

**UNIVERSIDADE FEDERAL DE SANTA CATARINA
CENTRO SÓCIO ECONÔMICO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS**

RENATA DA COSTA BROCH

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM BASE NO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO SETOR DE
COSMÉTICOS**

**Florianópolis
2006**

RENATA DA COSTA BROCH

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM BASE NO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO SETOR DE
COSMÉTICOS**

Monografia apresentada ao Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, como requisito parcial à obtenção de grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Orientador: Professor Dr. Jurandir Sell
Macedo Júnior

**Florianópolis
2006**

RENATA DA COSTA BROCH

**AVALIAÇÃO DE EMPRESAS COM BASE NO MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA
DESCONTADO: UM ESTUDO DE CASO EM UMA EMPRESA DO SETOR DE
COSMÉTICOS**

Essa monografia foi julgada adequada para obtenção do grau de **Bacharel em Ciências Contábeis** e aprovada em sua forma final pela comissão julgadora do Curso de Graduação em Ciências Contábeis da Universidade Federal de Santa Catarina, obtendo a nota média de _____ (_____).

Prof.^a Elisete Dahmer Pfitscher, Dra.
Coordenadora de Monografia

Professores que compuseram a banca:

Presidente: Prof.^o Jurandir Sell Macedo Junior, Dr.

Membro: Prof.^o Vladimir Arthur Fey, M.sc.

Membro: Prof.^o Waltamir Barreiros, Esp.

Florianópolis, 09 de agosto de 2006.

Dedico este trabalho à minha mãe Idalete e ao meu irmão Jairo, porque os amo muito e eles são a razão do meu empenho em cada trabalho que realizo.

Agradeço a todos aqueles que, de alguma forma, direta ou indireta, contribuíram
para a realização desse trabalho, em especial:

A Deus, pela vida e gosto pelo conhecimento.

À minha mãe Idalete e ao meu irmão Jairo, que mesmo distantes não deixaram de
estar ao meu lado.

Ao meu pai Jairo.

Ao orientador do trabalho, Professor Dr. Jurandir Sell Macedo Junior, por ter
concedido sua disponibilidade e conhecimento.

Aos professores M.sc. Vladimir Arthur Fey e Esp. Waltamir Barreiros, componentes
da Banca Examinadora, pelas sugestões oferecidas.

“Investir em conhecimentos rende sempre melhores juros.”

Benjamin Franklin

RESUMO

BROCH, Renata da Costa. **Avaliação de empresas com base no método do fluxo de caixa descontado: um estudo de caso em uma empresa do setor de cosméticos**. 2006. 121 p. Monografia. (Graduação em Ciências Contábeis), UFSC, Florianópolis, 2006.

Em um ambiente de crescente competitividade, em que freqüentemente ocorrem fusões, aquisições, incorporações, compra e venda de negócios, liquidação de empreendimentos, avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas, entre outros acontecimentos, o processo de avaliação surge com extrema importância no meio corporativo. A definição do valor é uma tarefa complexa, exigindo coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Pelo maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de Finanças, o modelo do Fluxo de Caixa Descontado é a metodologia preferida pelos teóricos e amplamente adotada para cálculo do valor econômico de uma empresa. O presente estudo tem por objetivo a aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado para determinar o valor econômico de uma empresa do setor de cosméticos. Para tanto, são apresentadas as duas abordagens utilizadas nesse método: o fluxo de caixa descontado do acionista e o fluxo de caixa descontado da empresa. Com o amparo de referenciais teóricos que versam sobre o assunto, realizou-se o estudo de caso, com a aplicação do modelo proposto, chegando-se ao valor econômico da empresa. Os resultados encontrados permitem concluir que, para que as abordagens apresentem estimativas consistentes de valor, os fluxos de caixa devem ser descontados à taxa apropriada, ou seja, os fluxos de caixa da empresa devem ser descontados à taxa do custo médio ponderado de capital e os fluxos de caixa do acionista devem ser descontados à taxa do custo de capital próprio. Do presente trabalho também pode concluir-se que o valor apurado é apenas um referencial de tendência, em torno do qual as forças de mercado atuarão, valor este que nem sempre pode ser traduzido de forma quantitativa com perfeição.

Palavras-chave: Avaliação econômica de empresas. Fluxo de caixa descontado. Custo de capital.

ABSTRACT

BROCH, Renata da Costa. **Companies evaluation based on the discounted cash flow method: A case study of a cosmetic sector company**. 2006. 121 p. Monograph. (Graduation Course in Accounts Science), UFSC, Florianópolis, 2006.

In an environment of increasing competitiveness, where frequently fusions, acquisitions, incorporations, business-oriented purchases and sellings, liquidations of enterprises and evaluations of managers' ability to generate wealth for the shareholders occur, the evaluation process appears with extreme importance in the corporative way. To define a value is a complex task, demanding conceptual coherence and severity in the calculation model formularization. Due to be best conceptual severity and coherence with the modern Finances theory, the Discounted Cash Flow model is the most used methodology among theoreticians and it is also widely adopted as the calculation basis of a company economic value. This study is focused on the Discounted Cash Flow method application to determine the economic value of a cosmetic sector company. Aiming for this goal, the two boardings used in this method are presented: the Free Cash Flow to the Equity and the Free Cash Flow to the Firm. Supporting itself in theoretical references that argue this subject, the case study presents the proposed model procedure and ends up with the company economic value. Results allow us to conclude that consistent value estimates require the appropriate tax for the cash flow, that is, from the free cash flow to the firm must be deducted the weighted average cost tax and from the free cash flow to the equity must be deducted the proper capital cost tax. At last, we can also conclude that the end value is only a referential, upon which the market trends act, and this forces can not always be perfect translated in numbers.

Key words: Companies economic evaluation. Discounted cash flow. Capital cost.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1 Valor econômico da empresa e do acionista	34
--	----

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 Estrutura acionária da empresa	63
Tabela 2 Proporção do capital próprio e de terceiros da empresa	73
Tabela 3 Valor dos FCFF e FCFF da empresa considerando a taxa anual do CDI como custo de capital	90
Tabela 4 Valor dos FCFF e FCFF da empresa considerando a taxa anual dos rendimentos da caderneta de poupança como custo de capital	91

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO.....	12
1.1 Tema e problema de pesquisa	13
1.2 Objetivos	14
1.2.1 Objetivo geral.....	14
1.2.2 Objetivos específicos	14
1.3 Justificativa	15
1.4 Metodologia	16
1.4.1 Caracterização da pesquisa	17
1.4.2 População, amostra, coleta e análise de dados	19
1.4.3 Procedimentos para a aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado	20
1.5 Organização do trabalho	21
2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA	23
2.1 Avaliação de empresas	23
2.2 A importância da avaliação	24
2.2.1 A avaliação na gestão de carteiras	24
2.2.2 A avaliação na análise de aquisições	26
2.2.3 A avaliação nas finanças corporativas	27
2.3 Valor econômico <i>versus</i> valor contábil	28
2.4 Modelos de avaliação de empresa	30
2.4.1 Modelos baseados no balanço patrimonial	31
2.4.2 Modelos baseados na demonstração do resultado	31
2.4.3 Modelos baseados no <i>goodwill</i>	32
2.4.4 Modelos baseados no fluxo de caixa	33
2.4.5 Modelos baseados na criação de valor	33
2.5 Fluxo de Caixa Descontado	34
2.5.1 Fluxo de Caixa Líquido do Acionista (FCFE)	36
2.5.2 Fluxo de Caixa Líquido da Empresa (FCFF)	39
2.5.3 Considerações na apuração do FCFE e FCFF	43
2.6 Custo de capital	44
2.6.1 Custo de capital próprio	45
2.6.2 Custo de capital total	50

2.6.3	Custo médio ponderado de capital (WACC)	54
2.7	Horizonte de tempo das projeções	57
2.7.1	Determinação das taxas de crescimento	59
2.7.2	Escolha do método	60
2.8	Cálculo da perpetuidade	61
2.9	Limitações do modelo	62
3	ESTUDO DE CASO	64
3.1	Histórico da organização e estrutura atual	64
3.2	Avaliando a empresa-objeto	66
3.2.1	Análise do desempenho histórico	67
3.2.2	Estimativa do custo de capital	74
3.2.3	Previsão de desempenho	76
3.2.4	Projeção da demonstração do resultado	76
3.2.5	Projeção do fluxo de caixa	80
3.2.6	Estimativa do valor da perpetuidade	85
3.2.7	Cálculo do valor da empresa e interpretação dos resultados	87
4	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES	94
	REFERÊNCIAS	97
	APÊNDICES	99
	ANEXOS	107

1 INTRODUÇÃO

Ao longo das últimas décadas vem se construindo uma nova ordem econômica, voltada para a globalização, na qual se destacam a integração dos mercados financeiros, a desregulamentação do sistema bancário e os processos de privatização. No Brasil, esse fenômeno tem se verificado a partir do início dos anos 90, quando o país passou por marcantes processos de privatização, como os das telecomunicações, bancos, siderurgia e energia elétrica, por exemplo. O país passou a ser uma importante alternativa de investimento por parte das empresas estrangeiras, que adquiriram muitas empresas nacionais. Esse fato fez com que as empresas brasileiras adquirissem um grau de dinamismo muito alto, influenciadas por práticas administrativas que as transformaram em empresas mais eficientes em termo de gestão e produção (SOUSA, BASTOS E MARTELANC, 2003, p. 3).

De acordo com Gimenes, et al, (2004, p. 2),

a sobrevivência de uma empresa depende diretamente da sua capacidade de atrair os recursos disponíveis no sistema econômico e direcioná-los a investimentos produtivos, ou seja, gerar uma renda suficiente para financiar, em boa parte, o processo de expansão do negócio, e, ao mesmo tempo, promover o desenvolvimento sócio-econômico da comunidade que o abriga.

As decisões de captação e aplicação de recursos determinam o valor da entidade, logo, é preciso que os administradores e investidores conheçam os efeitos e as conseqüências dessas decisões que ditam a capacidade de sobrevivência da empresa no longo prazo. Pode-se dizer, então, que as avaliações de entidades ou negócios dependem, em grande parte, das expectativas futuras de desempenho.

Nas palavras de Endler (2004, p. 1),

o processo de avaliação consiste na estimativa de valor para uma empresa ou ativo e tem como base um método matemático utilizado num dado momento. Tal mensuração considera certas premissas e hipóteses comportamentais do contexto em que a avaliação está sendo realizada e os fatores envolvidos, como o mercado no qual a empresa atua e as expectativas de resultados futuros.

Os analistas dispõem de várias ferramentas para avaliação, que serão utilizadas de acordo com as características do ativo-objeto de análise. Dentre os modelos de avaliação existentes, os mais conhecidos, segundo Muller e Teló (2003 p. 97), são: modelos baseados no balanço patrimonial, na demonstração de resultados, no *goodwill*, no fluxo de caixa e baseados na criação de valor. Dentre os modelos de avaliação baseados no fluxo de caixa, existe o modelo do Fluxo de

Caixa Descontado, o qual será abordado no presente trabalho. Esta abordagem tem sua fundamentação na regra do valor presente, onde o valor de qualquer ativo é o valor presente dos fluxos de caixa futuros dele esperado.

1.1 Tema e problema da pesquisa

Todo ativo pode ser avaliado; desde algo de pequeno valor até as maiores empresas mundiais. Segundo Damodaran (1997. p.1), “todo ativo, seja financeiro ou real, tem valor [...] qualquer ativo pode ser avaliado, mas alguns são mais facilmente avaliados do que outros, e os detalhes de avaliação variam de caso para caso”. Não obstante a possibilidade de avaliação, a complexidade das informações aumenta na medida em que aumenta o ativo a ser avaliado. Por exemplo, quando se avalia um imóvel comercial, o analista necessita de informações diferentes de quando se analisa a aquisição de uma empresa de dispositivos eletrônicos na China.

Apesar da existência de várias técnicas de avaliação, geralmente a literatura da área tem concentrado a atenção nos seguintes métodos: lucro residual, múltiplo, valor de mercado e fluxo de caixa descontado. O fluxo de caixa descontado é o método de avaliação mais popular entre os teóricos, além de ser o método referenciado em transações de compra e venda de grandes empresas e em processos de privatização (SILVA e CUNHA, 2001, p. 2).

Nesse contexto, o tema escolhido para estudo e desenvolvimento abrange a avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado.

Segundo Gil (2002, p. 23), toda pesquisa se inicia com algum tipo de problema, ou indagação. Problema, como explicam Cervo e Bervian (1983, p. 77), é uma questão que envolve intrinsecamente uma dificuldade teórica para a qual se deve encontrar uma solução.

Diante do exposto, e fixando-se ao tema escolhido, o problema proposto para esse trabalho passa a ser:

Quais aspectos devem ser considerados na avaliação de empresas pelo método do fluxo de caixa descontado, quando calculados os fluxos de caixa para a empresa e para o acionista?

1.2 Objetivos

Neste tópico serão apresentados os objetivos geral e específicos do presente trabalho monográfico.

1.2.1 Objetivo Geral

O objetivo geral deste trabalho monográfico consiste em avaliar uma empresa pelo método do Fluxo de Caixa Descontado, apurando-se o valor dos fluxos de caixa da empresa e dos acionistas.

