, separadamente, cada item integrante do fluxo de caixa, conforme demonstrado na seção 2.2.2.1 deste trabalho, para então fazer a montagem do fluxo.

¹⁶⁷ ANFACER – Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimento. **Panorama da indústria cerâmica brasileira**. São Paulo, 1999. p.10.

¹⁶⁸ GORINI, Ana Paula Fontenelle, CORREA, Abidack Raposo. Cerâmica para revestimentos. **BNDES Setorial**, Rio de Janeiro, n.º 10, p.201-252, set./1999. p.228.

Lucro antes dos juros, impostos, depreciações, amortizações - EBITDA

O lucro antes dos juros, impostos e depreciações está demonstrado na Tabela 6, onde encontra-se projetada a Demonstração do Resultado do Exercício para o período 1999/2003.

Tabela 6 – Projeção da Demonstração do Resultado do Exercício – em moeda de 31/12/98 – em milhares de reais

	1999	2000	2001	2002	2003
Receita Bruta de Vendas	214.601	221.419	252.909	257.158	261.826
Mercado Interno	181.185	183.559	213.497	216.208	218.911
Mercado Externo	33.416	37.860	39.412	40.949	42.915
Deduções	(48.435)	(49.974)	(57.082)	(58.041)	(59.094)
Receita Líquida de Vendas	166.165	171.444	195.828	199.117	202.732
Custo dos Produtos Vendidos	(84.757)	(87.013)	(103.704)	(108.028)	(109.525)
Lucro Bruto	81.409	84.432	92.124	91.090	93.207
Despesas Operacionais	(50.315)	(51.758)	(59.850)	(61.691)	(62.422)
Vendas	(39.401)	(40.652)	(46.434)	(47.214)	(48.071)
Gerais e Administrativas	(10.914)	(11.106)	(13.416)	(14.477)	(14.351)
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	0	0	0	0	0
EBITDA	31.094	32.674	32.273	29.399	30.785
Depreciação e Amortização	(25.858)	(27.271)	(13.457)	(10.266)	(11.305)
Depreciação e Amortização - CPV	(23.488)	(24.671)	(11.218)	(8.825)	(9.449)
Depreciação e Amortização - Adm	(2.370)	(2.600)	(2.239)	(1.441)	(1.856)
Resultado da Operação	5.236	5.403	18.816	19.133	19.480
Despesas Financeiras Líquidas	(14.446)	(5.181)	(5.050)	(4.232)	(3.545)
Resultado Operacional Líquido	(9.210)	222	13.766	14.901	15.935
Resultado Não Operacional	172	177	202	206	209
Resultado Antes das Participações	(9.038)	399	13.969	15.106	16.144
Partic. dos Admin. e Empregados	0	(92)	(3.213)	(3.474)	(3.713)
Resultado Antes dos Impostos	(9.038)	307	10.756	11.632	12.431
Provisão para Impostos e Contribuições	0	(51)	(2.536)	(2.744)	(2.934)
Lucro Líquido do Exercício	(9.038)	256	8.220	8.888	9.497

Como base para a projeção da Receita Bruta de Vendas no Mercado Interno foi considerado o crescimento da população. O aumento do número de habitantes do país foi projetado por Giambiagi,¹⁶⁹ de acordo com as previsões para a economia brasileira, na primeira metade da próxima década, conforme mostra a Tabela 5. Além disso, no

ano 2001, a empresa pretende aumentar as vendas em 15%, em relação ao ano anterior, em decorrência do término da nova fábrica que está sendo construída em Itupeva/SP.

Para a projeção da Receita Bruta de Vendas no Mercado Externo foi considerado o percentual de aumento das exportações do Brasil. A previsão da evolução do total de exportações realizadas no país estão demonstradas na Tabela 5.

As Deduções, na empresa objeto de estudo, oscilaram entre 20 e 23% sobre as vendas conforme evidenciado na análise vertical e horizontal da demonstração de resultado. A média aritmética simples desses percentuais resulta em 22,57%, percentual este que foi considerado como constante para os próximos 5 anos.

No que diz respeito aos Custos dos Produtos Vendidos, para os dois primeiros anos, foi considerada a média aritmética simples destes custos, nos últimos cinco anos. A partir do ano 2001 deduziu-se 5% desse montante. Essa redução é considerada provável, a partir da inauguração da nova fábrica em Itupeva/SP, principalmente pela possibilidade de redução dos custos de distribuição.

Para as Despesas com Vendas foi considerado um incremento de 1% sobre a média das despesas incorridas nos últimos cinco anos, em função de um provável aumento nas despesas com *marketing*.

Em relação às Despesas Gerais e Administrativas, manteve-se a média destas contas, nos últimos cinco anos, para fins de projeção do fluxo de caixa.

Impostos incidentes sobre o lucro

A projeção dos impostos incidentes sobre o lucro, Imposto de Renda e Contribuição Social, encontra-se detalhada na Tabela 7.

¹⁶⁹ GIAMBIAGI, Fábio. Perspectivas para a economia brasileira: 1999/2006. *Textos para Discussão do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 74, p. 3-40, dezembro/1999. p.17.

Tabela 7 – Projeção do imposto de renda e da contribuição social em moeda de 31/12/98 – em milhares de reais

Imposto de Renda e Contr. Social	1999	2000	2001	2002	2003
Contribuição Social					
BASE DE CÁLCULO					
Resultado do Período	(9.038)	307	10.756	11.632	12.431
(+) Adições	0	0	0	0	0
(-) Exclusões	0	0	0	0	0
(-) Compensação de Prejuízo	0	(92)	(3.227)	(3.490)	(3.729)
(=) Lucro Tributável	(9.038)	215	7.529	8.142	8.702
CÁLCULO DA CONTR. SOCIAL					
Alíquota de 9%	0	19	678	733	783
Imposto de Renda					
BASE DE CÁLCULO					
Resultado do Período	(9.038)	307	10.756	11.632	12.431
(+) Adições	0	0	0	0	0
(-) Exclusões	0	0	0	0	0
(-) Compensação de Prejuízo	0	(92)	(3.227)	(3.490)	(3.729)
(=) Lucro Tributável	(9.038)	215	7.529	8.142	8.702
CÁLCULO DO IMPOSTO DE RENDA					
Alíquota de 15%	0	32	1.129	1.221	1.305
CÁLCULO DO ADIC. DE IMP. DE RENDA					
Alíquota 10% acima de 240 mil anual	0	0	729	790	846

O resultado do período é o Resultado Antes dos Impostos, obtido na Demonstração do Resultado do Exercício constante na Tabela 6.

Os prejuízos compensados nos anos de 2000 a 2003 se referem ao prejuízo apurado em 1999 e em anos anteriores. A compensação do prejuízo fiscal e da base negativa da contribuição social sobre o lucro estão disciplinadas, a partir de 1º de janeiro de 1996, pelos artigos 15 e 16 da Lei nº 9.065.¹⁷⁰ Em ambas as compensações a base de cálculo dos tributos não poderá ser reduzida em mais de 30%, por esta razão não há prazo de prescrição para compensação.

Depreciação/Amortização

A projeção da depreciação do imobilizado e da amortização das despesas diferidas, relativas aos bens e direitos adquiridos até 31 de dezembro de 1998, estão demonstrados na Tabela 8.

¹⁷⁰ BRASIL. Lei n.º 9.065, de 20 de junho de 1995. Dá nova redação a dispositivos da Lei n.º 8.981, de 20 de janeiro de 1995, que altera a legislação tributária federal, e dá outras providências.

Tabela 8 - Projeção da depreciação e amortização dos bens e direitos adquiridos até 31/12/98 em moeda de 31/12/98 - em milhares de reais

Imobilizado	% de Partic. no Grupo	Taxa Deprec. a.a	1998		1999		2000		2001		2002		2003		
			Imob. Líq. em 31/12/98	Deprac. Acum. em 31/12/98	Imob. Bruto em 31/12/98	Depreciação em 31/12/98	Imob. Líq. em 31/12/99	Depreciação em 31/12/99	Imob. Líq. em 31/12/00	Depreciação em 31/12/00	Imob. Líq. em 31/12/01	Depreciação em 31/12/01	Imob. Líq. em 31/12/02	Depreciação em 31/12/02	Imob. Líq. em 31/12/03
Terrenos	12,45%	-	12.694	-	12.694	0	12.694	0	12.694	0	12.694	0	12.694	0	
Edificações e Beneficórias	47,19%	4,00%	48.122	27,45%	66.330	2.653	45.469	2.653	40.163	2.653	37.509	2.653	34.856	2.653	
Máq. Eq. e Instalações	29,48%	15,00%	30.059	70,31%	101.243	15.187	14.873	0	0	0	0	0	0	0	
Móveis e Utensílios	2,17%	10,00%	2.211	64,46%	6.222	622	1.589	622	345	622	345	0	0	0	
Computadores e Sistemas	3,93%	20,00%	4.003	51,42%	8.240	1.648	2.355	1.648	707	707	0	0	0	0	
Reflorestamentos	3,88%	5,00%	3.959	17,85%	4.819	241	3.718	241	3.477	241	2.995	241	2.754	241	
Outras Imobilizações	0,89%	5,00%	903	36,26%	1.416	71	832	71	761	71	620	71	549	71	
Obras em Andamento	0,01%	-	14	-	14	0	14	0	14	0	14	0	14	0	
TOTAL	100,00%		101.965		200.978	20.422	81.544	20.108	61.436	4.294	57.142	3.310	53.832	2.965	50.867
Depreciação do Período - CPV						18.151		17.838		2.965		2.965		2.965	
Depreciação do Período - Adm						2.270		2.270		1.329		345		0	

Diferido	% de Partic. no Grupo	Taxa Amort. a.a	1.998		1.999		2.000		2.001		2.002		2.003	
			Dif. Líq. em 31/12/98	Amort. Acum. em 31/12/98	Dif. Líq. em 31/12/99	Amortização em 31/12/99	Dif. Líq. em 31/12/00	Amortização em 31/12/00	Dif. Líq. em 31/12/01	Amortização em 31/12/01	Dif. Líq. em 31/12/02	Amortização em 31/12/02	Dif. Líq. em 31/12/03	Amortização em 31/12/03
Gastos de Implant. e Pré-Oper.	45,62%	20,00%	6.142	46,34%	11.446	2.289	3.853	2.289	1.564	1.564	0	0	0	0
Beneficórias em Imóveis de 3º	2,58%	20,00%	348	26,11%	471	94	254	94	159	94	65	65	0	0
Estudos Pesquisas e Projetos	17,48%	20,00%	2.353	11,14%	2.648	530	1.823	530	1.294	530	764	530	235	0
Showrooms/Monogramas	34,32%	20,00%	4.620	46,62%	8.656	1.731	2.889	1.731	1.158	1.158	0	0	0	0
TOTAL	100,00%		13.463		20.269	4.644	8.819	4.644	4.175	3.346	829	595	235	235
Amortização do Período - CPV						4.644		4.644		3.346		595		235

A taxa de depreciação anual, foi extraída das Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras, publicadas pela empresa em estudo.

O valor do imobilizado e do diferido, em 1998, líquidos de depreciação e amortização respectivamente, foram retirados do balanço patrimonial, levantado em 31 de dezembro de 1998.

O percentual de depreciação e amortização, acumulados em 1998, foi calculado com base nos saldos destas contas divulgados nas Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras, constantes do Relatório da Administração de 1998.

Para o cálculo da taxa anual de amortização foi considerado um período de 5 anos, de acordo com as Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras.

A projeção da depreciação e da amortização, das despesas diferidas e dos imobilizados adquiridos após 31 de dezembro de 1998, assim como os desembolsos de capital e dos investimentos líquidos em outros ativos, estão demonstrados na Tabela 9.

A projeção dos desembolsos de capital para o ativo imobilizado e dos investimentos líquidos em outros ativos registrados no ativo diferido foram estimados de acordo com o planejamento estratégico da empresa, o qual foi brevemente comentado pelo gerente de controladoria da empresa em estudo.

Assim, a conta Depreciação e Amortização, apresentada na Tabela 6, é decorrente do somatório da depreciação e amortização calculados nas Tabelas 8 e 9.

Tabela 9 - Projeção da depreciação e amortização dos bens e direitos a serem adquiridos após 31/12/98 em moeda de 31/12/98 - em milhares de reais

Imobilizado	Taxa Deprec. a.a	1999			2000			2001			2002			2003		
		Aquisições	Vlr. a Deprec.	Depreciação	Aquisições	Vlr. a Deprec.	Depreciação	Aquisições	Vlr. a Deprec.	Depreciação	Aquisições	Vlr. a Deprec.	Depreciação	Aquisições	Vlr. a Deprec.	Depreciação
Terenos	0,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Edificações e Benfeitorias	4,00%	1.000	1.000	40	1.900	2.900	116	16.000	18.900	756	18.900	756	0	18.900	0	3.500
Máq. Eq. e Instalações	15,00%	3.000	3.000	450	7.500	10.500	1.575	10.800	21.300	3.195	22.000	3.300	700	22.000	4.850	26.850
Móveis e Utensílios	10,00%	300	300	30	480	780	78	720	1.500	1.500	2.360	236	860	2.360	760	3.120
Computadores e Sistemas	20,00%	350	350	70	910	1.260	252	2.540	3.800	760	4.300	860	500	4.300	3.420	7.720
Reforestamentos	5,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	1.000	50	1.000	0	1.000	50
Outras Imobilizações	5,00%	4	4	0	11	15	1	18	33	2	24	3	24	57	45	102
Obras em Andamento	0,00%	3.000	0	0	7.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
TOTAL		7.654		590	17.801		2.022	30.078		4.863	3.084		5.205	12.575		6.695
Deprec. do Período - CPV				490			1.692			3.953			4.109			4.839
Deprec. do Período - Adm				100			330			910			1.096			1.856

Diferido	Taxa Amort. a.a	1.999			2.000			2.001			2.002			2.003		
		Gastos	Vlr. a Amort.	Amortização	Gastos	Vlr. a Amort.	Amortização	Gastos	Vlr. a Amort.	Amortização	Gastos	Vlr. a Amort.	Amortização	Gastos	Vlr. a Amort.	Amortização
Gastos de Implant. e Pré-Oper.	20,00%	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Benfeitorias em Imóveis de 3ºs	20,00%	15	15	3	20	35	7	25	60	10	70	14	20	90	18	18
Estudos Pesquisas e Projetos	20,00%	400	400	80	800	1.200	240	1.550	2.750	320	3.070	614	550	3.620	724	724
Showrooms/Monomarcas	20,00%	600	600	120	650	1.250	250	710	1.960	392	2.640	528	700	3.340	668	668
TOTAL		1.015		203	1.470		497	2.285		1.010	1.010		1.270	1.410		1.410
Amort. do Período - CPV				203			497			954			1.156			1.410

Variação do capital circulante

A projeção da variação do capital circulante líquido, para o período 1999/2003, encontra-se demonstrada na Tabela 10.

Tabela 10 – Projeção da variação no capital circulante em moeda de 31/12/98 – em milhares de reais

Variação no Capital Circulante	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Ativo Circulante	77.251	83.692	90.502	104.526	115.535	130.142
Caixa/Bancos/Aplic. Financeira	560	610	665	725	790	861
Clientes	41.580	44.709	46.129	52.689	53.575	54.547
Estoques	27.298	27.434	28.395	29.672	31.156	32.714
Outros	7.813	10.938	15.313	21.439	30.014	42.020
Passivo Circulante	61.080	40.293	37.213	43.624	46.174	47.965
Fornecedores	23.606	15.638	16.185	16.913	17.759	18.647
Empréstimos e Financiamentos	23.814	10.135	5.231	4.493	3.979	2.314
Obrig. Fiscais/Sociais/Trabalhistas	9.067	10.479	12.110	13.996	16.175	18.693
Outras Contas a Pagar	4.593	4.042	3.557	3.130	2.754	2.424
Dividendos Distribuídos	0	0	79	2.556	2.763	2.953
Provisão p/ Impostos e Contribuições	0	0	51	2.536	2.744	2.934
Capital Circulante Líquido	16.171	43.398	53.289	60.902	69.361	82.177
Variação no Capital Circulante Líquido		27.227	9.891	7.612	8.459	12.816

Para a projeção do capital circulante utilizou-se as seguintes premissas:

a) Caixa/Bancos – com base na evolução desta conta no período 1994/1998, supõe-se que ela manterá uma tendência de crescimento de 9% a.a.;

b) Clientes – foi considerado um prazo médio de financiamento dos clientes de dois meses e meio, tendo por base a evolução desta conta no período 1994/1998;

c) Estoques – para a variação dos estoques foi levado em conta a projeção das taxas de crescimento real para as contas nacionais e nível de atividade, demonstradas na Tabela 5;

d) Outros – para os demais itens do ativo circulante foi considerado um aumento médio de 40% a.a., baseado no ano anterior, conforme evolução mostrada na Tabela 3;

e) Fornecedores – foi considerada a média de 57% do saldo em estoque no final de cada período, obtida com base no histórico verificado nos últimos cinco anos;

f) Empréstimos e Financiamentos – estes foram transferidos do longo para o curto prazo, de acordo com o valor da amortização em cada ano, conforme projeção demonstrada na Tabela 11;

g) Obrigações Fiscais/Sociais/Trabalhistas – partindo-se do ano de 1998, foi imputado um aumento médio de 15,57% ao ano, conforme evolução demonstrada na Tabela 3;

h) Outras Contas a Pagar – foi considerada uma redução média de 12% a.a. em relação ao ano anterior, conforme evolução demonstrada na Tabela 3; e

i) Provisão para Impostos e Contribuições – o valor da provisão está evidenciado na Demonstração do Resultado do Exercício constante na Tabela 6.

Empréstimos e Financiamentos

A projeção das amortizações e dos encargos sobre os empréstimos e financiamentos existentes em 31 de dezembro de 1998, assim como os encargos e obtenções de novos recursos, após esta data, estão detalhados na Tabela 11.

Os termos de atualização e encargos dos empréstimos e financiamentos estão predefinidos e demonstrados nas Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras.

A projeção foi realizada com base nas seguintes premissas:

a) Variação Cambial (V.C.) – de acordo com informações obtidas junto ao Banco Central, a variação cambial em 1999 foi de 48%. Segundo as projeções de Giambiagi,¹⁷¹ esta variação será de 3,0% no ano 2000; 2,5% em 2001; 2,0 em 2002; e 1,5% em 2003.

b) Unidade Fiscal de Referência (Ufir) – com base na tabela divulgada pela Informare,¹⁷² foi considerada a variação média dos últimos cinco anos, o que resultou numa variação de 6,13% a.a.

c) Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) – com base na taxa trimestral divulgada pelo Banco Central, foi calculada para 1999 a TJLP anual de 13,22%, taxa essa que foi considerada também para os quatro anos seguintes.

d) Taxa Interbancária do Mercado Londrino (LIBOR) – segundo a Agência de Notícias Dow Jones, essa taxa ficou em 5,57% no ano de 1999. O mesmo percentual foi utilizado para o ano 2000.

¹⁷¹ GIAMBIAGI, Fábio. Perspectivas para a economia brasileira: 1999/2006. **Textos para Discussão do BNDES**, Rio de Janeiro, n. 74, p.3-40, dezembro/1999. p.12.

¹⁷² INFORMARE. **Agenda tributária e tabelas práticas**. Curitiba: Editora de Publicações Periódicas Ltda., 2000.

Antes de fazer a projeção do fluxo de caixa fez-se a projeção do Balanço Patrimonial, demonstrada na Tabela 12, a fim de analisar todas as projeções já realizadas.

Tabela 12 – Projeção do Balanço Patrimonial em moeda de 31/12/98 – em milhares de reais

ATIVO	1999	2000	2001	2002	2003
Circulante	83.691	90.502	104.525	115.535	130.142
Caixa/Bancos/Aplicação Financeira	610	665	725	790	861
Clientes	44.709	46.129	52.689	53.575	54.547
Estoques	27.434	28.395	29.672	31.156	32.714
Outros	10.938	15.313	21.439	30.014	42.020
Realizável a Longo Prazo	7.532	9.050	11.498	13.864	16.918
Permanente	103.595	95.595	114.501	108.330	110.870
Investimentos	5.356	5.356	5.356	5.356	5.356
Imobilizado	88.608	84.279	105.200	99.769	102.684
Diferido	9.631	5.960	3.945	3.205	2.830
Total do Ativo	194.818	195.147	230.524	237.729	257.930
PASSIVO	1999	2000	2001	2002	2003
Circulante	40.294	37.213	43.624	46.174	47.965
Fornecedores	15.638	16.185	16.913	17.759	18.647
Empréstimos e Financiamentos	10.135	5.231	4.493	3.979	2.314
Obrigações Fiscais/Sociais/Trabalhistas	10.479	12.110	13.996	16.175	18.693
Outras Contas a Pagar	4.042	3.557	3.130	2.754	2.424
Dividendos Distribuídos	0	79	2.556	2.763	2.953
Provisão p/ Impostos e Contribuições	0	51	2.536	2.744	2.934
Exigível a Longo Prazo	25.863	27.641	30.209	26.446	24.738
Empréstimos e Financiamentos	20.018	21.787	23.293	19.314	17.000
Outras Contas a Pagar	5.845	5.854	6.916	7.132	7.738
Patrimônio Líquido	128.662	130.293	156.691	165.109	185.228
Capital Social	102.301	103.755	124.489	126.782	140.357
Reservas de Capital	1.356	1.356	1.356	1.356	1.356
Reservas de Reavaliação	27.101	24.801	22.501	20.201	17.901
Reservas de Lucros	845	858	1.269	1.713	2.188
Lucros/Prejuízos Acumulados	(2.941)	(477)	7.076	15.057	23.426
Total do Passivo	194.818	195.147	230.524	237.729	257.930

Os valores do Ativo e Passivo Circulantes foram retirados da Tabela 10, onde consta a projeção da variação do capital circulante líquido.

Para a projeção do Ativo Realizável a Longo Prazo foi considerado um percentual de 9% da soma total dos itens componentes do Ativo Circulante em 1999, 10% em

2000, 11% em 2001, 12% em 2002 e 13% em 2003, conforme evolução média do grupo Ativo Realizável a Longo Prazo percebida nos anos anteriores e demonstrado na Tabela 3.

Os dados das contas Imobilizado e Diferido foram calculados com base nas informações obtidas na Tabelas 8 e 9.

Para a conta Investimentos teve-se como parâmetro a informação obtida na entrevista, de que a empresa não tem intenção de ampliar os investimentos. Por isso foi considerado para o período da projeção o mesmo valor existente no Balanço Patrimonial de 1998.

A projeção da conta Empréstimos e Financiamentos a longo prazo teve por base os dados constantes na Tabela 11.

Para o item Outras Contas a Pagar foi considerada a média de 3% do total do Ativo de cada ano projetado, conforme evolução verificada na Tabela 3.

O aumento do Capital Social deve-se à necessidade da empresa levantar fundos externos, neste caso opcionalmente através da emissão de ações, para financiar seu nível previsto de operações no período projetado.

A realização da Reserva de Reavaliação, de acordo com as Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras constantes no Anexo 3, vem sendo calculada e liberada para lucros acumulados na mesma proporção da depreciação ou baixa dos bens que a geraram. Assim, com base no valor realizado em 1998, o valor considerado para o período de projeção foi de R\$ 2.300 anual.

Os resultados estimados para cada ano foram retirados da Demonstração do Resultado do Exercício projetada na Tabela 6. As destinações para Reserva Legal e Dividendos foram retiradas da Tabela 20.

A evolução das contas do Patrimônio Líquido está demonstrada na Tabela 13.

Tabela 13 – Projeção das mutações do Patrimônio Líquido em moeda de 31/12/98 – em milhares de reais

	Capital Social	Reservas de Capital	Reservas de Reavaliação	Reservas de Lucros	Lucros/Prej. Acumulados	Total
Saldos em 31 de dezembro de 1998	72.830	1.356	29.401	845	3.797	108.229
Aumento de Capital Social	29.471	-	-	-	-	29.471
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.300)	-	2.300	-
Prejuízo Líquido de 1999	-	-	-	-	(9.038)	(9.038)
Saldos em 31 de dezembro de 1999	102.301	1.356	27.101	845	(2.941)	128.662
Aumento de Capital Social	1.454	-	-	-	-	1.454
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.300)	-	2.300	-
Lucro Líquido de 2000	-	-	-	-	256	256
<i>Destinações</i>						
(-) Reserva Legal	-	-	-	13	(13)	-
(-) Dividendos	-	-	-	-	(79)	(79)
Saldos em 31 de dezembro de 2000	103.755	1.356	24.801	858	(477)	130.293
Aumento de Capital Social	20.734	-	-	-	-	20.734
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.300)	-	2.300	-
Lucro Líquido de 2001	-	-	-	-	8.220	8.220
<i>Destinações</i>						
(-) Reserva Legal	-	-	-	411	(411)	-
(-) Dividendos	-	-	-	-	(2.556)	(2.556)
Saldos em 31 de dezembro de 2001	124.489	1.356	22.501	1.269	7.076	156.691
Aumento de Capital Social	2.293	-	-	-	-	2.293
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.300)	-	2.300	-
Lucro Líquido de 2002	-	-	-	-	8.888	8.888
<i>Destinações</i>						
(-) Reserva Legal	-	-	-	444	(444)	-
(-) Dividendos	-	-	-	-	(2.763)	(2.763)
Saldos em 31 de dezembro de 2002	126.782	1.356	20.201	1.713	15.057	165.109
Aumento de Capital Social	13.575	-	-	-	-	13.575
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.300)	-	2.300	-
Lucro Líquido de 2003	-	-	-	-	9.497	9.497
<i>Destinações</i>						
(-) Reserva Legal	-	-	-	475	(475)	-
(-) Dividendos	-	-	-	-	(2.953)	(2.953)
Saldos em 31 de dezembro de 2003	140.357	1.356	17.901	2.188	23.426	185.228

De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe¹⁷³ a aplicação do método Fluxo ao Capital Próprio exige a projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívida, já para a aplicação dos métodos Custo Médio Ponderado de Capital e Valor

¹⁷³ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-463.

Presente Ajustado é necessária a projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas.

Conforme explica Damodaran,¹⁷⁴ o fluxo de caixa ao acionista é o fluxo de caixa existente após o pagamento de despesas operacionais, juros e de principal, e de qualquer desembolso de capital necessário, tanto para manter os ativos já existentes quanto para criar novos ativos visando ao crescimento futuro.

A projeção do fluxo de caixa ao acionista para uma empresa sem dívidas não contempla os pagamentos de juros e principal, tão pouco as entradas de caixa decorrentes de novas dívidas. Já para a projeção do fluxo de caixa de uma empresa com dívidas, estes valores devem ser considerados.

Uma vez calculados todos os itens que compõem o fluxo de caixa, definidos no item 2.2.2.1. deste trabalho, resta fazer a montagem dos fluxos. A projeção do fluxo de caixa ao acionista para uma empresa com dívidas é apresentada na Tabela 14.

Tabela 14 – Projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas – em milhares de reais

Fluxo de Caixa	1999	2000	2001	2002	2003
EBITDA	31.094	32.674	32.273	29.399	30.785
(-) Impostos incidentes sobre o lucro	0	0	(51)	(2.536)	(2.744)
(+) Depreciação/amortização	25.858	27.271	13.457	10.266	11.305
Fluxo de Caixa Bruto	56.952	59.945	45.679	37.129	39.346
Variação do capital circulante	27.227	9.891	7.612	8.459	12.816
Desembolsos de capital	7.654	17.801	30.078	3.084	12.575
Investimento líquido em outros ativos	1.015	1.470	2.285	1.010	1.270
(-) Investimento Bruto	35.896	29.162	39.975	12.553	26.661
(=) Fluxo de Caixa Operacional Líquido	21.056	30.783	5.704	24.576	12.685
(-) Pagamento de juros	(14.446)	(5.181)	(5.050)	(4.232)	(3.545)
(-) Pagamento de principal	(23.224)	(10.135)	(5.231)	(4.493)	(3.979)
(+) Entradas de caixa decorrentes de novas dívidas	4.000	7.000	6.000	0	0
(=) Fluxo de Caixa ao Acionista	(12.614)	22.467	1.423	15.851	5.161

A projeção do EBITDA – lucro antes dos juros, impostos, depreciações e amortizações, está detalhada na Tabela 6.

Os impostos incidentes sobre o lucro foram projetados na Tabela 7.

A depreciação/amortização estão projetadas nas Tabelas 8 e 9.

A projeção da variação do capital circulante está demonstrada na Tabela 10.

Os valores dos desembolsos de capital, representados pelas novas aquisições de imobilizado, e os investimentos líquidos em outros ativos, representados pelos gastos registrados no Ativo Diferido, foram extraídos da Tabela 9.

A projeção das amortizações e dos encargos sobre os empréstimos e financiamentos existentes em 31 de dezembro de 1998, assim como os encargos e obtenções de novos recursos, após esta data, estão detalhados na Tabela 11.

A projeção do fluxo de caixa ao acionista para uma empresa sem dívidas, demonstrada na Tabela 15, diferentemente da projeção do fluxo de caixa para uma empresa com dívida, não contempla as entradas de caixa decorrentes de novas dívidas e o pagamento de juros e principal.

Tabela 15 – Projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas – em milhares de reais

Fluxo de Caixa	1999	2000	2001	2002	2003
EBITDA	31.094	32.674	32.273	29.399	30.785
(-) Impostos incidentes sobre o lucro	0	0	(51)	(2.536)	(2.744)
(+) Depreciação/amortização	25.858	27.271	13.457	10.266	11.305
Fluxo de Caixa Bruto	56.952	59.945	45.679	37.129	39.346
Varição do capital circulante	27.227	9.891	7.612	8.459	12.816
Desembolsos de capital	7.654	17.801	30.078	3.084	12.575
Investimento líquido em outros ativos	1.015	1.470	2.285	1.010	1.270
(-) Investimento Bruto	35.896	29.162	39.975	12.553	26.661
(=) Fluxo de Caixa Op. Líquido	21.056	30.783	5.704	24.576	12.685
(=) Fluxo de Caixa ao Acionista	21.056	30.783	5.704	24.576	12.685

Cabe ressaltar que para a análise da projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas e de uma empresa sem dívidas, deve-se levar em consideração o impacto de eventuais alterações nas variáveis consideradas nesta projeção, já que a capacidade de prever o futuro é sempre limitada.

As projeções do nível de atividade econômica estão sujeitas a imprecisões, principalmente devido a dificuldade de prever o comportamento dos seus agentes influentes. As expectativas de sucesso da empresa dependem de julgamentos e previsões

¹⁷⁴ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do**

de fatores alheios a vontade da empresa, podendo ocorrer um desempenho diferente do esperado. Além disso, a atuação da empresa tem influência direta ou indireta nas empresas concorrentes, as quais reagirão para não perder mercado, impactando nos resultados futuros, que estão sendo projetados.

Os resultados futuros da empresa dependem de fatores internos e externos a ela, entretanto, no presente trabalho o resultado das projeções não influenciará o alcance dos objetivos propostos, já que para a aplicação dos três métodos de avaliação foi utilizado o mesmo fluxo de caixa.

4.2. Cálculo do Fluxo ao Capital Próprio

A avaliação de uma empresa pelo método do Fluxo ao Capital Próprio – FTE, requer as seguintes etapas: primeiro projeta-se o fluxo de caixa, em seguida calcula-se o custo do capital próprio e, por último, faz-se a avaliação.

4.2.1. Cálculo do fluxo de caixa aos acionistas

O fluxo de caixa a ser utilizado na aplicação do método FTE é o fluxo de caixa aos acionistas de uma empresa com dívidas, que encontra-se demonstrado na Tabela 14.

4.2.2. Cálculo do custo do capital próprio

Para o cálculo do custo do capital próprio, neste trabalho, foi utilizado o modelo de risco e retorno, o CAPM – Capital Asset Price Model. Como foi visto na seção 2.3.2., o CAPM é a medida do retorno de um instrumento financeiro livre de risco, somado ao risco sistemático da empresa, multiplicado pelo prêmio de mercado. Para calculá-lo faz-se necessário a definição de alguns itens que o compõem.

a) Taxa de retorno livre de risco - r_f

A taxa de retorno livre de risco é definida por Gitman¹⁷⁵ “como o retorno requerido de um ativo sem risco”. Explica que a taxa sem risco abrange a taxa de juros real mais a expectativa inflacionária. Cita também que as Letras do Tesouro dos Estados Unidos são normalmente consideradas um ativo sem risco.

A taxa de juros livre de risco, considerada neste trabalho, foi determinada a partir do retorno esperado sobre os T-bonds – Bônus de 30 anos do Tesouro Norte Americano, acrescido de um risco Brasil estimado.

Segundo Caouette, Altman e Narayanan,¹⁷⁶ “o risco país é a possibilidade de pagamento atrasado, reduzido ou não-pagamento de juros ou do principal em que o resultado pode ser atribuído ao país do tomador.” Explicam que, em termos práticos, a medida desse risco exige a avaliação de vários riscos. Dentre outros mencionam o risco político, risco jurídico, risco de soberania, risco social, risco econômico, risco ambiental, risco de regulamentação, risco de câmbio e da inserção destes riscos no contexto do risco de crédito do devedor individual.

Segundo a agência de notícias Bloomberg News, o retorno dos T-bonds, em 1999, foi de 5,91%. O histórico de retorno desse título mostra sua pouca variabilidade, por isso para os próximos anos foi considerado um retorno de 6%. O risco Brasil foi estimado por Giambiagi¹⁷⁷ em 12,5% para o ano de 1999; 6,0 para 2000; 5,0 para 2001; 5,0 para 2002; e 4,0 para 2003.

Somando-se o retorno esperado sobre as Letras do Tesouro dos Estados Unidos ao risco Brasil, tem-se a taxa de retorno livre de risco para o mercado brasileiro (r_f) de 18,41% em 1999; 12% em 2000; 11% em 2001; 11% em 2002; e 10% em 2003.

b) Prêmio pelo risco de mercado - $E(r_m) - r_f$

O prêmio pelo risco de mercado é calculado diminuindo a taxa de retorno livre de risco da taxa de retorno esperada sobre a carteira de ativos de mercado. Segundo Ross,

¹⁷⁵ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.43.

¹⁷⁶ CAOUILLE, John B., ALTMAN, Edward I., NARAYANAN, Paul. *Gestão de crédito: o próximo grande desafio financeiro*. Série Dinâmica do Conhecimento. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000. p.381.

Westerfield e Jordan,¹⁷⁸ o prêmio pelo risco é a recompensa que o mercado oferece ao investidor por este assumir um nível médio de risco sistemático, além da espera pelo resultado da aplicação.

Isto significa dizer que o investidor espera receber, além do retorno sobre a aplicação que está fazendo, um prêmio por assumir riscos que afetam todas as empresas, independentemente da diversificação de investimentos, tais como guerra, inflação, incidentes internacionais e eventos políticos.

Damodaran¹⁷⁹ explica que “o prêmio de risco usado no CAPM geralmente se baseia em dados históricos, e o prêmio é definido como a diferença entre os retornos médios sobre as ações e os retornos médios sobre títulos livres de risco, ao longo do período medido.” Afirma que há três fundamentos que determinam o tamanho do prêmio: este será maior em economias às quais se associa maior grau de volatilidade; será mais alto naqueles mercados onde haja potencial para instabilidade política, que se traduz em instabilidade econômica; e aumentará em mercados onde haja empresas menores e com maior grau de risco.

Para Saurin e Costa,¹⁸⁰ no Brasil, a taxa de retorno esperada sobre a carteira de ativos de mercado pode ser medida pelo índice da Bolsa de Valores de São Paulo, o IBOVESPA.

Segundo Leite e Sanvicente,¹⁸¹ o IBOVESPA fornece ao público investidor uma clara noção das flutuações das cotações que retratam as tendências presentes no mercado acionário. Por meio dele pode-se distinguir as variações que caracterizam o comportamento geral das cotações das bolsas de valores.

De acordo com informações obtidas junto à Gazeta Mercantil, o índice Bovespa ficou em 109,77% em 1999. Não obstante, economistas e profissionais de finanças estimam que este índice para 2000 vai girar em torno de 30%.

Considerando estes dados, o prêmio pelo risco de mercado fica assim definido:

¹⁷⁷ GIAMBIAGI, Fábio. *Perspectivas para a economia brasileira: 1999/2006. Textos para Discussão do BNDES*, Rio de Janeiro, n. 74, p.3-40, dezembro/1999. p.33.

¹⁷⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1998. p.252.

¹⁷⁹ DAMODARAN, Aswath. *Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo*. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.60-62.

¹⁸⁰ SAURIN, Valter, COSTA JR, Newton C. A. da. O valor mínimo de uma empresa: estudo de caso. *Revista de Negócios*, Blumenau, v. 2, n.º 4, p.51-57, 1997. p.53.

¹⁸¹ LEITE, Helio de Paula, SANVICENTE, Antonio Zoratto. *Índice bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros*. São Paulo: Atlas, 1994. p.11-12.

$$E(r_m) - r_{f1999} = 109,77\% - 18,41\% = 91,36\%$$

$$E(r_m) - r_{f2000} = 30\% - 12\% = 18\%$$

$$E(r_m) - r_{f2001} = 30\% - 11\% = 19\%$$

$$E(r_m) - r_{f2002} = 30\% - 11\% = 19\%$$

$$E(r_m) - r_{f2003} = 30\% - 10\% = 20\%$$

Nota-se que o prêmio pelo risco de mercado em 1999 é muito superior aos outros anos. Isso se deve ao fato de que a taxa de retorno esperada sobre a carteira de ativos de mercado – $E(r_m)$ e o risco Brasil, componente da taxa de retorno livre de risco – r_f , foram significativamente superiores aos demais anos. O risco inerente aos investimentos realizados no Brasil ficou alto em 1999, principalmente porque neste ano a economia brasileira foi marcada pela adoção do regime de câmbio flutuante, alteração do regime monetário, com a adoção do regime de metas inflacionárias e pelo cumprimento das metas fiscais acordadas junto ao Fundo Monetário Internacional – FMI, fatores que influenciaram diretamente na decisão dos investidores. Para os outros anos espera-se uma estabilidade da economia brasileira, reduzindo assim o prêmio pelo risco dos investimentos realizados no país.

c) Risco sistemático do capital próprio - (beta)

Ross, Westerfield e Jaffe¹⁸² definem beta em termos estatísticos como “a covariância do retorno de um título individual com o da carteira que representa o mercado, dividida pela variância do retorno dessa carteira.”

O coeficiente beta, representado pela letra grega β é o fator determinante do retorno esperado de um ativo, pois através desse fator é medido o risco sistemático dos ativos da empresa. Em outras palavras, é a medida do grau de movimento do retorno de um ativo em resposta à mudança no retorno de mercado.¹⁸³

¹⁸² ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. p.198.

¹⁸³ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. *Princípios de administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1998. p.246 e 247.

De acordo com Damodaran,¹⁸⁴ o beta de uma empresa pode ser determinado por três variáveis. A primeira delas é o tipo de negócio da empresa, quanto mais sensível for o negócio às condições de mercado, mais alto será o beta. A segunda é o alto grau de alavancagem operacional, isto é, custos fixos elevados em relação a custos totais, acarretará uma variância na receita operacional, o que levará a um beta mais elevado devido a volatilidade do resultado. A terceira variável é o aumento de alavancagem financeira, a qual aumenta o beta do patrimônio líquido da empresa, já que os pagamentos de juros sobre a dívida aumentam a variabilidade do resultado líquido.

Gitman¹⁸⁵ acrescenta que os coeficientes betas podem ser obtidos de fontes de publicação sobre as ações negociadas na bolsa de valores, ou através de empresas de corretagem. Explica que “o coeficiente beta considerado para o mercado é igual a 1,0; todos os outros betas podem ser vistos em relação a esse valor.” Mostra, de acordo com a Tabela 16, alguns valores de betas selecionados e suas correspondentes interpretações.

Tabela 16 – Coeficientes betas selecionados e suas interpretações

Beta	Comentário	Interpretação ^a
2,0	Movimentam-se	Duas vezes com maior reação ao risco que o mercado
1,0	na mesma direção	Mesma reação ou risco que o mercado (i.e., risco médio)
0,5	do mercado	Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
0		Não afetado pelos movimentos do mercado
-0,5	Movimentam-se	Apenas a metade da reação ou risco que o mercado
-1,0	em direção oposta	Mesma reação ou risco que o mercado (i.e., risco médio)
-2,0	ao mercado	Reação ou visão duas vezes maior que o mercado

^a Espera-se que uma ação que reaja duas vezes mais que o mercado tenha uma mudança de 2% em seu retorno para cada mudança de 1% no retorno da carteira de mercado, enquanto se espera que uma ação cuja reação é a metade, com relação ao mercado, tenha uma mudança de ½ de 1% para cada 1% de mudança no retorno da carteira de mercado.

De acordo com essa abordagem, a estimativa do beta requer os preços de mercado de uma empresa. Portanto, a aplicação desta metodologia é inviável em empresas que não tem suas ações negociadas em bolsa de valores ou que apenas foram negociadas por um curto período de tempo.

¹⁸⁴ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.69-71.

¹⁸⁵ GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p.223.

Por este motivo Damodaran¹⁸⁶ sugere a utilização de outros métodos. Um deles é a utilização de empresas comparáveis em termos de risco de negócios e alavancagem operacional. Um outro método sugerido é a combinação de fatores básicos setoriais e da empresa para prever betas, como a rentabilidade dos dividendos, coeficiente de variância de receita operacional, tamanho, índice dívida/patrimônio líquido e crescimento de lucros.

O beta da Portobello S.A. foi obtido junto a Economática, empresa fundada no Brasil em 1986, com atuação mundial é especializada em fornecer informações financeiras, por meio de um software para análise de investimentos em ações. O beta da Portobello, calculado nos últimos 18 meses, até 30/12/1999, resultou num coeficiente de 0,25.

Levando-se em consideração todas as hipóteses até aqui comentadas, referentes a taxa de retorno livre de risco, ao prêmio pelo risco de mercado e ao risco sistemático do capital próprio, o custo do capital próprio foi estimado como segue:

$$k_s = r_f + [E(r_m) - r_f](\text{beta})$$

$$k_{s1999} = 18,41\% + [91,36\%] * 0,25 = 41,25\%$$

$$k_{s2000} = 12\% + [18\%] * 0,25 = 16,50\%$$

$$k_{s2001} = 11\% + [19\%] * 0,25 = 15,75\%$$

$$k_{s2002} = 11\% + [19\%] * 0,25 = 15,75\%$$

$$k_{s2003} = 10\% + [20\%] * 0,25 = 15,00\%$$

Devido aos valores constantes dos fluxos de caixa projetados estarem depurados de inflação, isto é, estarem em moeda de poder aquisitivo constante, foi efetuado um ajuste na taxa correspondente ao custo do capital próprio, a fim de adequar a taxa de desconto, para que esta não contemple variações inflacionárias. Esse ajuste é essencialmente a taxa de inflação norte americana incorporada no rendimento das Letras do Tesouro dos Estados Unidos, conforme a empresa Economática, estimada em 2,70% ao ano.

¹⁸⁶ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.72 e 73.

De acordo com Martins e Assaf Neto,¹⁸⁷ o cálculo da taxa real deve obedecer a seguinte fórmula:

$$r = \frac{1+i}{1+d} - 1$$

Onde: r é a taxa real.

d é a taxa de inflação.

i neste caso é a taxa do custo do capital próprio.

Assim, aplicando-se esta fórmula, a taxa real do custo do capital próprio, para cada ano, na empresa em estudo, é a seguinte:

$$k_s r_{1999} = \frac{1+0,4125}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,4125}{1,0270} - 1 = 0,3754 = 37,54\%$$

$$k_s r_{2000} = \frac{1+0,1650}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1650}{1,0270} - 1 = 0,1344 = 13,44\%$$

$$k_s r_{2001} = \frac{1+0,1575}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1575}{1,0270} - 1 = 0,1271 = 12,71\%$$

$$k_s r_{2002} = \frac{1+0,1575}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1575}{1,0270} - 1 = 0,1271 = 12,71\%$$

$$k_s r_{2003} = \frac{1+0,15}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,15}{1,0270} - 1 = 0,1198 = 11,98\%$$

A taxa real do custo do capital próprio, isto é, o custo do capital próprio depurado de inflação, resultou em um valor menor do que a taxa anteriormente calculada, já que

¹⁸⁷ MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986. p.53.

nas variáveis aplicadas em seu cálculo, está incorporada a taxa de inflação para o período de projeção.

4.2.3. Avaliação

A avaliação do método Custo ao Capital Próprio é feita através do cálculo do valor presente do fluxo de caixa ao acionista da empresa em análise. Em seguida soma-se ao valor presente do fluxo de caixa o montante captado por empréstimo.

O valor presente dos fluxos de caixa é calculado através da multiplicação de um fator de desconto, para um determinado período, com o fluxo de caixa projetado para este mesmo período. Este fator de desconto, adaptado da fórmula de cálculo do valor presente do fluxo de caixa exposto por Damodaran,¹⁸⁸ deve ser calculado da seguinte forma:

$$\text{fator de desconto} = \frac{1}{(1+k)^t}$$

Onde: k é a taxa de desconto, neste caso o custo do capital próprio.

t representa o período que está sendo analisado.

Assim, aplicando-se esta fórmula, o fator de desconto para cálculo do valor presente do fluxo de caixa utilizado no método Fluxo ao Capital Próprio, para cada ano, é o seguinte:

$$\text{fator de desconto}_{1999} = \frac{1}{(1+0,3754)^1} = \frac{1}{1,3754} = 0,7271$$

$$\text{fator de desconto}_{2000} = \frac{1}{(1+0,1344)^2} = \frac{1}{1,2867} = 0,7771$$

¹⁸⁸ DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo.** Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997. p.12.

$$\text{fator de desconto}_{2001} = \frac{1}{(1+0,1271)^3} = \frac{1}{1,4318} = 0,6984$$

$$\text{fator de desconto}_{2002} = \frac{1}{(1+0,1271)^4} = \frac{1}{1,6138} = 0,6197$$

$$\text{fator de desconto}_{2003} = \frac{1}{(1+0,1198)^5} = \frac{1}{1,7608} = 0,5679$$

Após o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa, faz-se necessário agregar o valor que represente sua continuidade após o período projetado, isto é, o valor que representa a geração de caixa após o ano 2003. De acordo com Saurin e Costa Jr,¹⁸⁹ este valor a ser calculado após o período de projeção é chamado de valor residual.

O valor residual pode ser calculado como uma perpetuidade. Gitman¹⁹⁰ explica que uma perpetuidade é uma anuidade com uma vida infinita, ou seja, uma anuidade que nunca deixa de gerar benefícios ao seu detentor ao final de cada ano. O valor presente de uma perpetuidade pode ser calculado através de um fator de juros definido pela equação:

$$FJVP_{k,\infty} = \frac{1}{k}$$

Onde: $FJVP_{k,\infty}$ é o fator de juros para uma perpetuidade.

k é a taxa de desconto para uma perpetuidade.

No caso em análise, o valor residual foi calculado com base no último fluxo de caixa estimado, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Fluxo de Caixa Líquido}_{2003}}{\text{Custo do Capital Próprio}_{2003}} = \frac{5.161}{0,1198} = 43.080$$

¹⁸⁹ SAURIN, Valtér, COSTA JR, Newton C. A. da. O valor mínimo de uma empresa: estudo de caso. *Revista de Negócios*, Blumenau, v. 2, n.º 4, p.51-57, 1997. p.54.

¹⁹⁰ GITMAN, Lawrence J. *Princípios de administração financeira*. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997. p. 182.

O valor presente do valor residual e dos fluxos de caixa ao acionista, pelo método do Fluxo ao Capital Próprio, está demonstrado na Tabela 17.

Tabela 17 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Fluxo ao Capital Próprio - em milhares de reais

Período	Fluxo de Caixa Líquido	Fator de Desconto	Valor Presente
1 – 1999	-12.614	0,7271	-9.172
2 – 2000	22.467	0,7771	17.459
3 – 2001	1.423	0,6984	994
4 – 2002	15.851	0,6197	9.823
5 – 2003	5.161	0,5679	2.931
Valor Residual	43.080	0,5679	24.465
Soma			46.500

Os valores correspondentes ao fluxo de caixa líquido, constantes na Tabela 17, foram retirados da projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas, demonstrado na Tabela 14.

O montante captado por empréstimo, representado pela soma das obtenções de empréstimos com os encargos incidentes sobre este capital, está demonstrado na Tabela 18.

Tabela 18 – Montante captado por empréstimo – em milhares de reais

Período	Montante Empréstimo	Fator de Desconto	Valor Presente
Saldo Inicial	49.377	0,0000	49.377
1 – 1999	18.446	0,8518	15.712
2 – 2000	12.181	0,8621	10.501
3 – 2001	11.050	0,8117	8.969
4 – 2002	4.232	0,7583	3.209
5 – 2003	3.545	0,7080	2.510
Valor Residual	37.468	0,7080	26.527
Soma			116.805

Para o cálculo do montante captado por empréstimo foram utilizados os dados constantes na Tabela 11.

O valor residual foi calculado com base na movimentação da conta Empréstimos e Financiamentos Novos, ocorrida no último ano da projeção, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Montante Empréstimo}_{2003}}{\text{Custo da Dívida}_{2003}} = \frac{2.679}{0,0715} = 37.468$$

Para o cálculo do fator de desconto foi utilizado o custo da dívida calculado na Tabela 19, a saber: 20,57% no ano de 1999; 10,60% em 2000; 10,09% em 2001; 10,05% em 2002; e 10,04% em 2003. O valor da taxa de desconto real para cada ano foi encontrado conforme segue:

$$k_{i_r1999} = \frac{1+0,2057}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,2057}{1,0270} - 1 = 0,1740 = 17,40\%$$

$$k_{i_r2000} = \frac{1+0,1060}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1060}{1,0270} - 1 = 0,0770 = 7,70\%$$

$$k_{i_r2001} = \frac{1+0,1009}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1009}{1,0270} - 1 = 0,0720 = 7,20\%$$

$$k_{i_r2002} = \frac{1+0,1005}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1005}{1,0270} - 1 = 0,0716 = 7,16\%$$

$$k_{i_r2003} = \frac{1+0,1004}{1+0,0270} - 1 = \frac{1,1004}{1,0270} - 1 = 0,0715 = 7,15\%$$

A taxa real do custo da dívida é menor do que a taxa anteriormente calculada, já que nas variáveis aplicadas em seu cálculo está incorporada a taxa de inflação para o período de projeção.

O fator de desconto para cada ano, constante na Tabela 18, foi calculado como segue:

$$\text{fator de desconto}_{1999} = \frac{1}{(1+0,1740)^1} = \frac{1}{1,1740} = 0,8518$$

$$\text{fator de desconto}_{2000} = \frac{1}{(1 + 0,0770)^2} = \frac{1}{1,1599} = 0,8621$$

$$\text{fator de desconto}_{2001} = \frac{1}{(1 + 0,0720)^3} = \frac{1}{1,2319} = 0,8117$$

$$\text{fator de desconto}_{2002} = \frac{1}{(1 + 0,076)^4} = \frac{1}{1,3187} = 0,7583$$

$$\text{fator de desconto}_{2003} = \frac{1}{(1 + 0,0715)^5} = \frac{1}{1,4124} = 0,7080$$

O valor da empresa calculado pelo método do Fluxo ao Capital Próprio é definido por Ross, Westerfield e Jaffe¹⁹¹ pela soma do valor presente do fluxo de caixa ao acionista da empresa em análise, com o montante dos empréstimos captados por ela. Assim, com os dados calculados da forma descrita pelo método do Fluxo ao Capital Próprio, obteve-se o valor da empresa Portobello S.A. em 31 de dezembro de 1998, de R\$ 163.305.000,00, calculado pela soma do valor presente dos fluxos de caixa obtidos na Tabela 17 – 46.500 milhões de reais – e do valor do montante captado por empréstimo, obtido na Tabela 18 – 116.805 milhões de reais.

4.3. Cálculo do Custo Médio Ponderado de Capital

O cálculo do método Custo Médio Ponderado de Capital – WACC é realizado, da seguinte forma: primeiro é feita a previsão do fluxo de caixa e, em seguida, é calculada a taxa de desconto para este fluxo.

4.3.1. Previsão do fluxo de caixa

O fluxo de caixa adotado é o fluxo de caixa aos acionistas de uma empresa sem dívidas. Isto significa que este fluxo não contempla o pagamento de juros e principal, nem entradas de caixa decorrentes de empréstimos e financiamentos. O fluxo de caixa ao acionista para uma empresa sem dívidas está detalhado na Tabela 15.

4.3.2. Cálculo da taxa de desconto

O modelo para cálculo da taxa de desconto é o custo médio ponderado de capital. Nesta taxa são incluídas todas as fontes de capital empregadas para financiar o empreendimento. Dessa forma, para calculá-la faz-se necessário a definição de alguns itens que a compõem.

a) Custo da Dívida - k_b

O custo da dívida foi calculado pela taxa ponderada dos encargos dos diversos contratos de empréstimos e financiamentos em aberto a cada ano, procurando, desse modo, considerar as expectativas de longo prazo e não somente as condições atuais da empresa.

O cálculo da média ponderada do custo da dívida, líquida dos impostos, está demonstrada na Tabela 19.

¹⁹¹ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996, p.462.

Tabela 19 - Projeção do custo da dívida - em milhares de reais

Encargos	1999			2000			2001			2002			2003		
	Total R\$	Custo %	Índice de Ponderação	Total R\$	Custo %	Índice de Ponderação	Total R\$	Custo %	Índice de Ponderação	Total R\$	Custo %	Índice de Ponderação	Total R\$	Custo %	Índice de Ponderação
Transf. Longo Prazo	15.801	3,73%	0,30	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00
Contratos de Curto Prazo	7.423	39,50% ^{aaa}	0,14	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00
I.F.C.	13.209	58,56%	0,25	13.209	13,56%	0,36	10.247	13,06%	0,31	7.409	12,56%	0,27	4.682	12,06%	0,20
Suppliers Credit (Itália)	1.047	54,31% ^{aaa}	0,02	1.047	9,31%	0,03	598	8,81%	0,02	150	8,31%	0,01	0	0,00%	0,00
FINAME/POC	3.724	19,22% ^{aaa}	0,07	3.724	19,22%	0,10	2.410	19,22%	0,07	1.095	19,22%	0,04	0	0,00%	0,00
PRODEC	3.237	6,13%	0,06	3.237	6,13%	0,09	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00
FINAMEX	1.418	56,57% ^{aaa}	0,03	1.418	11,57%	0,04	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00	0	0,00%	0,00
FINEP	3.518	18,72% ^{aaa}	0,07	3.518	18,72%	0,09	2.763	18,72%	0,08	2.133	18,72%	0,08	1.612	18,72%	0,07
PRODEC	4.000	6,13%	0,07	4.000	6,13%	0,11	4.000	6,13%	0,12	4.000	6,13%	0,14	4.000	6,13%	0,17
FINAME/POC	0	0,00% ^{aaa}	0,00	7.000	18,72%	0,19	7.000	18,72%	0,21	7.000	18,72%	0,25	7.000	18,72%	0,30
FINAME/POC	0	0,00% ^{aaa}	0,00	0	0,00%	0,00	6.000	18,72%	0,18	6.000	18,72%	0,22	6.000	18,72%	0,26
Total	53.377	27,06%	1	37.153	13,95%	1	33.018	15,30%	1	27.787	15,23%	1	23.294	15,22%	1

Custo da dívida após os impostos

	1999		2000		2001		2002		2003	
	Taxa dos Impostos	Custo %	Taxa dos Impostos	Custo %	Taxa dos Impostos	Custo %	Taxa dos Impostos	Custo %	Taxa dos Impostos	Custo %
Custo da Dívida Líquido dos Impostos	24,00%	20,57%	24,00%	10,60%	34,00%	10,09%	34,00%	10,05%	34,00%	10,04%

O valor total dos empréstimos, bem como as taxas correspondentes a encargos, foram retiradas da Tabela 11. O custo total da dívida, para cada ano projetado, foi obtido multiplicando-se o custo de cada empréstimo pelo seu respectivo índice de ponderação.

No caso em estudo, os juros incidentes sobre os empréstimos e financiamentos são dedutíveis para fins de cálculo do Imposto de Renda e da Contribuição Social. Por essa razão, o custo da dívida foi calculado após a incidência desses impostos. Para isso, utilizou-se as taxas de impostos demonstradas na Tabela 7, sendo 24% para os anos de 1999 e 2000 e 34% para os anos de 2001 à 2003.

Assim, o custo da dívida, líquido de impostos, foi calculado como segue:

$$k_i = k_d \times (1 - T)$$

$$k_{i1999} = 27,06\% \times (1 - 0,24) = 20,57\%$$

$$k_{i2000} = 13,95\% \times (1 - 0,24) = 10,60\%$$

$$k_{i2001} = 15,30\% \times (1 - 0,34) = 10,09\%$$

$$k_{i2002} = 15,23\% \times (1 - 0,34) = 10,05\%$$

$$k_{i2003} = 15,22\% \times (1 - 0,34) = 10,04\%$$

b) Custo das Ações Preferenciais - k_p

O custo das ações preferenciais foi obtido dividindo-se o pagamento de dividendos anuais preferenciais pelo preço das ações preferenciais, líquido de quaisquer custos de lançamento destas ações.

De acordo com o Relatório da Administração,¹⁹² o Capital Social da Portobello S.A., em 1998, estava representado por 33.074.892 ações ordinárias e 12.378.204 ações preferenciais, totalizando 45.453.096 ações, todas subscritas e integralizadas.

Aos acionistas da Portobello S.A. são assegurados dividendos mínimos no valor equivalente a 30% do lucro líquido, ajustado nos termos do artigo 202 da Lei n.º 6.404.¹⁹³ As ações preferenciais, em conformidade com o artigo 17 desta Lei,

¹⁹² PORTOBELLO S.A. Relatório da Administração – 1998. Tijuca, 1999.

¹⁹³ BRASIL, Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.

modificado pelo artigo 1º da Lei n.º 9.457,¹⁹⁴ têm direito ainda ao dividendo 10% superior às ações ordinárias.

O valor dos dividendos das ações preferenciais distribuídos e o cálculo do custo dessas ações encontram-se detalhados na Tabela 20.

Tabela 20 – Projeção do custo das ações preferenciais – em milhares de reais

	1999	2000	2001	2002	2003
<u>Dividendos Distribuídos</u>					
Lucro (Prejuízo) Líquido	(9.038)	256	8.220	8.888	9.497
(-) Reserva Legal	0	13	411	444	475
(=) Base p/ Cálculo dos Dividendos	0	243	7.809	8.444	9.022
Ações Preferenciais - 27,23%					
Dividendos Ações Preferenciais	0	26	851	920	983
Ações Ordinárias - 72,77%					
Dividendos Ações Ordinárias	0	53	1.705	1.843	1.970
<u>Custo das Ações Preferenciais</u>					
Dividendos Anuais	0	26	851	920	983
Preço Líquido das Ações	7.055	7.055	7.055	7.055	7.055
Custo da Ações Preferenciais	0,00%	0,38%	12,06%	13,03%	13,93%

Os dividendos das ações ordinárias foram calculados proporcionalmente ao número de ações em 1998, no valor equivalente a 30% do lucro líquido, ajustado pela Reserva Legal, constituída a base de 5% do lucro líquido.

Assim como os dividendos das ações ordinárias, os dividendos das ações preferenciais foram calculados proporcionalmente ao número de ações em 1998. No entanto, a base de cálculo foi de 40% do lucro líquido, ajustado pela Reserva Legal, constituída a base de 5% do lucro líquido.

O preço unitário líquido da ação preferencial, obtido junto a empresa Economática, em 31/12/1999 era de R\$ 0,57. Com base em sua evolução histórica, analistas financeiros acreditam que a tendência deste preço é se manter constante, por isso foi considerado o mesmo valor para todos os anos da projeção. O preço líquido das ações da Portobello S.A. foi obtido pela multiplicação do preço unitário (R\$ 0,57) pelo número de ações preferenciais (12.378.204).

¹⁹⁴ BRASIL, Lei n.º 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.

c) Custo do Capital Próprio - k_s

O custo do capital próprio foi calculado pela aplicação do modelo de risco e retorno – CAPM, conforme mostrado no item 4.2.2. deste trabalho.

Para o cálculo do custo médio ponderado de capital, além de considerar as hipóteses levantadas para o cálculo do custo da dívida, custo das ações preferenciais e custo do capital próprio, calculados no item 4.3.2. letras “a”, “b” e “c”, respectivamente, deve-se calcular a proporcionalidade destes custos.

A proporção da dívida, das ações preferenciais e das ações ordinárias encontra-se demonstrada na Tabela 21.

Tabela 21 – Projeção da proporção dos custos da dívida, ações preferenciais e ações ordinárias – em milhares de reais

	1999	%	2000	%	2001	%	2002	%	2003	%
Dívida	30.153	22,76%	27.018	20,66%	27.786	18,25%	23.293	15,52%	19.314	12,10%
Ações Preferenciais	27.857	21,04%	28.252	21,60%	33.898	22,26%	34.523	23,00%	38.219	23,94%
Ações Ordinárias	74.444	56,20%	75.502	57,74%	90.591	59,49%	92.259	61,48%	102.137	63,96%
Total	132.454	100%	130.773	100%	152.275	100%	150.075	100%	159.671	100%

O valor das dívidas foi obtido pela soma dos empréstimos e financiamentos do curto e longo prazo, retirados da projeção do Balanço Patrimonial apresentada na Tabela 12.

As ações preferenciais correspondem a 27,23% do capital social, exibido na Tabela 12, o total das ações ordinárias corresponde à 72,77% do capital. O total das ações, preferenciais e ordinárias, no ano de 1998 serviu de base para o cálculo destes percentuais.

Assim, o custo médio ponderado de capital foi estimado em:

$$WACC = k_b \frac{B}{V} + k_p \frac{P}{V} + k_s \frac{S}{V}$$

$$WACC_{1999} = 20,57\% * 0,2277 + 0\% * 0,2103 + 37,54\% * 0,5620$$

$$WACC_{1999} = 4,68\% + 0\% + 21,10\% = 25,78\%$$

$$WACC_{2000} = 10,60\% * 0,2066 + 0,38\% * 0,216 + 13,44\% * 0,5774$$

$$WACC_{2000} = 2,19\% + 0,08\% + 7,76\% = 10,03\%$$

$$WACC_{2001} = 10,09\% * 0,1825 + 12,06\% * 0,2226 + 12,71\% * 0,5949$$

$$WACC_{2001} = 1,84\% + 2,68\% + 7,56\% = 12,08\%$$

$$WACC_{2002} = 10,05\% * 0,1552 + 13,03\% * 0,23 + 12,71\% * 0,6148$$

$$WACC_{2002} = 1,56\% + 3,00\% + 7,81\% = 12,37\%$$

$$WACC_{2003} = 10,04\% * 0,1210 + 13,93\% * 0,2394 + 11,98\% * 0,6396$$

$$WACC_{2003} = 1,21\% + 3,33\% + 7,66\% = 12,20\%$$

Para obter o valor da taxa de desconto real, o valor obtido do WACC, em cada ano, foi ajustado pela taxa de inflação norte americana incorporada no rendimento das Letras do Tesouro dos Estados Unidos, conforme a empresa Economática, estimada em 2,70% ao ano, resultando nas seguintes taxas de desconto:

$$WACC_{r_{1999}} = \frac{1 + 0,2578}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,2578}{1,0270} - 1 = 0,2248 = 22,48\%$$

$$WACC_{r_{2000}} = \frac{1 + 0,1003}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1003}{1,0270} - 1 = 0,0714 = 7,14\%$$

$$WACC_{r_{2001}} = \frac{1 + 0,1208}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1208}{1,0270} - 1 = 0,0914 = 9,14\%$$

$$WACC_{r_{2002}} = \frac{1 + 0,1237}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1237}{1,0270} - 1 = 0,0942 = 9,42\%$$

$$WACC_{r_{2003}} = \frac{1 + 0,1220}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1220}{1,0270} - 1 = 0,0925 = 9,25\%$$

A taxa real do custo médio ponderado de capital é menor do que a taxa anteriormente calculada, já que nas variáveis aplicadas em seu cálculo está incorporada a taxa de inflação para o período de projeção.