1.2.2 Objetivos Específicos

Em se tratando de objetivos específicos, pretende-se o seguinte:

- a) Discorrer sobre a importância da avaliação de empresas;
- b) Apresentar as diferenças entre o valor contábil e o valor econômico da entidade;
- c) Identificar os principais métodos de avaliação existentes e descrever o método do fluxo de caixa descontado e suas abordagens;
- d) Identificar as variáveis que devem ser consideradas na aplicação do método e suas formas de determinação;
- e) Apresentar as limitações do método.
- f) Apresentar um breve histórico sobre a empresa analisada e realizar um diagnóstico que contenha informações gerais da organização;
- g) Calcular o valor da empresa pelo método do fluxo de caixa descontado, determinando o valor dos fluxos de caixa para a empresa e para o acionista;
- h) Comparar os valores apurados com o valor de mercado da companhia.

1.3 Justificativa

Ao avaliar uma empresa, o objetivo almejado é mensurar seu valor justo de mercado, ou seja, aquele que representa a potencialidade econômica e as perspectivas de determinada companhia.

Segundo Cornell (1994, p.7, apud CERBAS, 2003 P. 9) “o objetivo de uma avaliação é estimar o valor justo de mercado de uma empresa [...] Quando o ativo avaliado é uma empresa, a propriedade que o comprador e o vendedor hipotéticos estão negociando consiste nos direitos de todos os detentores de títulos da empresa, incluindo ações, títulos e dívidas privadas”.

O Brasil, como um país emergente e em desenvolvimento, está constantemente atraindo a atenção dos investidores, não somente especuladores, mas dos investidores que injetam capital para abrir fábricas, comprar empresas, participar de fusões. Deste fato, surge a necessidade para os investidores das empresas-alvo de terem condições de avaliar essas empresas. Em nosso país, essa tarefa não é tão fácil de ser cumprida por várias razões.

Existem muitos aspectos peculiares que dificultam a análise do investidor, sobretudo o estrangeiro, como: mercado de capitais incipiente e de pouco volume de transações envolvendo poucas empresas, a maioria das empresas é de capital fechado e/ou familiares, legislação confusa e sobreposta, falta de estabilidade econômica, entre outros. Nogueira (1999, p. 1, apud CERBAS, 2003, p.10) destaca que “a avaliação de empresas, diferentemente da avaliação de quadros, pinturas ou obras de arte, não deve se basear em percepções ou intuições, mas no conhecimento profundo tanto da própria empresa-alvo como do mercado no qual está inserida”. O autor ainda ressalta que a determinação do valor de uma empresa é extremamente útil e quesito fundamental na gestão de carteiras de investimentos, análise de fusões e aquisições, liquidações, abertura de capital e privatizações, além de servir com *feedback* para administradores e proprietários de empresas sob o ponto de vista de eficiência na administração dos negócios.

Para Endler (2004, p. 2) “uma avaliação errada pode levar a sérias conseqüências, como expectativas incorretas e irrealistas num processo de aquisição, na aceitação ou não de um investimento ou mesmo na expectativa de crescimento de uma empresa, as quais podem refletir diretamente no valor da empresa”.

Uma das técnicas mais difundidas e aplicadas para a determinação do valor de uma empresa é o Fluxo de Caixa Descontado. Silva (2005, p. 1) explica que “essa metodologia parte da premissa de que o valor econômico de uma empresa é determinado pela geração futura de recursos, ou seja, o retorno que o investidor poderá obter caso adquira uma ação.”

Diante do exposto, o presente trabalho se justifica na necessidade do aprofundamento de estudos no tema avaliação de empresas com base no método do Fluxo de Caixa Descontado, dada a importância da avaliação de empresas para os gestores e investidores, assim como o seu uso generalizado na valoração destas empresas.

1.4 Metodologia

Neste capítulo será descrito como o estudo foi desenvolvido no aspecto metodológico, partindo-se de algumas definições sobre caracterização da pesquisa e detalhamento dos procedimentos adotados para a coleta e análise de dados.

1.4.1 Caracterização da pesquisa

Gil (2002, p.17) define pesquisa científica como o “procedimento racional e sistemático que tem como objetivo proporcionar resposta aos problemas que são propostos.” A pesquisa parte de uma dúvida ou problema e, com o uso do método científico, busca uma resposta ou solução. Gil (2002, p.43), classifica as pesquisas com base em seus objetivos gerais, em exploratórias, descritivas e explicativas.

A pesquisa descritiva, de acordo com Vergara (2004, p. 47),

expõe características de determinada população ou determinado fenômeno. Pode também estabelecer correlações entre variáveis e definir sua natureza. Não tem compromisso de explicar os fenômenos que descreve, embora sirva de base para tal explicação.

As pesquisas descritivas preocupam-se em observar fatos, registrá-los, analisá-los, classificá-los e interpretá-los, e, de acordo com Andrade (2002 apud BEUREN 2004, p. 81), o pesquisador não interfere neles.

Sob essa perspectiva, a natureza do presente trabalho monográfico tem uma dimensão descritiva, em razão de apresentar um estudo de caso, no qual se objetiva a apuração do valor econômico da entidade, identificando os aspectos que devem ser considerados quando da aplicação das abordagens propostas.

Além de classificar as pesquisas com base em seus objetivos gerais, Gil (2002, p. 43) as classifica com base nos procedimentos em: pesquisa bibliográfica, documental, experimental, *ex-post facto*, estudo de corte, levantamento, estudo de campo, estudo de caso, pesquisa-ação e pesquisa participante.

A pesquisa documental, segundo Lakatos (1991, p. 174) tem como característica a fonte de coleta de dados “restrita a documentos, escritos ou não, constituindo-se o que se denomina de fontes primárias. Essas podem ser feitas no momento em que o fato ou fenômeno ocorre, ou depois.” As fontes de documentos podem ser arquivos públicos, arquivos particulares e fontes estatísticas.

A pesquisa bibliográfica (fontes secundárias), ainda segundo Lakatos (1991, p. 183) “abrange toda a bibliografia tornada pública em relação ao tema estudado, desde publicações avulsas, boletins, jornais, revistas, livros, pesquisas, monografias, teses, material cartográfico etc” . As fontes bibliográficas podem ser: (Lakatos 1991, p. 183-185) imprensa escrita, meios audiovisuais, material cartográfico e publicações.

O estudo de caso, nas palavras de Beuren (2004, p. 85), “é caracterizado pelo estudo concentrado num único caso. Este estudo é preferido pelos pesquisadores que desejam aprofundar seus conhecimentos a respeito de determinado caso específico.” A sua importância consiste no fato de que este reúne informações detalhadas e numerosas com o objetivo de se aprender a totalidade de um evento.

O estudo de caso e as pesquisas bibliográfica e documental serão os tipos de pesquisas utilizados no presente trabalho. O primeiro se justifica pelo fato de que este trabalho objetiva o estudo profundo de um objeto, com o fim de apurar o valor presente de seus fluxos de caixa futuros, de acordo com o método do Fluxo de Caixa Descontado. O levantamento bibliográfico foi necessário para a apresentação dos métodos de avaliação do fluxo de caixa descontado e seus componentes, bem como a identificação das fórmulas matemáticas que foram utilizadas no decorrer do presente trabalho. Quanto à pesquisa documental, que visa selecionar, tratar e interpretar a informação bruta, buscando extrair dela algum sentido (SILVA e GRIGOLO, 2002 apud BEUREN 2004, p 89), esta foi utilizada na medida em que foram utilizadas as demonstrações contábeis e financeiras da empresa, além de dados de mercado, para a projeção dos resultados futuros e estabelecimento das demais premissas adotadas.

No que se refere à abordagem metodológica, a pesquisa pode ser do tipo qualitativa ou quantitativa. Nas palavras de Richardson (1985, p.93 apud LIMA, 2000, p.71), a pesquisa qualitativa é caracterizada pelo não emprego de métodos estatísticos como base de processo de análise de um problema:

Os estudos podem descrever a complexidade de determinado problema, analisar a interação de certas variáveis, compreender e classificar processos dinâmicos vividos por grupos sociais, contribuir no processo de mudança de determinado grupo e possibilitar, em maior nível de profundidade, o entendimento das particularidades do comportamento do indivíduo.

A abordagem qualitativa caracteriza-se pelo emprego de instrumentos estatísticos na coleta e tratamento de dados. Richardson (1999 apud BEUREN, 2004, p. 92) afirma que a abordagem qualitativa:

caracteriza-se pelo emprego de quantificação tanto nas modalidades de coleta de informações, quanto no tratamento delas por meio de técnicas estatísticas, desde as mais simples como percentual, média, desvio-padrão, às mais complexas, como coeficiente de correlação, análise de regressão, etc.

Segundo Bueren (2004, p. 92), na pesquisa qualitativa ocorrem análises mais profundas em relação ao fenômeno estudado. A abordagem qualitativa visa destacar características por meio de um estudo quantitativo e pode ser uma forma adequada para conhecer a natureza de um fenômeno social. A Contabilidade, como ciência social, usa freqüentemente a abordagem qualitativa como tipologia de pesquisa. Ainda segundo Bueren (2004, p. 93), a abordagem quantitativa, em contrapartida, no tratamento de problemas de pesquisa em Contabilidade, é relativamente recente no Brasil, mas se torna relevante à medida que utiliza instrumentos estatísticos desde a coleta até a análise de dados.

Neste sentido, a presente pesquisa pode ser enquadrada como quantitativa e qualitativa porque:

- Apresenta a fundamentação teórica sobre a avaliação econômica de empresas;
- Realiza cálculos em um estudo de caso a fim de identificar o valor dos fluxos de caixa futuros da empresa, e conseqüentemente, o valor da empresa e o valor para os acionistas;
- Permite ao pesquisador contribuir com reflexões acerca das constatações realizadas;

1.4.2 População, amostra, coleta e análise de dados

A população, de acordo com Vergara (2004, p. 50) é o conjunto de elementos (empresa, pessoas, produtos) que possuem as características que serão alvo de estudo; amostra é uma parte do universo (ou população) selecionada segundo determinado critério de representatividade.

Dentre os tipos de amostragens existentes, segundo Beuren (2004, p. 126), em meio aos modelos não probabilísticos, os mais aplicáveis nos trabalhos monográficos em Contabilidade são: por acessibilidade ou conveniência, por tipicidade ou intencional e por cotas. Ainda nas palavras da autora “A amostragem por tipicidade ou intencional consiste em selecionar amostras com base em informações disponíveis e que sejam consideradas representativas da população”. Nessa metodologia, a amostra deve apresentar as características essenciais e típicas dos integrantes de uma população, e no presente estudo, a escolha da empresa alvo do estudo de caso fundamentou-se nesta abordagem.

Para fins desta pesquisa, de acordo com os conceitos apresentados, a população considerada são todas as empresas brasileiras listadas em bolsa, ou seja, de capital aberto, enquanto que a amostra é a empresa alvo da avaliação econômica.

Depois de definida a amostra, seguiu-se o estudo por meio da coleta e análise de dados. A coleta de dados é a etapa em que o pesquisador vai a campo a fim de extrair as informações necessárias para a elaboração da pesquisa. Na fase inicial da pesquisa, a técnica de coleta de dados utilizada foi a pesquisa bibliográfica, e, no estudo de caso, fundamentalmente, foi utilizada a análise documental, visando identificar quais instrumentos poderão ser empregados na avaliação econômico-financeira da organização pesquisada.

Os principais documentos da instituição analisada foram os seguintes:

- Balanços Patrimoniais em 31 de dezembro, referentes aos exercícios de 2002 a 2005, Demonstrações do Resultado do Exercício (DRE) e Demonstrações do Fluxo de caixa dos exercícios findos em dezembro de 2002 a dezembro de 2005;
- Balanços Patrimoniais trimestrais em 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro, referentes aos exercícios de 2002 a 2005, Demonstrações do Resultado do Exercício e Demonstrações do Fluxo de Caixa dos trimestres findos em março de 2004 a março de 2006;
- Notas Explicativas às Demonstrações contábeis encerradas em dezembro de 2002 a dezembro de 2006;

Além desses documentos, foram analisadas diversas informações fornecidas pela empresa, tais como estrutura organizacional, comentários de desempenho, política de dividendos, relatório da administração, entre outras.

Objetivando a obtenção de outras informações que pudessem auxiliar no desenvolvimento deste trabalho, foram realizadas consultas em sites da internet, a exemplo do site da BOVESPA (<http://www.bovespa.com.br>) e do Banco do Brasil (<http://www.bb.com.br>). Também foram levantados e/ou calculados alguns indicadores para a aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado, mediante a adoção de critérios recomendados pelas obras pesquisadas.