O método do Custo Médio Ponderado de Capital é operacionalizado descontando-se os fluxos de caixa ao acionista de uma empresa sem dívida. Para isso faz-se necessário encontrar o fator de desconto para o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa. O fator de desconto utilizado, para cada ano, é o seguinte:

$$\text{fator de desconto}_{1999} = \frac{1}{(1 + 0,2248)^1} = \frac{1}{1,2248} = 0,8165$$

$$\text{fator de desconto}_{2000} = \frac{1}{(1 + 0,0714)^2} = \frac{1}{1,1479} = 0,8712$$

$$\text{fator de desconto}_{2001} = \frac{1}{(1 + 0,0914)^3} = \frac{1}{1,3000} = 0,7692$$

$$\text{fator de desconto}_{2002} = \frac{1}{(1 + 0,0942)^4} = \frac{1}{1,4335} = 0,6976$$

$$\text{fator de desconto}_{2003} = \frac{1}{(1 + 0,0925)^5} = \frac{1}{1,5563} = 0,6425$$

O valor residual foi calculado com base no último fluxo de caixa estimado, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Fluxo de Caixa Líquido}_{2003}}{\text{Custo Médio Ponderado de Capital}_{2003}} = \frac{12.685}{0,0925} = 137.135$$

O valor presente do valor residual e dos fluxos de caixa ao acionista, pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital, está demonstrado na Tabela 22.

Tabela 22 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital - em milhares de reais

Período	Fluxo de Caixa Líquido	Fator de Desconto	Valor Presente
1 – 1999	21.056	0,8165	17.192
2 – 2000	30.783	0,8712	26.818
3 – 2001	5.704	0,7692	4.388
4 – 2002	24.576	0,6976	17.144
5 – 2003	12.685	0,6425	8.150
Valor Residual	137.135	0,6425	88.109
Soma			161.801

Os valores correspondentes ao fluxo de caixa líquido, constantes na Tabela 22, foram retirados da projeção do fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas, demonstrada na Tabela 15.

O valor da empresa, pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital, de acordo com Ross, Westerfield e Jaffe,¹⁹⁵ é encontrado pela projeção dos fluxos de caixa ao acionista de uma empresa sem dívida, em seguida estes fluxos são descontados uma única vez a uma taxa ajustada para conter todos os custos e benefícios de uma determinada estrutura de capital. Assim, com os dados calculados da forma descrita pelo método, obteve-se o valor da empresa Portobello S.A., em 31 de dezembro de 1998, de R\$ 161.801.000,00, valor demonstrado na Tabela 22.

4.4. Cálculo do Valor Presente Ajustado

A avaliação de uma empresa pelo método do Valor Presente Ajustado – APV requer as seguintes etapas: primeiramente projeta-se o fluxo de caixa, em seguida desconta-se o fluxo de caixa, a terceira etapa é avaliar os efeitos colaterais de financiamento, a etapa seguinte é calcular o valor presente ajustado e, por fim, deve-se realizar a análise e interpretação dos resultados.

¹⁹⁵ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996, p.459-462.

4.4.1. Projeção do fluxo de caixa

O fluxo de caixa utilizado para a aplicação do método Valor Presente Ajustado é o fluxo de caixa ao acionista, excluídas as operações associadas ao programa de financiamento da empresa. Portanto, foi adotado o fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas, demonstrado na Tabela 15.

4.4.2. Desconto do fluxo de caixa

A taxa de desconto utilizada é o custo de capital de uma empresa totalmente financiada com capital próprio. Falcini¹⁹⁶ explica que este custo pode ser obtido pela aplicação da seguinte fórmula:

$$p = \frac{\text{CMPC}}{\left(1 - t_c \frac{B}{B+S}\right)}$$

Todos os elementos da fórmula já foram anteriormente definidos. O custo médio ponderado de capital (CMPC) foi calculado no item 4.3.2. deste trabalho: 25,78% para o ano de 1999; 10,03% para 2000; 12,08% para 2001; 12,37% para 2002; e 12,20% para 2003. A taxa de imposto incidente sobre a empresa (t_c) encontra-se descrita na Tabela 19. A proporção de dívidas ($\frac{B}{B+S}$) está demonstrada na Tabela 21: sendo 22,76% para o ano de 1999; 20,66% para 2000; 18,25% para 2001; 15,52% para 2002; e 12,10% para 2003. Desse modo, resultando nas taxas de desconto que seguem:

$$p_{1999} = \frac{0,2578}{(1 - 0,24 * 0,2276)} = \frac{0,2578}{0,9453} = 0,2728 = 27,28\%$$

¹⁹⁶ FALCINI, Primo. *Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa*. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995. p.90.

$$P_{2000} = \frac{0,1003}{(1 - 0,24 * 0,2066)} = \frac{0,1003}{0,9504} = 0,1056 = 10,56\%$$

$$P_{2001} = \frac{0,1208}{(1 - 0,34 * 0,1825)} = \frac{0,1208}{0,9379} = 0,1409 = 14,09\%$$

$$P_{2002} = \frac{0,1237}{(1 - 0,34 * 0,1552)} = \frac{0,1237}{0,9472} = 0,1306 = 13,06\%$$

$$P_{2003} = \frac{0,1220}{(1 - 0,34 * 0,1210)} = \frac{0,1220}{0,9588} = 0,1273 = 12,73\%$$

Para obter o valor da taxa de desconto real, o valor obtido em cada ano foi ajustado pela taxa de inflação norte americana incorporada no rendimento das Letras do Tesouro dos Estados Unidos, conforme a empresa Económica, estimada em 2,70% ao ano, resultando nas seguintes taxas de desconto:

$$P_{r1999} = \frac{1 + 0,2728}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,2728}{1,0270} - 1 = 0,2394 = 23,94\%$$

$$P_{r2000} = \frac{1 + 0,1056}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1056}{1,0270} - 1 = 0,0766 = 7,66\%$$

$$P_{r2001} = \frac{1 + 0,1409}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1409}{1,0270} - 1 = 0,1109 = 11,09\%$$

$$P_{r2002} = \frac{1 + 0,1306}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1306}{1,0270} - 1 = 0,1009 = 10,09\%$$

$$P_{r2003} = \frac{1 + 0,1273}{1 + 0,0270} - 1 = \frac{1,1273}{1,0270} - 1 = 0,0977 = 9,77\%$$

A taxa de desconto real para o método do Valor Presente Ajustado é menor do que a taxa anteriormente calculada, já que nas variáveis aplicadas em seu cálculo está incorporada a taxa de inflação para o período de projeção.

4.4.3. Avaliação dos efeitos colaterais de financiamento

Ross, Westerfield e Jaffe¹⁹⁷ afirmam que, na prática, a dedução dos juros para fins de apuração do lucro tributável é certamente o efeito colateral que representa o maior volume monetário, apesar de todos os efeitos colaterais serem importantes.

No trabalho foram examinados somente os benefícios fiscais resultantes da dedutibilidade dos juros incidentes sobre empréstimos e financiamentos, principalmente pela pouca probabilidade de ocorrência de outros efeitos derivados do endividamento.

Para calcular os benefícios fiscais ao uso de capital de terceiros, Ross, Westerfield e Jaffe¹⁹⁸ apresentam a seguinte expressão:

$$T_c \cdot r_b \cdot B$$

Onde: T_c é a alíquota dos impostos incidentes sobre a empresa.

r_b é o custo de capital de terceiros.

B são as dívidas da empresa.

A alíquota dos impostos incidentes sobre a empresa estão definidos na Tabela 17. A projeção dos encargos sobre as dívidas foi evidenciada na Demonstração de Resultado projetada na Tabela 6. Dessa forma, a expressão apresentada fica assim:

$$e = T_c \cdot E$$

Onde: e representa os benefícios fiscais resultantes dos juros.

E é o valor representante dos encargos sobre as dívidas.

¹⁹⁷ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.456.

¹⁹⁸ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. p.316.

Para avaliar os benefícios fiscais ao uso de capital de terceiros é necessário trazê-los a valor presente. Segundo Van Horne,¹⁹⁹ a taxa de desconto a ser utilizada é o custo da dívida. A idéia é que a realização desses benefícios fiscais suporta um risco comparável com o custo de capital de terceiros.

A projeção e o desconto dos benefícios fiscais resultantes dos juros incidentes sobre os empréstimos e financiamentos estão apresentados na Tabela 23.

Tabela 23 – Projeção dos benefícios fiscais resultantes dos juros – em milhares de reais

	1 1999	2 2000	3 2001	4 2002	5 2003	Vlr. Residual
Projeção do Benefício Fiscal						
Encargos de dívidas	14.446	5.181	5.050	4.232	3.545	
Benefício fiscal ao uso de capital de terceiros	3.467	1.243	1.717	1.439	1.205	7.917
Benefício fiscal descontado						
Taxa de desconto	27,06%	13,95%	15,30%	15,23%	15,22%	15,22%
Fator de desconto	0,787	0,7701	0,6524	0,5672	0,4924	0,4924
Benefício fiscal descontado	2.729	958	1.120	816	593	3.898
Acumulado do benefício fiscal descontado	2.729	3.686	4.806	5.622	6.216	10.114

Os encargos da dívida citados na Tabela 23 foram retirados da Demonstração do Resultado do Exercício projetada na Tabela 6.

O benefício fiscal obtido com o uso de capital de terceiros foi calculado como segue:

$$e = T_c \times E$$

$$e_{1999} = 0,24 \times 14.446 = 3.467$$

$$e_{2000} = 0,24 \times 5.181 = 1.243$$

$$e_{2001} = 0,34 \times 5.050 = 1.717$$

$$e_{2002} = 0,34 \times 4.232 = 1.439$$

$$e_{2003} = 0,34 \times 3.545 = 1.205$$

¹⁹⁹ VAN HORNE, James C. *Financial management and policy*. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992. p.219.

O valor residual foi calculado com base no benefício fiscal obtido no último ano da projeção, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Benefício Fiscal}_{2003}}{\text{Custo Capital de Terceiros}_{2003}} = \frac{1.205}{0,1522} = 7.917$$

Para o cálculo do benefício fiscal descontado, Ross, Westerfield e Jaffe²⁰⁰ explicam que a taxa de desconto pode ser calculada ao custo médio de capital de terceiros, antes dos impostos. Para isso foi utilizada a média ponderada do custo da dívida calculada na Tabela 19.

O fator de desconto utilizado no cálculo do valor presente do benefício fiscal, para cada ano, é o seguinte:

$$\text{fator de desconto}_{1999} = \frac{1}{(1+0,2706)^1} = \frac{1}{1,2706} = 0,787$$

$$\text{fator de desconto}_{2000} = \frac{1}{(1+0,1395)^2} = \frac{1}{1,2985} = 0,7701$$

$$\text{fator de desconto}_{2001} = \frac{1}{(1+0,1530)^3} = \frac{1}{1,5328} = 0,6524$$

$$\text{fator de desconto}_{2002} = \frac{1}{(1+0,1523)^4} = \frac{1}{1,7630} = 0,5672$$

$$\text{fator de desconto}_{2003} = \frac{1}{(1+0,1522)^5} = \frac{1}{2,0307} = 0,4924$$

O valor presente dos benefícios fiscais e do valor residual são resultantes da multiplicação destes valores pelo fator de desconto em cada ano.

²⁰⁰ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Administração financeira*. São Paulo: Atlas, 1995. p.370.

4.4.4. Cálculo do valor presente ajustado

O valor presente ajustado de uma empresa com dívidas é encontrado pela soma do valor presente dos fluxos de caixa não alavancados com o valor presente dos efeitos colaterais de financiamento. Para isso faz-se necessário encontrar o fator de desconto para o cálculo do valor presente dos fluxos de caixa. O fator de desconto utilizado, para cada ano, é o seguinte:

$$\text{fator de desconto}_{1999} = \frac{1}{(1+0,2394)^1} = \frac{1}{1,2394} = 0,8068$$

$$\text{fator de desconto}_{2000} = \frac{1}{(1+0,0766)^2} = \frac{1}{1,1591} = 0,8628$$

$$\text{fator de desconto}_{2001} = \frac{1}{(1+0,1109)^3} = \frac{1}{1,3710} = 0,7294$$

$$\text{fator de desconto}_{2002} = \frac{1}{(1+0,1009)^4} = \frac{1}{1,4689} = 0,6808$$

$$\text{fator de desconto}_{2003} = \frac{1}{(1+0,0977)^5} = \frac{1}{1,5937} = 0,6275$$

O valor residual foi calculado com base no último fluxo de caixa estimado, conforme demonstrado a seguir:

$$\text{Valor Residual} = \frac{\text{Fluxo de Caixa Líquido}_{2003}}{\text{Custo de Capital}_{2003}} = \frac{12.685}{0,0977} = 129.836$$

O valor presente do valor residual e dos fluxos de caixa ao acionista, pelo método do Valor Presente Ajustado, está demonstrado na Tabela 24

Tabela 24 – Valor presente dos fluxos de caixa pelo método do Valor Presente Ajustado - em milhares de reais

Período	Fluxo de Caixa Líquido	Fator de Desconto	Valor Presente
1 – 1999	21.056	0,8068	16.988
2 – 2000	30.783	0,8628	26.560
3 – 2001	5.704	0,7294	4.160
4 – 2002	24.576	0,6808	16.731
5 – 2003	12.685	0,6275	7.960
Valor Residual	129.836	0,6275	81.472
Soma			153.871

O cálculo do valor da empresa pela soma do valor presente dos fluxos de caixa não alavancados, constantes na Tabela 24, com o valor presente dos efeitos colaterais de financiamento, constante na Tabela 23, está demonstrada na Tabela 25.

Tabela 25 – Cálculo do valor presente ajustado – em milhares de reais

Período	VP dos Fluxos de Caixa	VP Benefícios Fiscais	Valor Presente Ajustado
1999	16.988	2.729	19.717
2000	26.560	958	27.518
2001	4.160	1.120	5.280
2002	16.731	816	17.547
2003	7.960	593	8.553
Valor Residual	81.472	3.898	85.370
Total	153.871	10.114	163.985

O valor da empresa calculado pelo método do Valor Presente Ajustado é definido por Ross, Westerfield e Jaffe²⁰¹ como a soma do valor presente dos fluxos de caixa de uma empresa sem dívidas com o valor presente dos efeitos colaterais de financiamento. Assim, com os dados calculados da forma descrita pelo método do Valor Presente Ajustado, obteve-se o valor da empresa Portobello S.A., em 31 de dezembro de 1998, de R\$ 163.985.000,00, evidenciado na Tabela 24.

4.4.5. Análise e interpretação dos resultados

Para a análise e interpretação dos resultados, Luehrman²⁰² propõe que o fluxo de caixa do caso-base seja desmembrado em tantos fluxos quantos forem as iniciativas de

²⁰¹ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-457.

²⁰² LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. *Harvard Business Review*, Boston, v.75, n.º 3, p.145-154, may/june 1997. p.152.

criação de valor para a empresa. O desmembramento do fluxo de caixa da empresa em estudo está demonstrado na Tabela 26.

No caso em análise, foi considerado como iniciativa de criação de valor para a empresa, apenas a melhoria da margem e o conseqüente incremento do valor residual.

Tabela 26 – Análise do fluxo de caixa pelo método do Valor Presente Ajustado – em milhares de reais

	1999	2000	2001	2002	2003
DESEMPENHO BASE					
EBITDA	22.605	21.640	21.904	23.413	22.769
(-) Impostos incidentes sobre o lucro	0	0	(34)	(1.721)	(2.185)
(+) Depreciação/amortização	25.858	27.271	13.457	10.266	11.305
Fluxo de Caixa Bruto	48.463	48.911	35.327	31.958	31.888
Variação do capital circulante	27.227	9.891	7.612	8.459	12.816
Desembolsos de capital	7.654	17.801	30.078	3.084	12.575
Investimento líquido em outros ativos	1.015	1.470	2.285	1.010	1.270
(-) Investimento Bruto	35.896	29.162	39.975	12.553	26.661
(=) Fluxo de Caixa Operacional Líquido	12.567	19.749	(4.648)	19.405	5.227
Valor Residual					96.027
Fator de Desconto	0,8068	0,8628	0,7294	0,6808	0,6275
Valor Presente de Cada Ano	10.139	17.039	(3.390)	13.211	63.537
Valor Operacional do Desempenho Base	100.536				
INICIATIVAS DE CRIAÇÃO DE VALOR					
1- Melhoria da Margem					
EBITDA	8.489	11.034	10.369	5.986	8.016
(-) Impostos incidentes sobre o lucro	0	0	(17)	(815)	(559)
(=) Incremento de Caixa	8.489	11.034	10.352	5.171	7.458
Fator de Desconto	0,8068	0,8628	0,7294	0,6808	0,6275
Valor Presente de Cada Ano	6.849	9.520	7.551	3.520	4.680
Valor da Melhoria da Margem	32.120				
2- Valor Residual					
Incremento ref. Perpetuidade					33.809
Fator de Desconto					0,6275
Valor Presente	21.215				
Soma do Desempenho Base com Incrementos	153.871				
(+) Valor Presente dos Benefícios Fiscais	10.114				
(=) Valor Presente Ajustado	163.985				

O percentual de aumento da margem do EBITDA – lucro contábil antes do cômputo das receitas e despesas financeiras, impostos incidentes sobre o lucro e antes da depreciação, foi obtido tomando-se como base o ano de 1998. O EBITDA de 1998,

detalhado na Tabela 27, foi calculado com base nos valores constantes na Demonstração do Resultado do Exercício de 1998, exposta no Anexo 2, e Notas Explicativas às Demonstrações Financeiras publicadas pela empresa.

Tabela 27 – Cálculo do EBITDA de 1998 – em milhares de reais

Descrição da Conta	Valor
Receita Bruta de Vendas	210.361
Deduções	(49.077)
Receita Líquida de Vendas	161.284
Custo dos Produtos Vendidos	(88.050)
Lucro Bruto	73.234
Despesas Operacionais	(48.808)
Vendas	(36.910)
Gerais e Administrativas	(13.065)
Outras Despesas Operacionais	(1.103)
EBITDA	24.426

A comparação do EBITDA de 1998 com os demais anos, resultou num percentual de acréscimo de 27,30% em 1999; 33,77% em 2000; 32,13% em 2001; 20,36% em 2002; e 26,04% em 2003.

Pela análise da Tabela 26, infere-se que dos R\$ 163.985.000,00, apurados como valor da empresa, R\$ 53.335.000,00 são decorrentes de iniciativas para melhoria da margem de lucro, R\$ 10.114.000,00 são atribuídos às iniciativas de financiamento de recursos e R\$ 100.536.000,00 são decorrentes das atividades já desenvolvidas pela empresa. Em outras palavras, o desempenho base da empresa gera um valor de 100.536 milhões e as melhorias operacionais e financeiras somam 63.449 milhões.

4.5. Comparação entre os três métodos

Os três métodos, Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado, têm como principal ponto em comum o objetivo de avaliar uma empresa ou um projeto na presença de capital de terceiros. Entretanto, os métodos são diferentes em termos de técnica, conforme foi detalhado anteriormente e resumido na Tabela 28.

Tabela 28 – Resumo dos três métodos de avaliação na presença de capital de terceiros

1. Método do Fluxo ao Capital Próprio – FTE

$$FTE = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCCD_t}{(1+r_s)^t} + \left(\begin{array}{l} \text{Montante captado} \\ \text{por empréstimo} \end{array} \right)$$

$FCCD_t$ = fluxo de caixa na data t aos acionistas de uma empresa com dívidas.

r_s = custo de capital próprio quando se usa capital de terceiros.

2. Método do Custo Médio Ponderado de Capital – WACC

$$WACC = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCSD_t}{(1+r_{WACC})^t}$$

$FCSD_t$ = fluxo de caixa na data t aos acionistas de uma empresa sem dívidas.

r_{WACC} = custo médio ponderado de capital.

3. Método do Valor Presente Ajustado – APV

$$APV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{FCSD_t}{(1+r_0)^t} + \left(\begin{array}{l} \text{Efeitos adicionais} \\ \text{do endividamento} \end{array} \right)$$

$FCSD_t$ = fluxo de caixa na data t aos acionistas de uma empresa sem dívidas.

r_0 = custo de capital de uma empresa sem dívidas.

O valor da empresa, com base no método do Fluxo ao Capital Próprio – FTE, é calculado pelo desconto do fluxo de caixa aos acionistas, de uma empresa com dívidas, ao custo do capital próprio. A aplicação deste método se baseia na idéia de que o endividamento da empresa eleva o risco incorrido pelos acionistas, por isso a taxa de desconto precisa ser superior ao custo de capital de uma empresa sem dívidas.

Pelo método do Custo Médio Ponderado de Capital – WACC o valor da empresa é obtido descontando-se o fluxo de caixa aos acionistas, de uma empresa sem dívidas, ao custo médio ponderado de capital. A premissa básica deste método é a de que as empresas com dívidas são financiadas simultaneamente com capital de terceiros e capital próprio.

No método do Valor Presente Ajustado – APV o valor de uma empresa com dívidas é igual ao valor de uma empresa sem dívidas somado ao valor presente líquido dos efeitos colaterais do endividamento. O valor da empresa é considerado igual ao seu valor quando financiada com capital próprio, mais o valor dos efeitos colaterais de financiamento.

Dois itens chaves na aplicação dos três métodos merecem uma análise comparativa: o fluxo de caixa projetado e a taxa de desconto. Os valores destes itens, obtidos na aplicação dos três métodos de avaliação, estão demonstrados na Tabela 29.

Tabela 29 – Valores dos fluxos de caixa projetados e das taxas de descontos utilizados nos três métodos

	FTE	WACC	APV
Fluxo de Caixa Projetado			
1999	(12.614)	21.056	21.056
2000	22.467	30.783	30.783
2001	1.423	5.704	5.704
2002	15.851	24.576	24.576
2003	5.161	12.685	12.685
Taxa de Desconto			
1999	37,54%	22,48%	23,94%
2000	13,44%	7,14%	7,66%
2001	12,71%	9,14%	11,09%
2002	12,71%	9,42%	10,09%
2003	11,98%	9,25%	9,77%

Nos métodos WACC e APV o fluxo de caixa projetado utilizado é o mesmo, isto é, em ambos os métodos é utilizado o fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas. No método FTE o fluxo de caixa utilizado é o fluxo ao acionista de uma empresa com dívidas, no entanto, ao somatório do valor presente dos fluxos de caixa é somado o montante captado por empréstimo. Isto significa que, se por um lado o fluxo de caixa fica reduzido pela amortização e aumentado pela captação de novos empréstimos, por outro lado sofre alteração pela soma do montante total captado por empréstimo.

Em relação a taxa de desconto utilizada nos três métodos, pode-se perceber que elas divergem na forma de cálculo, o que gera taxas diferentes nos três métodos. O APV usa o custo de capital de uma empresa sem dívidas – r_o , o WACC desconta o fluxo de caixa pelo custo médio ponderado de capital r_{WACC} , e o FTE utiliza o custo de capital próprio de uma empresa com dívidas – r_s .

O APV usa como taxa de desconto o custo de capital de uma empresa totalmente financiada com capital próprio, levando ao valor da empresa sem dívida. Em seguida acrescenta o valor presente dos efeitos adicionais do endividamento, obtendo o valor da empresa com dívidas.

O WACC desconta o fluxo de caixa pela taxa que corresponde a média ponderada dos custos da dívida e do capital próprio. Esta taxa é menor que r_0 , o que gera um valor maior da empresa.

O FTE desconta o fluxo de caixa pelo custo de oportunidade do capital próprio quando se usa capital de terceiros, esta taxa é maior do que r_0 , já que o endividamento eleva o risco dos acionistas.

O WACC e o APV utilizam o mesmo fluxo de caixa e uma taxa de desconto diferente. Enquanto o método do APV adiciona os efeitos colaterais do endividamento, o método do WACC reduz o denominador abaixo de r_0 . Representam assim maneiras distintas de determinar o mesmo valor.

O FTE utiliza o fluxo de caixa ao acionista de uma empresa com dívidas e como taxa de desconto adota o custo de capital de uma empresa que utiliza capital de terceiros. Com o numerador menor e o denominador maior, avalia a participação acionária do negócio, após a soma do montante captado por empréstimo, encontra o valor total da empresa.

Os três métodos são diferentes na forma de tratar os efeitos do endividamento da empresa, mas os três os consideram. Além disso, o cálculo das taxas de desconto teve por base as mesmas suposições. Enquanto o custo do capital próprio, que é utilizado como taxa de desconto do FTE, é aplicado no cálculo do custo médio ponderado de capital, taxa de desconto do WACC, a taxa de desconto do WACC é usada no cálculo do custo de capital de uma empresa sem dívida, que é a taxa de desconto do APV.

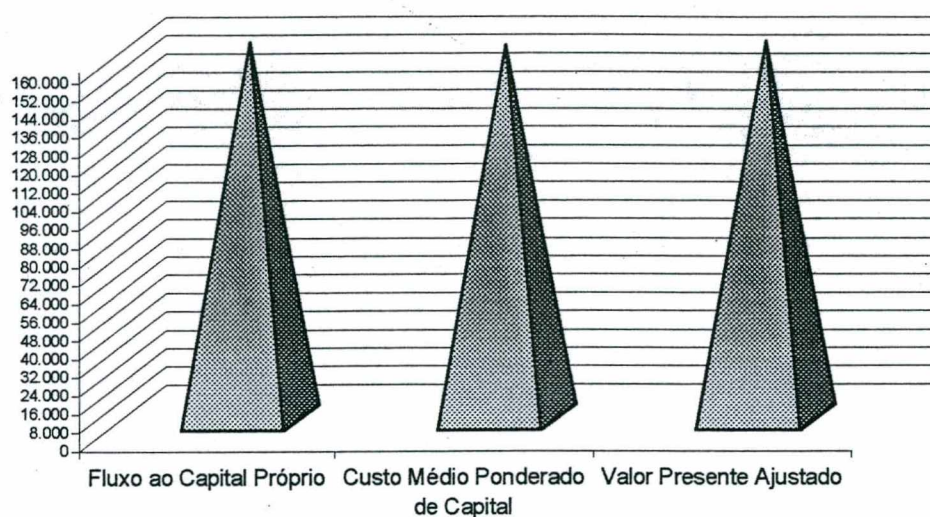
Os valores resultantes da aplicação de cada método, Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado, na avaliação da empresa Portobello S.A., estão demonstrados na Tabela 30.

Tabela 30 – Valor da empresa Portobello S.A., obtido pelos métodos Fluxo ao Capital Próprio, Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado

Método de Avaliação	Valor da Empresa em R\$
Fluxo ao Capital Próprio	163.305.000
Custo Médio Ponderado de Capital	161.801.000
Valor Presente Ajustado	163.985.000

Os resultados alcançados com a aplicação dos três métodos de avaliação, na empresa Portobello S.A., são melhor visualizados na Figura 1.

Figura 1 - Comparação dos métodos de avaliação



A pequena diferença observada no resultado final da aplicação dos três métodos pode ser explicada pela grande quantidade de variáveis consideradas no cálculo de cada método. Segundo Ross, Westerfield e Jordan,²⁰³ se as taxas de desconto mudam a cada ano, os cálculos passam a ser computacionalmente complexos, e em consequência a margem de erro se amplia.

Taggart Jr.²⁰⁴ explica que apesar de teoricamente os três métodos resultarem em valores idênticos, na prática isto é difícil de ocorrer. Cada método utiliza uma medida de

²⁰³ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1998. p.360.

²⁰⁴ TAGGART Jr., Roberto A. Consistent valuation and cost of capital expressions with corporate and personal taxes. **Financial Management**, Flórida, v. 20, n.º 3, p.8-20, autumn/1991. p.8.

custo de capital diferente, derivada de diferentes suposições de risco e estrutura de financiamento e de diferentes variáveis.

É importante ressaltar que os valores obtidos neste trabalho, com a aplicação dos três métodos de avaliação, geraram resultados semelhantes porque o cálculo das taxas de desconto foi baseado nas mesmas suposições. A utilização de outras formas de cálculo para estas taxas poderia resultar em valores diferentes, semelhantes ou até mesmo idênticos.

5. CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Na primeira seção deste capítulo são apresentadas as conclusões sobre os resultados alcançados com a aplicação dos três métodos de avaliação na empresa objeto de estudo. Em seguida são feitas algumas recomendações para a realização de futuras pesquisas.

5.1. Conclusões

A avaliação de empresas tem sido feita ao longo dos anos por diversas razões: privatização, estatização, fusão, cisão, negociação de empresas no todo ou em parte etc. Além disso, há vários métodos de avaliação disponíveis na literatura, cada qual com suas particularidades e fórmulas de cálculos. Em virtude da quantidade de métodos existentes, a dúvida de qual utilizar, como utilizar e em que situação tal método deve ser adotado é inevitável.

Inserida neste contexto, a presente pesquisa apresentou os aspectos e fatores de influência na avaliação de uma empresa com dívidas, aplicando e comparando três métodos de avaliação: Fluxo ao Capital Próprio – FTE, Custo Médio Ponderado de Capital – WACC e Valor Presente Ajustado – APV.

O problema central da pesquisa refere-se a verificação dos valores resultantes da aplicação destes três métodos, na avaliação de uma empresa com dívidas, já que na teoria, embora as definições e variáveis consideradas em cada método sejam diferentes entre si, os três enfoques fornecem exatamente a mesma resposta.

Desse modo, os três métodos foram aplicados numa empresa em funcionamento, a fim de verificar se apresentariam o mesmo resultado. Em um plano mais detalhado, o estudo descreve os três métodos, discute a forma de sua utilização, aponta as semelhanças e diferenças existentes entre eles, e analisa os resultados alcançados.

A pesquisa consistiu de um estudo comparativo de corte transversal, onde comparou-se três métodos de avaliação de empresas, os quais foram aplicados numa

única organização em um determinado ponto no tempo. Assim, apesar da análise ter tido uma abordagem ampla das variáveis consideradas para a empresa em estudo, não se pode generalizar as conclusões às organizações de uma maneira geral.

A população deste estudo é formada pelas empresas que possuem dívidas. No entanto, devido a dificuldade de acesso às informações necessárias, a pesquisa contempla apenas um elemento da população. Sendo que, a escolha deste elemento deu-se, principalmente, pela disponibilidade em fornecer as informações indispensáveis para a concretização dos objetivos propostos neste trabalho. A aplicação dos três métodos de avaliação foi desenvolvida na Portobello S.A., empresa sediada no município de Tijucas-SC, cuja atividade principal é a produção e comercialização de revestimentos cerâmicos.

Os dados primários utilizados no desenvolvimento do trabalho foram obtidos através de uma entrevista por pautas previamente definidas, buscando atender aos objetivos do estudo. Os demais dados necessários para a conclusão da pesquisa, foram obtidos de fontes secundárias, tais como, relatórios da administração, demonstrações financeiras, relatórios contábeis e gerenciais, além de periódicos e páginas da internet que continham informações relacionadas ao tema.

Os dados coletados foram tratados descritivamente, resumidos e apresentados em forma de tabelas e figuras. Para a projeção dos fluxos de caixa, os dados quantitativos e qualitativos foram analisados conjuntamente. Sendo que, para isso, as principais medidas estatísticas utilizadas foram a média simples e a média ponderada. Para o cálculo do valor da empresa, os dados quantitativos foram analisados através das fórmulas preconizadas em cada um dos três métodos de avaliação.

A avaliação de empresas pela aplicação dos três métodos de avaliação estudados não constitui-se de um padrão totalmente previsível de procedimentos. No entanto, existe um número significativo de aspectos e passos a serem seguidos.

O primeiro passo é a projeção do fluxo de caixa futuro, o qual é utilizado na aplicação dos três métodos. A estimação do fluxo de caixa se dá com a previsão do desempenho futuro da empresa, baseada na análise histórica de seu desempenho.

A análise histórica do desempenho de uma empresa pode se dar de várias formas: através de indicadores econômico-financeiros, formação de tendências e comparação do desempenho com outras empresas do mesmo ramo de atuação. Como indicadores

econômico-financeiros pode-se utilizar a taxa de retorno do capital investido, índices de liquidez, de atividade, de lucratividade e de endividamento, além da análise vertical e horizontal dos demonstrativos financeiros.

Para a previsão do desempenho futuro da empresa pode-se fazer uma combinação de métodos e informações, com a aplicação conjunta de critérios quantitativos e qualitativos, tais como, avaliação da posição estratégica da empresa, construção de cenários para a empresa e sua indústria, análise de regressão linear, logarítmica, exponencial ou outras, e ainda a utilização da técnica Delphi. Além desses métodos e informações, pode-se utilizar outros, cada qual com seus pesos calculados de acordo com o nível de informação que disponibilizam.