1.4.3 Procedimentos para aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado

Para a avaliação da organização mediante a aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado, foram adotados os seguintes procedimentos no decorrer do estudo de caso:

- a) utilização do modelo CAPM para cálculo do custo do capital próprio (K_e);
- b) utilização da taxa média ponderada anual dos recursos de terceiros, constantes no Anexo F, como taxa do custo do capital de terceiros (K_d);
- c) utilização das fórmulas citadas na revisão bibliográfica, para cálculo do custo médio ponderado de capital (WACC);
- d) utilização do custo médio ponderado de capital (WACC) como taxa de desconto para o Fluxo de Caixa Líquido da Empresa (FCFF) e do custo do capital próprio (K_e) como taxa de desconto para o Fluxo de Caixa Líquido do Acionista (FCFE);
- e) adoção do horizonte de projeção de 10 (dez) anos, calculando-se, ao final desse período, o valor da perpetuidade com base nos fluxos estabilizados do décimo primeiro ano projetado;
- f) como taxa livre de risco foram adotadas a taxa média anual geométrica dos rendimentos da caderneta de poupança e do CDI, para cálculo do custo de capital próprio (K_e);
- g) identificação do *Beta* (β) médio ponderado do setor de cosméticos internacional, obtido junto à Base de Dados Económica.
- h) Adoção da rentabilidade média anual geométrica do IBOVESPA – Índice de Bolsa de Valores de São Paulo de 60 meses (janeiro de 2001 a dezembro de 2005), obtido junto à base de Dados Económica, como média de retorno de mercado (R_m);

- i) Utilização da taxa juros livre de risco (R_{jlr}), Beta (β) e média de retorno do mercado (R_m), para cálculo do custo de capital próprio (K_e);
- j) Elaboração das planilhas em Excel para a projeção dos fluxos de caixa futuros, partindo-se da Demonstração de Resultado, e apuração do valor da perpetuidade com base nos fluxos estabilizados no último ano projetado (11º ano), utilizando-se a taxa de crescimento (g) projetada em 5% ao ano;
- k) Apuração do Fluxo de Caixa Líquido do Acionista (FCFE) e Fluxo de Caixa Líquido da Empresa (FCFF), aplicando-se o K_e e WACC, respectivamente, sobre os fluxos de caixa futuros, para a obtenção dos valores descontados;
- l) Obtenção do valor da empresa por meio da soma dos valores dos FCFE e FCFF e da perpetuidade, de acordo com as referências pesquisadas.

1.5 Organização do trabalho

O presente projeto está dividido em quatro capítulos, a saber: (1) Introdução, (2) Fundamentação Teórica, (3) Estudo de caso e (4) Conclusões e recomendações para trabalhos futuros.

O primeiro capítulo inicia-se com as considerações iniciais relativas ao trabalho. Segue-se à discussão do tema e problema de pesquisa e, em seguida, é apresentada a justificativa, que apresenta as razões que motivaram a elaboração desse trabalho. A seguir, apresenta-se a metodologia que será usada no trabalho, informando-se a caracterização da pesquisa, a definição da população e amostra envolvidas, os dados coletados e a forma de coleta, além dos procedimentos adotados na utilização do método do Fluxo de Caixa Descontado. No último item é apresentada a estrutura do presente estudo.

O segundo capítulo é destinado à revisão teórica, que aborda, respectivamente: avaliação de empresas, a importância da avaliação, diferença entre valor econômico e valor contábil, modelos de avaliação, método do fluxo de caixa descontado, estimativa do custo de capital, horizonte de tempo das projeções, estimativa da perpetuidade e limitações do modelo do fluxo de caixa descontado.

No terceiro capítulo, onde é desenvolvido o estudo de caso, faz-se, inicialmente, a apresentação da empresa, seguida de uma breve análise da sua situação financeira e estratégica. Em seguida, são apresentadas as projeções da demonstração do resultado e do fluxo de caixa e as projeções dos fluxos de caixa

descontados para a empresa e para os acionistas. Na seqüência, com base nos valores obtidos é feita a comparação dos valores obtidos com os valores de mercado da empresa.

No capítulo de Conclusões e recomendações para futuros trabalhos, são expostas as principais conclusões resultantes do presente estudo, como as devidas explicações, assim como recomendações para trabalhos futuros que possam agregar conhecimento sobre o assunto abordado.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Neste capítulo de fundamentação teórica são tratadas as teorias que sustentam o estudo sobre avaliação de empresas, discutindo-se seus conceitos, de acordo com os diversos autores pesquisados.

2.1 Avaliação de empresas

A avaliação – ou valoração – de empresas tem sido objeto de diversas correntes de pesquisa, que buscam no seu arcabouço teórico conceber modelos que ofereçam às negociações empresariais uma avaliação justa de quanto vale uma empresa ou quanto se deve pagar pelos resultados esperados dela.

A avaliação do desempenho empresarial, num primeiro momento, tinha o foco no volume de vendas e faturamento, ou seja, o desempenho era medido pela boa atuação na área comercial. Na seqüência, o foco passou a ser a margem bruta e operacional. Mais adiante, a preocupação foi dada ao lucro líquido, ou seja, à geração de resultados para a distribuição aos acionistas. Após essa fase, o foco passou a ser o retorno sobre o investimento. Atualmente, o foco está na criação de valor, porque a organização, além de preocupar-se com o resultado e os recursos utilizados para a sua geração, preocupa-se com o impacto das variáveis internas e externas no valor da entidade (FREZATTI, 2003, apud GIMENES, et al, 2004 p. 3).

Ao avaliar uma empresa, objetiva-se alcançar o valor justo de mercado, isto é, aquele que representa, de modo satisfatório, a potencialidade do negócio. Helfert (2000, p. 278 apud CERBASÍ, 2003, p. 16) define o valor justo de mercado como “o valor de qualquer ativo ou grupo de ativos quando comercializados em um mercado organizado ou entre partes privadas em uma transação espontânea, sem coerção.”

A avaliação econômica, porém, não é a fixação de um preço ou valor específico para um bem. A avaliação é uma estimativa de base, uma tentativa de estabelecer dentro de uma faixa, um valor de referência, em torno do qual atuarão as forças de mercado. Endler (2004, p. 2) ressalta que “geralmente as avaliações possuem desvios, pois não há como se obter um resultado preciso, em virtude das incertezas intrínsecas aos julgamentos efetuados no processo”. Nesse sentido, Assaf Neto esclarece que

A avaliação de uma empresa não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exata, onde se permite a comprovação absoluta dos resultados apurados. Os fatores considerados na mensuração procuram retratar a realidade esperada do ambiente econômico da empresa, estando calcada em certas premissas e hipóteses fundamentais. Todo modelo de avaliação, por exemplo, desenvolve expectativas para a fixação dos resultados futuros esperados, do período de previsão, da definição da taxa de atratividade econômica e do valor residual do empreendimento.

Cada vez mais, ocorre um aumento da complexidade das operações relacionadas com a avaliação das empresas, com a necessidade da consideração de diversas variáveis ao se tomar uma decisão. Decisão cada vez mais difícil de se tomar, uma vez que a determinação dos preços não é afetada apenas por fatores domésticos, mas também por fatores como a inovação financeira, a abertura dos mercados e a liberação de capitais.

2.2 A importância da avaliação

Martins (2001, p. 263) afirma que a avaliação é útil em uma larga gama de tarefas. O autor cita as seguintes razões: compra e venda de negócios, fusão, cisão, incorporação de empresas, dissolução de sociedades, liquidação de empreendimentos e avaliação da habilidade dos gestores de gerar riqueza para os acionistas.

Para Damodaran (1997, p. 5), a avaliação desempenha um papel extremamente útil, principalmente em relação à avaliação e gestão de carteiras, na análise de aquisições e em finanças corporativas.

2.2.1 A avaliação na gestão de carteiras

O processo de avaliação tem sido bastante usado na gestão de carteiras pelos analistas de mercado, quando da decisão de selecionar títulos.

Damodaran (1997, p. 5) descreve as diferentes filosofias de investimento e o papel desempenhado por cada uma delas:

- a) Analistas fundamentais: a análise fundamentalista parte da premissa que o valor real de uma empresa pode ser relacionado às suas características financeiras (perspectivas de crescimento, perfil de risco e fluxo de caixa). Qualquer desvio deste valor, segundo o autor, aponta para a sub ou supervalorização dessas ações. A análise fundamentalista é uma estratégia

- de investimento de longo prazo e suas pressuposições são: a) o relacionamento entre o valor e os fatores financeiros subjacentes pode ser medido; b) esse relacionamento se mantém ao longo do tempo; e c) desvios no relacionamento são corrigidos dentro de um período de tempo razoável. A avaliação é foco central na análise fundamentalista, já que os investidores que empregam essa abordagem possuem grande número de ações subavaliadas e esperam, que, na média, estas carteiras tenham um desempenho melhor do que o de mercado.
- b) Compradores de franquias: concentram-se em alguns poucos negócios que conhecem bem e procuram adquirir empresas que acreditam estar subavaliadas. A avaliação desempenha um papel determinante nesta filosofia, já que a busca é por negócios subavaliados. Há também, por parte dos investidores, interesse no valor adicional que pode ser criado por meio da reestruturação do negócio e seu gerenciamento correto.
- c) Grafistas: os grafistas crêem que os preços são impulsionados tanto pela psicologia do investidor como por quaisquer variáveis financeiras subjacentes. O pressuposto é que o preço das ações se movimenta em padrões previsíveis, que não há investidores marginais se aproveitando desses padrões para eliminá-los e que o investidor mediano é mais impulsionado pela emoção do que pela análise racional. A avaliação não desempenha grande papel no grafeamento, embora ela possa ser usada para se determinarem linhas de apoio e resistência em gráficos de preços.
- d) *Trader* de informações: essa filosofia parte do pressuposto de que os preços se movimentam com base nas informações relativas à empresa. Para um *trader*, segundo Damodaran (1997, p. 7) o foco está no relacionamento entre informações e alterações de valor, em vez de no valor em si. Dessa forma, um *trader* de informações poderá comprar uma empresa superavaliada se acreditar que a próxima divulgação de informação irá provocar aumento no preço por conter notícias melhores do que o esperado. Se há esse relacionamento entre a situação de uma empresa sub ou superavaliada e como preço de suas ações reage a novas informações, a avaliação pode ser relevante para o *trader* no processo de investimento.
- e) Observadores de mercado: a premissa nessa filosofia é a de que o resultado de se jogar no mercado todo é melhor do que o retorno obtido pela análise

individual de ações; é mais fácil chegar-se às previsões de movimentos de mercado, baseadas em fatores observáveis, do que selecionar ações. A avaliação de ações individuais não é relevante para os observadores de mercado, mas a avaliação do mercado em si, como um todo, comparado ao nível corrente e a formulação de um modelo de avaliação de todas as ações, para determinar se o mercado está sub ou superavaliado, pode ser de muita utilidade a esses investidores.

- f) Marqueteiros eficientes: partem do pressuposto que os mercados agregam informações de maneira rápida e precisa, que os investidores marginais imediatamente exploram quaisquer ineficiências e que estas são causadas por atritos, não podendo ser eliminadas por arbitragem. Isso quer dizer, que, o preço da ação, em qualquer dado momento, representa a melhor estimativa do valor real da empresa, e que tentativas de explorar ineficiências do mercado não serão atrativa em termos de custo-benefício. Nessa filosofia, a avaliação é útil para a determinação do porque uma ação é vendida por um determinado preço, já que, como o pressuposto é de que o preço é a melhor estimativa do valor real, o objetivo passa a ser identificar quais suposições relativas a crescimento e risco estão implícitas no preço de mercado.

2.2.2 A avaliação na análise de aquisições

Fusões e aquisições, segundo Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 114), tornaram-se um meio muito importante para a realocação de recursos na economia globais e para a execução das estratégias corporativas. Surgiu, a partir desse fato, uma grande estrutura para dar sustentação a essas transações (bancos de investimento, advogados, consultores, contadores, investidores privados, entre outros). Damodaran (1997, p. 8) sustenta que

A avaliação deve desempenhar um papel central na análise de aquisições. A empresa ou indivíduo que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo antes de apresentar uma proposta, e a empresa tem que determinar o valor razoável para si mesma antes de decidir aceitar ou rejeitar a proposta.

Alguns fatores devem ser considerados na avaliação de uma aquisição. Primeiramente, os efeitos da sinergia sobre o valor agregado das duas empresas têm que ser avaliados antes que uma decisão seja tomada em relação à proposta.

Em segundo lugar, os efeitos sobre o valor decorrente da mudança da gerência e da reestruturação da empresa-alvo ao se determinar um preço equitativo, em especial no caso de aquisições hostis, devem ser avaliados (DAMODARAN, 1997, p. 8).

Schmidt e Santos (2005, p. 4) levantam alguns problemas com tendências na avaliação de aquisições. Em primeiro lugar, as empresas-alvo podem ser demasiadamente otimistas na estimação do valor, principalmente no caso de uma aquisição hostil e se os analistas estiverem tentando convencer os acionistas de que o preço oferecido é muito baixo. Por outro lado, as empresas adquirentes que tenham, por motivos estratégicos, decidido realizar uma aquisição, poderão exercer pressão sobre o analista para que ele chegue a um valor estimado que apóie a decisão de adquirir.

Ottosson e Weissenreieder (1996, apud ROSA JUNIOR, 2003, p. 30) defendem que o avaliador necessita de um método que seja o elo do *gap*¹ entre a medida de performance histórica financeira da organização e a avaliação do investimento, para que sejam tomadas as melhores decisões estratégicas.

2.2.3 A avaliação nas finanças corporativas

Relacionando a avaliação às finanças corporativas, pode-se dizer que, como esta última visa maximizar o valor da entidade, é necessário identificar o relacionamento entre tomada de decisão financeira, a estratégia da empresa e o valor dela. Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 15) comentam que o aumento da importância dada aos acionistas na maioria dos países desenvolvidos levou um número crescente de administradores a concentrar-se na criação de valor como sendo a medida mais importante do desempenho corporativo. Todos os indícios parecem apontar para que o foco no valor para o acionista é bom não somente para ele, mas também para a economia e demais partes interessadas.

Damodaran (1997, p. 9) afirma que o valor de uma empresa pode ser diretamente relacionado às decisões que a empresa toma (projetos, empreendimentos, política de financiamento e de dividendos).

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 17) chamam a atenção para a necessidade de desenvolvimento e institucionalização em toda a organização de

¹ gap: diferença, lacuna

uma filosofia de administração de valor. Esse processo apresenta dois aspectos distintos. O primeiro envolve uma reestruturação que libera o valor aprisionado na empresa, passo que pode envolver desinvestimentos e demissões, mas que ao mesmo tempo, pode alterar sensivelmente e positivamente o valor de mercado das ações da empresa. O segundo aspecto é o desenvolvimento de uma abordagem voltada para o valor à liderança e a administração da empresa após a reestruturação, envolvendo o estabelecimento de prioridades baseadas na criação de valor, planejamento escalonado, mensuração de desempenho, sistemas de remuneração por incentivo que tendam para o valor para o acionista e comunicação com os investidores no que se refere à criação de valor.

Verifica-se que a avaliação de empresas, com relação às finanças corporativas, tem sido centrada na maximização do valor da empresa, que deve nortear as suas decisões em relação às atividades de investimento, financiamento e destinação de lucro.

2.3 Valor econômico *versus* valor contábil

O método mais simples para se determinar o valor de negociação de uma empresa é o método do valor contábil, que se baseia nas informações obtidas a partir do balanço patrimonial da empresa. Nas palavras de Cornell (1994, p. 7 apud CERBASI, 2003, p. 14):

A definição do valor em que se baseia esse método é a de que a empresa vale a soma dos valores de todas as exigibilidades que investidores tenham na empresa. Assim, o valor contábil pode ser obtido por dois caminhos distintos. O primeiro caminho é através do somatório do valor de todas as ações, lucros acumulados, reservas e dívidas não operacionais de curto e longo prazo da empresa. O mesmo valor é obtido a partir da diferença entre os ativos totais líquidos e os passivos operacionais da empresa – excluindo-se dívidas não operacionais e compromissos da empresa com investidores e sócios.

A Contabilidade, no entanto, tem apresentado algumas dificuldades e deficiências em reconhecer determinados valores. Schmidt e Santos (2002, p. 9 apud MULLER, 2004, p. 2) afirmam que “existe, atualmente, uma preocupação cada vez maior por parte dos estudiosos e investidores do mundo inteiro sobre a lacuna existente entre o valor econômico da entidade e seu valor contábil”.

Na verdade, são muitas as variáveis envolvidas e os modelos aplicáveis em um processo de análise para a determinação do valor de uma empresa. O *goodwill*,

por exemplo, traduz os aspectos intangíveis, que freqüentemente não são evidenciados pela Contabilidade. Muller (2001, p. 2) destaca que “algumas vezes as marcas, patentes ou projetos tecnológicos aparecem contabilmente, porém por seus valores históricos de custos com registros ou gastos desembolsados no projeto, e não por seu valor corrente de mercado.”

Assaf Neto (2005, p. 594) comenta que freqüentemente são utilizados os balanços patrimoniais, conforme elaborados pela Contabilidade, para se definir o valor econômico das empresas. Ocorre que a informação contábil, tal como é convencionalmente apurada, segundo o autor, não tem por objetivo refletir o valor de mercado de um ativo, pois a Contabilidade costuma expressar seus valores como base no princípio do custo, voltada fundamentalmente ao objetivo do lucro, e não para referenciar os valores de venda dos ativos. O mesmo autor sustenta que

De maneira efetiva, o valor de uma empresa depende de seu desempenho esperado no futuro, do que ela seja capaz de produzir de valor (riqueza), e não do custo de seus ativos. Os ativos são dimensionados por seus custos, com o objetivo de serem confrontados com as receitas de vendas e conhecer o lucro, não revelando preocupação alguma em mensurar seu valor de realização de mercado.

A maioria dos autores concorda que o valor contábil apresenta muitas deficiências para ser utilizado na avaliação de empresas, principalmente porque, na maioria dos casos, o valor contábil está muito distante do valor de mercado. Cerbasi (2003, p 15) explica que “como o valor contábil é baseado em custos históricos, deixa-se de levar em conta outros fatores como a inflação e a curva de obsolescência, o que leva a uma divergência entre o valor contábil e o valor de mercado”.

Há situações, porém, em que o valor contábil pode ser ajustado para que se aproxime do valor de mercado. Martins (2000, p. 36) cita a possibilidade de uso, além do custo histórico, do custo histórico corrigido, do custo de reposição (valor corrente) e do valor líquido de realização. Esses ajustes levam em conta fatores como a inflação e a obsolescência, trazendo maior complexidade para o modelo, fazendo com que ele perca, portanto, sua objetividade e simplicidade.

O valor econômico, segundo Martins (2000, p.34), corresponde “ao valor presente do fluxo líquido de caixa que se espera que esse bem produzirá no futuro”. O autor afirma que esse raciocínio também se aplica ao valor da empresa como um todo, e esse critério é mais utilizado nos processos de avaliação de empresas para fins de reorganização societária (fusões, cisões, incorporações, privatizações, etc).

Para se chegar ao valor da empresa é preciso considerar as expectativas em relação às transações futuras da empresa, os caixas delas derivados, os investimentos em capital fixo, o momento de sua realização, para depois trazer todos esses fluxos a valor presente. Ainda nas palavras de Martins (2000, p. 34), “o alvo é sempre o caixa, e, no fundo, o que interessa é o futuro. Tomamos decisões hoje para procurar maximizar nossos benefícios futuros.”

Corroborando esse pensamento, Leme (2001, p. 119 apud ROSA JUNIOR, 2003, p. 34) define valor econômico da seguinte maneira

Corresponde à capacidade de um ativo de gerar fluxos líquidos de caixa para o seu detentor. É um conceito voltado para o futuro, trazendo implicitamente uma relação de troca entre fluxos de caixa no tempo. Busca determinar a equivalência entre recebimentos e desembolsos que ocorrem em diferentes momentos, baseando-se na consideração de resultados e riscos associados a expectativas futuras.

Paiva (2001, p. 2 apud PEREZ e FAMÁ, 2003, p.2) afirma que “No campo econômico, ‘valor’ pode ser entendido como a apuração feita por um indivíduo (num dado tempo e espaço), da importância de um bem, com base em sua utilidade (objetiva e subjetiva).”

A partir das definições dos autores, pode-se definir, resumidamente, que o valor econômico refere-se ao valor de determinado investimento, envolvendo estimativas de benefícios futuros, e, conseqüentemente, incertos, podendo gerar expectativas diferentes em relação ao ativo avaliado.

2.4 Modelos de avaliação de empresas

São diversas as variáveis envolvidas e os modelos aplicáveis em um processo de análise para a determinação do valor de uma empresa, ou seja, diversos fatores influenciam os efeitos de elevação e queda do valor. Assaf Neto (2005, p. 585) afirma que:

A definição do valor de uma empresa é uma tarefa complexa, exigindo uma coerência e rigor conceituais na formulação do modelo de cálculo. Existem diversos modelos de avaliação, embutindo todos eles certos pressupostos e níveis variados de subjetividade.

Cada modelo utiliza determinadas variáveis com fatores que influenciam o valor da empresa. Muller (2004, p. 75) explica que “um modelo estabelece um resultado mais preciso, quando seus parâmetros explicam melhor, através de sua oscilação, a variação do valor final da empresa.” Ainda de acordo com o autor, um

modelo será mais adequado, portanto quanto suas variáveis tiverem maior influência e representarem a melhor variação do seu resultado final.

A seguir, será feita uma rápida incursão sobre os modelos de avaliação mais conhecidos, segundo Muller e Teló (2003, p. 98-111).

2.4.1 Modelos baseados no Balanço Patrimonial

Esses modelos, também chamados de modelos baseados em ativos (FAMÁ e LEITE, 2003, p. 3) propõem-se a determinar o valor de uma empresa pela estimativa do valor de seus ativos. Baseiam-se na premissa de que o valor de uma empresa está, fundamentalmente, em seu balanço patrimonial.

O modelo do valor contábil considera como valor contábil de uma empresa, de forma líquida, o valor do patrimônio líquido. O modelo do valor contábil líquido ajustado (ou valor de livro ajustado) seria o método do valor contábil com a atualização dos valores dos ativos e passivos registrados na contabilidade, ao valor de mercado. O valor de liquidação representa o valor da empresa se essa fosse liquidada, encerrando suas atividades, com a venda de todos os ativos e o pagamento de todas as suas obrigações. Nas palavras de Martins (2000, p. 32), essa forma de avaliação evidencia o quanto sobraria pelo encerramento da empresa de forma ordenada. O modelo do valor substancial representa o valor que seria investido para se construir uma empresa em idênticas condições às da empresa que está sendo avaliada.

2.4.2 Modelos baseados na Demonstração do Resultado

Tais modelos buscam determinar o valor da empresa por meio do seu volume de lucros, vendas e outros indicadores de resultado.

O modelo do valor dos lucros apura o valor da empresa pelo resultado da multiplicação dos lucros anuais por uma taxa, que é a taxa de relação preço-lucro. Essa taxa indica o múltiplo dos lucros por ação que é pago no mercado de ações. De acordo com o modelo de dividendos, o valor de uma ação é o valor presente líquido dos dividendos esperados. Alguns autores (DAMODARAN, 1997; FAMÁ e LEITE, 2003) classificam esse modelo com um modelo baseado no fluxo de caixa. O

modelo dos múltiplos de vendas ou de receitas consiste em calcular o valor de uma empresa multiplicando seu volume de vendas por um multiplicador.

Existem outros modelos de múltiplos também utilizados para avaliação. Alguns desses são obtidos pela divisão do valor da empresa em dado momento por valores identificáveis nos registros contábeis.

2.4.3 Modelos baseados no *goodwill*

O termo *goodwill* refere-se ao valor que uma empresa possui que excede a seu valor contábil. Martins (2001, p. 124) define *goodwill* como “o resíduo existente entre a soma dos itens patrimoniais mensurados individualmente e o valor global da empresa.” A mensuração do *goodwill* pressupõe a identificação de todos os ativos que possam receber um valor específico, inclusive os intangíveis.

O modelo clássico de *goodwill* estabelece que o valor de uma empresa é igual à soma do valor de seus ativos líquidos e do valor de seu *goodwill*, que é avaliado como multiplicador da receita líquida da empresa. No modelo simplificado da união europeia, o valor da empresa é representado pelo valor dos seus ativos mais o *goodwill*, que é obtido por capitalização, pela aplicação de um coeficiente que representa um superlucro igual a diferença entre a receita líquida e os investimentos dos ativos, dada uma taxa de risco. O modelo dos peritos contábeis europeus, é semelhante ao anterior, porém o *goodwill* é calculado com base no valor total da empresa, e não com base somente em seus ativos. O método indireto calcula o valor da empresa considerando em sua fórmula pesos iguais para o valor dos ativos líquidos e o valor do retorno. No modelo da taxa de risco relativo e de risco livre, o valor de uma empresa é igual ao valor de seus ativos incrementado por um superlucro estabelecido.

Muller e Teló (2003, p 106) alertam que nesses modelos baseados no *goodwill* pode ser percebido a existência de arbitrariedades na determinação das taxas aplicadas e na utilização de parâmetros ou faixa de valores de indicadores predeterminados. Esse fato evidencia um aspecto pouco científico em sua aplicação.

2.4.4 Modelos baseados no fluxo de caixa

Os modelos de fluxo de caixa são muito aceitos no mercado de consultoria e citados nas bibliografias que versam sobre avaliação de ativos e/ou empresas. Estes têm sido mais utilizados, dado seu cunho mais científico, em relação aos demais modelos de avaliação. A respeito desse aspecto, Muller e Teló (2003, p. 106) consideram que

Os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliação de empresas. Nesses modelos, as empresas são vistas como sendo geradoras de fluxo de caixa e seu valor é obtido pelo valor presente desses fluxos, dada uma taxa de desconto. São modelos que se baseiam em cuidadosas previsões, para cada período, de cada item financeiro relacionado com a geração de fluxos de caixa correspondentes às operações corporativas, como por exemplo, o valor das vendas, os gastos com pessoal, matérias-primas, custos e despesas administrativas, comerciais, etc.