Neste contexto, é importante ressaltar que no presente trabalho, a maneira como foi conduzida a projeção do fluxo de caixa não é de extrema relevância para fins comparativos, já que o mesmo fluxo de caixa foi utilizado como base para a aplicação dos três métodos.

A diferença básica nos fluxos de caixa está na obtenção de novas dívidas e no pagamento de juros e principal. Nos métodos Custo Médio Ponderado de Capital e Valor Presente Ajustado é utilizado o fluxo de caixa ao acionista de uma empresa sem dívidas, isto é, não são considerados no fluxo de caixa os efeitos do endividamento. Já no fluxo de caixa utilizado pelo método Fluxo ao Capital Próprio são considerados as obtenções de novas dívidas, o pagamento de juros e principal de dívidas já existentes.

As três metodologias envolvem previsões de fluxos monetários futuros, então os desconta para valor presente a uma taxa que reflete o risco envolvido no negócio. No entanto, os três métodos diferem nos detalhes de sua execução, especialmente no que se refere ao valor criado ou destruído como consequência de decisões financeiras. O método do APV analisa as decisões financeiras separadamente para daí somá-las ao valor da empresa. No enfoque do WACC os efeitos financeiros são contemplados na taxa de desconto que é ajustada para conter todos os custos e benefícios de uma determinada estrutura de capital. No FTE o montante captado por empréstimo é somado ao valor do capital próprio da empresa.

O método Fluxo ao Capital Próprio – FTE desconta os fluxos monetários para os acionistas a uma taxa mínima de retorno exigida que compense o risco assumido pelos

acionistas. O valor da empresa é obtido descontando-se os fluxos de caixa esperados e somando o valor presente do montante projetado de captação de empréstimos.

O fluxo de caixa utilizado no FTE sucede o pagamento e obtenção de novas dívidas, isto significa dizer, que contempla o montante do endividamento assumido pela empresa. Os efeitos da alavancagem estão refletidos no fluxo de caixa e também na taxa de desconto, já que esta representa o custo de capital de uma empresa que usa capital de terceiros. Dessa forma, calcula-se o valor do capital próprio da empresa, isto é, encontra-se o valor do patrimônio líquido da empresa, por isso, deve-se somar o montante captado por empréstimo, de maneira a encontrar o valor total da empresa.

No método Custo Médio Ponderado de Capital – WACC se especifica o valor dos fluxos monetários alavancados em termos de um único valor presente que reflete os efeitos combinados das decisões de investimento e de financiamento. O WACC é operacionalizado descontando-se os fluxos monetários de uma empresa sem dívida uma única vez, a uma taxa de desconto que reflita todos os custos e benefícios de uma determinada estrutura de capital.

O fluxo de caixa utilizado no WACC antecede o pagamento e obtenção de novas dívidas, isto é, não é afetado pelo montante do endividamento assumido pela empresa. Entretanto, isto não significa que o cálculo do valor da empresa, por este método, não sofra os efeitos da alavancagem. Os efeitos da alavancagem estão refletidos na taxa de desconto, à medida que uma empresa assume maior ou menor parcela de endividamento, a média ponderada do custo de capital varia, fazendo com que o valor da empresa se altere. A relação existente entre o valor da empresa e a taxa de desconto é de ordem inversamente proporcional, enquanto a média ponderada do custo de capital decresce, o valor da empresa cresce, o contrário também é válido.

A primeira vista parece correto que os fluxos de caixa devam refletir os benefícios fiscais decorrentes de despesas com juros. No entanto, estes benefícios já estão refletidos na taxa de desconto, através da utilização do custo da dívida após o pagamento de impostos. Dessa forma, será computado em dobro, se for incluído nos fluxos de caixa.

Pelo método do Valor Presente Ajustado – APV, o valor de uma empresa com dívidas é encontrado pela soma do valor presente de dois itens: um representa os efeitos das decisões de investimento e o outro engloba os efeitos das decisões de financiamento. O APV é operacionalizado descontando-se os fluxos de caixa de uma empresa sem dívidas ao custo de capital de uma empresa sem dívidas, em seguida soma-se o valor presente dos efeitos colaterais do endividamento.

O fluxo de caixa utilizado no APV antecede o pagamento de dívidas, isto é, não é afetado pelo montante do endividamento assumido pela empresa.

A taxa de desconto não reflete os benefícios fiscais do endividamento. O numerador da fórmula utilizada para calculá-la, reflete os benefícios através do custo médio ponderado de capital, adota o custo da dívida após o pagamento de impostos. Entretanto, o denominador da fórmula considera a proporção do endividamento após o pagamento de impostos, anulando o efeito dos benefícios fiscais decorrentes de despesas com juros.

Os fluxos de caixa, assim como a taxa de desconto, não refletem os benefícios fiscais decorrentes de despesas com juros. No entanto, estes benefícios são evidenciados e considerados no segundo componente da fórmula utilizada pelo APV, o qual evidencia o valor presente líquido dos efeitos das decisões de financiamento originados de qualquer dívida empregada para financiar o projeto.

Em outras palavras, a taxa de desconto utilizada pelo APV é a mesma utilizada pelo WACC, mas sem considerar os efeitos dos benefícios fiscais decorrentes do endividamento. No APV, os efeitos colaterais da alavancagem estão considerados separadamente para, em seguida, serem adicionados ao valor da empresa. Na empresa estudada os resultados gerados pelo APV e pelo WACC foram um pouco diferentes. Isto se deu, principalmente, porque nos cálculos foi utilizado como efeito colateral do endividamento apenas o benefício fiscal resultante dos juros incidentes sobre as dívidas, não tendo sido considerados outros eventuais efeitos colaterais, tais como custo na emissão de novos títulos, custos de dificuldades financeiras e financiamentos especiais.

Os três métodos são diferentes na forma de tratar os efeitos do endividamento da empresa, mas não deixam de os considerar. De acordo com Ross, Westerfield e Jaffe,²⁰⁵ devem resultar em valores idênticos, mas na prática isto é difícil de ocorrer, principalmente pela quantidade de variáveis envolvidas nos cálculos de cada um.

A partir do que foi exposto e limitando-se ao caso analisado, pode-se inferir que a aplicação dos métodos Fluxo ao Capital Próprio – FTE, Custo Médio Ponderado de Capital – WACC e Valor Presente Ajustado – APV, na avaliação de uma empresa em funcionamento e que utiliza capital de terceiros, apresentam resultados semelhantes.

5.2. Recomendações

As constatações apresentadas neste capítulo, embora restritas à organização estudada, dão origem a algumas questões que podem vir a ser objeto de novas pesquisas relacionadas à avaliação de empresas.

Uma dessas questões diz respeito às vantagens e desvantagens na utilização de cada método. Este trabalho procurou descrever e discutir a forma de utilização dos três métodos, apontando suas semelhanças e diferenças. Não pretendeu, todavia, identificar as vantagens e desvantagens de cada método, e em quais situações sua aplicação é indicada. Recomenda-se reaplicar o estudo em outras empresas, a fim de averiguar a existência ou não de resultados semelhantes aos encontrados nesta pesquisa. Podendo dessa forma, verificar diferentes situações na utilização de cada método.

Outro aspecto de relevância é a taxa de desconto utilizada em cada método. Um estudo comparativo dos três métodos com a utilização de taxas de desconto calculadas de diversas formas poderia levar a resultados bem diferentes dos alcançados no presente trabalho. Apesar de não terem sido feitas considerações nem perguntas específicas sobre o assunto, podem ser levadas em conta eventuais e prováveis alterações nas taxas de desconto dos fluxos de caixa.

²⁰⁵ ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey. *Corporate finance*. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996. p.455-463.

BIBLIOGRAFIA

- ALCÂNTARA, José C. G. O modelo de avaliação de ativos (capital asset pricing model): aplicações. **Revista de Administração de Empresas**. Rio de Janeiro, v. 21, n.º 1, p.55-65, jan./mar. 1981.
- ALTMAN, Edward I. A further empirical investigation of the bankruptcy cost question. **The Journal of Finance**, New York, v. 39, n.º 4, p. 1067-1089, september/1984.
- ANFACER – Associação Nacional dos Fabricantes de Cerâmica para Revestimento. **Indústria nacional de cerâmica para revestimento: história e estrutura, desempenho recente**. São Paulo, 1997.
- _____. **Panorama da indústria cerâmica brasileira**. São Paulo, 1999.
- ANG, James S., CHUA, Jess H., SELLERS, Ronald. Generating cash flow estimates: na actual study using the delphi technique. **Financial Management**, Hanover, v. 8, n.º 1, p.64-67, spring/1979.
- ARCHER, Stephen H., D'AMBROSIO, E. Charles A. **Administração financeira: teoria e aplicação**. São Paulo: Atlas, 1971.
- AZEVEDO, Israel Belo de. **O prazer da produção científica: diretrizes para a elaboração de trabalhos acadêmicos**. 4. ed. Piracicaba: Unimep, 1996.
- BARBETTA, Pedro Alberto. **Estatística aplicada às ciências sociais**. 2. ed. revisada. Florianópolis: Ed. da UFSC, 1998.
- BASTOS, Lília da Rocha et al. **Manual para a elaboração de projetos e relatórios de pesquisa, teses, dissertações e monografias: anexos ilustrativos e glossário de termos técnicos**. 4. ed. revista e ampliada. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1995.
- BIALECKI, André. **Um modelo de projeções econômico-financeiras com inflatores diferenciados**. Florianópolis, 1990. Dissertação (Mestrado em Engenharia) – Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina.

- BRASIL, Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976. Dispõe sobre as sociedades por ações.
- BRASIL, Lei n.º 9.457, de 05 de maio de 1997. Altera dispositivos da Lei n.º 6.404, de 15 de dezembro de 1976, que dispõe sobre as sociedades por ações e da Lei n.º 6.385, de 7 de dezembro de 1976, que dispõe sobre o mercado de valores mobiliários e cria a Comissão de Valores Mobiliários.
- BRASIL. Decreto n.º 3.000, de 26 de março de 1999. Regulamenta a tributação, fiscalização, arrecadação e administração do Imposto sobre a Renda e Proventos de Qualquer Natureza.
- BRASIL. Lei n.º 7.689 de 15 de dezembro de 1988. Institui a Contribuição Social sobre os lucros das pessoas jurídicas e dá outras providências.
- BRASIL. Lei n.º 9.065, de 20 de junho de 1995. Dá nova redação a dispositivos da Lei n.º 8.981, de 20 de janeiro de 1995, que altera a legislação tributária federal, e dá outras providências.
- BREALEY, Richard A., MYERS, Stewart C. **Princípios de finanças empresariais**. S. Carlos: McGraw-Hill de Portugal, 1992.
- BRUYNE, Paul de, HERMAN, Jacques, SCHOUTHEETE, Marc de. **Dinâmica da pesquisa em ciências sociais: os polos da prática metodológica**. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves, 1977.
- CAMPOS FILHO, Ademar. **Fluxo de caixa em moeda forte: análise, decisão e controle**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1993.
- CAOQUETTE, John B., ALTMAN, Edward I., NARAYANAN, Paul. **Gestão de crédito: o próximo grande desafio financeiro**. Série Dinâmica do Conhecimento. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2000.
- CAMPOS, R. Ramos; NICOLAU, José A.; CÁRIO, Silvio A. Ferraz. O cluster da indústria cerâmica do revestimento em Santa Catarina: um caso de sistema local de inovação. **Anais Seminário Cluster e Sistemas Locais de Inovação: Estudos de Casos e Avaliação da Região de Campinas**. Campinas: IE/UFRJ, 1999. p.309-377.
- CASAROTTO FILHO, Nelson, KOPITKE, Bruno Hartmut. **Análise de investimentos: matemática financeira, engenharia econômica e tomada de decisão**. Florianópolis: Ed. da UFSC, 1985.
- CASTAÑEDA, Carlos. **Administración financiera de empresas: clases de sociedades; analisis financiero; pronóstico financiero; presupuestos; liquidación de empresas; sistema financiero colombiano**. 2. ed. Bogotá: Ecoe Ediciones, 1989.

CERÂMICA PORTOBELLO S.A. **Relatório da Administração – 1994**. Tijuca, 1995.

___ **Relatório da Administração – 1996**. Tijuca, 1997.

CONSELHO REGIONAL DE CONTABILIDADE DO RIO GRANDE DO SUL. **Aspectos fiscais e tributários para encerramento do ano-calendário de 1999**. 5. ed. Porto Alegre: CRC/RS, 1999.

COPELAND, Tom, KOLLER, Tim, MURRIN, Jack. **Valuation: measuring and managing the value of companies**. 2. ed. New York: Wiley, 1995.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.

DESLANDES, Suely Ferreira, CRUZ NETO, Otavio, GOMES, Romeu. **Pesquisa social: teoria, método e criatividade**. Organizadora Maria Cecília de Souza Minayo. Petrópolis: Vozes, 1994.

ECO, Umberto. **Como se faz uma tese**. São Paulo: Perspectiva, 1983.

FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas: técnica e prática: investimentos de risco, remuneração dos investimentos, geração de fundos de caixa, contabilidade por atividades e por fluxo de caixa**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1995.

FARO, Clóvis de. **Elementos de engenharia econômica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1979.

FINNERTY, John D. **Project finance: engenharia financeira baseada em ativos**. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1998.

FLEISCHER, Geraldo A. **Teoria da aplicação do capital: um estudo das decisões de investimento**. São Paulo: Edgard Blücher, Ed. da Universidade de São Paulo, 1973.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado financeiro: produtos e serviços**. 11. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1999.

FREZATTI, Fábio. Valor da empresa: avaliação de ativos pela abordagem do resultado econômico residual. **Caderno de Estudos da FIPECAFI-FEA/USP**, São Paulo, v. 10, n.º 19, p.57-69, set./dez. 1998.

FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS CONTÁBEIS, ATUARIAIS E FINANCEIRAS. **Aprendendo contabilidade em moeda constante**. São Paulo: Atlas, 1994.

- GIAMBIAGI, Fábio. **Perspectivas para a economia brasileira: 1999/2006. Textos para Discussão do BNDES**, Rio de Janeiro, n.º 74, p.3-40, dezembro/1999.
- GIL, Antônio Carlos. **Métodos e técnicas de pesquisa social**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Editora Harbra, 1997.
- GORINI, Ana Paula Fontenelle, CORREA, Abidack Raposo. **Cerâmica para revestimentos. BNDES Setorial**. Rio de Janeiro, n.º 10, p.201-252, set./1999.
- HARRIS, Robert S. The refunding of discounted debt: na adjusted present value analysis. **Financial Management**, Florida, v. 9, n.º 4, p.7-12, winter/1980.
- HIRSCHFELD, Henrique. **Engenharia econômica e análise de custos: aplicações práticas para economistas, engenheiros, analistas de investimentos e administradores**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1992.
- ___ **Engenharia econômica**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1984.
- HOCHHEIM, Norberto. **Análise de investimentos sob condições de risco e inflação**. Florianópolis, 1986. Dissertação (Mestrado em Engenharia) – Departamento de Engenharia de Produção e Sistemas, Universidade Federal de Santa Catarina.
- INFORMARE. **Agenda tributária e tabelas práticas**. Curitiba: Editora de Publicações Periódicas Ltda., 2000.
- IOB INFORMAÇÕES OBJETIVAS E PUBLICAÇÕES JURÍDICAS. “EBITDA”- O que é isso? **Temática Contábil e Balanços**. São Paulo, ano 23, n.º 6, p.1-7, março/1998.
- IUDÍCIBUS, Sérgio de. **Análise de balanços**. 6. ed. São Paulo: Atlas, 1994.
- ___ **Teoria da contabilidade**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 1997.
- KERLINGER, Fred Nichols. **Metodologia da pesquisa em ciências sociais: um tratamento conceitual**. São Paulo: EPU: Ed. da Universidade de São Paulo, 1980.
- LAKATOS, Eva Maria, MARCONI, Marina de Andrade. **Metodologia científica**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 1991.
- LEITE, Helio de Paula, SANVICENTE, Antonio Zoratto. **Índice bovespa: um padrão para os investimentos brasileiros**. São Paulo: Atlas, 1994.

- ____ Valor patrimonial: usos, abusos e conteúdo informacional. **Revista de Administração de Empresas da FGV**, São Paulo, v. 30, n.º 3, p.17-31, jul./set. 1990.
- LUEHRMAN, Timothy A. Using APV: a better tool for valuing operations. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.145-154, may/june 1997.
- ____ What's it worth? A general manager's guide to valuation. **Harvard Business Review**, Boston, v. 75, n.º 3, p.132-142, may/june 1997.
- MARTINS, Eliseu, ASSAF NETO, Alexandre. **Administração financeira: as finanças das empresas sob condições inflacionárias**. São Paulo: Atlas, 1986.
- MATARAZZO, Dante Carmine. **Análise financeira de balanços: abordagem básica e gerencial**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- MATHIAS, Washington Franco, GOMES, José Maria. **Matemática financeira**. São Paulo: Atlas, 1993.
- MATHUR, Iqbal. **Introdução à administração financeira: a decisão de financiamento**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos, 1985. 2 v.
- MELLADO, Vicente Caballer. **Métodos de valoración de empresas**. Madrid: Ediciones Pirámide: Pini, 1994.
- MILES, James A., EZZELL, John R. The weighted average cost of capital, perfect capital markets, and project life: a clarification. **Journal of Financial and Quantitative Analysis**, Washington, v. 15, n.º 3, p.719-730, september/1980.
- MODIGLIANI, Franco; MILLER, Merton H. Corporate income taxes and the cost of capital: a correction. **American Economic Review**, Menasha, v. 53, n.º 3, p.433-443, june/1963.
- ____ Some estimates of the cost of capital to the electric utility industry: 1954-1957. **American Economic Review**, v. 56, p.333-391, june/1963.
- MYERS, Stewart C. Interactions of corporate financing and investment decisions - implications for capital budgeting. **The Journal of Finance**, New York, v. 29, n.º 1, p.1-25, march/1974.
- NEIVA, Raimundo Alelaf. **Valor de mercado da empresa: modelos de avaliação econômico-financeira de empresas, exemplos de avaliação com cálculos de valores, subsídios para privatização, compra e venda, cisão, fusão e incorporação**. São Paulo: Atlas, 1997.

NOGUEIRA, Oracy. **Pesquisa social**: introdução às suas técnicas. São Paulo: Companhia Editora Nacional, 19__.

OLIVEIRA, Djalma de Pinho Rebouças de. **Planejamento estratégico**: conceito, metodologias e práticas. 7. ed. atual. e ampl. São Paulo: Atlas, 1993.

OLIVEIRA, José Alberto Nascimento de. **Engenharia econômica**: uma abordagem às decisões de investimento. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1982.

PERES Jr, José Hernandes, PESTANA, Armando Oliveira, FRANCO, Sérgio Paulo Cintra. **Controladoria de gestão**: teoria e prática. São Paulo: Atlas, 1995.

PORTER, Michael E. **Estratégia competitiva**: técnicas para análise de indústrias e da concorrência. Rio de Janeiro: Campus, 1986.

___ **Vantagem competitiva**: criando e sustentando um desempenho superior. Rio de Janeiro: Campus, 1992.

PORTOBELLO S.A. **Cadastro padrão**. Tijuca, 1999.

___ **Relatório da Administração – 1998**. Tijuca, 1999.

RICHARDSON, Roberto Jarry. **Pesquisa social**: métodos e técnicas. São Paulo: Atlas, 1985.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JAFFE, Jeffrey **Corporate finance**. 4. ed. Chicago: Irwin, 1996.

___ **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

ROSS, Stephen A., WESTERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. **Princípios de administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1998.

ROXO, Alfredo Américo de Oliveira, ARAÚJO, Marcos Paggi de. **Planejamento e gestão empresarial sob inflação**: um método geral para tratamento das projeções financeiras. Rio de Janeiro: Campus: Natron Consultoria e Projetos, 1985.

SALVADOR, Ângelo Domingos. **Métodos e técnicas de pesquisa bibliográfica, elaboração e relatórios de estudos científicos**. 11. ed. Porto Alegre: Sulina, 1986.

SANTI FILHO, Armando de, OLINQUEVITCH, José Leônidas. **Análise de balanços para controle gerencial**: enfoque sobre o fluxo de caixa e previsão de rentabilidade. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1993.

- SAURIN, Valter, COSTA Jr., Newton C. A. da. O valor mínimo de uma empresa: estudo de caso. **Revista de Negócios**, Blumenau, v. 2, n.º 4, p.51-57, 1997.
- SELLTIZ, Claire et al. **Métodos de pesquisa nas relações sociais**. São Paulo: Editora Pedagógica e Universitária, 1965.
- SILVA, José Pereira da. **Análise financeira das empresas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1995.
- TAGGART Jr, Roberto A. Consistent valuation and cost of capital expression with corporate and personal taxes. **Financial Management**, Flórida, v. 20, n.º 3, p.8-20, autumn/1991.
- TRIPODI, Tony, FELLIN, Phillip, MEYER, Henry. **Análise da pesquisa social: diretrizes para o uso de pesquisa em serviço social e ciências sociais**. 2. ed. Rio de Janeiro: Francisco Alves Editora, 1981.
- UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ. Biblioteca Central. **Normas para apresentação de trabalhos: referências bibliográficas**. 2. ed. Curitiba: Ed. da UFPR: Governo do Estado do Paraná, 1992.
- VAN HORNE, James C. **Financial management and policy**. 9. ed. New Jersey: Prentice Hall, Englewood Cliffs, 1992.
- **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 1 v.
- **Política e administração financeira**. Rio de Janeiro: Livros Técnicos e Científicos; São Paulo: Ed. da Universidade de São Paulo, 1975. 2 v.
- WESTON, J. Fred, BRIGHAM, Eugene F. **Administração financeira de empresas**. 4. ed. Rio de Janeiro: Interamericana, 1979.
- WOILER, Sansão, MATHIAS, Washington Franco. **Projetos: planejamento, elaboração e análise**. São Paulo: Atlas, 1985.
- YOSHITAKE, Mariano, HOJI, Masakazu. **Gestão de tesouraria: controle e análise de transações financeiras em moeda forte**. São Paulo: Atlas, 1997.
- ZDANOWICZ, José Eduardo. **Fluxo de caixa: uma decisão de planejamento e controle financeiros**. 3. ed. Porto Alegre: D. C. Luzzatto, 1989.

ANEXOS

ANEXO 1
ENTREVISTA

Entrevista por Pautas

Pautas da entrevista ocorrida em dezembro de 1999, realizada junto ao gerente de controladoria da empresa Portobello S.A., Sr. Orlando Welter, nas dependências da própria empresa:

- Desenvolvimento histórico da empresa;
- Perspectivas de expansão ou redução da produção, vendas e custos;
- Planos futuros de venda ou aquisição de Ativo Imobilizado;
- Planejamento estratégico da empresa para os próximos cinco anos;
- Posição atual e futura do endividamento da empresa;
- Planos futuros para a empresa de um modo geral.

ANEXO 2**BALANÇO PATRIMONIAL E DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO
EXERCÍCIO DE 1994 À 1998 EM MOEDA CONSTANTE**

Balanco Patrimonial – em milhares de reais

	Moeda de	31/12/94	31/12/96	31/12/96	31/12/98	31/12/98
ATIVO		1994	1995	1996	1997	1998
Circulante		25.471	62.698	71.022	78.616	77.251
Caixa e Bancos		351	371	760	530	533
Aplicações Financeiras		9	27	408	2.021	27
Clientes		16.555	31.321	41.350	55.549	53.306
(-) Provisão p/ Devedores Duvidosos		(247)	0	0	0	(939)
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação		(5.565)	0	0	(10.745)	(10.787)
Adiantamentos a Fornecedores		987	880	1.384	3.333	4.923
Estoques		12.839	28.139	25.843	25.669	27.298
Tributos a Recuperar		0	1.134	402	0	0
Despesas Antecipadas		64	209	413	0	0
Outros		479	617	462	2.259	2.890
Realizável a Longo Prazo		698	2.513	3.320	4.404	6.011
Empréstimos Compulsórios		37	0	0	0	0
Financiamentos a Empregados		0	1.507	1.305	1.229	1.113
Depósitos Sub-Júdice		19	0	0	773	941
Incentivos Fiscais		243	371	337	0	0
Créditos com Soc. Em Conta de Particip.		101	0	0	0	0
Créditos Tributários		0	0	907	895	1.955
Imóveis para Revenda		0	0	0	1.099	1.423
Despesas Antecipadas		296	0	0	164	168
Outros Créditos		2	635	771	244	411
Permanente		95.797	129.439	121.136	128.339	120.784
Investimentos		5.413	6.591	5.048	7.898	5.356
Imobilizado		85.168	112.792	104.645	108.185	101.965
Diferido		5.217	10.056	11.443	12.256	13.463
Total do Ativo		121.966	194.650	195.478	211.359	204.046
PASSIVO		1994	1995	1996	1997	1998
Circulante		28.028	49.688	56.903	48.515	61.080
Fornecedores		5.330	11.546	15.172	14.811	23.606
Empréstimos e Financiamentos		7.464	14.238	30.503	16.092	23.814
Contas a Pagar Empresas Ligadas		296	0	0	0	0
Adiantamentos de Contratos de Câmbio		5.169	15.061	3.282	4.360	1.611
Obrigações Fiscais		1.084	2.516	1.532	3.368	3.997
Obrigações Sociais		467	674	798	853	916
Obrigações Trabalhistas		2.181	3.219	3.842	4.839	4.154
Comissões a Pagar		0	0	0	901	513
Adiantamentos de Clientes		0	0	0	1.266	857
Dividendos Propostos		2.886	0	0	860	0
Provisão para Impostos e Contribuições		849	0	0	0	0
Outras Contas a Pagar		2.302	2.434	1.774	1.165	1.612
Exigível a Longo Prazo		11.947	32.048	29.588	40.776	34.737
Empréstimos e Financiamentos		7.877	24.578	22.933	34.750	26.153
Empréstimos de Empresas Ligadas		2.453	0	0	0	0
Debêntures		0	5.830	5.748	4.768	5.467
Provisão para Imposto de Renda Diferido		1.508	0	907	1.258	1.044
Fornecedores de Bens Longo Prazo		0	0	0	0	2.073
Outras Contas a Pagar		109	1.640	0	0	0
Patrimônio Líquido		81.991	112.914	108.987	122.068	108.229
Capital Social		34.443	48.597	48.597	71.661	71.661
Reservas de Capital		13.214	17.810	17.810	1.356	1.356
Reservas de Reavaliação		29.143	35.231	32.029	32.208	29.401
Reservas de Lucros		1.290	912	658	845	845
Lucros/Prejuízos Acumulados		3.901	10.364	9.893	14.829	3.797
		81.991	112.914	108.987	120.899	107.060
Adiantamentos p/ Aumento de Capital		0	0	0	1.169	1.169
Total do Passivo		121.966	194.650	195.478	211.359	204.046

Demonstração do Resultado do Exercício – em milhares de reais

	Moeda de	31/12/94	31/12/96	31/12/96	31/12/98	31/12/98
		1994	1995	1996	1997	1998
Receita Bruta de Vendas		115.778	155.142	182.339	220.595	210.361
Deduções		(23.777)	(35.603)	(41.652)	(51.141)	(49.077)
Impostos s/ Vendas (ICMS/IPI/PIS/Cofins)		(17.091)	0	0	(34.633)	(33.279)
Cancelamentos/Abatimentos		(6.685)	0	0	(16.508)	(15.798)
Receita Líquida de Vendas		92.001	119.539	140.687	169.454	161.284
Custo dos Produtos Vendidos		(53.206)	(80.301)	(95.145)	(109.421)	(110.845)
Lucro Bruto		38.795	39.238	45.542	60.033	50.439
Despesas Operacionais		(31.339)	(40.416)	(50.153)	(57.513)	(60.408)
Vendas		(20.447)	(25.937)	(32.481)	(37.617)	(36.910)
Gerais e Administrativas		(6.743)	(12.240)	(10.567)	(11.506)	(13.065)
Financeiras Líquidas		(2.972)	(2.239)	(7.105)	(8.390)	(9.330)
. Financeiras		(12.799)	0	0	(13.491)	(16.906)
. Financeiras Comerciais		10.281	0	0	0	0
. Receitas Financeiras		17.554	0	0	5.101	7.576
. Receitas Financeiras Comerciais		(18.009)	0	0	0	0
Outras Receitas (Despesas) Operacionais		(1.176)	0	0	0	473
Resultado da Equivalência Patrimonial						(1.576)
Lucro Operacional		7.456	(1.178)	(4.611)	2.520	(9.969)
Resultado Não Operacional		90	82	150	331	54
Lucro (Prejuízo) Antes de Impostos e Particip.		7.546	(1.096)	(4.461)	2.851	(9.915)
Provisão para Impostos e Contribuições		(3.455)	1.367	1.084	(817)	691
Particip. dos Administradores e Empregados		(225)	0	0	(654)	(673)
Lucro Líquido do Exercício		3.867	271	(3.377)	1.380	(9.897)

ANEXO 3
BALANÇO PATRIMONIAL E DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DO
EXERCÍCIO DE 1994 À 1998 EM MOEDA CONSTANTE DE 31/12/1998

Balanco Patrimonial – em milhares de reais

ATIVO	1994	1995	1996	1997	1998
Circulante	36.422	72.907	82.587	78.616	77.251
Caixa e Bancos	502	431	884	530	533
Aplicações Financeiras	13	31	474	2.021	27
Clientes	23.673	36.421	48.083	55.549	53.306
(-) Provisão p/ Devedores Duvidosos	(354)	0	0	0	(939)
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(7.958)	0	0	(10.745)	(10.787)
Adiantamentos a Fornecedores	1.411	1.023	1.609	3.333	4.923
Estoques	18.359	32.721	30.051	25.669	27.298
Tributos a Recuperar	0	1.319	467	0	0
Despesas Antecipadas	92	243	480	0	0
Outros	684	717	537	2.259	2.890
Realizável a Longo Prazo	999	2.922	3.861	4.404	6.011
Empréstimos Compulsórios	53	0	0	0	0
Financiamentos a Empregados	0	1.752	1.517	1.229	1.113
Depósitos Sub-Júdice	27	0	0	773	941
Incentivos Fiscais	348	431	392	0	0
Créditos com Soc. Em Conta de Participação	144	0	0	0	0
Créditos Tributários	0	0	1.055	895	1.955
Imóveis para Revenda	0	0	0	1.099	1.423
Despesas Antecipadas	424	0	0	164	168
Outros Créditos	3	738	897	244	411
Permanente	136.984	150.516	140.861	128.339	120.784
Investimentos	7.740	7.664	5.870	7.898	5.356
Imobilizado	121.785	131.158	121.685	108.185	101.965
Diferido	7.460	11.693	13.306	12.256	13.463
Total do Ativo	174.405	226.345	227.308	211.359	204.046
PASSIVO	1994	1995	1996	1997	1998
Circulante	40.078	57.779	66.169	48.515	61.080
Fornecedores	7.621	13.426	17.643	14.811	23.606
Empréstimos e Financiamentos	10.673	16.556	35.470	16.092	23.814
Contas a Pagar Empresas Ligadas	423	0	0	0	0
Adiantamentos de Contratos de Câmbio	7.392	17.513	3.816	4.360	1.611
Obrigações Fiscais	1.550	2.926	1.781	3.368	3.997
Obrigações Sociais	668	784	928	853	916
Obrigações Trabalhistas	3.119	3.743	4.468	4.839	4.154
Comissões a Pagar	0	0	0	901	513
Adiantamentos de Clientes	0	0	0	1.266	857
Dividendos Propostos	4.127	0	0	860	0
Provisão para Impostos e Contribuições	1.215	0	0	0	0
Outras Contas a Pagar	3.291	2.830	2.063	1.165	1.612
Exigível a Longo Prazo	17.084	37.266	34.406	40.776	34.737
Empréstimos e Financiamentos	11.264	28.580	26.667	34.750	26.153
Empréstimos de Empresas Ligadas	3.508	0	0	0	0
Debêntures	0	6.779	6.684	4.768	5.467
Provisão para Imposto de Renda Diferido	2.157	0	1.055	1.258	1.044
Fornecedores de Bens Longo Prazo	0	0	0	0	2.073
Outras Contas a Pagar	156	1.907	0	0	0
Patrimônio Líquido	117.243	131.300	126.734	122.068	108.229
Capital Social	49.252	56.510	56.510	71.661	71.661
Reservas de Capital	18.895	20.710	20.710	1.356	1.356
Reservas de Reavaliação	41.673	40.968	37.244	32.208	29.401
Reservas de Lucros	1.845	1.061	765	845	845
Lucros/Prejuízos Acumulados	5.578	12.052	11.504	14.829	3.797
	117.243	131.300	126.734	120.899	107.060
Adiantamentos p/ Aumento de Capital	0	0	0	1.169	1.169
Total do Passivo	174.405	226.345	227.308	211.359	204.046

Demonstração do Resultado do Exercício – em milhares de reais

	1994	1995	1996	1997	1998
Receita Bruta de Vendas	165.555	180.404	212.030	220.595	210.361
Deduções	(33.999)	(41.400)	(48.434)	(51.141)	(49.077)
Impostos s/ Vendas (ICMS/IPI/PIS/Cofins)	(24.440)	0	0	(34.633)	(33.279)
Cancelamentos/Abatimentos	(9.560)	0	0	(16.508)	(15.798)
Receita Líquida de Vendas	131.556	139.004	163.596	169.454	161.284
Custo dos Produtos Vendidos	(76.082)	(93.377)	(110.638)	(109.421)	(110.845)
Lucro Bruto	55.475	45.627	52.958	60.033	50.439
Despesas Operacionais	(44.813)	(46.997)	(58.320)	(57.513)	(60.408)
Vendas	(29.238)	(30.160)	(37.770)	(37.617)	(36.910)
Gerais e Administrativas	(9.643)	(14.233)	(12.288)	(11.506)	(13.065)
Financeiras Líquidas	(4.250)	(2.604)	(8.262)	(8.390)	(9.330)
Financeiras	(18.301)	0	0	(13.491)	(16.906)
Financeiras Comerciais	14.702	0	0	0	0
Receitas Financeiras	25.101	0	0	5.101	7.576
Receitas Financeiras Comerciais	(25.751)	0	0	0	0
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(1.682)	0	0	0	473
Resultado da Equivalência Patrimonial					(1.576)
Lucro Operacional	10.662	(1.370)	(5.362)	2.520	(9.969)
Resultado Não Operacional	129	95	174	331	54
Lucro (Prejuízo) Antes de Impostos e Participações	10.791	(1.274)	(5.187)	2.851	(9.915)
Provisão para Impostos e Contribuições	(4.940)	1.590	1.261	(817)	691
Participações dos Administradores e Empregados	(321)	0	0	(654)	(673)
Lucro Líquido do Exercício	5.529	315	(3.927)	1.380	(9.897)

ANEXO 4
DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS DE 1993 À 1998

Demonstrações Contábeis 1993/1994

RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

Senhores Acionistas:

A Cerâmica Portobello S/A apresentou em 1994 seu melhor desempenho, superando o recorde de faturamento alcançado no exercício anterior. Seu faturamento atingiu o equivalente a R\$ 115,8 milhões, uma evolução de 7% em moeda constante comparado com o obtido em 1993, enquanto que o patrimônio líquido evoluiu 3%, atingindo R\$ 82,0 milhões. Foram realizados investimentos de R\$ 28,6 milhões, incluindo novas fábricas de revestimentos para parede, de peças especiais, de terceira queima e de argamassa e rejuntas, além de novos "showrooms" e laboratórios de desenvolvimento de produtos e de controle de qualidade.