O modelo do Fluxo de Caixa Livre ou *Free Cash Flow* utiliza o fluxo operacional, ou seja, aquele gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando os empréstimos. Para calcular o fluxo de caixa futuro, deve-se prever o volume de caixa a ser recebido e que deve ser pago em cada período, desconsiderando o financiamento das operações e direcionando o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação. O *Equity Cash Flow* (ECF ou FCFE) é calculado pela subtração dos juros e pagamentos efetuados em cada período aos credores, líquidos de tributação, do fluxo de caixa livre, adicionado de novas provisões realizadas, ou seja, é o fluxo de caixa remanescente na empresa após a cobertura dos investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro após o pagamento de juros sobre financiamentos. O *Capital Cash Flow* (CCF ou FCFF) é a soma do valor do fluxo de caixa do capital de terceiros e do fluxo de caixa do capital próprio ou patrimônio líquido. O modelo, em suma, é a soma do ECF com o custo do capital de terceiros, deduzido da variação dos passivos.

2.4.5 Modelos baseados na criação do valor

O modelo de criação de valor mais largamente utilizado é o *Economic Value Added* (EVA), que tem o objetivo de atuar como fonte de informação relacionada à criação de valor do negócio ao acionista. A busca do EVA é a mensuração da criação de valor, na ótica do investidor. Sá e Costa Junior (2000, p.12) definem o

EVA como um método que “avalia o valor econômico criado pela empresa, tem sua maior aplicação relacionada com a avaliação de performance gerencial da empresa em relação ao seu histórico de atividades passadas.” Esse método tem sido muito utilizado como indicador para planos de incentivo de executivos, com o objetivo de disseminar na gerência o pensamento em termos de criação e destruição de valor.

Existem outros modelos de indicadores baseados na criação de valor, como o *Cash Flow Return on Investment* (CFROI), que tem um modelo semelhante ao uso da Taxa Interna de Retorno (TIR); o *Shareholder Value Added* (SVA), que trabalha com fluxo de caixa futuros; o *Adjusted Economic Value Added* (AEVA) e o *Refined Economic Value Added* (REVA), que são derivações do modelo EVA.

2.5 Fluxo de Caixa Descontado

A avaliação pelo método do Fluxo de Caixa Descontado baseia-se na teoria de que o valor de um negócio depende dos benefícios futuros que ele irá produzir, descontados para seu valor presente, por meio do uso de uma taxa de desconto apropriada, que reflita os riscos inerentes aos fluxos estimados.

Copeland, Koller e Murrin (1994, p. 22, apud CERBASI, 2003, p. 18) destacam que a avaliação de empresas pelo fluxo de caixa descontado

é a melhor porque é a única forma de avaliação que exige informações completas (da empresa). Para entender a criação de valor é preciso usar um ponto de vista de longo prazo, gerenciando todos os fluxos de caixa com base tanto na demonstração de resultados quanto no balanço patrimonial, e entender como comparar fluxos de caixa de diferentes períodos de tempo em uma base ajustada ao risco. É praticamente impossível tomar boas decisões sem informações completas, e nenhuma outra medida de desempenho usa informações completas.

Corroborando os autores acima, Marren (1993, p. 195 apud ROSA JÚNIOR, 2003, p. 38) afirma que “A análise do fluxo de caixa descontado é a mais importante técnica de avaliação para estimar o valor de referência para o lance inicial do processo de negociação de compra de determinada empresa alvo.”

A aplicação do método do fluxo de caixa descontado, segundo Cerbasi (2003, p. 19), exige a determinação de três componentes principais: o fluxo de caixa projetado, que são os recursos líquidos gerados pelas operações da empresas; o valor residual, que é o valor do negócio ao final do período de análise e a taxa de desconto que será utilizada para o cálculo do fluxo de caixa futuro e do valor residual, que é determinado pelo custo de capital.

O valor da empresa, então, é o somatório dos fluxos de caixa e do valor residual, descontados à taxa adequada ao formato do fluxo de caixa projetado. Cerbasi (2003, p. 30) alerta, porém, que a esse valor resultante devem ser submetidos a alguns ajustes, a saber:

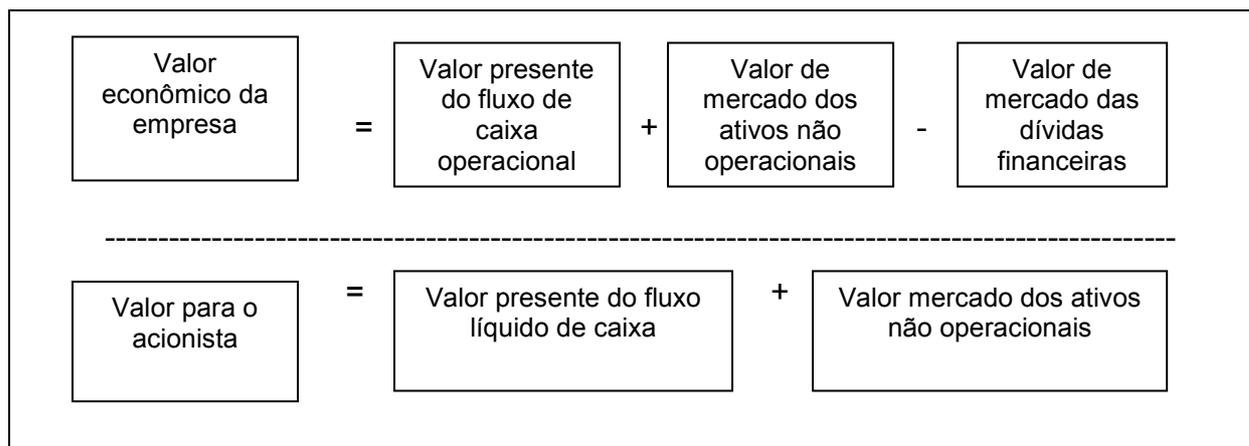
- A adição do valor presente de outros ativos da empresa que não contribuam para a formação dos fluxos de caixa, e o valor presente das participações do capital social de outras empresas.
- A dedução do valor presente das eventuais responsabilidades da empresa não refletidas nos fluxos de caixa.

A abordagem do fluxo de caixa descontando pode assumir dois caminhos: a avaliação acionária ou a avaliação da empresa com um todo, que engloba, além da participação acionária, a participação de todos os credores da empresa. O primeiro é atingido através do desconto dos fluxos de caixa do acionista, ou fluxo de caixas residuais, pois já foram deduzidos das despesas, bônus fiscais, pagamento de juros e do principal. A taxa de desconto, neste caso, é a taxa de retorno exigida pelos investidores.

Nas palavras de Damodaran (1997, p. 123), o fluxo de caixa 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 projetado.” Na segunda possibilidade o valor da empresa é obtido pelo desconto dos fluxos de caixa esperados para a empresa, também residuais, após a dedução das despesas operacionais e impostos, mas antes do pagamento de dívidas. A taxa de desconto utilizada é o custo médio ponderado de capital.

O método do fluxo de caixa se propõe a retratar o potencial econômico dos itens patrimoniais de determinado negócio, inclusive o goodwill. Neste momento, todavia, é oportuno diferenciar o valor econômico da empresa e o valor para os acionistas. O primeiro reflete o valor presente dos fluxos operacionais fornecidos pela empresa, enquanto que o segundo restringe-se aos fluxos de caixa dos sócios.

O quadro 1, apresentado por Martins (2001, p. 276) sumariza a distinção do valor econômico para a empresa e o valor econômico para os acionistas:



Quadro 1: Valor Econômico da Empresa e do Acionista
 Fonte: Martins (2001, p. 276)

Na seqüência, serão apresentadas as versões do Valor Econômico da Empresa (ou Fluxos de Caixa Líquidos da Empresa – em inglês *Free Cash Flow to the Firm (FCFF)*) e do Valor Econômico para os Acionistas (Fluxos de Caixa Líquidos dos Acionistas – em inglês *Free Cash Flow to the Equity (FCFE)*).

2.5.1 Fluxo de Caixa Líquido do Acionista (FCFE)

O fluxo de caixa livre do acionista é o fluxo de caixa remanescente aos proprietários da empresa, ou seja, após o pagamento de todas as despesas, inclusive custos de financiamento. Martinez (1999, p. 7 apud ROSA JÚNIOR, 2003, p. 44) cita que “O Valor para os Acionistas é o Valor Econômico da Empresa menos o valor dos fluxos para o capital de terceiros.”

Em relação ao tema, Martins (2001, p. 275) afirma que o valor para os acionistas “representa o fluxo líquido, após computados os efeitos de todas as dívidas para completar o financiamento da empresa – fluxos de caixa vinculados aos juros, amortizações, novos endividamentos.”

Damodaran (1997, p. 273) define o FCFE como o “fluxo de caixa residual após o pagamento de juros e principal e o atendimento das necessidades de desembolso de capital, tanto para manter os ativos já existentes quanto para criar novos ativos visando ao crescimento futuro.” O autor apresenta a seguinte equação para apuração do fluxo de caixa líquido dos acionistas:

$$\text{FCFE} = \text{Receita Líquida} + \text{Depreciação} - \text{Desembolsos de Capital} - \Delta \text{Capital de Giro} - \text{Amortização de Dívida} + \text{Novas Emissões de Dívida}$$

O referido autor(1997, p. 276) apresenta três versões do modelo do fluxo de caixa líquido do acionista. Estas são variantes do modelo de desconto de dividendos, onde os fluxos de caixa líquidos do acionista substituem os dividendos no modelo.

a) Modelo FCFE de crescimento estável

Essa versão é recomendada para empresas estáveis, com um crescimento a uma taxa inferior ou equivalente ao crescimento da economia, principalmente aquelas que pagam dividendos significativamente superiores ou inferiores ao FCFE.

Segundo Damodaran (1997, p. 277) a premissa de que a empresa esteja em estado de estabilidade implica que ela possua outras características compartilhadas por empresas estáveis, a saber: os desembolsos de capital não devem ser desproporcionais à depreciação, ou seja, um valor deve compensar o outro; e o *beta* das ações não pode ser muito diferente de um (1,0), o que quer dizer que a taxa do custo de capital do patrimônio líquido é bem próxima da taxa média de todas as ações do mercado.

A fórmula apresentada por Damodaran (1997, p. 277) para o cálculo do valor de mercado das ações desse modelo é a seguinte:

$$P_0 = \frac{\text{FCFE}_1}{r - g_n} \quad (1)$$

onde

P_0 = valor atual das ações

FCFE_1 = FCFE esperado para o próximo ano

r = custo do patrimônio líquido da empresa

g_n = taxa perpétua de crescimento do FCFE da empresa

b) Modelo FCFE de dois estágios

O modelo FCFE de dois estágios é utilizado para avaliar empresas com crescimento esperado muito mais acelerado no período inicial e com crescimento estável após esse período.

As mesmas advertências que se aplicam à taxa de crescimento no modelo de crescimento estável devem ser observadas nesse modelo. Schmidt e Santos (2005, p. 176) alertam que a taxa de crescimento utilizada no modelo não poderá ser muito superior à taxa da economia no mercado na qual a empresa opera; os desembolsos de capital devem ser compensados pela depreciação; o beta não deve ser muito diferente de um (1,0); e, embora os desembolsos de capital possam ser maiores que a depreciação na fase inicial, na fase de estabilidade essa diferença deve ser menor.

Damodaran (1997, p. 279) apresenta a fórmula a seguir para o cálculo do FCFE de dois estágios:

$$\begin{aligned} \text{Valor} &= \text{PV do FCFE} + \text{PV do Preço Final} \\ &= \sum_{t=1}^{t=n} \text{FCFE}_t / (1+r)^t + P_n / (1+r)^n \end{aligned} \quad (2)$$

onde

FCFE_t = FCFE no ano t

P_n = preço ao final do período de crescimento extraordinário

r = taxa de retorno sobre o patrimônio líquido exigida pelos investidores durante o período de crescimento acelerado

O preço final pode ser calculado utilizando-se o modelo de crescimento infinito:

$$P_n = \text{FCFE}_{n+1} / (r_n - g_n) \quad (3)$$

onde

g_n = taxa de crescimento após o ano final, para sempre

r_n = taxa de retorno sobre o patrimônio líquido exigida pelos investidores durante o período de crescimento estável.

c) Modelo FCFE de três estágios

Esse modelo é mais adequado para avaliar empresas com taxas de crescimento atuais extremamente elevadas, com pagamento de dividendos significativamente maiores ou menores que os seus FCFE, passando-se, na seqüência, para um período de transição com declínio da taxa de crescimento e, por fim, a um período de estabilidade.

Como o modelo presume que a taxa de crescimento atravessa três fases distintas, é importante que os pressupostos a respeito de outras variáveis sejam consistentes com essas suposições sobre crescimento. Schmidt e Santos (2005, p. 179) citam os principais pontos a serem verificados quando da utilização do modelo: os desembolsos de capital devem ser bem maiores que a depreciação na fase de alto crescimento, e tenderem à igualdade à medida que a empresa atinja a fase de estabilidade; à medida que a taxa de crescimento declina, visto que as empresas tornam-se maiores e mais diversificadas, o beta tende a um (1,0) no longo prazo.

O modelo de cálculo apresentado por Damodaran (1997, p. 283) é o seguinte:

$$P_0 = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \sum_{t=n1+1}^{t=n2} \frac{FCFE_t}{(1+r)^t} + \frac{P_{n2}}{(1+r)^n} \quad (4)$$

onde

P_0 = valor atual da ação

$FCFE_t$ = FCFE no ano t

P_{n2} = preço final ao término do período de transição = $FCFE_{n2+1}/(r-g_n)$

r = custo do patrimônio líquido

$n1$ = final do período inicial

$n2$ = final do período de transição

2.5.2 Fluxo de Caixa Líquido da Empresa (FCFF)

Martins (2001, p. 275) esclarece que o valor econômico da empresa representa “o valor presente dos fluxos de caixa operacionais fornecidos pela

empresa, independentemente de quais sejam os fornecedores de recursos, inclusive terceiros.”

Martinez (1999, p. 7 apud ROSA JÚNIOR, 2003, p. 41) defende que “o Valor Econômico da Empresa é igual ao valor presente dos fluxos de caixa de todos os investidores da empresa, incluindo o capital de terceiros.”

Em relação ao tema, Copeland, Koller e Murrin (2000) citam o seguinte:

O modelo DFC da entidade chega ao valor para os acionistas de uma empresa deduzindo o valor de outras participações com preferência sobre os acionistas do valor total de suas operações (o valor da entidade que está disponível para todos os investidores e credores). Os valores das operações e da dívida são iguais aos respectivos fluxos de caixa descontados a taxas que refletem o risco destes fluxos.

Damodaran (1997, p. 295) define os fluxos de caixa líquidos da empresa como “a soma dos fluxos de caixa para todos os detentores de direitos da empresa, incluindo todos os que possuem ações, bônus e ações preferências.” Segundo o autor, existem duas maneiras de medir o FCFF, que devem produzir as mesmas estimativas de fluxo de caixa. São elas:

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{Fluxos de caixa líquidos do acionista (FCFE)} + \text{Despesas de juros} \\ & \times (1 - \text{percentual de imposto}) + \text{Pagamentos de principal} - \text{Novas dívidas} \\ & + \text{Dividendos preferenciais} \end{aligned}$$

ou

$$\begin{aligned} \text{FCFF} = & \text{EBIT} \times (1 - \text{percentual de juros}) + \text{Depreciação} - \text{Desembolsos} - \\ & \Delta \text{Capital de Giro} \end{aligned}$$

Damodaran (1997, p. 301) apresenta uma versão geral do modelo de avaliação com base no FCFF, que pode ser usada para avaliar qualquer empresa, desde que existam informações suficientes para a previsão dos fluxos de caixa líquidos da empresa. Neste modelo geral, o FCFF representa o potencial de riqueza que os ativos da empresa propiciam, independentemente da forma como os ativos são financiados, devendo-se deduzir o valor de mercado das dívidas de financiamento obtidas de terceiro. A fórmula do modelo geral está descrita a seguir:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} \quad (5)$$

onde

FCFF_t = FCFF no ano t

O valor da empresa é obtido descontando-se o FCFF ao custo médio ponderado de capital (WACC), e da mesma forma que o modelo FCFE, a versão do modelo utilizada depende dos pressupostos que se assumam para o crescimento futuro. Além do modelo geral, Damodaran (1997, p. 301) apresenta três versões diferentes para a apuração do valor econômico da empresa com no FCFF.

Além da versão geral, o autor (1997, p. 298) apresenta três versões do fluxo de caixa líquido da empresa. Essas versões são apresentadas na seqüência:

a) Modelo FCFF de crescimento estável

Este modelo é indicado para empresas em situação de crescimento estável e com fluxo de caixa crescendo a uma determinada taxa.

Quando da utilização do modelo de FCFF de crescimento estável, deve ser observada a satisfação das seguintes condições (SCHMIDT e SANTOS, 2005, p. 191): a taxa de crescimento tem que ser razoável relativamente à taxa de crescimento da economia; e os desembolsos de capital e a depreciação têm que ser coerentes com os pressupostos de crescimento estável.

Damodaran (1997, p. 299) apresenta a seguinte fórmula para apuração do FCFF de crescimento estável:

$$\text{Valor da empresa} = \text{FCFF}_1 / (\text{WACC} - g_n) \quad (6)$$

onde

FCFF_1 = FCFF esperado para o próximo ano

WACC = custo médio ponderado de capital

g_n = taxa perpétua de crescimento no FCFF

b) Modelo FCFF de dois estágios

Essa versão, segundo Damodaran (1997, p. 301), é utilizada no caso de empresas que atinjam uma situação de equilíbrio e depois de n anos começam a crescer a uma taxa de crescimento estável.

Com relação à adequação do modelo, Schmidt e Santos (2005, p. 193) indicam o uso do modelo para avaliação de empresas que possuam alta alavancagem ou que estão prestes a alterá-la significativamente porque, nesses casos, a utilização do FCFE é dificultada devido à variância ocasionada pelos pagamentos da dívida, bem como fato do patrimônio líquido representar pequena parcela da empresa. Além disso, o fato do endividamento ser expressivo, torna o FCFF mais sensível às suposições de taxa de crescimento de risco.

Damodaran (1997, p. 301) apresenta a fórmula abaixo para o cálculo dessa versão do modelo:

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=\infty} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)}{(1 + \text{WACC}_n)} \quad (7)$$

onde

FCFF_{n+1} = fluxo de caixa líquido da empresas após o período de equilíbrio

WACC_n = custo médio ponderado de capital em no período de estabilidade

c) Modelo FCFF de três estágios

Por meio de exemplificações, Damodaran (1997, p. 305) apresenta esta versão do modelo, utilizado no caso de empresas que atinjam uma situação de rápido crescimento durante n anos, seguindo-se de um período de declínio e posterior estabilização.

Pode ser apresentada a seguinte fórmula para apuração do valor da empresa por essa versão, segundo Rosa Júnior (2003, p. 43):

$$\text{Valor da Empresa} = \sum_{t=1}^{t=n1} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \sum_{t=n1}^{t=n2} \frac{\text{FCFF}_t}{(1 + \text{WACC})^t} + \frac{P_{n2}}{(1 + \text{WACC})^n} \quad (8)$$

sendo

$$P_{n2} = \frac{FCFF_{t2+1}}{WACC - g_n} \quad (9)$$

onde

n1 = final do período inicial, na fase de alto crescimento;

n2 = final do período de transição

$FCFF_{t2+1}$ = fluxo de caixa líquido da empresa após o crescimento acelerado e declinante

2.5.3 Considerações na apuração do FCFF e FCFE

O Fluxo de Caixa do Acionista contempla apenas o que resta do fluxo de caixa para ser distribuído aos acionistas, após o pagamento dos credores. Já o Fluxo de Caixa da Empresa abrange todo o fluxo de caixa da empresa, tanto para acionistas quanto para terceiros.

Damodaran (1997, p. 13) alerta que, “embora as duas abordagens utilizem definições diferentes de fluxo de caixa e taxa e desconto, estas produzirão estimativas consistentes de valor, desde que o mesmo conjunto de pressuposições seja utilizada em ambas”. Póvoa (2004, p. 193) explica que por estarmos calculando números pra a mesma empresa, o mesmo valor de mercado é esperado em ambas as fórmulas. Dessa forma, tem-se que:

- Fluxo de Caixa Descontado do Acionista: valor de mercado da companhia
- Fluxo de Caixa Descontado da Empresa: valor de mercado da companhia + dívida total

O erro a ser evitado, segundo Damodaran (1997, p. 13) é a combinação equivocada dos fluxos de caixa e taxa de desconto. Póvoa (2004, p. 192-193) esclarece que o FCFE deve ser sempre descontado pelo custo de capital próprio, para chegarmos ao valor para o acionista. Valor este que, dividido pelo número total de ações emitidas, determinará o preço da ação. Em contrapartida, o FCFF deve ser

descontado pela média ponderada do custo de capital próprio e de terceiros para a determinação do valor de mercado da empresa.

Em relação à taxa de crescimento, a principal razão para a diferença da taxa no FCFF e no FCFE, de acordo com Damodaran (1997, p. 297), deve-se à existência da alavancagem. A alavancagem geralmente aumenta a taxa de crescimento do FCFE em comparação com a taxa de crescimento do FCFF. Este fato ocorrerá quando o retorno sobre os ativos ganhos por uma empresa em seus projetos for maior do que a taxa de juros após o pagamento dos impostos. Já o fluxo de caixa da empresa é apurado antes das dívidas e não é afetado por um aumento da alavancagem. As taxas de crescimento com despesas de capital, depreciação e gastos de capital serão as mesmas para efeito de cálculo do FCFE e FCFF.

Quanto ao critério de escolha da melhor abordagem a ser utilizada, Póvoa (2004, p. 216) cita duas situações possíveis:

- A empresa objeto da avaliação não tem perspectiva de mudança na sua estrutura de capital; trata-se de uma empresa madura, líder de mercado. Nesse caso, segundo o autor, a abordagem indicada é o FCFE, já que não haverá dificuldade de juros a serem pagos.
- A empresa tem perspectivas significativas de alteração da sua estrutura de capital no futuro. Neste grupo encontram-se a maioria das empresas, especialmente às empresas iniciantes e aquelas pertencentes ao setor industrial, que estão em permanente evolução. Nestes casos, o autor recomenda o uso da metodologia do FCFF, que reconhece as mudanças na estrutura de capital, na taxa de desconto de forma muito mais direta e mensurável.

2.6 Custo de Capital

A equação financeira que trata da expansão e/ou remuneração da atividade produtiva depende da harmonia entre os recursos operacionais (receitas), os recursos de terceiros e os aportes de capital feitos pelos acionistas. Estes recursos, que podem ser obtidos de vários agentes econômicos, como, por exemplo, acionista, debenturistas, bancos, etc, são representados pelo termo capital. Martins (2001, p. 361) explica que a “sua captação em níveis adequados exige uma retribuição

atraente, e seu dimensionamento, mesmo que aproximado, é tido como muito importante para a gestão de empreendimentos”

Assaf Neto (2005, p. 361), define o custo de capital como “a remuneração mínima exigida pelo proprietário de suas fontes de recursos (credores e acionistas).” Essa remuneração não pode ser superior à taxa que a empresa obtém sobre seus projetos e investimentos, porque, caso contrário, a empresa estará destruindo o valor de mercado de suas ações. Nesse sentido, Gitman (1997, p. 382), afirma que:

o custo de capital pode ser definido como a taxa de retorno que a empresa precisa obter sobre seus projetos de investimento, para manter o valor de suas ações. Ele pode ser considerado como a taxa de retorno exigida pelos fornecedores de capital do mercado para atrair seus fundos para a empresa.

De acordo com essa definição, se o risco for mantido constante, a implementação de projetos com uma taxa de retorno acima do custo de capital aumentará o valor da empresa e o inverso diminuirá o valor dela.

Cerbasi (2003, p. 6) explica que, para a construção do fluxo de caixa descontado, conforme mencionado anteriormente, há dois caminhos possíveis: “um deles projetando o fluxo de caixa gerado para a empresa, que seria descontado a taxa WACC [custo médio ponderado de capital], ou, alternativamente, pode-se projetar os fluxos de caixa para o acionista, descontados à taxa determinada pelo CAPM [custo do capital próprio]”.

Os dois caminhos possíveis, acima citados, devem produzir estimativas consistentes de valor, desde que as taxas de desconto utilizadas sejam pertinentes. Silva (2005, p. 15) afirma que “as estimativas de valor, com base tanto no fluxo de caixa descontado do acionista, como no fluxo de caixa descontado da empresa, desde que sejam aplicadas de forma consistente, deverão convergir para o mesmo valor econômico.”

2.6.1 Custo do Capital Próprio

O custo do capital próprio revela o retorno desejado pelos acionistas de uma empresa em suas decisões de aplicação de capital próprio. Nas palavras de Damodaran (1997, p.59) “o custo do patrimônio líquido é a taxa de retorno que os investidores exigem para realizar um investimento patrimonial em uma empresa.”

O custo de oportunidade do financiamento pelo capital ordinário é o de mais difícil estimativa porque não pode ser observado diretamente no mercado. Assaf Neto (2005, p. 364), acerca do assunto, afirma que:

A determinação do custo de capital próprio envolve uma dificuldade prática, principalmente ao ser dimensionado para companhias com ações bastante pulverizadas no mercado. Nessas condições, a definição do custo de capital próprio não pode ser efetuada diretamente com os proprietários de capital, requerendo a aplicação de algum método direcionado a esse cálculo.

Martins, (2005, p. 211) cita três modelos para determinação do custo de capital próprio: a abordagem dos dividendos (Modelo de Gordon, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e *Arbitrage Pricing Model* (APM).

Na abordagem dos dividendos, o custo de capital das ações ordinárias pode ser apurado por meio do fluxo de dividendos que seus titulares esperam receber, ou seja, o preço teórico de uma ação é igual ao valor presente dos fluxos futuros de dividendos que ela é capaz de proporcionar. Supõe-se que os dividendos cresçam a uma taxa média constante e cumulativa (g) por um tempo indefinido.

O APM fundamenta-se na idéia de que o retorno de um título consiste na taxa de juros dos investimentos livres de risco acrescida por um prêmio pelo risco. Nessa abordagem, o cálculo da variável destaca a influência dos fatores econômicos sobre o preço dos ativos. Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 230) afirmam que “em vez de uma medida de risco sistêmico, o APM inclui diversas dela”.