Foi assinado contrato de empréstimo com a International Finance Corporation - IFC, entidade associada ao Banco Mundial, no valor de R\$ 14,5 milhões com prazo de amortização de 10 anos e juros fixos de 10,5625% a.a., além de investimento de R\$ 4,3 milhões em ações preferenciais, integralizadas em dezembro de 1994, destinados a financiar um projeto de expansão que totaliza R\$ 45,7 milhões no período 1993-1996.

DESEMPENHO COMERCIAL - O mercado brasileiro de revestimentos cerâmicos esteve retraído no primeiro semestre de 1994, com recuperação expressiva a partir de agosto, fazendo com que as vendas da Portobello se mantivessem no mesmo volume realizado no período anterior. A valorização do real frente ao dólar afetou a atratividade das exportações, o que levou a Empresa a reduzir 7% o volume exportado, resultando em uma participação de 25% no volume físico das vendas, comparada com 26% no ano anterior. Não obstante estes fatos, a receita operacional líquida cresceu 10% em moeda constante, atingindo R\$ 92,0 milhões, em função da mudança no "mix" de produtos com elevação dos preços médios. Na seqüência, são apresentados dados sobre o montante das vendas líquidas de impostos nos mercados interno e externo:

Vendas Líquidas

	1993		1994	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Mercado Interno	83,5	100	92,0	100
Mercado Externo	57,3	68	70,5	77
	26,2	32	21,5	23

No mercado interno, a Portobello manteve sua liderança no segmento de pisos e de revestimentos externos, atuando através de 12 filiais nos principais centros consumidores. Foram abertos novos "showrooms" em Londrina-PR, Rio de Janeiro-RJ, Campinas-SP e Caxias do Sul-RS, aumentando a sua presença nesses importantes mercados. Com a inauguração da fábrica de revestimentos de parede em dezembro, a Empresa entrou em novo segmento, passando a oferecer uma solução completa para os clientes, inclusive com peças especiais e produtos complementares para revestimentos cerâmicos.

ATIVIDADE INDUSTRIAL - A construção das novas unidades fabris aumentou em 25% a capacidade instalada de produção de revestimentos cerâmicos. Como estas instalações entraram em produção comercial somente no final do ano, o acréscimo no volume de produção foi de apenas 2% comparado com o ano anterior. Os equipamentos e a tecnologia de processo para estas novas unidades, de origem italiana, líder mundial neste setor, são comparáveis às mais modernas em operação no mundo.

Não obstante a alteração verificada no "mix" de produção com a introdução de produtos mais sofisticados, o desempenho industrial manteve-se em nível satisfatório conforme indicado a seguir:

	1993	1994
Produção em m2	11.581	11.760
Performance de qualidade	89%	88%
Utilização da capacidade instalada	89%	88%

ASPECTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS - O lucro operacional bruto foi R\$ 38,8 milhões enquanto que o lucro antes de impostos e participações atingiu R\$ 7,5 milhões, representando um acréscimo de 31% sobre o montante auferido no período anterior. O lucro líquido do exercício, no montante de R\$ 3,8 milhões, cresceu 24% se for considerado o efeito da redução de tributos em 1993, decorrente de prejuízos acumulados de exercícios anteriores. Com a apropriação de efeito da Realização da Reserva de Reavaliação pelo critério da correção integral o lucro líquido atingiu R\$ 5,9 milhões. Por outro lado, o lucro líquido calculado pelo critério da Legislação Societária foi de R\$ 6,9 milhões. Foi provisionado o montante de R\$ 2,9 milhões para pagamento de dividendos, o que representa R\$ 0,43 por ação, equivalendo a um acréscimo de 20% em moeda constante em relação ao distribuído em 1993.

O expressivo programa de investimentos implementado no exercício, no montante de R\$ 28,6 milhões, foi baseado nas seguintes fontes de financiamento:

CAPITAL DE TERCEIROS R\$ milhões

"Suppliers' Credit"	4,5
Financiamento IFC	7,2
FINAME/FINEP	1,7
	<u>13,4</u>

CAPITAL PRÓPRIO R\$ milhões

Geração de Caixa	9,2
Aumento de Capital:	
IFC	4,3
Empregados	1,3
Controladores	0,4
	<u>15,2</u>

Em face de atraso no desembolso do financiamento da IFC, que só ocorreu em 13.01.95, a Empresa recorreu a empréstimos de curto prazo junto à rede bancária, o que fez com que os índices de liquidez em 31.12.94 ficassem em níveis inferiores aos do final do ano anterior. Como estes empréstimos foram liquidados em janeiro de 1995, o índice de liquidez corrente ajustado resulta em 1,16. O nível de endividamento geral passou de 0,20 em 31.12.93 para 0,25 em 31.12.94, consequência dos financiamentos contraiados para os investimentos realizados. Como o perfil de amortização desses financiamentos é de longo prazo, variando de cinco a dez anos, com taxa de juros entre 6,5% e 12% a.a., este grau de endividamento deixa a Empresa em situação razoavelmente confortável.

ASPECTOS SOCIETÁRIOS - Permaneceram em tesouraria a totalidade das debêntures recompradas em exercícios anteriores, em valor equivalente a R\$ 3,9 milhões. Foi adquirida, pelo valor patrimonial de R\$ 55.243,01 e incorporada, a Portobello Empreendimentos Ltda., conforme autorizado pela AGE de 16.11.94. Nesta ocasião foi autorizado, também, um aumento de capital no montante de R\$ 6,0 milhões, com a emissão de 864.371 ações preferenciais sem direito a voto, representando aproximadamente 11% do capital total. A subscrição deste aumento foi realizada pela International Finance Corporation - IFC, no montante de R\$ 4,3 milhões, pelos empregados das Empresas Portobello, no montante de R\$ 1,3 milhões, sendo a totalidade dos R\$ 0,4 milhões restantes realizada pelos controladores Refinadora Catarinense S.A. e USATI-Portobello A.B.P.S. Ltda., com homologação em 15.02.95.

VALOR ADICIONADO - O demonstrativo da distribuição do valor adicionado pela Cerâmica Portobello S.A. encontra-se a seguir:

ORIGEM/DESTINAÇÃO	1993	1994
	%	%
Preço de venda	100,0	100,0
Insumos	46,2	50,0
Valor adicionado	53,8	50,0
Para o Governo (impostos, taxas e contribuições)	19,2	18,5
Para os empregados (salários, benefícios e encargos)	17,3	17,3
Para a empresa (reinvestimento)	10,3	8,0
Para os acionistas (dividendos propostos)	2,3	2,4
Para o capital de terceiros (juros e aluguéis)	0,9	2,7
Destinações diversas	3,8	1,1

RECURSOS HUMANOS - O quadro de pessoal evoluiu de 967 empregados ao final de 1993 para 1256 empregados em dezembro de 1994, em razão das novas unidades industriais e aos quatro novos "showrooms" implantados no período. Foi dada continuidade aos programas de capacitação do quadro funcional, com investimento de 117 mil horas em treinamento, com ênfase no conceito de "QUALIDADE TOTAL". Neste sentido, foi desenvolvido um extenso programa de trabalho visando obter a certificação nos padrões da ISO 9002. A Empresa continuou a aprimorar a parceria com o Centro Cerâmico do SENAI de Tijucas, onde 120 profissionais receberam treinamento de formação e de aperfeiçoamento técnico. Adicionalmente, 17 funcionários realizaram treinamento na Itália, Espanha e Suíça, em novas tecnologias de fabricação cerâmica, assim como em operação e manutenção dos novos equipamentos adquiridos.

Ao final do exercício, 54% dos funcionários tinham mais de 3 anos de Empresa, e 60% recebiam remuneração entre 4 e 10 salários mínimos.

A Empresa mantém junto à fábrica moderno restaurante e apóia financeiramente a Associação dos Empregados, que dispõe de amplas instalações para atividades esportivas, recreativas e culturais, incluindo campo de futebol, ginásio de esportes coberto, piscinas, salas de treinamento, horta comunitária e bosque.

PERSPECTIVAS - A estabilização da economia traz excelentes perspectivas para os negócios do setor de revestimentos cerâmicos. A Empresa dará continuidade ao seu programa de expansão de capacidade produtiva e de sua estrutura comercial, assim como de introdução de novos produtos no mercado, sendo previstos investimentos equivalentes a R\$ 12,0 milhões em 1995, cujas fontes de recursos para financiamento a longo prazo já estão equacionadas.

Tijucas, 17 de fevereiro de 1995.

A ADMINISTRAÇÃO

Demonstrações Contábeis 1993/1994

BALANÇO PATRIMONIAL LEVANTADO EM 31 DE DEZEMBRO					
(Em Reais)					
ATIVO	1994	1993	PASSIVO	1994	1993
CIRCULANTE	25.471.086	22.849.566	CIRCULANTE	28.027.920	16.672.472
Caixa e Bancos	351.281	423.150	Empréstimos e Financiamentos	7.464.036	2.473.461
Aplicações Financeiras	9.161	104.214	Fornecedores	5.329.717	3.414.844
Clientes	16.554.960	14.230.922	Contas a Pagar Empresas Ligadas	295.790	1.880.058
(-) Provisão para Devedores Duvidosos	(247.280)	(186.462)	Adtos. de Contratos de Câmbio	5.169.401	321.714
(-) Adtos. Cambiais de Exportação	(5.565.136)	(3.466.084)	Obrigações Fiscais a Recolher	1.084.122	1.551.135
Adiantamentos a Fornecedores	986.598	586.311	Obrigações Sociais a Recolher	466.896	487.314
Estoques	12.838.870	8.866.932	Obrigações Trabalhistas	2.181.170	1.182.481
Títulos e Valores Mobiliários		1.596.379	Provisão Impostos e Contribuições	849.464	386.723
Outros Créditos	478.525	671.702	Vendas Entrega Futura		1.633.906
Despesas Antecipadas	64.107	22.502	Outras Contas a Pagar	2.301.532	931.448
			Dividendos a Pagar	2.885.792	2.409.388
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	698.472	522.805	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	11.947.235	3.748.239
Empréstimos Compulsórios	36.917	25.003	Empréstimos e Financiamentos	7.876.990	3.748.239
Depósitos Judiciais	18.723	480.730	Provisão para Imposto de Renda	1.508.309	
Incentivos Fiscais	243.465		Empréstimos de Empresas Ligadas	2.453.056	
Créditos com Soc. em Conta de Participação	100.577		Outras Contas a Pagar	108.880	
Outros Créditos	2.301	17.072			
Despesas Antecipadas	296.489		PATRIMÔNIO LÍQUIDO	81.991.318	79.265.646
PERMANENTE	95.796.915	76.313.986	Capital Social	34.443.078	30.117.340
Investimentos	5.412.545	5.213.415	Reservas de Capital	13.213.580	12.950.933
Imobilizado	85.167.512	68.793.519	Reservas de Reavaliação	29.143.470	31.988.175
Diferido	5.216.858	2.307.052	Reservas de Lucros	1.290.110	113.061
			Lucros Acumulados	3.901.080	4.096.137
TOTAL DO ATIVO	121.966.473	99.686.357	TOTAL DO PASSIVO	121.966.473	99.686.357

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO		
(Em Reais)		
	1994	1993
RECEITA BRUTA DE VENDAS	115.777.840	107.878.646
DEDUÇÕES	(23.776.683)	(24.426.048)
Impostos s/ Vendas (ICMS/IP/PIS/COFINS)	(17.091.405)	(19.265.231)
Cancelamentos/Abatimentos	(6.685.278)	(5.160.817)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	92.001.157	83.452.598
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(53.206.131)	(44.199.897)
LUCRO BRUTO	38.795.026	39.252.701
DESPESAS OPERACIONAIS	(31.339.073)	(33.568.264)
Vendas	(20.447.069)	(14.729.656)
Gerais e Administrativas	(6.743.428)	(6.205.911)
Financeiras Líquidas	(2.972.467)	(7.084.528)
Financeiras	(12.798.713)	(24.514.309)
Financeiras Comerciais	10.281.360	8.101.326
Receitas Financeiras	17.553.627	3.414.480
Receitas Financeiras Comerciais	(18.008.741)	5.913.975
Outras Receitas (Despesas) Operacionais	(1.176.109)	(5.548.169)
LUCRO OPERACIONAL	7.455.953	5.684.437
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	90.168	70.784
LUCRO ANTES DE IMPOSTOS E PARTICIPAÇÕES	7.546.121	5.755.221
Provisão para Impostos e Contribuições	(3.454.679)	(432.752)
Participação dos Administradores e Empregados	(224.568)	
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO (Vide Nota 09.b)	3.866.874	5.322.469
LUCRO LÍQUIDO POR AÇÃO	0,58	0,79

DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO		
(Em Reais)		
	1994	1993
ORIGENS DOS RECURSOS	23.689.422	16.057.514
DAS OPERAÇÕES	10.902.041	13.953.884
Lucro Líquido do Exercício	3.866.874	5.322.469
Desp. (Rec) que não afetam o Capital Circulante		
Depreciação e Amortização	8.314.426	7.627.618
Ajustes de Exercícios Anteriores	(2.059.354)	868.954
Valor Residual do Permanente Baixado	780.095	134.843
DOS AÇIONISTAS	4.341.849	
Aumento de Capital	4.325.738	
Ágio na Emissão de Ações	16.111	
DE TERCEIROS	8.445.532	2.103.630
Redução do Realizável a Longo Prazo		349.821
Aumento do Exigível a Longo Prazo	8.198.996	1.753.809
Incentivos Fiscais	246.536	
APLICAÇÕES DE RECURSOS	32.423.350	11.151.078
NO ATIVO PERMANENTE	28.577.450	8.741.690
Investimentos	260.964	698.406
Imobilizado	24.621.821	8.043.284
Diferido	3.694.665	
PARA OUTROS FINS	3.845.900	2.409.388
Acrescimento do Realizável a Longo Prazo	175.667	
Imposto de Renda e Contribuição Social sobre a Realização da Reserva de Reavaliação	784.441	
Dividendos Propostos	2.885.792	2.409.388
AUMENTO (REDUÇÃO) DO CAPITAL CIRCULANTE	(8.733.928)	4.906.436
VARIAÇÕES DO CAPITAL CIRCULANTE		
ATIVO CIRCULANTE	2.621.520	2.260.758
No Início do Exercício	22.849.566	20.588.808
No Fim do Exercício	25.471.086	22.849.566
PASSIVO CIRCULANTE	11.355.448	(2.645.678)
No Início do Exercício	16.672.472	19.318.150
No Fim do Exercício	28.027.920	16.672.472
AUMENTO (REDUÇÃO) DO CAPITAL CIRCULANTE	(8.733.928)	4.906.436

Demonstrações Contábeis 1993/1994

DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO (Em Reais)

Mutações	Capital Social	Reservas da Capital			Reserva de Reavaliação	Reserva de Lucros	Lucros (Prejuízos) Acumulados	Total do Patrimônio Líquido
		Ágio Emissão de Ações	C.Monet. Especial	Incentivos Fiscais				
Saldo em 01/01/93	30.117.340	4.955.083	7.995.850		34.857.819		75.483.611	
Ajuste de Exercícios Anteriores						(2.442.481)	868.954	
Realização de Reserva					(2.869.644)	2.869.644	5.322.469	
Lucro Líquido do Exercício						5.322.469	5.322.469	
Destinações								
Reserva Legal						113.061	(113.061)	
Dividendos						(2.409.388)	(2.409.388)	
Saldo em 31/12/93	30.117.340	4.955.083	7.995.850		31.988.175	4.096.137	79.265.646	
Ajuste de Exercícios Anteriores						(2.059.354)	(2.059.354)	
Aumento de Capital	4.325.738						4.325.738	
Ágio na Emissão de Ações		16.111					16.111	
Incentivos Fiscais				246.536			246.536	
Realização de Reserva					(2.844.705)	2.844.705		
Imp. de Renda e Contr. Social s/ Realiz. da Res. de Reaval.						(784.441)	(784.441)	
Lucro Líquido do Exercício						3.866.874	3.866.874	
Destinações								
Reserva Legal						345.374	(345.374)	
Dividendos						(2.885.792)	(2.885.792)	
Reservas p/ Contingência						831.675	(831.675)	
Saldo em 31/12/94	34.443.078	4.971.194	7.995.850	246.536	29.143.470	3.901.080	81.991.318	

AS NOTAS EXPLICATIVAS SÃO PARTE INTEGRANTE DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

NOTAS EXPLICATIVAS ÀS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS (Valores Expressos em Reais)

NOTA 01 - CONTEXTO OPERACIONAL

A companhia se dedica a produção e comercialização de revestimentos cerâmicos e produtos complementares para aplicação dos produtos principais.

Os produtos classificam-se, segundo aplicação em: piso, parede, piso/parede, revestimento interno e externo e mosaicos.

A Companhia iniciou suas atividades produtivas em junho de 1979, passando desde então por sucessivos incrementos na sua capacidade de produção com ampliações em seu portfólio de produtos.

Em setembro de 1991 deu início ao seu processo de modernização visando atingir maior produtividade e novos mercados com a produção de pequenos formatos (mosaicos) e revestimento externo.

Em 1994 deu início à produção de revestimento monoporoso, peças especiais e rejunte visando à complementariedade entre os produtos.

A evolução da capacidade instalada deu-se da seguinte forma:

Ano	m ² /mês
1979	65.000
1982	300.000
1987	600.000
1988	1.000.000
1991	1.000.000
1994	1.250.000

NOTA 02 - APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

Conforme facultado pela CVM, através da Instrução 201/93, estão sendo divulgadas apenas as demonstrações contábeis em moeda de capacidade aquisitiva constante. Essas demonstrações, foram elaboradas a partir das demonstrações contábeis na forma societária, de acordo com os seguintes critérios básicos:

a) **INDEXADOR** - UMC diária para os itens não monetários e UMC média para os itens monetários e estoques. A partir da extinção da UFIR diária (indexador da UMC), passou-se a utilizar a UMC mensal.

b) **DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS RELATIVAS AO EXERCÍCIO ANTERIOR** - As cifras dessas demonstrações foram atualizadas à moeda de 31 de dezembro de 1994 para efeito de comparabilidade.

c) **GANHOS E (PERDAS) NOS ITENS MONETÁRIOS E ESTOQUES** - Os ganhos e (perdas) nos itens monetários e estoques foram distribuídos nas respectivas contas de resultado a que se vinculam. O ganho (perda) líquido foi assim alocado:

Alocação dos Ganhos e (Perdas)	1994	1993
Receita Operacional Bruta	(13.384)	-
Deduções da Receita Bruta	(139.140)	(103.406)
Custo dos Produtos Vendidos	972.942	1.241.919
Despesas com Vendas	1.708.196	3.426.009
Despesas Gerais e Administrativas	249.315	357.618
Despesas Financeiras	44.872.224	45.916.146
Receitas Financeiras	(27.591.374)	(33.398.925)
Outras Despesas Operacionais	(1.027.665)	(5.428.960)
Ganho líquido	19.031.114	12.010.401

d) **AJUSTE A VALOR PRESENTE** - Os direitos e obrigações de valores prefixados foram ajustados pela variação da taxa ANBID e registrados em receitas ou despesas financeiras na medida que incorreram. As cifras desses ajustes são as seguintes:

	1994	1993
Receita Operacional Bruta (Devedor)	169.213	1.246.197
Custo Produtos Vendidos (Credor)	48.961	429.068
	120.252	817.129

e) CONCILIAÇÃO ENTRE A CORREÇÃO MONETÁRIA INTEGRAL E A LEGISLAÇÃO SOCIETÁRIA

e1) Conciliação do lucro Líquido e Patrimônio Líquido pela Legislação Societária e pela Correção Integral

	1994		1993	
	Patrimônio Líquido do Exercício	Resultado do Exercício	Patrimônio Líquido do Exercício	Resultado do Exercício
Pela Legislação Societária	81.319.340	6.907.473	75.533.490	2.260.555
Correção Monetária de				
Estoques	671.978	(3.040.599)	3.732.156	3.061.914
Pela Correção Integral	81.991.318	3.866.874	79.265.646	5.322.469

e2) As Contas do Balanço Patrimonial pela Legislação Societária e pela Correção Integral que apresentam divergências entre si são:

	1994		1993	
	Estoques	Lucros Acumulados	Estoques	Lucros Acumulados
Pela Legislação Societária	12.166.892	3.229.102	5.134.776	363.981
Correção Monetária de				
Estoques	671.978	671.978	3.732.156	3.732.156
Pela Correção Integral	12.838.870	3.901.080	8.866.932	4.096.137

NOTA 03 - SUMÁRIO DAS PRINCIPAIS PRÁTICAS CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis foram elaboradas observando as seguintes principais práticas contábeis:

a) As aplicações financeiras e títulos e valores mobiliários são registrados ao custo acrescido dos rendimentos auferidos até a data do balanço.

b) A provisão para devedores duvidosos é constituída com base em análise das contas a receber e demais créditos que envolvem riscos e considera a expectativa da administração quanto a possíveis perdas.

c) Os estoques são avaliados ao custo médio de aquisição e/ou produção atualizados monetariamente, inferiores ao valor de mercado.

d) Os investimentos são avaliados ao custo de aquisição, corrigidos monetariamente.

e) O ativo imobilizado está registrado ao custo de aquisição e/ou construção, contempla ainda as reavaliações efetuadas em exercícios anteriores, sendo corrigido monetariamente

Demonstrações Contábeis 1993/1994

pelos índices oficiais. A depreciação é calculada pelo método linear considerando o tempo de vida útil estimada dos bens.

f) Diferido - são registrados os gastos que contribuirão na geração de receitas além do exercício de sua efetivação e corrigidos monetariamente pelos índices oficiais. A amortização é calculada a partir da geração dos benefícios até sua cessação ou no mínimo cinco anos.

g) Adiantamentos de Contratos de Câmbio e sobre Cambiais de Exportação - são demonstrados pelo valor de custo acrescido da variação cambial até a data do balanço. Os adiantamentos correspondentes a operações de vendas a prazo já efetuadas estão sendo apresentados deduzidos de contas a receber.

h) Os empréstimos e financiamentos são atualizados pelas variações monetárias e acrescidos dos juros incorridos até a data do balanço.

i) Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social - As provisões para Imposto de Renda e Contribuição Social são constituídas com base nos resultados tributáveis apurados mensalmente, de acordo com a legislação em vigor, levando em conta a compensação de créditos fiscais decorrentes de prejuízos apurados em exercícios anteriores.

NOTA 04 - ESTOQUES

	1994	1993
Produtos Acabados	5.670.998	4.792.039
Produtos para Revenda	90.776	33.905
Produtos em Processo	832.917	518.154
Matérias-Primas e Mat. de Consumo	5.697.736	3.494.471
Importações em Andamento	546.443	28.363
	12.838.870	8.866.932

NOTA 05 - IMOBILIZADO

	1994		1993	
	Custo Corrigido	Depreciação Acumulada	Valor Líquido	Valor Líquido
Terrenos	6.778.839	-	6.778.839	6.872.701
Edificações e Benfeitorias ...	38.485.856	5.574.843	32.911.013	27.145.726
Máquinas, Equip. e				
Instalações	56.489.227	19.409.311	37.079.916	28.996.811
Móveis e Utensílios	2.578.452	1.653.172	925.280	874.567
Veículos	553.823	285.167	268.656	359.183
Outras Imobilizações	3.426.927	716.983	2.709.944	2.427.069
Obras em Andamento	4.493.864	-	4.493.864	2.117.462
	112.806.988	27.639.476	85.167.512	68.793.519

NOTA 06 - IMPOSTO DE RENDA E CONTRIBUIÇÃO SOCIAL

A Companhia possui crédito fiscal de IRPJ no valor de R\$ 13.133.000 originário da aplicação da lei 8.200 sobre o patrimônio da Portobello Empreendimentos e Participações Ltda., que foi incorporada na AGE de 16/11/94.

Em 1994 foram constituídas provisões para imposto de renda e contribuição social sobre o saldo do lucro inflacionário, saldo das exclusões decorrentes da depreciação acelerada incentivada e ganhos não realizados com a desvalorização da moeda norte-americana no valor total de R\$ 1.874.993.

NOTA 07 - EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS A LONGO PRAZO

A composição dos empréstimos e financiamentos a longo prazo está assim demonstrada:

Vencimento	1994	1993
1995	-	2.226.176
1996	2.847.651	780.347
1997	2.712.992	721.918
1998	1.386.228	19.798
1999	930.119	-
Total	7.876.990	3.748.239

Encargos Contratuais: Juros de 6,5% a 12% a.a.

Os financiamentos estão garantidos por bens do ativo permanente.

NOTA 08 - DEBÊNTURES

Aprovada na AGE de 19/11/90, a emissão e lançamento público de 26.000 debêntures, endossáveis e não conversíveis em ações. Na AGE e Assembleia Especial dos Debenturistas ambas de 10/10/91 foi aprovada a alteração da forma de "Não conversível em Ações" para "Conversível em Ações". Da totalidade das debêntures, 20.217 foram convertidas em ações no exercício de 1991, e as remanescentes 5.783, permaneceram até 1.992 quando foram recompradas para manutenção em Tesouraria.

NOTA 09 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO

a) CAPITAL SOCIAL - Em Assembleia Geral Extraordinária realizada em 16 de novembro de 1994 foi aprovado aumento de capital no valor de R\$ 5.920.941 através de emissão particular, mediante emissão de 864.371 ações preferenciais sem direito a voto, ao preço de R\$ 6,85. No mesmo ato os acionistas presentes renunciaram ao direito de preferência em favor da IFC - International Finance Corporation e dos empregados e administradores da empresa.

Desse montante, R\$ 4.325.738 foram integralizados durante o exercício de 1994 e homologados em 15/02/95. Em 31 de dezembro de 1994, o capital social representava:

	Ordinárias	Preferenciais	Total
Subscritas e Integralizadas	5.512.482	1.816.253	7.328.735
Subscritas a Integralizar	-	190.279	190.279
A Subscrever	-	56.502	56.502
	5.512.482	2.063.034	7.575.516

A cada ação ordinária corresponde um voto nas Assembleias Gerais, segundo os direitos e privilégios próprios estabelecidos por lei e nos estatutos para a sua espécie.

As ações preferenciais, sem direito a voto nas Assembleias Gerais, gozam dos seguintes direitos e privilégios:

- Prioridade na distribuição dos dividendos;
- Direito a participação proporcional nas bonificações decorrentes de correção monetária ou de incorporação de reservas ou lucros;
- Prioridade no reembolso, no caso de dissolução da sociedade;
- Participação nos aumentos de capital, em igualdade de condições com os demais acionistas e na capitalização de todas as reservas.

Aos acionistas, após a alteração estatutária de 09/02/94, são assegurados dividendos mínimos obrigatórios, atualizados monetariamente, no valor equivalente a 30% do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei 6.404/76. Anteriormente, os dividendos mínimos obrigatórios correspondiam ao maior valor verificado entre 8% do capital social atualizado e 30% do lucro líquido ajustado.

b) RESERVA DE REAVALIAÇÃO - Constituída com base em laudos de avaliação emitidos por peritos independentes, sendo liberada para lucros acumulados na mesma proporção da depreciação ou baixa dos bens que a geraram. Os valores existentes na reserva de reavaliação atribuíveis à correção monetária especial (art. 2º da Lei 8.200/91) foram transferidos para a conta de reserva de correção monetária especial. Dessa forma, o saldo da reserva de reavaliação fica assim representado:

	1994	1993
Reserva de reavaliação	58.837.124	58.837.124
(-) Realização acumulada	12.449.658	9.604.953
(-) Transferência correção complementar	10.040.533	10.040.533
(-) Transferência correção especial	7.203.463	7.203.463
	29.143.470	31.988.175

Os valores dos tributos e contribuições incidentes sobre o saldo remanescente da reserva de reavaliação, podem ser assim apresentados:

	1994	1993
Imposto de renda	10.200.214	11.110.422
Contribuição social	2.649.141	2.908.015
	12.849.355	14.018.437

Foram apropriadas ao resultado do exercício as parcelas de depreciação e as baixas das reavaliações dos bens do Ativo Permanente. A Realização da Reserva de Reavaliação foi registrada na conta "Lucros ou (Prejuízos) Acumulados" por determinação da Deliberação CVM nº 27 de 05/02/86, assim como os impostos e contribuições sobre ela incidentes. O efeito desta realização se computada ao resultado do exercício, partindo-se da Demonstração do Resultado convencional, é indicado a seguir:

	1994	1993
Lucro Líquido do Exercício	3.866.874	5.322.469
Realização da Reserva de Reavaliação Líquida	2.060.264	2.869.644
Lucro Líquido do Exercício Ajustado	5.927.138	8.192.113
Lucro Líquido por ação	0,88	1,22

c) RESERVAS DE LUCROS

c.1) Reserva Legal - Foi constituída no valor equivalente a 5% do lucro líquido de acordo com as disposições legais.

c.2) Reserva para Contingências - Neste exercício, foi constituída a Reserva para Contingências em valor equivalente aos ganhos ainda não realizados com empréstimos em moeda estrangeira ocorridos em função da desvalorização da moeda norte-americana frente a moeda nacional.

d) DIVIDENDOS - Os dividendos em 31 de dezembro de 1994, foram calculados a base de 50% do lucro líquido ajustado na forma do artigo 202 da Lei 6.404/76, conforme abaixo demonstrado e serão pagos a todas as ações homologadas em 31/12/94.