O CAPM tem como fundamento a premissa que a taxa de rendimento requerida por um investidor é igual ao retorno dos investimentos sem risco complementado por um prêmio de risco (assim como o APM), assumindo, porém, que só o risco sistemático (não-diversificável) é importante. (MARTINS, 2001, p. 212). Representa um modelo de equilíbrio de ativos financeiros, sob a hipótese de um mercado eficiente. Nas palavras de Damodaran (1997, p. 59)

o CAPM mede o risco em termos de variância não-diversificável e relaciona os retornos esperados a esta medida de risco. O risco não-diversificável para qualquer ativo é medido pelo seu beta, que pode ser utilizado para gerar um retorno esperado.

Este modelo é bastante utilizado nas várias operações de mercado de capitais, participando do processo de avaliação de tomada de decisões em condições de risco. O CAPM também possibilita a apuração da taxa de retorno requerida pelos investidores. Brigham e Houston (1997, p. 174, Apud ROSA JÚNIOR, 2003, p. 50) esclarecem que

O **modelo de precificação dos ativos de capital (CAPM)**, é uma ferramenta importante utilizada para analisar a relação entre risco e taxas de retorno. A principal conclusão CAPM é esta: *o grau de risco relevante de uma ação individual é sua contribuição ao grau de risco de uma carteira bem diversificada.* (Grifo dos autores)

Os resultados do modelo demonstram forte sensibilidade com a taxa requerida de retorno (custo de capital), a qual deve se comportar de forma condizente com o risco. Quanto maior for o risco da decisão, maior será o retorno exigido pelos proprietários de capital; da mesma forma, para níveis menores de risco, as taxas de retorno também serão menores.

Assaf Neto (2005, p. 365) esclarece que, para o modelo CAPM, um ativo deve ter uma promessa de retorno que compense o risco assumido, ou seja, o risco adicional só é aceito na expectativa de uma remuneração adicional equivalente. Esse risco é mensurado pelo coeficiente beta, que é determinado pela inclinação da reta de regressão linear entre o retorno do ativo e a taxa de retorno da carteira de mercado.

O CAPM propõe uma formulação na qual o risco de um ativo é decomposto em um fator que depende do mercado como um todo (risco sistemático, ou não-diversificável) e em uma parcela referente apenas ao risco próprio (risco diversificável, ou não-sistemático), inerente ao ativo. Neste sentido, Cerbasi (2003, p. 27) destaca que

em sua forma nominativa, o CAPM propõe que apenas a parcela referente ao risco de mercado deve ser recompensada, pois, como demonstra a Teoria dos Portfólios, o risco próprio dos ativos pode ser eliminado em uma carteira através da diversificação.

A seguir, é descrita a equação do modelo, que mostra a relação entre o retorno do ativo e seu risco sistemático:

$$K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f) \quad (10)$$

onde:

K_e = taxa de retorno mínima requerida pelos investidores do ativo (custo de capital);

R_f = taxa de retorno dos ativos livres de risco;

B = coeficiente *beta*, medida de risco sistemático (não-diversificável) do ativo;

R_m = rentabilidade oferecida pelo mercado em sua totalidade e representada pela carteira de mercado.

A diferença entre o retorno da carteira de mercado e a taxa de juros definida como livre de risco ($R_m - R_f$) é definida como o prêmio de risco de mercado.

Para a estimativa do custo do capital próprio, como ficou demonstrado na equação do modelo, é necessário, o cálculo de três variáveis fundamentais: a taxa livre de risco, o índice *beta* e o prêmio de risco, discutidas a seguir:

a) Taxa livre de risco

A taxa livre de risco é o retorno de um título ou portfólio de títulos que não apresenta risco de inadimplência e nenhuma correlação com os retornos de qualquer outro fator econômico. Para Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 220) “na teoria, a melhor estimativa da taxa livre de risco seria o retorno sobre uma carteira de beta igual a zero, construída a partir de posições compradas e vendidas de maneira a produzir uma carteira beta-zero de variância mínima.”

Vários autores recomendam, como taxa livre de risco, o uso as taxa de juros média dos títulos públicos de longo prazo emitidos pelo governo americano (*T-Bonds – Treasury Bonds*). Como justificativa, para essa escolha, podem ser citadas, entre outras: é uma taxa de longo prazo, que geralmente se aproxima da duração do fluxo de caixa da empresa objeto de avaliação; diante da estabilidade geralmente verificada na conjuntura do mercado de referência, é possível admitir-se essa taxa de juros como sustentável a longo prazo; por serem menos sensíveis a mudanças imprevistas da taxa de inflação; por aproximar-se em duração das carteiras baseadas em índices de mercado acionário (como por exemplo, o S&P 500).

b) O coeficiente *beta*

O *beta* propõe-se a medir a relação existente entre as variações de um título e as da carteira de mercado. Damodaran (2004, p. 178), afirma que “o beta de um investimento é o risco que o ativo acrescenta à carteira de investimentos do mercado.”

Em relação ao *beta*, Assaf Neto (2005, p. 368) diz que

para sua determinação, é identificada no mercado de referência uma amostra de empresas do mesmo setor e com características operacionais e financeiras semelhantes às da companhia em avaliação. O coeficiente beta médio dessa amostra é entendido como a medida do risco sistemático da empresa em avaliação, [...]

Damodaran (2000, p. 70) apresenta a seguinte fórmula para determinação do coeficiente beta:

$$\text{Beta de um ativo } i = \frac{\text{Cov}_{im}}{\delta_m^2} \quad (11)$$

onde

Cov_{im} = covariância do ativo individual com a carteira de mercado

δ_m^2 = variância do mercado

Como a covariância de um mercado consigo mesma é a sua variância, o beta de uma carteira de mercado (e, por extensão, o ativo médio nele) é um (1,0). Ativos mais arriscados que a média terão *betas* maiores do que um (1,0) e ativos mais seguros que a média terão *betas* menores que um (1,0). Da mesma forma, um ativo sem risco terá um *beta* igual a zero.

O *beta* de uma empresa, segundo Damodaran (1997, p. 69), é determinado por três variáveis: tipo de negócio, grau de alavancagem operacional e financeira da empresa.

Em relação ao tipo de negócio, como os betas medem o risco de uma empresa em relação a um índice de mercado, quanto mais sensível a condições de mercado for o negócio, mais alto será o *beta*.

O grau de alavancagem operacional é uma função da estrutura de custos da organização. Uma empresa com alto grau de alavancagem, ou seja, custos fixos elevados em relação a custos totais, também terá maior variabilidade nos lucros antes do pagamento de juros e impostos. A maior variância na receita operacional, todo o restante permanecendo constante, levará a um beta mais elevado para a empresa com alto grau de alavancagem operacional.

Quanto à alavancagem financeira, é sabido que os pagamentos de juros sobre a dívida aumenta a variância da receita líquida, com uma alavancagem mais elevada aumentando a receita nos anos bons e reduzindo a receita em tempos de queda da economia. Portanto, todo o restante permanecendo igual, um aumento da alavancagem financeira aumentará o beta da empresa.

c) Prêmio pelo risco

O prêmio pelo risco representa a diferença entre a expectativa de retorno média de mercado e o retorno médio do ativo livre de risco. O cálculo dessa variável pode basear-se em dados históricos ou em estimativas que procurem prever o futuro.

Nas palavras de Assaf Neto (2005, p. 368), “a diferença entre o retorno de mercado e a taxa livre de risco ($R_m - R_f$) indica o prêmio pelo risco no mercado acionário, determinado por variáveis de natureza política, econômica e de estrutura de mercado.”

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 221) relacionam algumas escolhas para se chegar a uma estimativa razoável:

- Medir o ágio pelo risco no período mais longo possível;
- Usar uma média aritmética das taxas de retorno, já que o CAPM se baseia nos retornos previstos, que são futuros;
- Ajustar a média aritmética histórica de retorno para menos em cerca de 1,5% a 2,0% por que a taxa histórica é distorcida para mais pela distorção da taxa de sobrevivência;
- calcular o ágio em relação aos retornos de títulos governamentais de longo prazo para condizer com a taxa de risco que usamos para calcular o custo do capital ordinário.

2.6.2 Custo Total de Capital

Apesar de o patrimônio líquido ser um componente importante e indispensável no *mix* financeiro de qualquer empresa, ele não é a única fonte de recursos da mesma. Por uma série de motivos (risco financeiro, restrições impostas por órgãos deliberativos, contratos, etc), as empresas convivem com alguns limites associados à sua estrutura de financiamento. A maioria das empresas financia parte ou grande parte de suas operações com capital de terceiros ou algum título híbrido de ações e dívida.

Damodaran (2004, p. 190) entende que

os custos dessas fontes de financiamento são geralmente muito diferentes do custo do patrimônio líquido e o custo do financiamento para uma empresa deve refletir seus custos, também, em proporção ao seu uso no

mix de financiamento. Por isso, o *custo de capital* é a média *ponderada* dos custos de diferentes componentes de financiamento – incluindo dívida, ações e títulos híbridos – usados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras. (Grifo dos autores)

A seguir, é feita uma breve incursão sobre os componentes básicos da estrutura de capital.

a) Custo de capital de terceiros

O custo de capital de terceiros é definido de acordo com os passivos onerosos identificados nos empréstimos e financiamentos mantidos pela empresa. Assaf Neto (2005, p. 362) defende que “esse custo representa [...] um custo obtido pela taxa de desconto que iguala, em determinado momento, os vários desembolsos previstos de capital e de juros, com o principal liberado para a empresa.”

Westerfield e Jordan (2000, p. 324 apud ROSA JUNIRO, 2003, P. 49) citam que

O custo de capital de terceiros normalmente pode ser observado tanto direta quanto indiretamente, porque corresponde exatamente à taxa de juros que a empresa precisa pagar para obter novos empréstimos, e essa taxa pode ser observada nos mercados financeiros. Por exemplo, se a empresa já possuir obrigações no mercado, o retorno esperado até o vencimento dessas obrigações será a taxa de retorno exigida pelo mercado para as dívidas da empresa.

O custo de capital de terceiros deve ser sempre apresentado líquido dos efeitos tributários. Gitman (1997, p. 389) lembra que

uma vez que [...] os juros incidentes sobre o débito são dedutíveis do imposto, eles reduzem o rendimento da empresa, sujeito a impostos, na importância correspondente aos juros dedutíveis. A dedução dos juros, portanto, reduz os impostos em valor igual ao produto dos juros dedutíveis pela taxa de imposto da empresa, T.

O autor apresenta ainda a seguinte fórmula para cálculo do custo de capital de terceiros:

$$K_i = K_d \times (1 - T) \quad (12)$$

onde:

K_i = custo do capital de terceiros depois dos efeitos tributários

K_d = custo do capital de terceiro antes dos efeitos tributários

T = alíquota de tributos sobre o resultado

As fontes de financiamento de curto prazo freqüentemente surgem das atividades normais da empresa, em função direta do volume das vendas. Martins (2005, p. 208) define estas como dívidas de funcionamento. Como essas fontes de recursos surgem espontaneamente, poderíamos assumir que só as dívidas de médio e longo prazo seriam relevantes para o cálculo do custo de capital. Quando, todavia, a empresa estiver financiando suas inversões de capital com fontes de curto prazo, essas devem ser incluída no cálculo do custo de capital. Nesse sentido, Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 207) destacam que

O passivo livre de juros, como contas a pagar, é excluído do cálculo do WACC para evitar incoerências e simplificar a avaliação. Esse passivo tem custo, como qualquer outra forma de endividamento, mas este custo está implícito no preço pago pelas mercadorias que geraram a dívida e surgem nos custos operacionais e no fluxo de caixa da empresa. Separar os custos implícitos de financiamento de passivo dos custos operacionais e do fluxo de caixa livre seria complexo e tomaria muito tempo, sem qualquer benefício para a avaliação.

Assaf Neto (2005, p. 363) alerta que o uso do capital de terceiro promove um maior risco financeiro às empresas. A empresa assume um compromisso de desembolso financeiro em condições fixas e previamente definidas, ficando seu retorno, porém, vinculado ao sucesso da aplicação desses recursos. Uma das grandes preocupações das empresas, em especial as brasileiras, é o alto nível das taxas de juro de mercado, que pode inviabilizar a atratividade econômica do investimento de capital. Nessas condições de altas taxas de juros reais, as empresas vêm adotando uma postura mais conservadora em relação às suas decisões financeiras, atribuindo maior prioridade à capitalização.