	1994
Lucro líquido do Exercício (Pela Legislação Societária)	6.907.473
Reserva Legal (5%)	(345.374)
Reserva para Contingências	(831.675)
Lucro líquido do Exercício Ajustado	5.730.424
Dividendos Propostos (50%)	2.885.792
Dividendos Propostos Por Ação	0,43

Em 31 de dezembro de 1993, os dividendos foram calculados na base de 8% do capital social atualizado aplicado para todas as ações de forma indiscriminada.

Demonstrações Contábeis 1993/1994

e) AJUSTES DE EXERCÍCIOS ANTERIORES

	1994	1993
Contribuição Social	95.913	194.402
Correção Monetária Estoques Iniciais	(19.567)	674.552
IRPJ	(25.170)	-
IRPJ S/Lucro Inflacionário	-	-
Diferido	(1.366.521)	-
IRPJ S/Depreciação Acelerada	(744.009)	-
TOTAL	(2.059.354)	868.954

NOTA 10 - EMPRESAS LIGADAS

As transações entre partes relacionadas são resultantes de operações de compra e venda, prestação de serviços ou empréstimos, observadas as normas específicas aplicáveis além das condições normais de mercado.

EMPRESAS	CLIENTES		ADIANTAMENTO A FORNECEDORES		CONTAS A PAGAR		EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	
	1994	1993	1994	1993	1994	1993	1994	1993
Ref. Catarin. S/A Usati-Portobello		621		12.780	174.790	1.873.949	2.347.319	
ABPS Ltda.	-	6.423			120.669	4.518	105.737	
Gomes Adm. Bens Ltda. Mineração	37.649	-						
Portobello Ltda.	-		148.155	70.982	331	3		
Portobello Com.								
Transp. Distr. Ltda.	-		130.731	37.398		1.426		
Portobello Agrop. S/A						162		
TOTAL	37.649	7.044	278.886	121.160	295.790	1.880.058	2.453.056	-

NOTA 11 - SEGUROS

Os ativos da companhia estão cobertos por valores considerados suficientes para cobrir eventuais riscos ou perdas. Os principais seguros vigentes em 31 de dezembro de 1994 são:

Modalidade	Objeto	Valor Segurado
Incêndio, Raio, Explosão	Edifício, Máquinas, Equipamentos e Estoques	28.480.000
Danos Elétricos, Vendáveis Impacto de Veículos, Greves, Tumultos, Responsabilidade Civil	Idem	890.000
Lucros Cessantes	Idem	6.230.000
Colisão, Roubos, Incêndio, etc..	Veículos	539.000

Os valores segurados são atualizáveis pela TRD.

NOTA 12 - AVAIS PRESTADOS

Ao final do exercício, a empresa praticava a modalidade de venda com financiamento bancário. Para tal, prestou avais a determinados clientes junto Instituições Financeiras. Em 31.12.94, o montante destes era de R\$ 2.363.155 (1993 R\$ 3.791.048).

NOTA 13 - EVENTOS SUBSEQUENTES

1. Recebida em 13/01/95 a importância de US\$ 10 milhões da IFC - International Finance Corporation, referente à primeira parcela do financiamento total de US\$ 17 milhões para o plano de expansão de US\$ 53,8 milhões;
2. Em 23/01/95 realizou-se Assembleia Geral Extraordinária, que teve como consequência:

- Pagamento em 13/02/95 de dividendos por conta de resultado do exercício social de 1994 na ordem de R\$ 0,10 por ação;

- Definiu novo prazo para subscrição das ações decorrentes do aumento de capital aprovado na AGE de 18/11/94;
- Autorizou o conselho de administração a homologar o referido aumento de capital;

- Re-ratificou deliberação do Conselho relativo a venda de ações para empregados e administradores.

3. Em 15/02/95 o Conselho de Administração homologou a subscrição de ações, sendo que nesta data todas as ações estavam subscritas e integralizadas.

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO

Cesar Bastos Gomes
Presidente

Cesar Gomes Júnior
Vice-Presidente

Hermes Helustondo Jacobsem
Conselheiro

Glauro José Côrte
Conselheiro

Valério Gomes Neto
Conselheiro

Henrique de Bastos Malta
Conselheiro

Ubaldo Klann
Conselheiro

DIRETORIA

Cesar Gomes Júnior
Diretor Presidente

Adenir Stell
Diretor Industrial

Mário A. F. Baptista
Diretor Financeiro e de Relações com o Mercado

Mauro do Valle Pereira
Diretor Superintendente

Amairi Antonio Ramos
Diretor Comercial

Gládimir Arnaldo Brzezinski
Contador - CRC/SC 13.729

PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES

Ilmos. Srs.
Diretores e Acionistas da
CERÂMICA PORTOBELLO S/A

1. Examinamos os balanços patrimoniais da CERÂMICA PORTOBELLO S/A levantados em 31 de Dezembro de 1994 e 1993, apresentados pela correção integral, e as respectivas demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e das origens e aplicações de recursos correspondentes aos exercícios findos naquelas datas, elaboradas sob a responsabilidade de sua administração. Nossa responsabilidade é a de expressar uma opinião sobre essas demonstrações contábeis.

2. Nossos exames foram conduzidos de acordo com as normas de auditoria e compreendemos: (a) o planejamento dos trabalhos considerando a relevância dos saldos, o volume de transações e o sistema contábil e de controles internos da Companhia; (b) a constatação, com base em testes, das evidências e dos registros que suportam os valores e as informações contábeis divulgadas; e (c) a avaliação das práticas e das estimativas contábeis mais representativas adotadas pela administração da Companhia, bem como da apresentação das demonstrações contábeis tomadas em conjunto.

3. Em nossa opinião, as demonstrações contábeis referidas no primeiro parágrafo representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da CERÂMICA PORTOBELLO S/A em 31 de dezembro de 1994 e 1993, o resultado de suas operações, as mutações de seu patrimônio líquido e as origens e aplicações de seus recursos referentes aos exercícios findos naquelas datas, de acordo com os princípios fundamentais de contabilidade.

Tijucas, 17 de fevereiro de 1995

BOUCINHAS & CAMPOS S/C
Auditores Independentes - CRC-SP 5.528 S-SC

João Maurício Harbar Wovk
Contador - CRC PR 21.460-S-SC

Demonstrações Contábeis 1995/1996

RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

Senhores acionistas:

A Cerâmica Portobello S.A. atingiu em 1996 recordes de faturamento, de produção e de vendas, apesar da conjuntura adversa vivenciada pelo setor de construção civil brasileiro. A Empresa perseverou em seu projeto de desenvolvimento, entrando em mais um segmento de mercado, com o lançamento para as revendas, em outubro, de novas linhas de produtos não-esmaltados tipo porcelanato, de alta resistência e qualidade. Coerente com a estratégia adotada nos segmentos de cerâmicas esmaltadas para pisos, paredes e revestimento de fachada, que se destacam pela inovação, estas novas linhas caracterizam-se pela diferenciação, facilitando aos consumidores adotarem soluções personalizadas para seus projetos de revestimento. Outro marco importante foi a ampliação da presença da Empresa no mercado internacional, com a instalação de equipe de vendas no Canadá, América Central, Caribe, Chile e Argentina, além da subsidiária Portobello America Inc. que atua nos Estados Unidos desde 1990.

DESEMPENHO COMERCIAL

A comercialização de revestimentos cerâmicos foi dividida em 81% no mercado interno e 19% na exportação, atingindo o total de 15,9 milhões de m², o maior já obtido pela Empresa, com acréscimo de 30% em relação ao volume de vendas do ano anterior. As exportações geraram US\$ 20 milhões em divisas, contribuindo para a receita líquida de R\$ 136 milhões e para o faturamento bruto de R\$ 176 milhões, 39% superiores aos respectivos valores alcançados em 1995.

Foram implantadas as filiais de Fortaleza-CE e Goiânia-GO, sendo de 22 o número de "showrooms" em operação no final do exercício, cobrindo os principais mercados do país. A ampliação do serviço ao consumidor, com a implantação do "Portobello ON-LINE" - 10 linhas telefônicas de discagem gratuita - e dos serviços prestados através dos "showrooms" e unidades volantes, tem aumentado de importância em função da complexidade da especificação de projetos de revestimento cerâmico e do grande número de produtos disponíveis para atendimento das soluções personalizadas. A Empresa foi distinguida com diversas premiações, entre elas as seguintes: "II Prêmio Pini - Melhores da Construção Civil 1996", "Prêmio ANAMACO 1996 - Pisos Cerâmicos", e "Prêmio Mérito Lojista - Materiais de Construção e Revestimento - Confederação dos Clubes de Diretores Lojistas".

ATIVIDADE INDUSTRIAL

A produção cresceu 13% em relação ao ano anterior, atingindo a marca recorde de 15,8 milhões de m² e representando utilização média de 88% da capacidade do parque fabril. Esse resultado foi alcançado com a entrada em operação da nova linha de produção de pisos cerâmicos de grandes formatos e a ampliação de um dos fornos existentes para produção de revestimentos para fachada, realizadas no final de 1995, além da otimização da operação das demais unidades. Das realizações marcantes na área industrial da Empresa cumpre destacar a expressiva redução de 19% no custo médio industrial por metro quadrado de produto acabado. Adicionalmente, foram desenvolvidas matérias primas de qualidade superior, notadamente para elaboração da massa, com vantagens qualitativas substanciais nos produtos "grés", que apresentam absorção de água inferior a 3%. Esta característica é necessária para diversos mercados, sendo uma exclusividade da Empresa no setor de cerâmica esmaltada da América Latina.

ASPECTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS E SOCIETÁRIOS

As debêntures da Empresa foram mantidas no mercado pelo valor total de R\$ 5,7 milhões, com repactuação estabelecida para 21.11.97.

O patrimônio líquido registrou R\$ 99 milhões, dos quais R\$ 9 milhões na conta de lucros acumulados. O resultado líquido do exercício, ajustado pela realização da reserva de reavaliação, atingiu R\$ 255 mil. A menor rentabilidade no exercício foi causada por três fatores principais que prevaleceram no primeiro semestre:

mercado recessivo, maiores despesas comerciais para conquistar maior participação no mercado, e maiores despesas financeiras devido às altas taxas de juros para capital de giro. A Empresa fez frente a esses fatores no segundo semestre, o que se refletiu nos resultados positivos apurados nesse período, permitindo neutralizar as perdas verificadas no primeiro semestre.

O programa de investimentos, que priorizou a atualização tecnológica dos processos de produção e de logística, atingiu R\$ 10 milhões, em grande parte financiado por empréstimos de longo prazo. A geração de caixa das operações atingiu R\$ 12 milhões permitindo à Empresa expandir em 44% o financiamento a clientes, sem recorrer a financiamentos bancários na mesma proporção.

Vale ainda ressaltar que o índice de liquidez corrente ao final do exercício foi de 1,25, enquanto que o endividamento bancário de curto prazo em relação ao patrimônio líquido representou 34%, e o de longo prazo representou 23%.

VALOR ADICIONADO

O demonstrativo da distribuição do valor adicionado pela Empresa encontra-se a seguir:

ORIGEM/DESTINAÇÃO	%
Preço de venda	100,00
Insumos	46,8
Valor adicionado	53,2
Para o Governo (impostos, taxas e contribuições)	17,5
Para os empregados (salários, benefícios e encargos)	20,4
Para o capital de terceiros (juros e aluguéis)	6,6
Para a Empresa (reinvestimento)	6,3
Destinações diversas	2,4

RECURSOS HUMANOS

O quadro de pessoal atingiu 1.426 empregados, com acréscimo de 7% em relação ao final do ano anterior, em razão dos novos turnos em unidades industriais e à expansão no número de filiais e de "showrooms". Foi dada continuidade aos programas de capacitação do quadro funcional, alicerçada na parceria com o Centro Cerâmico do SENAI de Tijucas, que oferece treinamento de formação e aperfeiçoamento técnico, adjacente à planta industrial. O total de treinamento atingiu 42.305 horas, tendo 26 empregados participado das principais feiras internacionais de cerâmica. Ponto importante a destacar foi o esforço dispendido pelo quadro funcional para a conclusão do processo de certificação de qualidade nos padrões ISO 9002. Iniciado em 1995 com as primeiras 3 unidades certificadas, foi concluído em 1996 com a certificação das unidades restantes, constituindo-se na única indústria cerâmica brasileira com todas as suas fábricas com garantia de qualidade ISO 9002.

PERSPECTIVAS

As perspectivas do setor de materiais de construção no mercado interno para 1997 são promissoras, em função da estabilização econômica e da redução do custo financeiro da construção. No âmbito das exportações, a Empresa continuará aumentando sua presença nos mercados onde atua, com prioridade para a América do Sul, com a abertura de escritórios de venda e assistência técnica. Em 1997 serão priorizados os investimentos em sistemas de apoio logístico, a industrialização de porcelanato, e a modernização do parque fabril de modo a manter a Empresa na liderança em inovação, qualidade e "design" no mercado brasileiro.

Tijucas, 18 de fevereiro de 1997.

A ADMINISTRAÇÃO

abrasca
compañia associada

BOSSAS AÇÕES
SÃO NEGOCIADAS
NAS BOLSAS DEVALOPES

AÇÃO

CERÂMICA PORTOBELLO S/A - COMPANHIA ABERTA

C.G.C. 83.475.913/0001-91

BR 101, KM 163 - CEP 88200-000 - TIJUCAS - SC

TELEFONE (048) 279-2222 - FAX (048) 279-2235

ISO
9002
QUALIDADE CERTIFICADA

Demonstrações Contábeis 1995/1996

BALANÇO PATRIMONIAL LEVANTADO EM 31 DE DEZEMBRO					
(Expresso em milhares de Reais)					
ATIVO	1.996	1.995	PASSIVO	1.996	1.995
CIRCULANTE	70.941	55.991	CIRCULANTE	56.903	45.245
Caixa e Bancos	760	338	Empréstimos e Financiamentos	30.503	12.965
Aplicações Financeiras	408	25	Fornecedores	15.172	10.513
Clientes	47.176	32.721	Adiantamentos de Contratos de Câmbio	3.282	13.714
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(5.826)	(4.203)	Obrigações Fiscais a Recolher	1.532	1.254
Adiantamentos a Fornecedores	1.384	801	Obrigações Sociais a Recolher	798	614
Estoque	25.761	24.523	Obrigações Trabalhistas	3.842	2.932
Tributos a Recuperar	402	1.033	Provisão para Impostos e Contribuições	-	1.037
Despesas Antecipadas	413	190	Comissões a Pagar	360	554
Outros Créditos	463	563	Adiantamentos de Clientes	931	693
			Outras Contas a Pagar	483	969
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	3.320	2.288	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	29.588	29.180
Financiamentos a Empregados	1.305	1.372	Empréstimos e Financiamentos	22.933	22.379
Depósitos Sub-Júdice	416	21	Debêntures	5.748	5.308
Incentivos Fiscais	337	337	Provisão para Imposto de Renda	907	1.053
Créditos Tributários	907	-	Outras Contas a Pagar	-	440
Despesas Antecipadas	239	316			
Outros Créditos	116	242	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	98.582	101.715
			Capital Social	44.250	36.134
PERMANENTE	110.812	117.851	Reservas de Capital	16.217	24.333
Investimentos	4.418	6.002	Reservas de Reavaliação	28.982	32.080
Imobilizado	95.777	102.703	Reservas de Lucros	599	830
Diferido	10.617	9.156	Lucros Acumulados	8.534	8.338
TOTAL DO ATIVO	185.073	176.140	TOTAL DO PASSIVO	185.073	176.140

DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO			DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO		
(Expresso em milhares de Reais)			(Expresso em milhares de Reais)		
	1.996	1.995		1.996	1.995
RECEITA BRUTA DE VENDAS	175.782	127.060	ORIGENS DOS RECURSOS	17.101	31.146
DEDUÇÕES	(40.021)	(28.193)	DAS OPERAÇÕES	12.454	9.754
Impostos s/ Vendas (ICMS/PI/PIS/COFINS)	(28.501)	(20.741)	Lucro Líquido do Exercício	(2.843)	(29)
Cancelamentos/Abatimentos	(11.520)	(8.452)	Despesas (Receitas) que não afetam o Capital Circulante	15.297	9.783
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	135.761	97.867	Depreciação e Amortização	15.587	12.102
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(88.166)	(63.970)	Ajustes de Exercícios Anteriores	(290)	232
LUCRO BRUTO	47.595	33.897	Correção Monetária de Balanço	-	(2.551)
DESPESAS OPERACIONAIS	(51.662)	(37.772)	DOS ACIONISTAS	-	1.690
Vendas	(31.194)	(21.574)	Aumento de Capital	-	1.690
Gerais e Administrativas	(9.271)	(8.525)	OUTRAS ORIGENS	4.647	19.702
Financeiras Líquidas	(11.197)	(7.673)	Aumento do Exigível a Longo Prazo	408	17.234
Financeiras	(21.153)	(15.812)	Incentivos Fiscais	-	30
Receitas Financeiras	9.956	8.139	Valor Residual do Permanente Baixado	4.239	2.438
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(4.067)	(3.875)	APLICAÇÕES DOS RECURSOS	13.809	17.171
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	145	58	NO ATIVO PERMANENTE	12.777	15.354
CORREÇÃO MONETÁRIA DO BALANÇO	-	2.551	Investimentos	1.543	330
LUCRO (PREJUÍZO) ANTES IMPOSTOS/PARTICIPAÇÕES	(3.922)	(1.266)	Imobilizado	7.651	11.166
Provisão para Impostos e Contribuições	1.079	1.237	Diferido	3.583	3.858
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO *	(2.843)	(29)	PARA OUTROS FINS	1.032	1.817
LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO POR AÇÃO *	(0,3753)	(0,0038)	Acréscimo do Realizável a Longo Prazo	1.032	1.590
			Dividendos Propostos	-	227
			AUMENTO (REDUÇÃO) DO CAPITAL CIRCULANTE	3.292	13.975
			VARIÁÇÕES DO CAPITAL CIRCULANTE	-	-
			ATIVO CIRCULANTE	14.950	31.191
			No Início do Exercício	55.991	24.800
			No Fim do Exercício	70.941	55.991
			PASSIVO CIRCULANTE	11.658	17.216
			No Início do Exercício	45.245	28.029
			No Fim do Exercício	56.903	45.245
			AUMENTO (REDUÇÃO) DO CAPITAL CIRCULANTE	3.292	13.975

* Por determinação da Deliberação CVM n.º 27/86, a realização da reserva de reavaliação é computada diretamente em lucros acumulados. Essa realização, no valor de R\$ 3.098 mil, se computada no resultado do exercício como forma de neutralizar a depreciação gerada pelo imobilizado correspondente, proporcionaria um lucro líquido em 1996 de R\$ 255 mil, conforme demonstrado na Nota n.º 10b.

DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO						
(Expresso em milhares de Reais)						
Mutações	Capital Social	Reservas de Capital	Reservas de Reavaliação	Reservas de Lucros	Lucros (Prejuízos) Acumulados	Total do Patrimônio Líquido
Saldos em 31 de dezembro de 1994	7.226	40.430	29.143	1.290	3.229	81.318
Ajuste de Exercícios Anteriores	-	-	-	-	232	232
Aumento de Capital	28.908	(27.218)	-	-	-	1.690
Incentivos Fiscais	-	30	-	-	-	30
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(3.610)	-	3.610	-
Correção Monetária	-	11.091	6.547	290	773	18.701
Lucro Líquido do Exercício	-	-	-	-	(29)	(29)
Destinações:	-	-	-	-	-	-
Reserva Legal	-	-	-	38	(38)	-
Dividendos	-	-	-	-	(227)	(227)
Reserva P/ Contingências	-	-	-	(788)	788	-
Saldos em 31 de dezembro de 1995	36.134	24.333	32.080	830	8.338	101.715
Ajuste de Exercícios Anteriores	-	-	-	-	(290)	(290)
Aumento de Capital	8.116	(8.116)	-	-	-	-
Realização de Reservas	-	-	-	-	-	-
- Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(3.098)	-	3.098	-
- Realização da Reserva P/ Contingências	-	-	-	(231)	231	-
Prejuízo Líquido do Exercício	-	-	-	-	(2.843)	(2.843)
Saldos em 31 de dezembro de 1996	44.250	16.217	28.982	599	8.534	98.582

Demonstrações Contábeis 1995/1996

NOTAS EXPLICATIVAS ÀS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS (Valores Expressos em milhares de Reais)

NOTA 01 - CONTEXTO OPERACIONAL

A Companhia se dedica à produção e comercialização de revestimentos cerâmicos e produtos complementares para aplicação no ramo de materiais de construção civil.

Os produtos classificam-se, segundo aplicação em: piso, parede, piso/parede, revestimentos interno e externo e, mosaicos.

A Companhia iniciou as atividades produtivas em junho de 1979, passando desde então por sucessivos incrementos na sua capacidade instalada com ampliações em seu portfólio de produtos.

Desde o início a empresa produz essencialmente revestimentos para aplicação piso/parede, sendo outros formatos produzidos em pequena escala, quando em setembro de 1991 deu início a mais uma etapa do processo de modernização visando atingir maior produtividade e novos mercados com a produção de pequenos formatos (mosaicos) e revestimento externo e consistiu na substituição das linhas de produção instaladas em 1979 e 1982, mantida a mesma capacidade produtiva, (300.000m²) porém com produtos de formatos diferentes dos anteriores.

Em 1994 ampliou o parque industrial, com o início da produção de revestimento monoporoso, peças especiais, rejunte e argamassa visando a complementaridade entre os produtos e em 1995 com a implantação de uma nova linha para produção específica de grandes formatos nos tamanhos 40 x 40 e 50 x 50 atingindo a marca de 1.500.000 m².

Em síntese a capacidade instalada evoluiu de acordo com o quadro resumo a seguir:

Anos	M ² /Mês	Ano	M ² /Mês	Ano	M ² /Mês
1979	65.000	1987	600.000	1994	1.250.000
1982	300.000	1988	1.000.000	1995	1.500.000

A empresa investe constantemente no desenvolvimento de novos produtos e em novos equipamentos mantendo a tecnologia atualizada ao nível dos melhores produtores internacionais.

Atualmente a linha de revestimentos com 900 produtos aproximadamente varia dos formatos 7,5 x 7,5 cm ao 50 x 50 cm, com flexibilidade de produção em pequenos lotes personalizados, ou seja, pedidos sob encomenda, visando a máxima satisfação do consumidor.

Soma-se ainda a comercialização com exclusividade no Brasil, de 500 itens de porcelanato importado, com excelente aceitação no mercado brasileiro. Trata-se de produto com durabilidade superior e com características distintas do revestimento esmaltado, produzido por fabricantes italianos.

NOTA 02 - APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis foram elaboradas com a observância aos princípios de contabilidade e à Lei das Sociedades por Ações, consoante às práticas contábeis.

A empresa está apresentando as informações elaboradas na forma da Legislação Societária e adicionalmente, ao final, as principais informações elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante em conformidade com as normas da CVM.

Nas presentes informações foram adotadas as principais práticas contábeis a seguir:

- Instrumentos Financeiros - Ao final do exercício, não existem valores representativos e, portanto não levados à consideração de acordo com a Instrução CVM 235/95. Os direitos e as obrigações ainda que inexpressivos são registrados pelos seus valores atualizados e prováveis de realização e exigibilidade pela moeda de 31 de dezembro.
- A provisão para devedores duvidosos é constituída com base em análise das contas a receber e demais créditos que envolvem riscos e considerando a expectativa da administração quanto a possíveis perdas.
- Os estoques são avaliados ao custo médio de aquisição e/ou produção.
- O ativo permanente está registrado pelo custo de aquisição e/ou construção atualizado monetariamente até 31 de dezembro de 1995. A partir de 01 de janeiro de 1996, foram registrados apenas pelo custo de aquisição conforme determinação da Lei 9.249/95. São considerados ainda os seguintes aspectos:
 - O ativo imobilizado inclui as reavaliações efetuadas em exercícios anteriores;
 - A depreciação do imobilizado é calculada pelo método linear, considerando o tempo de vida útil estimada dos bens;
 - A amortização do diferido é calculada a partir da geração dos benefícios até sua cessação ou no mínimo cinco anos.
- Adiantamentos de Contratos de Câmbio e sobre Cambiais de Exportação - são demonstrados pelo valor de custo acrescido da variação cambial até a data do balanço. Os adiantamentos correspondentes a operações de vendas a prazo já efetuadas estão sendo apresentados deduzidos de contas a receber.
- Os empréstimos e financiamentos são atualizados pelas variações monetárias ou cambiais e acrescidos dos juros incorridos até a data do balanço.
- Provisão para Imposto de Renda e Contribuição Social - As provisões para Imposto de Renda e Contribuição Social são constituídas com base nos resultados tributáveis apurados, de acordo com a legislação em vigor, levando em consideração os créditos fiscais decorrentes de prejuízos apurados em exercícios anteriores.

NOTA 03 - AJUSTE A VALOR PRESENTE

As contas a receber e as contas a pagar, foram ajustadas ao valor de 31 de dezembro, observadas as diretrizes da Instrução CVM 191/92, aplicando-se a taxa ANBID em cada mês. Os valores resultantes foram alocados na Receita Operacional Bruta quando decorrentes de Contas a Receber e no Custo de Produção no caso de Contas a Pagar. O montante registrado foi:

	1.996	1.995
Contas a Receber	(645)	(1.044)
Contas a Pagar	174	176
Efeito Líquido no Resultado do Exercício	(471)	(868)

Até o dia de vencimento de cada título, os encargos de Contas a Receber e a Pagar vão sendo

revertidos na Receita Financeira e na Despesa Financeira respectivamente. Os valores ajustados foram:

	1.996	1.995
Na Receita Financeira	5.609	4.424
Na Despesa Financeira	(1.158)	(830)
	4.451	3.594

NOTA 04 - ESTOQUES

	1.996	1.995
Produtos Acabados	15.102	13.856
Produtos para Venda	920	268
Produtos em Processo	1.138	1.006
Matérias-primas e Materiais de Consumo	7.493	8.640
Importações em Andamento	1.108	753
	25.761	24.523

NOTA 05 - ATIVO PERMANENTE

a) IMOBILIZADO

	1.996		1.995	
	Custo Corrigido	Depreciação Acumulada	Valor Líquido	Valor Líquido
Terrenos	7.578	-	7.578	7.620
Edificações e Benfeitorias	55.140	11.060	44.080	45.884
Máq. Equipamentos e Instalações	77.736	43.048	34.688	43.532
Móveis e Utensílios	4.501	2.621	1.880	1.692
Veículos	519	399	120	234
Outras Imobilizações	8.448	2.016	6.432	3.567
Obras em Andamento	999	-	999	174
	154.921	59.144	95.777	102.703

b) DIFERIDO

	1.996		1.995	
	Custo Corrigido	Amortização Acumulada	Valor Líquido	Valor Líquido
Gastos de Implant. e Pré-Operac.	7.687	2.466	5.221	4.200
Benfeitorias em Imóveis Terceiros	424	340	84	114
Estudos Pesquisas e Projetos	443	122	321	356
Reestrut./Implantação Showrooms.	6.377	1.386	4.991	4.486
	14.931	4.314	10.617	9.156

NOTA 06 - EMPRESAS LIGADAS

As transações entre partes relacionadas são resultantes de operações de compra e venda, prestação de serviços, observadas as normas específicas aplicáveis além das condições normais de mercado.

	Clientes		Adiantamentos a Fornecedores		Contas a Pagar	
	1.996	1.995	1.996	1.995	1.996	1.995
Empresas						
Refinadora Catarinense S/A	13	1	-	-	-	1.790
Usati-Portobello ABPS Ltda.	-	-	-	91	-	2
Gomes Adm. Bens Ltda.	40	40	-	-	-	-
Mineração Portobello Ltda.	-	-	328	206	2	6
Portobello Com. Tr. Oistr. Ltda.	-	-	313	37	102	-
Portobello Construções Ltda.	2	-	-	-	-	-
Portobello América Inc.	780	780	-	-	35	-
	835	780	641	334	139	1.798

NOTA 07 - PROVISÃO PARA IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES

As obrigações com Impostos Contribuições foram reconhecidas, considerando-se a legislação em vigor, do Imposto de Renda e da Contribuição Social sobre o Lucro. Estão registrados ainda os créditos tributários passíveis de realização até o limite da provisão registrada no passivo, com observância da normas expedidas pela CVM. Os valores existentes ao final do exercício são:

	Base de Cálculo	Saldo em 31/12/96
OBIGACÕES		
Saldo Credor Cor. Monet. IPC/BTNF 1990	40	10
Depreciação Acelerada Incentivada	2.698	674
Lucro Inflacionário Diferido	890	223
	3.628	907
CRÉDITOS	Base de Cálculo	Saldo em 31/12/96
Correção Monet. IPC/BTNF-1990 s/ Prejuízos Fiscais	117	29
Provisões Dedutíveis no Exercício Seguinte	749	187
Prejuízo Fiscal apurado Exercícios Anteriores	1.524	381
Saldo Devedor Cor. Monet. IPC/BTNF 1990	1.238	310
	3.628	907

Demonstrações Contábeis 1995/1996

NOTA 08 - EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS

Os valores registrados a este título são provenientes em parte de financiamentos do Ativo Permanente, decorrente dos sucessivos planos de expansão e modernização do parque fabril. Linhas de crédito atendem as necessidades de financiamento das contas a receber, que nos últimos dois anos ampliou sensivelmente o prazo médio de recebimento.

A exigibilidade dos empréstimos e financiamentos de longo prazo está assim distribuída:

Vencimento	1.996	1.995	Vencimento	1.996	1.995
1.997		5.981	2.001	2.315	1.945
1.998	8.739	4.184	2.002	2.079	1.945
1.999	3.985	3.289	2.003	2.079	1.945
2.000	2.697	2.118	Acima 2.003	1.039	972
TOTAL GERAL				22.933	22.379

A composição destes empréstimos e financiamentos é:

	VALOR	VENCIMENTO FINAL	ENCARGOS ATUALIZAÇÃO
PASSIVO CIRCULANTE			
Parcelas de Longo Prazo	9.620	Dez/1997	-
Encargos do Longo Prazo	362	Dez/1997	-
Contratos de Curto Prazo	20.521	Dez/1997	2,50% am
	30.503		

PASSIVO EXIGÍVEL LONGO PRAZO

I.F.C.	13.512	Jun/2004	Var.Cambial+10,56% aa
Suppliers Credit (Itália)	2.394	Jul/1999	Var.Cambial+ 6,31% aa
FINAME/ POC	3.273	Out/2000	TJLP + 6% aa
PRODEC	1.155	Fev/2002	UFIR
BNDES EXPORTAÇÃO	2.599	Mar/1998	Var.Cambial+Libor+5,5%aa
	22.933		

NOTA 09 - DEBÊNTURES

Aprovada na AGE de 19/11/90, emissão e lançamento público de 26.000 Debêntures, endossáveis e não conversíveis em ações. Na AGE e Assembleia Especial de Debenturistas, ambas de 10/10/91, foi aprovada a alteração da forma de "Não Conversível em Ações" para "Conversível em Ações". Da totalidade das Debêntures, 20.217 foram convertidas em ações no exercício de 1991, e as remanescentes 5.783, permaneceram até 1992, quando foram recompradas para manutenção em Tesouraria. No exercício de 1995, a Administração da Companhia optou pelo relacionamento no mercado, da totalidade, nos meses de novembro e dezembro e permanecem em circulação com as principais características a seguir:

- Quantidade: 5.783;
- Valor do P.U. em 21.11.96: R\$ 993,97;
- Valor do P.U. em 31.12.96: R\$ 1.019,17;
- Valor total: R\$ 5.748.128,51;
- Período de Incidência: 21.11.96 a 21.11.97;
- Próxima repactuação: 21.11.97;
- Vencimento Final: 01/11/2000;
- Remuneração: Taxa ANBID + 2% a.a.;
- Data Pagamento Remuneração: 21.11.97;
- Agente Fiduciário: João Elias Mokdecki.

NOTA 10 - PATRIMÔNIO LÍQUIDO

a) CAPITAL SOCIAL - O Capital Social está representado por 5.512.482 ações ordinárias escriturais e 2.063.034 ações preferenciais escriturais totalizando 7.575.516 ações, todas subscritas e integralizadas.

Cada ação ordinária corresponde a um voto nas Assembleias Gerais, segundo os direitos e privilégios próprios estabelecidos por lei e nos estatutos para a sua espécie.

As ações preferenciais, sem direito a voto nas Assembleias Gerais, gozam dos seguintes direitos e privilégios:

- Prioridade na distribuição dos dividendos;
- Direito a participação proporcional nas bonificações decorrentes de correção monetária ou de incorporação de reservas ou lucros;
- Prioridade no reembolso, no caso de dissolução da sociedade;
- Participação nos aumentos de capital, em igualdade de condições com os demais acionistas e na capitalização de todas as reservas.

Aos acionistas, são assegurados dividendos mínimos obrigatórios, no valor equivalente a 30% do lucro líquido ajustado nos termos do artigo 202 da Lei 6.404/76.

b) RESERVA DE REAVLIAÇÃO - Constituída com base em laudos de avaliação emitidos por peritos independentes, sendo liberada para lucros acumulados na mesma proporção da depreciação ou baixa dos bens que a geraram. Os valores existentes na reserva de reavaliação atribuíveis à correção monetária especial (art. 2º da Lei 6.200/91) foram transferidos para a conta de reserva de correção monetária especial. Dessa forma, o saldo da reserva de reavaliação fica assim representado:

Reserva de Reavaliação	1.996	1.995
(-) Realização Acumulada	72.053	72.053
(-) Transferência Correção Complementar	(21.953)	(18.855)
(-) Transferência Correção Especial	(12.296)	(12.296)
(-) Transferência Correção Especial	(8.822)	(8.822)
Reserva de Reavaliação Líquida	28.982	32.080

Os valores dos tributos e contribuições incidentes sobre o saldo remanescente da Reserva de Reavaliação, podem ser assim apresentados:

	1.996	1.995
Imposto de Renda	7.245	8.020
Contribuição Social	2.147	2.376
	9.392	10.396

Foram apropriadas ao resultado do exercício as parcelas de depreciação e as baixas das reavaliações dos bens do Ativo Permanente. A Realização da Reserva de Reavaliação foi registrada na conta "Lucros ou (Prejuízos) Acumulados" por determinação da Deliberação CVM n.º 27 de 05/02/86. O efeito desta realização se computada ao resultado do exercício, partindo-se da Demonstração do Resultado convencional, é indicado a seguir:

Lucro (Prejuízo) Líquido do Exercício	1.996	1.995
Realização da Reserva de Reavaliação Líquida	(2.843)	(29)
Lucro Líquido do Exercício Ajustado	255	3.610
Lucro Líquido por ação	0,0337	3,581
		0,4727

c) AJUSTES DE EXERCÍCIOS ANTERIORES - Em decorrência de variações entre o valor provisionado no exercício anterior e o valor efetivo, foram registrados nesta conta de forma a não afetar o resultado deste exercício. Os montantes apurados foram:

	1.996	1.995
Impostos e Contribuições	(78)	232
Despesas Operacionais	(212)	-
	(290)	232

d) RESERVA PARA CONTINGÊNCIAS - Destinada a cobertura de ganhos não realizados com empréstimos em moeda estrangeira ocorridos no exercício de 1994 em função da desvalorização da moeda norte-americana frente à moeda nacional. A reversão, ocorreu pela amortização dos valores que originaram a sua constituição e com a elevação da taxa cambial da moeda originária do débito nos montantes de R\$ 230 mil em 1996 e R\$ 788 mil em 1995.

NOTA 11 - SEGUROS

Os ativos da companhia estão segurados por valores considerados suficientes para cobrir eventuais riscos ou perdas. Os principais seguros vigentes em 31 de dezembro de 1996 são:

Modalidade	Objeto	Valor Segurado
Incêndio, Raio e Explosão	Edif., Máq., Equipos, Estoques	32.000
Lucros Cessantes	Idem	8.900
Vendaval, Fumaça, Danos Elétricos, Greves, Tumultos	Idem	3.000
Responsabilidade Civil	Idem	2.000
Incêndio, Explosão, Raio, Danos Elétricos, Vendaval, etc.	Veículos/Showrooms	2.384

Os valores são atualizáveis pela TRD.

NOTA 12 - AVAIS PRESTADOS

Ao final do exercício, a Companhia praticava a modalidade de venda com financiamento bancário. Para tal, prestou avais a determinados clientes junto a Instituições Financeiras. Em 31.12.96, o montante destes era de R\$ 889 mil (1995 R\$ 2.039 mil).

NOTA 13 - EFEITOS INFLACIONÁRIOS

Até 31/12/95 os Balanços foram atualizados pelos índices oficiais admitidos. Com o advento da Lei 9.249/95, a partir de 1/01/96 foi revogada a exigência legal de correção monetária dos Balanços. A Comissão de Valores Mobiliários através da Instrução CVM n.º 248 de 29/03/96, estabeleceu para as companhias abertas que divulguem, no exterior, demonstrações ou informações adicionais às requeridas pela legislação societária e pelas normas desta autarquia deverão, simultaneamente, divulgá-las também no País. Apresentamos a seguir, de forma condensada, as principais demonstrações elaboradas em moeda de poder aquisitivo constante:

BALANÇO PATRIMONIAL LEVANTADO EM 31 DE DEZEMBRO

Em Moeda de Poder Aquisitivo Constante
(Expresso em milhares de Reais)

ATIVO	1.996	1.995
CIRCULANTE	71.022	62.598
Caixa e Bancos	760	371
Aplicações Financeiras	408	27
Clientes	41.350	31.321
Adiantamentos a Fornecedores	1.384	880
Estoques	25.843	28.139
Tributos a Recuperar	402	1.134
Despesas Antecipadas	413	209
Outros Créditos	462	617
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	3.320	2.513
Financiamentos a Empregados	1.305	1.507
Créditos Tributários	907	-
Incentivos Fiscais	337	371
Outros Créditos	771	635
PERMANENTE	121.136	129.439
Investimentos	5.048	6.591
Imobilizado	104.645	112.792
Diferido	11.443	10.056
TOTAL DO ATIVO	195.478	194.650

Demonstrações Contábeis 1995/1996

BALANÇO PATRIMONIAL LEVANTADO EM 31 DE DEZEMBRO Em Moeda de Poder Aquisitivo Constante (Expresso em milhares de Reals)			DEMONSTRAÇÃO DO RESULTADO DOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31 DE DEZEMBRO Em Moeda de Poder Aquisitivo Constante (Expresso em milhares de Reals)		
PASSIVO	1.996	1.995			
CIRCULANTE	56.903	49.688	RECEITA BRUTA DE VENDAS	182.339	155.142
Empréstimos e Financiamentos	30.503	14.238	DEDUÇÕES	(41.652)	(35.603)
Fornecedores	15.172	11.546	RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	140.687	119.539
Adiantamentos de Contratos de Câmbio	3.282	15.061	CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(95.145)	(80.301)
Obrigações Fiscais a Recolher	1.532	2.516	LUCRO BRUTO	45.542	39.238
Obrigações Sociais a Recolher	798	674	DESPESAS OPERACIONAIS	(50.153)	(40.416)
Obrigações Trabalhistas	3.842	3.219	Vendas	(32.481)	(25.937)
Outras Contas a Pagar	1.774	2.434	Gerais e Administrativas	(10.567)	(12.240)
			Financeiras Líquidas	(7.105)	(2.239)
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	29.588	32.048	LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(4.611)	(1.178)
Empréstimos e Financiamentos	22.933	24.578	RESULTADO NÃO OPERACIONAL	150	82
Debêntures	5.748	5.830	LUCRO (PREJUÍZO) ANTES IMPOSTOS/ PARTICIPAÇÕES	(4.461)	(1.096)
Outras Contas a Pagar	907	1.640	Provisão para impostos e contribuições	1.084	1.367
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	108.987	112.914	LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO ANTES DA RRR	(3.377)	271
Capital Social	48.597	48.597	Realização da Reserva de Reavaliação	3.232	3.965
Reservas de Capital	17.810	17.810	LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO DO EXERCÍCIO APÓS A RRR	(145)	4.236
Reservas de Reavaliação	32.029	35.231	LUCRO (PREJUÍZO) LÍQUIDO POR AÇÃO APÓS A RRR	(0,0191)	0,5592
Reservas de Lucros	658	912			
Lucros Acumulados	9.893	10.364			
TOTAL DO PASSIVO	195.478	194.650			

ADMINISTRAÇÃO

A Administração da Companhia é composta pelos membros:

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO	
César Bastos Gomes	Presidente
César Gomes Júnior	Vice-Presidente
Valério Gomes Neto	Conselheiro
Hermes Elustondo Jacobsem	Conselheiro
Henrique de Bastos Malla	Conselheiro
Glauco José Corte	Conselheiro
Ubaldo Kiann	Conselheiro

DIRETORIA	
César Gomes Júnior	Diretor Presidente
Mauro do Valle Pereira	Diretor Superintendente
Adenir Steil	Diretor Industrial
Newton P. Zenkner Carpes	Diretor Comercial
Mário A. F. Baptista	Dir. Financ./ Relações Mercado
Gladimir A. Brzezinski	Contador - CRC/SC 13.729

PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES

Ilmos Srs.
Diretores e Acionistas da
Cerâmica Portobello S/A

- Examinamos os balanços patrimoniais da Cerâmica Portobello S/A levantados em 31 de dezembro de 1996 e 1995, e as respectivas demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e das origens e aplicações de recursos correspondentes aos exercícios findos naquelas datas, elaboradas sob a responsabilidade de sua administração. Nossa responsabilidade é a de expressar uma opinião sobre essas demonstrações contábeis.
- Nossos exames foram conduzidos de acordo com as normas de auditoria e compreenderam: (a) o planejamento dos trabalhos, considerando a relevância dos saldos, o volume de transações e o sistema contábil e de controles internos da Companhia; (b) a constatação com base em testes, das evidências e dos registros que suportam os valores e as informações contábeis divulgadas; e (c) a avaliação das práticas e das estimativas contábeis mais representativas adotadas pela administração da Companhia, bem como da apresentação das demonstrações contábeis tomadas em conjunto.
- Em nossa opinião, as demonstrações contábeis referidas no primeiro parágrafo representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da Cerâmica Portobello S/A em 31 de dezembro de 1996 e 1995, o resultado de suas operações, as mutações de seu patrimônio líquido e as origens e aplicações de seus recursos referentes aos exercícios findos naquelas datas, de acordo com os princípios de contabilidade emanados da legislação societária, que não prevê, a partir de 1996, o reconhecimento dos efeitos inflacionários, conforme mencionado nas notas 2 (d) e 13.

Tijucas, 31 de janeiro de 1997.

Boucinnas & Campos S/C
Auditores Independentes - CRC-SP-5.528-S-SC

Mário José Antunes
Contador: CRC RJ-50.365-S-SC

Demonstrações Contábeis 1997/1998

RELATÓRIO DA ADMINISTRAÇÃO

Senhores Acionistas:

A Cerâmica Portobello S/A implementou importante reorganização de sua estrutura no final de 1998, e teve sua razão social alterada para Portobello S/A. Foram constituídas a subsidiária Portokoll Ltda, concentrando o negócio de rejuntas e argamassas especiais, a Divisão Portobello Shop, concentrando as franquias de lojas especializadas na venda ao varejo de produtos Portobello, e a Divisão Cerâmica, concentrando a produção de revestimentos cerâmicos. A nova estrutura entrou em vigor em 01.01.99, permanecendo inalteradas as subsidiárias anteriormente existentes - Mineração Portobello Ltda e Portobello America, Inc. A partir deste exercício os balanços de todas as subsidiárias passaram a ser consolidados na controladora.

A conjuntura adversa do mercado brasileiro de revestimentos cerâmicos persistiu ao longo do ano, refletindo o efeito de altas taxas de juros e do ritmo lento da atividade econômica. Segundo dados da ANFACER Associação Nacional de Fabricantes de Revestimento Cerâmico, em 1998 a produção brasileira cresceu 1%, as vendas aumentaram 2% no mercado interno, e as exportações mantiveram-se estáveis, quando comparadas com o ano anterior. Os preços médios reduziram-se 1% no mercado interno e 4% nas exportações. Não obstante as dificuldades, a Empresa perseverou em seu projeto de desenvolvimento, dando início à construção de sua segunda fábrica de rejuntas e argamassas especiais. Foi lançada a linha Stampa Portobello de louças e metais sanitários, fruto de parceria com a American Standard, maior fabricante mundial do setor. Acelerando o processo iniciado no ano anterior, foram implantadas novas lojas franquizadas Portobello Shop, oferecendo ao consumidor de produtos Portobello um serviço especializado e personalizado, anteriormente inexistente no Brasil. Como consequência da crescente importância das exportações, a rede de distribuição nos EUA foi expandida. A empresa foi distinguida com diversas premiações, entre elas as seguintes: "Prêmio Master Anamaco Segmento Pisos Cerâmicos", "Prêmio Lojas Arquitetura & Materiais de Construção Top of Mind Categoria Pisos Cerâmicos", "Prêmio Top de Marca do Anuário de Decoração nos Segmentos Revestimentos e Pisos", "IV Prêmio Pini Melhores da Construção", e "Prêmio FINEP de Inovação Tecnológica".

DESEMPENHO COMERCIAL

A comercialização de revestimentos cerâmicos, distribuída 78% no mercado interno e 22% na exportação, atingiu o total de 17,1 milhões de m². A comercialização de rejuntas e argamassas especiais atingiu 30,4 mil toneladas, a maior já obtida pela empresa. A comercialização de louças e metais sanitários, iniciada ao final do ano, atingiu 18 mil peças, todas no mercado interno. O faturamento bruto atingiu R\$ 210 milhões, para uma receita líquida de R\$ 161 milhões, incluindo o equivalente a US\$ 24 milhões em exportações. A empresa obteve 12% de participação da receita líquida no mercado interno das vendas tabuladas pela ANFACER, e 17% da receita das exportações brasileiras. Em 1998 a Portokoll posicionou-se entre os líderes de mercado de rejuntas coloridas e argamassas especiais, destacando-se pelo portfólio de mais de 300 produtos. O canal de distribuição nos EUA também foi ampliado, com abertura de dois novos depósitos de produtos acabados, com showroom e equipe de vendas, no Texas e na Florida, complementando aqueles implantados anteriormente em New Jersey e na Califórnia. Foi mantida a equipe de vendas para os demais mercados, com escritórios para o Canadá, Caribe, Chile, Argentina, Paraguai e Bolívia, e vendedores para atender aos mercados da Europa, África, Ásia e Oceania. O programa de desenvolvimento de produtos foi acelerado, com ênfase na ampliação do portfólio para exportações para a América do Norte. A logística de armazenagem e distribuição foi aperfeiçoada, tanto para dar atendimento às exportações, onde o prazo de entrega é fator competitivo crítico, quanto para os distribuidores multimarca de materiais para construção e as lojas franquizadas Portobello Shop.

ATIVIDADE INDUSTRIAL

A produção de revestimentos cerâmicos atingiu 17,2 milhões de m², representando 90% da capacidade instalada, e a produção de rejuntas e argamassas foi de 22,8 mil toneladas, atingindo ao final do ano 100% da capacidade instalada. As linhas de esmaltação foram atualizadas com a mais recente tecnologia de serigrafia rotativa para decoração de cerâmica, a qual permite uma reprodução mais fiel da diversidade de aparência das pedras naturais. O portfólio superior a mil itens foi enriquecido com a introdução de 155 novos produtos cerâmicos, entre eles revestimentos de parede no formato 30 cm x 60 cm com bordas esquadradas, único na indústria brasileira. Foram iniciadas as construções de uma subestação de 138kV no Parque Industrial de Tijuca (SC) e de uma fábrica de rejuntas e argamassas especiais no novo Parque Industrial de Itupeva (SP). Com localização estratégica, em terreno de 700.000 m² junto à Rodovia dos Bandeirantes, o Parque Industrial de Itupeva (SP) permitirá melhorar ainda mais a eficiência da logística de distribuição da empresa, além de futuramente também acolher uma nova fábrica de revestimentos cerâmicos.

ASPECTOS ECONÔMICO-FINANCEIROS (MOEDA DE PODER AQUISITIVO CONSTANTE)

O patrimônio líquido de R\$ 107 milhões inclui R\$ 2 milhões na conta de lucros acumulados. O prejuízo líquido consolidado do exercício, ajustado pela realização da reserva de reavaliação, foi de R\$ 5 milhões, representando R\$ 0,10 por ação. Não obstante o prejuízo econômico do exercício, a empresa teve geração de caixa positiva de R\$ 8 milhões. O programa de investimentos, que priorizou a estrutura de distribuição nos EUA, a expansão da rede de lojas franquizadas Portobello Shop, a fábrica de rejuntas e argamassas especiais, e a atualização tecnológica da fábrica de revestimentos cerâmicos, montou a R\$ 14 milhões. O endividamento bancário foi reduzido em 7% e o endividamento oneroso total foi reduzido em 1%, comparado com o ano anterior. Parte das debêntures da empresa foram mantidas no mercado pelo valor total de R\$ 5 milhões, com repactuação estabelecida para 21.11.99. A despesa financeira bruta representou um custo médio de 22% a.a. sobre o endividamento oneroso total, custo que reduz-se a 13% a.a. quando considerada a despesa financeira líquida. Como resultado dos projetos de expansão dos negócios da empresa, foi assinado novo contrato com o Governo do Estado de Santa Catarina amparado no Programa de Desenvolvimento da Empresa Catarinense-PRODEC, o qual proporcionará capital de giro de longo prazo e baixo custo durante o período de 10 anos a partir de 1999, correspondendo a 75% do incremento do ICMS gerado pelo projeto de expansão, apurado a cada mês.

VALOR ADICIONADO

O demonstrativo da distribuição do valor adicionado encontra-se a seguir:

ORIGEM/DESTINAÇÃO	0%
Preço de Venda	100
Insumos	61
Valor adicionado	39
Depreciação/Amortização	(7)
Valor Adicionado Recebido em Transferência (receitas financeiras)	5
Valor Adicionado a Distribuir	37
Para os Empregados (salários, benefícios e encargos)	15
Para o Governo (impostos, taxas e contribuições)	15
Para o Capital de Terceiros (juros e aluguéis)	10
Para a Empresa (lucros retidos)	-
Para os Acionistas (prejuízo)	(2)

Demonstrações Contábeis 1997/1998

RECURSOS HUMANOS

Em parceria com o SENAI, foi implantado o curso de formação de assistente de revestimentos cerâmicos, o primeiro no Brasil reconhecido pelo Ministério da Educação com o grau de técnico de nível médio. Foi dada continuidade ao "Projeto Escolaridade Ano 2000", o qual já possibilitou que metade dos empregados sem escolaridade concluísem o 1º grau. Dentre os programas de aperfeiçoamento desenvolvidos destacam-se o "Programa Inovação", com a participação de 212 empregados, "Desenvolvimento Gerencial", com a participação de 180 empregados, e "Operador Multifuncional", com a participação de 53 empregados. Foram ministradas um total de 52.158 horas/aluno de treinamento. O quadro de colaboradores ao final do ano era constituído de 1.393 profissionais, 162 dos quais concretizaram o sonho de comprar a casa própria no "Conjunto Residencial Alamandás", implantado através de convênio com a Caixa Econômica Federal e a Prefeitura de Tijuca, em projeto e terreno doados pela empresa.

REORGANIZAÇÃO SOCIETÁRIA

Foi implementada uma ampla reestruturação societária em 1998, visando agregar as empresas do grupo em função do segmento econômico onde desenvolvem seus negócios. No caso particular da Portobello S/A, um dos objetivos foi retirá-la, via cisão, do controle direto da Refinadora Catarinense S/A. Com a nova estrutura, o acionista controlador passou a ser a Portobello Participações Cerâmicas S/A, a qual, por sua vez, é controlada pela Portobello Empreendimentos Cerâmicos Ltda.

PERSPECTIVAS

As exportações da empresa deverão aumentar significativamente em função dos investimentos que vêm sendo feitos nos canais de distribuição na América do Norte e no Mercosul, e da nova política cambial que aumenta a competitividade de preço dos produtos brasileiros. Atenção especial vem sendo dada ao canal de distribuição de lojas multimarca, para manter o volume de vendas no mercado interno. A consolidação da rede de lojas franqueadas Portobello Shop está possibilitando uma melhoria do "mix" de vendas, com aumento da participação dos produtos de maior valor agregado. A empresa estima que a conjugação dos três fatores minimizará os efeitos negativos da conjuntura recessiva projetada para o mercado interno no primeiro semestre. A implantação de uma linha de produção de porcelanato na Parque Industrial de Tijuca (SC) permitirá reduzir substancialmente as importações que vêm sendo realizadas para complementar o portfólio de produtos no mercado doméstico. A transformação da empresa em exportadora desse produto. Com a conclusão da nova fábrica de rejuntas coloridas e argamassas especiais, que está sendo implantada em Itupeva (SP), a capacidade de produção aumentará significativamente, com economia de escala expressiva e menores custos de distribuição, devido à proximidade ao maior mercado consumidor.

Tijuca, 13 de fevereiro 1999

A ADMINISTRAÇÃO

BALANÇO PATRIMONIAL EM 31/12/1998 E 1997

(Expresso em Milhares de Reais)

ATIVO	Controladora		Consolidado	PASSIVO	Controladora		Consolidado
	1998	1997	1998		1998	1997	1998
CIRCULANTE	76.902	76.394	78.667	CIRCULANTE	61.080	47.566	62.637
Caixa e Bancos	533	520	603	Fornecedores	23.606	14.521	23.880
Aplicações Financeiras	27	1.981	27	Empréstimos e Financiamentos	23.814	15.777	24.723
Cientes	53.306	54.461	51.370	Adiantamentos de Contratos de Câmbio	1.611	4.275	1.611
(-) Provisão para Devedores Duvidosos	(939)	-	(1.030)	Obrigações Fiscais	3.997	3.302	4.020
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(10.787)	(10.534)	(10.787)	Obrigações Sociais	916	836	916
Adiantamentos a Fornecedores	4.923	3.268	4.658	Obrigações Trabalhistas	4.154	4.744	4.154
Estoques	26.949	24.483	30.745	Comissões a Pagar	513	883	513
Outros	2.890	2.215	3.081	Adiantamentos de Clientes	857	1.241	857
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	6.011	4.317	6.012	Dividendos Propostos	-	843	-
Financiamentos a Empregados	1.113	1.205	1.113	Outras Contas a Pagar	1.612	1.144	1.963
Depósitos Sub-Judice	941	758	941	EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	34.737	39.977	34.737
Créditos Tributários	1.955	877	1.955	Empréstimos e Financiamentos	26.153	34.069	26.153
Imóveis para Revenda	1.423	1.077	1.423	Debêntures	5.467	4.675	5.467
Despesas Antecipadas	168	161	168	Provisão para Imposto de Renda Diferido	1.044	1.233	1.044
Outros Créditos	411	239	412	Fornecedores de Bens Longo Prazo	2.073	-	2.073
PERMANENTE	103.249	108.094	101.901	PARTIC. DE ACIONISTAS MINORITÁRIOS	-	-	101
Investimentos	4.372	6.917	1.646	PATRIMÔNIO LÍQUIDO	90.345	101.262	89.105
Imobilizado	86.604	90.604	87.982	Capital Social	60.200	60.200	60.200
Diferido	12.273	10.573	12.273	Reservas de Capital	267	267	267
TOTAL DO ATIVO	186.162	188.805	186.580	Reservas de Reavaliação	24.000	26.367	24.000
				Reservas de Lucros	718	718	718
				Lucros Acumulados	4.014	12.564	2.774
				89.199	100.116	87.959	
				Adiantamentos para Aumento de Capital	1.146	1.146	1.146
				TOTAL DO PASSIVO	186.162	188.805	186.580

As notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras.

DEMONSTRAÇÃO DAS MUTAÇÕES DO PATRIMÔNIO LÍQUIDO EXERCÍCIOS FINDOS EM 31/12/1998 E 1997 (Expresso em Milhares de Reais)

	Capital Social	Reservas de Capital	Reservas de Reavaliação	Reservas de Lucros	Lucros Acumulados	Sub-Total	Adiantamentos Para Aumento de Capital	Total
Saldos em 31 de dezembro de 1996	44.250	16.217	28.982	599	8.534	98.582	-	98.582
Aumento de Capital	15.950	(15.950)	-	-	-	-	-	-
Adiantamentos para Aumento de Capital	-	-	-	-	-	-	1.146	1.146
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.615)	-	2.615	-	-	-
Lucro Líquido do Exercício	-	-	-	-	2.377	2.377	-	2.377
Destinações:								
- Reserva Legal	-	-	-	119	(119)	-	-	-
- Dividendos	-	-	-	-	(843)	(843)	-	(843)
Saldos em 31 de dezembro de 1997	60.200	267	26.367	718	12.564	100.116	1.146	101.262
Ajuste de Exercícios Anteriores	-	-	-	-	(3.877)	(3.877)	-	(3.877)
Realização da Reserva de Reavaliação	-	-	(2.367)	-	2.367	-	-	-
Prejuízo do Exercício	-	-	-	-	(7.040)	(7.040)	-	(7.040)
Saldos em 31 de dezembro de 1998	60.200	267	24.000	718	4.014	89.199	1.146	90.345

Demonstrações Contábeis 1997/1998

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS - EXERCÍCIOS FINDOS EM 31/12/1998 E 1997 (Expresso em Milhares de Reais)				DEMONSTRAÇÃO DAS ORIGENS E APLICAÇÕES DE RECURSOS EXERCÍCIOS FINDOS EM 31/12/1998 E 1997 (Expresso em Milhares de Reais)			
	Controladora		Consolidado		Controladora		Consolidado
	1998	1997	1998		1998	1997	1998
RECEITA BRUTA DE VENDAS	210.536	209.771	212.561	ORIGENS DOS RECURSOS	10.265	29.168	7.602
DEDUÇÕES	(49.358)	(48.837)	(49.521)	DAS OPERAÇÕES	10.121	17.198	7.458
Tributos sobre vendas	(31.138)	(32.845)	(33.168)	Lucro Líquido (Prejuízo) do Exercício	(7.040)	2.377	(8.280)
Cancelamentos/Abatimentos	(16.220)	(16.992)	(16.353)	Participação acionistas minoritários	-	-	(65)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	161.178	160.934	163.040	Disp. (Rec.) que não afetam o Cap. Circulante	17.161	14.821	15.803
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(107.825)	(101.410)	(107.191)	- Depreciação e Amortização	15.678	14.821	15.896
LUCRO BRUTO	53.353	69.624	65.849	- Equivalência Patrimonial	1.576	-	-
DESPESAS OPERACIONAIS	(60.467)	(56.040)	(64.268)	- Ganhos cambiais em investimentos	(93)	-	(93)
Vendas	(36.181)	(35.418)	(37.551)	DOS ACIONISTAS	-	1.146	-
Gerais e Administrativas	(12.874)	(9.602)	(16.755)	Adiantamento para Aumento de Capital	-	1.146	-
Finanças Líquidas	(10.075)	(11.202)	(10.201)	OUTRAS ORIGENS	144	10.824	144
- Despesas Financeiras	(18.418)	(18.883)	(18.563)	Aumento do Exigível a Longo Prazo	-	10.389	-
- Receitas Financeiras	8.343	7.863	8.362	Valor Residual do Permanente Baixado	144	435	144
Outras Receitas Operacionais	239	-	239	APLICAÇÕES DOS RECURSOS	23.271	14.378	20.700
Resultado da Equivalência Patrimonial	(1.576)	-	-	NO ATIVO PERMANENTE	16.813	12.638	14.842
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(7.114)	3.484	(8.419)	Investimentos	3.404	2.627	51
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	56	316	56	Imobilizado	8.865	7.927	9.647
LUCRO (PREJ.) ANTES DOS IMP./PARTIC.	(7.058)	3.800	(8.363)	Diferido	4.644	2.084	4.644
Imposto de Renda e Contribuição Social	691	(791)	691	PARA OUTROS FINS	6.358	1.840	6.358
Participações e Contribuições	(673)	(632)	(673)	Redução do Exigível a Longo Prazo	5.200	5.200	5.200
(-) Partic. Minoritária nos Result. de Controladas	-	-	65	Acrescimo do Realizável a Longo Prazo	1.158	997	1.158
LUCRO LÍQ. (PREJUÍZO) DO EXERCÍCIO*	(7.040)	2.377	(8.280)	Dividendos Propostos	-	843	-
LUCRO LÍQ. (PREJUÍZO) POR AÇÃO*(R\$)	(0,1549)	0,0523	-	AUM. (REDUÇÃO) DO CAP. CIRCULANTE	(13.006)	14.790	(13.098)
As Notas explicativas são parte integrante das demonstrações financeiras				VARIAÇÕES DO CAPITAL CIRCULANTE			
*Por determinação da Deliberação CVM nº 183/95, a realização da reserva de reavaliação é computada diretamente em lucros acumulados. Essa realização, no valor de R\$ 2.367 mil, se computada no resultado como forma de neutralizar a depreciação, diminuiria o prejuízo do exercício para R\$ 4.673 mil (lucro de R\$ 4.992 mil em 1997) e o prejuízo por ação do exercício para R\$ 0,1028 (lucro de R\$ 0,1098 em 1997).				ATIVO CIRCULANTE	508	5.453	(4.306)
LUCRO (PREJUÍZO) AJUSTADO	(4.673)	4.992	(9.665)	No Início do Exercício	76.394	70.941	82.973
				No fim do Exercício	76.902	76.394	78.667
				PASSIVO CIRCULANTE	13.514	(9.337)	8.792
				No Início do Exercício	47.566	56.903	53.845
				No fim do Exercício	61.880	47.566	62.637
				AUM. (REDUÇÃO) DO CAP. CIRCULANTE	(13.006)	14.790	(13.098)

NOTAS EXPLICATIVAS ÀS DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS 31/12/1998 E 1997

(Valores Expressos em Milhares de Reais)

• NOTA 01. CONTEXTO OPERACIONAL

A Companhia se dedica à produção e comercialização de revestimentos cerâmicos e produtos complementares para aplicação no ramo de materiais de construção civil.

Os produtos classificam-se, segundo aplicação, em: piso, parede, revestimento externo, peças especiais, e materiais para assentamento.

A Companhia iniciou as atividades produtivas em junho de 1979, passando desde então por sucessivos incrementos na sua capacidade instalada com ampliações em seu portfólio de produtos.

A produção concentrou-se até setembro de 1991 em revestimentos de médios formatos para aplicação em pisos e paredes, quando foi introduzida a linha de produtos de pequenos formatos (mosaicos) para revestimento externo. Para tanto foram substituídos os equipamentos instalados em 1979 e 1982, passando-se a utilizar tecnologia mais moderna, embora com a mesma capacidade de produção de 300.000 m²/mês.

O parque industrial foi ampliado em 1994, com o início da produção de revestimentos para parede (processo monoqueima porosa), peças especiais, rejunte e argamassa, visando a complementação de sua linha de produtos. No ano seguinte foi ampliada a fábrica de pisos, com nova linha de produtos de formatos grandes (40 cm x 40 cm e 50 cm x 50 cm), atingindo 1.500.000 m²/mês. A otimização dos processos de produção e a modernização de equipamentos elevou a capacidade total de produção para 1.650.000 m²/mês.

Em síntese, a capacidade instalada evoluiu conforme o resumo a seguir:

1979 →	65	1987 →	600	1994 →	1.250	1996 →	1.650
1982 →	300	1988 →	1.000	1995 →	1.500		

O portfólio atual de produtos é formado por mais de mil itens, variando dos formatos 7,5 cm x 7,5 cm ao 50 cm x 50 cm, com flexibilidade de produção em pequenos lotes, inclusive de pedidos sob encomenda, com soluções personalizadas visando a máxima satisfação do consumidor.

Soma-se, ainda, a comercialização de mais de 300 itens de porcelanato importado da Itália com exclusividade para o Brasil, com excelente aceitação no mercado. Em abril de 1997 entrou em operação a primeira unidade de polimento de porcelanato com capacidade de processar 63 mil m² por mês, agregando valor ao produto semi-elaborado importado.

Em dezembro de 1998, a Companhia mudou sua razão social de Cerâmica Portobello S.A. para Portobello S.A. bem como sua sede social para Florianópolis SC.

• NOTA 02. DEMONSTRAÇÕES FINANCEIRAS CONSOLIDADAS

As demonstrações financeiras consolidadas foram elaboradas de acordo com a legislação vigente, atendendo às determinações contidas na Instrução CVM 247/96, e consolidam elementos patrimoniais e de resultados das controladas diretas e indiretas descritas na nota-7, sub-ítem (a).

As demonstrações financeiras das controladas foram elaboradas de acordo com práticas contábeis uniformes às adotadas pela controladora e a data de encerramento do exercício de todas as empresas incluídas na consolidação é 31 de dezembro, assim como a da controladora.

Os saldos patrimoniais e contas de resultados decorrentes de operações entre empresas consolidadas foram eliminados. Também foram eliminados os saldos de investimentos mantidos pela controladora.

As vendas, custos e despesas geradas por transações mercantis entre a controladora e suas controladas foram eliminadas nas demonstrações financeiras consolidadas.

Conciliação do Resultado e Patrimônio Líquido	Resultado	Patrimônio Líquido
Controladora	(7.040)	90.345
Resultado não realizado nos estoques	(1.240)	(1.240)
Consolidado	(8.280)	89.105

A Companhia efetuou a consolidação das demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 1998, em função de alteração de prática contábil ocorrida neste exercício, conforme mencionado na Nota 12 c. Desta forma, não estão sendo apresentadas, para fins de comparabilidade, as demonstrações financeiras consolidadas referentes ao exercício findo em 31 de dezembro de 1997.

• NOTA 03. APRESENTAÇÃO DAS DEMONSTRAÇÕES CONTÁBEIS

As demonstrações contábeis foram elaboradas com a observância aos princípios de contabilidade e à Lei das Sociedades por Ações, consoante às práticas contábeis, descritas a seguir:

Demonstrações Contábeis 1997/1998

A empresa está apresentando as informações elaboradas na forma da Legislação Societária e adicionalmente, ao final, as principais informações elaboradas em moeda de capacidade aquisitiva constante em conformidade com as normas da CVM.

As principais práticas contábeis adotadas nas presentes informações são:

A) Provisão para devedores duvidosos - é constituída com base na análise dos valores a receber em face dos riscos envolvidos, sendo considerada suficiente para cobrir eventuais perdas na sua realização.

B) Estoques - são avaliados ao custo médio de aquisição e/ou produção, sendo inferiores ao custo de reposição e ao valor líquido de realização.

C) Adiantamentos de contratos de câmbio e sobre cambiais de exportação - são demonstrados pelo valor de custo, acrescido da variação cambial até a data do balanço. Os adiantamentos correspondentes a operações de vendas a prazo já efetuadas, estão sendo apresentados deduzidos de contas a receber.

D) Investimentos - Os investimentos em empresas controladas estão avaliados pelo método de equivalência patrimonial em 31 de dezembro de 1998. Os demais investimentos estão avaliados ao custo de aquisição.

E) Imobilizado - É registrado pelo custo de aquisição ou construção acrescido de reavaliação, deduzido da depreciação, à qual é calculada pelo método linear, ~~em função das taxas aplicadas na Nota 7.~~

F) Diferido - Está registrado pelo custo de aquisição, deduzido de amortização, a qual é calculada à partir da geração dos benefícios até sua cessação ou no mínimo cinco anos.

G) Os empréstimos e financiamentos são atualizados monetariamente pelos indexadores pactuados contratualmente e acrescidos dos juros incorridos até a data do balanço, de acordo com as taxas descritas na Nota 10.

H) Provisão para imposto de renda e contribuição social - As provisões para imposto de renda e contribuição social são constituídas com base nos resultados tributáveis apurados, de acordo com a legislação em vigor, levando em consideração os créditos fiscais decorrentes de prejuízos e diferenças temporárias na apuração do resultado tributável.

I) Provisão para o Plano de Participação no Resultado instituído a partir deste exercício, com critérios baseados em metas estabelecidas para cada trimestre.

• NOTA 04. AJUSTE A VALOR PRESENTE

As contas a receber e as contas a pagar, foram ajustadas ao valor de 31 de dezembro, observadas as diretrizes da Instrução CVM 191/92, aplicando-se a taxa ANBID em cada mês. Os valores resultantes foram alocados na Receita Operacional Bruta, quando decorrentes de Contas a Receber, e no Custo de Produção, no caso de Contas a Pagar. O montante registrado como redutor das contas patrimoniais em 31 de dezembro foi:

	1998	1997
Contas a Receber	(909)	(1.150)
Contas a Pagar	255	212

respectivamente. Os valores revertidos no decorrer do exercício foram::

	1998	1997
Na Receita Financeira	5.645	4.656
Na Despesa Financeira	(1.564)	(1.424)
	4.081	3.242

• NOTA 05. ESTOQUES

	Controladora	Consolidado
	1998	1997
Produtos Acabados	19.649	17.758
Produtos em Processo	704	631
Materias-primas e Materiais de Consumo	6.596	6.094
	26.949	24.483
		30.745

• NOTA 06. FINANCIAMENTOS A EMPREGADOS

Refere-se a financiamento aos funcionários das Empresas Portobello, destinado a aquisição de ações, com repasse de crédito do IFC. Este financiamento é atualizado nas mesmas condições do empréstimo junto ao IFC.

• NOTA 07. ATIVO PERMANENTE

a) Investimentos em Controladas

	Portobello	Mineração Portobello	Total
Capital Social Integralizado	9.065	167	9.232
Patrimônio Líquido	2.515	327	2.842
Resultado do Exercício	(1.634)	(7)	(1.641)
Participação no Capital em %	96,0%	99,7%	-
Investimento pela Equivalência Patrimonial	2.414	326	2.740
Investimento Antes da Equivalência	8.448	230	8.678
Resultado da Equivalência Patrimonial	(1.569)	(7)	(1.576)
Ganho cambial	93	-	93
Ajuste Exercícios Anteriores (Nota 12 c)	(4.558)	103	(4.455)

b) Imobilizado

	Controladora			Consolidado		
	Taxa	1998	1997	1998	1997	1998
	Depr.	Custo	Depr.	Valor	Valor	Valor
		Reaval.	Acum.	Líquido	Líquido	Líquido
Terrenos	-	10.572	-	10.572	7.482	10.953
Edificações e Benfeitorias	4%	56.683	16.663	41.130	43.268	41.523
Máq. Eq. e Instalações	15%	86.633	60.914	25.719	30.511	25.937
Móveis e Utensílios	10%	5.000	3.223	1.777	1.881	1.908
Computadores e Sistemas	20%	7.024	3.612	3.412	3.228	3.454
Reflorestamentos	-	4.158	742	3.416	3.605	3.416
Outras Imobilizações	-	888	322	566	568	779
Obras em Andamento	-	12	-	12	60	12
		170.980	84.376	86.604	90.604	87.982

c) Diferida

	Controladora			Consolidado		
		1998	1997	1998	1997	1998
		Amortiz.	Valor	Valor	Valor	Valor
		Custo	Acum.	Líquido	Líquido	Líquido
Gastos de Implant. e Pré-Oper.	10.434	4.835	5.599	5.675	5.599	5.599
Benfeitorias em Imóveis de 3 ^o	429	112	317	88	317	317
Estudos Pesquisas e Projetos	2.414	269	2.145	368	2.145	2.145
Shewhart/Monomarcas	7.821	3.679	4.212	4.544	4.212	4.212
	21.168	8.895	12.273	10.573	12.273	12.273

• NOTA 08. EMPRESAS LIGADAS

As transações entre partes relacionadas são resultantes de operações de compra e venda, prestação de serviços, observadas as normas específicas aplicáveis, além das condições normais de mercado.

	Clientes		Adiantamentos a Fornecedores		Contas a pagar	
	1998	1997	1998	1997	1998	1997
Refinadora Catarinense S.A.	-	-	-	3	194	-
Mineração Portobello Ltda. (*)	-	-	256	311	-	2
Portobello Armazéns Gerais Ltda.	-	-	218	356	48	24
Portobello América Inc. (*)	5.516	659	-	-	36	28
	5.518	659	481	670	278	54

(*) Controlada

• NOTA 09. PROVISÃO PARA IMPOSTOS E CONTRIBUIÇÕES

a) Tributos Correntes

Não foram constituídas as provisões para imposto de renda e contribuição social, visto não haver base de cálculo para os mesmos.

b) Tributos Diferidos

Em atendimento a Instrução CVM no 273 de agosto de 1998, que aprovou o pronunciamento do Ibracon sobre registro de impostos diferidos foi constituído imposto de renda diferido sobre os valores das diferenças temporárias entre o resultado tributário e o resultado contábil, bem como sobre prejuízos fiscais. Os valores contabilizados são

OBRIGAÇÕES	1998	1997
Saldo Credor Cor. Monet. IPC/ITNF 1990	8	9
Depreciação Acelerada Incentivada	844	1.011
Lucro Inflacionário Diferido	192	217
	1.044	1.233

CRÉDITOS

Correção Monet. IPC/ITNF-1990 s/ Prejuízos Fiscais	-	15
Saldo Devedor Carr. monet IPC/ITNF 1990	-	862
Imposto de Renda sobre Prejuízos Fiscais	1.048	-
Imposto de Renda sobre Provisões não Dedutíveis	907	-
	1.955	877

• NOTA 10. EMPRÉSTIMOS E FINANCIAMENTOS

Os valores registrados a este título são provenientes em parte de financiamentos do Ativo Permanente, decorrente dos sucessivos planos de expansão e modernização do parque fabril. Linhas de crédito atendem às necessidades de financiamento das contas a receber, que nos últimos exercícios tiveram seu prazo médio de recebimento ampliado. A composição destes empréstimos e financiamentos é:

	Controladora		Consolidado		Venc.	Encargos/Atual.
	1998	1997	1998	Final		
CURTO PRAZO						
Transf. de Longo Prazo	15.801	12.786	15.801	Dec/1999	-	-
Encargos do Longo Prazo	590	576	590	Dec/1999	-	-
Contratos de Curto Prazo	7.423	2.415	8.332			39,50%aa
	23.814	15.777	24.723			
LONGO PRAZO						
IEC	13.209	14.912	13.209	Jun/2004	V.C.+10,56%aa	
Suppliers Credit (Itália)	1.047	2.280	1.047	Abz/2002	V.C.+6,31%aa	
FINAME/ POC	3.724	3.624	3.724	Out/2002	TJLP+6%aa	
PRODEC	3.237	4.545	3.237	Fev/2000	UFIR	
FINAMEX	1.418	7.466	1.418	Jun/2000	V.C.+Libor.+3,00%aa	
RNEP	3.518	1.242	3.518	Out/2004	TJLP+5,5%aa	
	26.153	34.069	26.153			

(V. C. = Variação Cambial)

Demonstrações Contábeis 1997/1998

A exigibilidade dos empréstimos e financiamentos de longo prazo está assim distribuída:

Vencimento	1998	1997
1.999	-	15.131
2.000	10.135	7.057
2.001	5.036	4.049
2.002	4.493	3.354
2.003	3.979	2.957
2.004	2.260	1.521
2.005	250	-
	26.153	34.069

• NOTA 11. DEBÊNTURES

A AGE de 19/11/90 aprovou a emissão e o lançamento público de 26.000 Debêntures, endossáveis e não conversíveis em ações. Na AGE e Assembleia Especial de Debenturistas, ambas de 10/10/91, foi aprovada a alteração da forma de "Não Conversível em Ações" para "Conversível em Ações". Da totalidade das Debêntures, 20.217 foram convertidas em ações no exercício de 1991, e as remanescentes 5.783 permaneceram até 1992, quando foram recompradas para manutenção em Tesouraria. A partir de 1986, foram novamente resgatadas no mercado e após as repactuações anuais, apresentaram a situação abaixo:

Quantidade: 5.783;	Próxima repactuação: 21/11/99;
Em circulação: 5500;	Vencimento Final: 01/11/2000;
Em tesouraria: 283;	Remuneração: Taxa ANBID + 2% a.a.;
Valor do PU em 21/11/98: R\$ 993,97;	Data Pagamento Remuneração: 21/11/99;
Valor do PU em 31/12/98: R\$ 1.023,01;	Agente Fiduciário: João Elias Mokdeci.
Per. de Incidência: 21/11/88 a 21/11/99;	

• NOTA 12. PATRIMÔNIO LÍQUIDO

a) **Capital Social** - O Capital Social em 1998 e 1997 está representado por 33.074.892 ações ordinárias escriturais e 12.378.204 ações preferenciais escriturais, totalizando 45.453.096 ações, todas inscritas e integralizadas.

Cada ação ordinária corresponde a um voto nas Assembleias Gerais, segundo os direitos e privilégios próprios estabelecidos, por lei e nos estatutos, para a sua espécie.

As ações preferenciais, sem direito a voto nas Assembleias Gerais, gozam dos seguintes direitos e privilégios:

- Prioridade na distribuição dos dividendos;
- Direito a participação proporcional nas bonificações decorrentes de correção monetária ou de incorporação de reservas ou lucros;
- Prioridade no reembolso, no caso de dissolução da sociedade;
- Participação nos aumentos de capital, em igualdade de condições com os demais acionistas e na capitalização de todas as reservas.

Aos acionistas, são assegurados dividendos mínimos obrigatórios, no valor equivalente a 30% do lucro líquido, ajustado nos termos do artigo 202 da Lei 6.404/76.

As ações preferenciais em conformidade com o artigo 17 desta Lei, modificado pelo artigo 1º da Lei nº 9.457 de 05 de maio de 1997, têm direito ainda ao dividendo 10% superior às ações ordinárias.

b) **Reserva de Reavaliação** - Constituída em 1990 com base em laudos de avaliação emitidos por peritos independentes, sendo liberada para lucros acumulados na mesma proporção da depreciação ou baixa dos bens que a geraram. Os valores existentes na reserva de reavaliação atribuíveis à correção monetária especial (art. 2º da Lei 8.200/91) foram transferidos para a conta de reserva de correção monetária especial. Dessa forma, o saldo da reserva de reavaliação fica assim representado:

	1998	1997
Reserva de Reavaliação	72.053	72.053
(-) Realização Acumulada	(26.935)	(24.568)
(-) Transferência Correção Complementar	(12.296)	(12.296)
(-) Transferência Correção Especial	(8.822)	(8.822)
Reserva de Reavaliação Líquida	24.000	26.367

Somente para fins de informação, os valores dos tributos e contribuições incidentes sobre o saldo remanescente da Reserva de Reavaliação, não registrado contabilmente, podem ser assim apresentados:

	1998	1997
Imposto de Renda	5.118	6.592
Contribuição Social	1.638	2.109
	6.756	8.701

Foram apropriadas ao resultado do exercício as parcelas de depreciação e as baixas das reavaliações dos bens do Ativo Permanente. A Realização da Reserva de Reavaliação foi registrada na conta "Lucros Acumulados" por determinação da Deliberação CVM n.º 183 de 19/06/95. O efeito desta realização, se computada ao resultado do exercício, partindo-se da Demonstração do Resultado convencional, é indicado a seguir:

	1998	1997
Lucro (Prejuízo) Líquido do Exercício	(7.040)	2.377
Realização da Reserva de Reavaliação Líquida	2.367	2.615
Lucro Líquido (Prejuízo) do Exercício Ajustado	(4.673)	4.992
Lucro Líquido (Prejuízo) Ajustado por Ação (R\$)	(0,1028)	0,1098

c) **Ajuste de Exercícios Anteriores** - A Companhia introduziu no exercício, uma mudança no método de avaliação de seus investimentos em empresas controladas, passando do método de custo para o método de equivalência patrimonial. O efeito desta mudança de critério contábil foi de R\$ 4.455 mil, debitados à conta de Lucros ou Prejuízos Acumulados.

Em atendimento a instrução CVM no 273 de agosto de 1998, foram constituídos imposto de renda e contribuição social diferidos sobre os valores das diferenças temporárias entre o resultado tributário e o resultado contábil, como descrito na nota 9. A contabilização destes tributos diferidos resultou em ajustes iniciais por conta das diferenças temporárias e sobre prejuízos fiscais acumulados até 31 de dezembro de 1997. Estes ajustes, no montante de R\$ 578, foram creditados à conta de "Prejuízos Acumulados", no Patrimônio Líquido e o montante de R\$ 691 relativo às diferenças temporárias do exercício, lançado diretamente a crédito do resultado do exercício sob a rubrica "Imposto de Renda e Contribuição Social" conforme determinado pelo parágrafo 42 do pronunciamento do Ibracon sobre contabilização de impostos diferidos, aprovado pela Instrução CVM no 273/98.

• NOTA 13. SEGUROS

Os ativos da Companhia estão segurados por valores considerados suficientes para cobrir eventuais riscos ou perdas. Os principais seguros vigentes em 31 de dezembro de 1998 são:

RISCO	LIMITE MÁXIMO INDENIZAÇÃO
Incêndio, Inclusive Dec. Tum. Raio/Expl. QO Natureza	32.000
Danos Elétricos	1.000
Vendaval/Fumaça	1.000
Tumultos/Greves	1.000
Responsabilidade Civil Operações	1.000
Responsabilidade Civil Empregador	1.000
LUCROS CESSANTES	
Decorrentes de I/R/E - P1 - 02 Meses	8.900
Decorrentes de Vendaval/Fumaça P1 - 02 Meses	8.900

• NOTA 14. BUG DO MILÊNIO - Não auditado

A totalidade dos sistemas de informática bem como os equipamentos da Companhia estão adequados para o ano 2.000, por se tratarem de sistemas e hardwares de última geração.

No entanto, como forma de garantir maior segurança, foram efetuados levantamentos para identificar os sistemas que poderiam sofrer ajustes, bem como os riscos e custos envolvidos e em seguida procederam-se as modificações necessárias. Portanto, em virtude dos aspectos já mencionados, não temos expectativas de riscos ou custos que possam impactar de forma significativa nas demonstrações financeiras, ou que possam afetar a continuidade das operações normais da Companhia.

A coordenação do processo está sob responsabilidade do Sr. Mário A. F. Baptista.

• NOTA 15. INSTRUMENTOS FINANCEIROS

Em 31 de dezembro de 1998, a Companhia apresentava algumas operações que podem ser diretamente interpretadas como "Instrumentos Financeiros", conforme determina a Instrução CVM 235/95, entretanto nenhuma delas resulta em efeitos relevantes de ganho ou perda futuro, considerando valores e taxas de mercado, nas demonstrações financeiras encerradas nesta data. As principais operações foram:

• **Aplicações Financeiras** - as aplicações demonstradas em 31 de dezembro de 1998, estão atualizadas de acordo com as taxas pactuadas junto às Instituições Financeiras, referindo-se, basicamente, à operações de curto prazo (inferiores a 90 dias), sem nenhuma expectativa de geração de perdas para a Companhia.

• **Empréstimos e Financiamentos** - conforme demonstrado na nota 10, as operações são vinculadas a diversos indexadores e apresentam taxas de juros variadas. Não acreditamos que possam ocorrer ganhos ou perdas futuros gerados pelas negociações envolvendo os montantes de empréstimos e financiamentos, exceto quanto àqueles divulgados na nota 16, referente a desvalorização do real frente ao dólar. Também não acreditamos que possam ocorrer ganhos ou perdas futuros sobre a operação de debêntures descrita na nota 11.

• NOTA 16. EVENTOS SUBSEQUENTES

a) Mudança na Política Cambial do Banco Central do Brasil

Como é de conhecimento público, no final da primeira quinzena de janeiro de 1999 o Banco Central do Brasil alterou a política cambial extinguido a denominada banda cambial pela qual administrava a margem de flutuação do Real em relação ao Dólar Norte-Americano (US\$), deixando ao mercado a livre negociação da taxa do câmbio. Neste momento ainda não é possível determinar se a cotação do Dólar permanecerá nesse patamar e quais conseqüências sobre as operações e a situação patrimonial futura da Companhia.

Em 31 de dezembro 1998, a Companhia apresentava a seguinte exposição de ativos e passivos indexados ao Dólar Norte-Americano:

	Controladora	
	R\$	US\$
Ativo Circulante		
Contas a Receber	7.300	6.040
Total	7.300	6.040

Demonstrações Contábeis 1997/1998

	Controladora	
	R\$	US\$
Passivo Circulante		
Fornecedores	(8.748)	(7.238)
Empréstimos e Financiamentos	(13.569)	(11.226)
Total	(22.317)	(18.464)
Exigível a Longo Prazo		
Empréstimos e Financiamentos	(15.674)	(12.968)
Total	(15.674)	(12.968)
Valor Líquido Exposta	(30.691)	(25.392)

b) Mudança na Legislação Tributária

No final de 1998 foi divulgado um conjunto de medidas fiscais, cujos principais itens que afetam a Companhia, são os seguintes:

A Lei no 9718, de 28 de novembro de 1998, aumentou a alíquota da COFINS de 2% para 3%, bem como ampliou a base de cálculo do PIS/PASEP e da COFINS. Esta lei passa a vigorar a partir de 01 de fevereiro de 1999;

A medida provisória No 1807 de 28 de janeiro de 1999, determinou o aumento da alíquota da Contribuição Social sobre o Lucro, dos atuais 8% para 12%, relativamente aos fatos geradores ocorridos a partir de 01 de maio a 31 de dezembro de 1999.

Os impactos provenientes destas medidas nos resultados futuros da Companhia não podem ser quantificados no momento.

• NOTA 17. DEMONSTRAÇÃO DO FLUXO DE CADA (Informação Complementar)

	1998	1997
OPERACIONAL	14.799	16.069
Lucro (Prejuízo) do Exercício	(7.040)	2.377
(+) Depreciação e Amortização	15.678	14.821
(-) Ganhos Cambiais em Investimentos	(93)	-
(+) Valor Residual do Ativo Permanente Baixado	144	(435)
(+) Resultado da Equivalência Patrimonial	1.576	-
Aumento ou Redução de Clientes	2.347	(2.577)
Aumento ou Redução de Estoques	(2.466)	1.278
Aumento de Outros Créditos do Ativo Circulante	(2.330)	(2.794)
Aumento ou Redução de Fornecedores	9.085	(651)
Aumento de Obrigações Tributárias	695	1.770
Aumento ou Redução de Adiantamentos de Clientes	(384)	310
Aumento ou Redução de Obrigações Trabalhistas	(510)	940
Aumento ou Redução de Dividendos Propostos	(843)	843
Aumento ou Redução de Comissões a Pagar	(370)	523
Aumento ou Redução de Outras Contas a Pagar	468	661
Aumento do Realizável a Longo Prazo	(1.158)	(997)
FINANCIAMENTOS	173	(2.198)
Aumento ou Redução de Empréstimos de Curto Prazo	8.037	(14.726)
Aumento ou Red. de Adiant. de Contratos de Câmbio	(2.664)	993
Aumento ou Redução de Financiamentos de Longo Prazo	(7.916)	11.136
Aumento ou Redução de Debêntures	792	(1.073)
Aumento de Outros Exigíveis de Longo Prazo	1.924	326
Adiantamento para Aumento de Capital	-	1.146
INVESTIMENTOS	(18.913)	(12.538)
Em Investimentos Permanentes	(3.404)	(2.527)
No Imobilizado	(8.865)	(7.927)
No Diferido	(4.644)	(2.084)
Varição do Disponível	(1.941)	1.333
Varição do Disponível	(1.941)	1.333
Saldo Inicial do Disponível	2.501	1.168
Saldo Final do Disponível	560	2.501

• NOTA 18. EFEITOS INFLACIONÁRIOS (Informação Complementar)

Até 31/12/95 os Balanços foram atualizados pelos índices oficiais admitidos. Com o advento da Lei 9.249/95, a partir de 1º/01/96 foi revogada a exigência legal de correção monetária dos Balanços.

A Comissão de Valores Mobiliários através da Instrução CVM nº 248 de 29/03/96, estabeleceu para as companhias abertas que divulgarem, no exterior, demonstrações ou informações adicionais às requeridas pela legislação societária e pelas normas desta autarquia, deverão, simultaneamente, divulgá-las também no País.

Apresentamos a seguir, de forma condensada, as principais demonstrações elaboradas em moeda de poder aquisitivo constante, tendo como indexador o IGP-M (FGV):

ATIVO	Controladora		Consolidada
	1998	1997	
CIRCULANTE	77.251	78.616	79.017
Caixa e Bancos	533	530	603
Aplicações Financeiras	27	2.021	27
Clientes	53.306	55.549	51.370
(-) PDD	(939)	-	(1.030)
(-) Adiantamentos Cambiais de Exportação	(10.787)	(10.745)	(10.787)
Adiantamentos a Fornecedores	4.923	3.333	4.658
Estoques	27.298	25.669	31.093
Outros	2.890	2.259	3.083
REALIZÁVEL A LONGO PRAZO	0.011	4.404	6.011
Financiamentos a Empregados	1.113	1.229	1.113
Depósitos Sub-Júdice	941	773	941
Créditos Tributários	1.955	895	1.955
Imóveis para Revenda	1.423	1.099	1.423
Despesas Antecipadas	168	164	168
Outros Créditos	411	244	411
PERMANENTE	120.784	128.339	118.438
Investimentos	5.356	7.898	2.630
Imobilizado	101.965	108.185	103.343
Diferido	13.463	12.256	13.463
TOTAL DO ATIVO	204.046	211.358	204.464

PASSIVO	Controladora		Consolidada
	1998	1997	
CIRCULANTE	61.080	48.515	62.637
Fornecedores	23.606	14.811	23.880
Empréstimos e Financiamentos	23.814	16.092	24.723
Adiantamentos de Contratos de Câmbio	1.611	4.360	1.611
Obrigações Fiscais	3.997	3.368	4.020
Obrigações Sociais	916	853	916
Obrigações Trabalhistas	4.154	4.839	4.154
Comissões a Pagar	513	901	513
Adiantamentos de Clientes	857	1.266	857
Dividendos Propostos	-	860	-
Outras Contas a Pagar	1.612	1.165	1.963
EXIGÍVEL A LONGO PRAZO	34.737	40.778	34.737
Empréstimos e Financiamentos	26.153	34.750	26.153
Debêntures	5.467	4.768	5.467
Provisão para Imposto de Renda Diferido	1.044	1.258	1.044
Fornecedores de Bens Longo Prazo	2.073	-	2.073
PARTIC. DE AÇION. NÃO CONTROLADORES	-	-	101
PATRIMÔNIO LÍQUIDO	108.229	122.066	106.989
Capital Social	71.661	71.661	71.661
Reservas de Capital	1.356	1.356	1.356
Reservas de Reavaliação	29.401	32.208	29.821
Reservas de Lucros	845	845	845
Lucros Acumulados	3.797	14.829	2.137
Adiant. para Aumento de Cap. Social	107.060	120.899	105.820
	1.169	1.169	1.169
TOTAL DO PASSIVO	204.046	211.359	204.464

DEMONSTRAÇÃO DOS RESULTADOS - EXERCÍCIOS FINDOS EM 31/12/1998 E 1997 (Expresso em Milhares de Reais)

	Controladora		Consolidada
	1998	1997	
RECEITA BRUTA DE VENDAS	210.361	220.595	212.386
DEDUÇÕES	(49.077)	(51.141)	(49.240)
Impostos s/ Vendas	(33.279)	(34.633)	(33.309)
CANCELAMENTOS/ABATIMENTOS	(15.798)	(16.508)	(15.931)
RECEITA LÍQUIDA DE VENDAS	161.284	169.454	163.146
CUSTO DOS PRODUTOS VENDIDOS	(110.845)	(109.421)	(110.211)
LUCRO BRUTO	(50.439)	60.033	52.935
DESPESAS OPERACIONAIS	(60.408)	(57.513)	(64.210)
Vendas	(36.910)	(37.617)	(38.283)
Gerais e Administrativas	(13.065)	(11.506)	(16.944)
Financeiras Líquidas	(9.330)	(8.390)	(9.456)
Despesas Financeiras	(16.906)	(13.491)	(17.051)
Receitas Financeiras	7.576	5.101	7.595
Outras Receitas Operacionais	473	-	473
Resultado da Equivalência Patrimonial	(1.576)	-	-
LUCRO (PREJUÍZO) OPERACIONAL	(9.969)	2.520	(11.275)
RESULTADO NÃO OPERACIONAL	64	331	54
LUCRO(PREJUÍZO) ANTES IMP./PARTIC.	(9.915)	2.851	(11.221)
Impostos de Renda e Contribuição Social	691	(817)	691
Partic. dos Administradores e Empregados	(673)	(654)	(673)
Partic. Min. nos Resultados de Controlada	-	-	65
LUCRO LÍQUIDO (PREJUÍZO) DO EXERCÍCIO	(9.897)	1.380	(11.138)

* Por determinação da Deliberação CVM nº 183/95, a realização da reserva de reavaliação é computada diretamente em lucros acumulados. Essa realização, no valor de R\$ 2.787 mil, se computada no resultado como forma de neutralizar a depreciação, diminuiria o prejuízo do exercício para R\$ 7.110 mil (lucro de R\$ 4.516 mil em 1997) e o prejuízo por ação do exercício para R\$ 0,1564 (lucro de R\$ 0,0994 em 1997).

LUCRO (PREJUÍZO) AJUSTADO (7.110) 4.516 (11.626)

Demonstrações Contábeis 1997/1998

ADMINISTRAÇÃO

A Administração da Companhia é composta pelos membros:

CONSELHO DE ADMINISTRAÇÃO		DIRETORIA	
César Bastos Gomes	Presidente	César Gomes Júnior	Diretor Presidente
César Gomes Júnior	Vice-Presidente	Mauro do Valle Pereira	Diretor Superintendente
Claudio Ávila da Silva	Conselheiro	Adenir Steil	Diretor Industrial
Fernando Marcondes de Mattos	Conselheiro	Edson Moritz da Silva	Diretor de Marketing
Glauco José Corte	Conselheiro	Mario A. F. Baptista	Diretor Financ. e de Relações com o Mercado
Hermes Elustondo Jacobsem	Conselheiro	Newton P. Zenkner Carpes	Diretor de Logística
Mailson Ferreira da Nóbrega	Conselheiro	Gladimir A. Brzezinski	Contador - CRC/SC 13.729
Ubaldo Klann	Conselheiro		
Valério Gomes Neto	Conselheiro		

PARECER DOS AUDITORES INDEPENDENTES

Ilmos. Srs.
Diretores e Acionistas da
Portobello S.A.

1. Examinamos o balanço patrimonial da Portobello S.A. (anteriormente denominada Cerâmica Portobello S.A.) e o balanço patrimonial consolidado da Portobello S.A. e empresas controladas ("Consolidado"), levantados em 31 de dezembro de 1998, e as respectivas demonstrações do resultado, das mutações do patrimônio líquido e das origens e aplicações de recursos, correspondentes ao exercício findo naquela data, elaboradas sob a responsabilidade de sua administração. Nossa responsabilidade é a de expressar uma opinião sobre essas demonstrações financeiras.
2. Nossos exames foram realizados de acordo com as normas de auditoria e planejamento: (a) o planejamento dos trabalhos, considerando a relevância dos saldos, o volume de transações e o sistema contábil e de controles internos da Companhia; (b) a constatação, com base em testes, das evidências e dos registros que suportam os valores e as informações contábeis divulgados; e (c) a avaliação das práticas e das estimativas contábeis mais representativas adotadas pela administração da Companhia, bem como da apresentação das demonstrações financeiras tomadas em conjunto.
3. Em nossa opinião, as demonstrações financeiras referidas no primeiro parágrafo representam adequadamente, em todos os aspectos relevantes, a posição patrimonial e financeira da Portobello S.A. (anteriormente denominada Cerâmica Portobello S.A.), bem como a posição patrimonial e financeira consolidada da Portobello S.A. e empresas controladas ("Consolidado"), em 31 de dezembro de 1998, os resultados de suas operações, as mutações de seu patrimônio líquido e as origens e aplicações de seus recursos, referentes ao exercício findo naquela data, de acordo com as práticas contábeis emanadas da legislação societária.
4. As demonstrações financeiras relativas ao exercício findo em 31 de dezembro de 1997, apresentadas para fins de comparabilidade, foram examinadas por outros auditores independentes, que emitiram parecer sem ressalva, datado de 30 de janeiro de 1998.

Blumenau (SC), 5 de fevereiro de 1999

Auditores Independentes S.C.
CRC-2-SP 015.199/5-2

Marcos Antônio Quintanilha