Este é um posicionamento, ainda segundo o autor, que provoca uma atitude mais lenta em relação aos investimentos empresariais, elevando o risco de perda de competitividade da empresas em mercados mais abertos e localizados.

b) Custo das ações preferenciais

O custo da ação preferencial é obtido dividindo-se o dividendo anual preferencial pelos recebimentos líquidos da venda da ação preferencial. Gitman (1997, p. 390) propõe a seguinte fórmula para apuração do custo de capital da ação preferencial:

$$K_p = \frac{D_p}{N_p} \quad (13)$$

onde:

K_p = custo de capital da ação preferencial

D_p = dividendo anual preferencial

N_p = recebimento líquido (livre de quaisquer despesas de emissão e venda) da venda da ação preferencial

Essa metodologia de cálculo presume que o dividendo é sempre constante e que a ação preferencial não tem características especiais, como conversibilidade, por exemplo. Em relação aos títulos conversíveis, que são títulos que podem ser convertidos em patrimônio líquido, de acordo com a opção do portador, ou seja, podem ser considerados uma combinação de uma dívida comum e uma opção de conversão, Damodaran, (1997, p. 80) esclarece que “em vez de tentar calcular o custo destes títulos individualmente, eles podem ser decompostos em seus componentes de dívida e de patrimônio líquido e tratados separadamente.”

Para Martins (2005, p. 216), as ações preferenciais, no Brasil, geralmente, assemelham-se às ordinárias, exceto quanto ao direito a voto. No caso de inexistência de características significativamente diferentes, o autor defende que o custo das ações preferenciais pode ser calculado da mesma forma que o custo das ações ordinárias.

Em relação ao risco, Damodaran (2004, p. 192) afirma que as ações preferências são mais seguras do que o patrimônio ordinário, já que os dividendos preferenciais são pagos antes dos dividendos ordinários. Em contrapartida, elas são mais arriscadas que a dívida com terceiros, visto que o pagamento dos juros é feito antes do pagamento de dividendos preferenciais. Diante do exposto, e considerando os efeitos tributários, elas devem impor um custo mais alto do que a dívida, porém mais baixo do que o patrimônio líquido ordinário.

c) Custo das ações ordinárias

O custo da ação ordinária é o nível de retorno que a empresa deve obter sobre esse tipo de capital para manter o preço da ação. Gitman (1997, p. 391) define

o custo da ação ordinária como “a taxa pela qual os investidores descontam os dividendos esperados da empresa para determinar o valor de suas ações.”

Os acionistas proporcionam uma fonte de financiamento de longo prazo, tendo como principais remunerações os recebimentos de dividendos e o aumento do valor da ação. Ambos geralmente possuem uma forte correlação com os lucros produzidos. Uma vez que a cotação da ação no mercado é parte do retorno, os modelos de apuração do custo do capital próprio tornam-se mais complexos. (MARTINS, 2005, p. 210).

As várias abordagens para cálculo do custo das ações ordinárias – Modelo de Gordon, *Capital Asset Pricing Model* (CAPM) e *Arbitrage Pricing Model* (APM) – já foram discutidas no presente trabalho.

2.6.3 Custo médio ponderado de capital (WACC)

A taxa que deve ser considerada para o desconto dos fluxos de caixa de qualquer investimento é aquele que reflete o custo do capital empregado em tal empreendimento. Ocorre que o capital empregado nos ativos e nas operações das empresas não se originam de uma fonte única, e por esse motivo, tem-se a necessidade de cálculo de uma taxa que reflita o custo médio de capital utilizado. De acordo com Cerbasi (2003, p. 25), o cálculo dessa taxa “é feita através de uma ponderação entre o custo efetivo de cada tipo de capital e sua participação percentual na empresa”.

Por definição, segundo Schmidt e Santos (2005, p. 105) “o custo médio ponderado de capital, do inglês *Weighted Average Cost of Capital* (WACC) [em português Custo Médio Ponderado de Capital (CMepC ou CMPC)], é obtido pela média ponderada de todos os custos de financiamento utilizados por uma empresa para financiar suas atividades”. Estes custos incluem o custo do patrimônio líquido (ações ordinárias), o custo da dívida (empréstimos financiamentos) e os custos de títulos híbridos, como as ações preferenciais e as debêntures conversíveis em ações.

Copeland, Koller e Murrin (2002 p. 205) lembram que, ao estimar o WACC, o princípio geral mais importante a ser considerado é que ele deve condizer com a abordagem geral da avaliação do fluxo de caixa descontado. Para atender essa premissa, a estimativa do custo de capital deve:

- compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital, uma vez que o fluxo de caixa representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital;
- ser computada após os impostos devidos pela empresa, visto que o fluxo de caixa livre é declarado após os impostos;
- utilizar taxas nominais de retorno apuradas a partir das taxas reais da inflação prevista, já que o fluxo de caixa previsto é expresso em termos nominais, a princípio;
- ajustar para o risco sistêmico suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere seu risco assumido;
- empregar as ponderações do valor de mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos de cada tipo de financiamento;
- estar sujeita a mudanças durante o período de previsão do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, do risco sistêmico ou da estrutura de capital.

Gitman (1997. p. 396) apresenta a seguinte fórmula para estimativa do WACC:

$$K_a = (w_i \times K_i) + (w_p \times K_p) + (w_s \times K_s) \quad (14)$$

onde:

K_a = custo médio ponderado de capital

w_i = proporção do capital de terceiros na estrutura de capital

K_i = custo do capital de terceiros

w_p = proporção de ações preferenciais na estrutura do capital

K_p = custo das ações preferenciais

w_s = proporção das ações ordinárias na estrutura do capital

K_s = custo das ações ordinárias

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 206) esclarece que o esquema real de ponderação pode ser mais complexo, visto que, nessa metodologia, é necessária a ponderação de valor de mercado separada para cada fonte de capital. Foram incluídos na fórmula apenas três componentes da estrutura de capital (dívida, capital

preferencial e ordinário), porém, existem outros itens possíveis, como leases, financiamentos subsidiados, participações minoritárias, etc.

Em relação à composição de ponderações baseadas em valores contábeis, de mercado e de uma estrutura meta, alguns aspectos devem ser observados. O primeiro passo no desenvolvimento de uma estimativa de WACC é a determinação da estrutura de capital que está sendo avaliada, necessária para a definição das ponderações que compõem a estrutura de capital.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 207) comentam que a abordagem tecnicamente correta à estrutura de capital é utilizar um WACC diferente para cada ano, refletindo a estrutura de capital daquele ano. Na prática, porém, geralmente é usado um só WACC para toda a previsão, a menos que se creia que as alterações previstas na estrutura de capital possam afetar de forma significativa o valor da empresa no período projetado para a avaliação.

Outro aspecto a ser considerado na estimação do WACC é o esquema de ponderação a ser utilizado. Gitman (1997, p. 397) explica que os pesos podem ser calculados a partir do valor contábil ou de mercado, e como históricos ou metas.

Os pesos de valor de mercado são baseados no uso de valores contábeis para a determinação da proporção de cada tipo de capital na estrutura financeira da empresa, enquanto os pesos de valor de mercado medem a proporção de cada tipo de capital em seu valor de mercado. Os últimos são preferíveis aos primeiros porque se aproximam mais da quantia a ser recebida da sua venda, além do fato de os custos dos vários tipos de capital serem calculados usando os preços vigentes no mercado, assim como os fluxos de caixa de investimentos de longo prazo, que são estimados em termos de valores correntes de mercado.

Assim, do ponto de vista teórico, Gitman (1997, p. 397) sugere a utilização do esquema de ponderação que leva em conta as proporções-meta de valores de mercado.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 208) indicam, para a definição da estrutura-meta o uso da combinação das três abordagens seguintes:

- estimar a estrutura de capital da empresa, com base em seu valor de mercado;
- analisar a estrutura de capital de empresas comparáveis;

- analisar a abordagem dada pela administração ao financiamento ao financiamento da empresa e suas implicações em relação à estrutura-meta de capital.

2.7 Horizonte de tempo das projeções

O horizonte de tempo se refere à delimitação do prazo de geração dos fluxos de caixa esperados. Normalmente, todo empreendimento empresarial apresenta duração indefinida, não se incorporando na avaliação uma data futura prevista para o encerramento de suas atividades operacionais.

Diante do exposto, segundo Assaf Neto (2005, p. 69), para aplicação do método do fluxo de caixa descontado na avaliação, existe a possibilidade de adotar-se a separação do horizonte de em duas grandes partes. A primeira parte descreve o período estimado, geralmente, com base no desempenho possível de se prever de mercado e da economia, e no potencial de participação da empresa, onde, com frequência, o retorno do investimento é superior ao capital investido. Na segunda parte do horizonte de projeção, a avaliação é reconhecida como valor residual e a duração dessa parte é indeterminada. Nas palavras de Assaf Neto (2005, p. 69):

a teoria do horizonte de projeção freqüentemente adotada descreve um intervalo inicial de tempo *limitado*, onde é comum o retorno esperado superar as expectativas mínimas exigidas de remuneração de capital empregado, e outro de duração *indeterminada*, (perpetuidade), onde é prevista a convergência das taxas do custo de capital (WACC) e do retorno do investimento.

A duração ideal do período explícito (primeira fase do horizonte de projeção), é definida, dentro da capacidade de previsão dos fluxos de caixa, até o momento em que os resultados demonstrem certa estabilidade em seus valores. Copeland, Koller e Murrin, alertam que “todas as abordagens ao valor contínuo [perpetuidade], baseiam-se na premissa de desempenho estável. O período de previsão explícita deve ser longo o bastante para que a empresa tenha chegado ao estado de estabilidade no fim dele.” Esse ponto varia de empresa para empresa, segundo sejam suas condições operacionais e expectativas do mercado.

2.7.1 Determinação das taxas de crescimento

Se o valor de uma empresa é determinado pelos fluxos de caixa futuros esperados, a estimativa de taxas de crescimento de lucros e fluxo de caixa é essencial para a realização de uma avaliação aceitável. As taxas de crescimento podem ser obtidas de várias formas: Damodaran (1997, p. 151) explica que elas “podem ser baseadas no crescimento passado, podem ser retiradas de estimativas feitas por outros analistas que acompanham a empresa, ou relacionadas aos dados básicos da empresas.”

Cada uma dessas abordagens fornece alguma informação relevante, logo, faz sentido misturá-las para chegar a uma taxa de crescimento composta para estimar o crescimento futuro e analisar as determinantes do crescimento.

O enfoque nas taxas históricas de crescimento pressupõe que existe um relacionamento forte entre as taxas de crescimento passados e as taxas futuras esperadas (SCHMIDT e SANTOS, 2005, p. 127). Nessa técnica, as taxas são calculadas a partir de médias geométricas ou aritméticas dos dados históricos. De acordo com Damodaran (1997, p. 151), algumas questões de estimativas relacionadas à obtenção de uma taxa média de crescimento devem ser consideradas:

- Média aritmética *versus* média geométrica: a média aritmética é a média das taxas de crescimento passadas, enquanto que a média geométrica leva em consideração o efeito composto. Essa última é uma medida que reflete melhor o crescimento real dos lucros, principalmente se o crescimento anual tiver sido inconstante.
- Período de estimativa: a duração do período de estimativa depende do bom senso do analista, mas a sensibilidade das estimativas históricas de crescimento à duração de um período é um fator que deve ser considerado ao se decidir o peso que estas taxas de crescimento histórico deverão ter nas estimativas.
- Modelos de regressão linear e logarítmico-linear: esses modelos podem auxiliar na resolução parcial de deficiências nos resultados obtidos pela utilização das médias aritmética e geométrica, como a não consideração das informações intermediárias q qualquer tendência nas taxas de crescimento que possam ter se desenvolvido ao longo do período.

- Lucros negativos: a presença de lucros negativos distorce as avaliações de crescimento histórico, devido a dificuldade que o analista tem em prever ao momento em que a empresa começará a gerar lucro.

- Lucros por ação *versus* lucro total: a taxa de crescimento baseada na receita líquida pode não ser apropriada no caso de empresas que tenham integralizado quantidades significativas de capital novo durante o período de estimativa. Os fundos levantados a partir dessas emissões de capital irão gerar receitas, que ocasionarão o crescimento da receita total líquida. Por esse motivo, deve-se preferir examinar os lucros por ação, em vez da receita total líquida. Da mesma forma, é recomendável a utilização do número real de ações em circulação no cálculo do crescimento dos lucros.

Schmidt e Santos (2005, p. 133), alertam, entretanto, que embora as taxas de crescimento histórico sejam úteis na previsão de crescimentos futuros, elas não são suficientes. Nesse sentido, Damodaran (1997, p. 159), atualizando o estudo de Little (1960), afirma que o coeficiente de correlação no crescimento de lucros, principalmente nas empresas que cresceram rapidamente, num determinado período de tempo, embora positivo, ainda não é significativamente diferente de zero.

O uso das previsões de estimativas de crescimentos dos analistas normalmente oferece melhores resultados que os modelos mecânicos, porque os analistas, além da utilização de dados históricos, podem valer-se de outras informações que possam ser úteis em sua previsão. Damodaran (1997, p. 162) cita os seguintes fatores: informações específicas da empresa que foram tornadas públicas desde o último relatório de lucros, informações macroeconômicas que podem impactar o crescimento futuro, informações reveladas por concorrentes sobre perspectivas futuras, informações particulares (privilegiadas) sobre a empresa e informações públicas sobre outros dados além dos lucros.

Ainda segundo Damodaran (1997, p.164), a capacidade dos analistas em fornecer previsões melhores sobre o crescimento futuro está relacionada com o horizonte de tempo das previsões. Dessa forma, em se tratando de previsões de curto prazo (de um a quatro trimestres), os analistas fornecem melhores previsões de lucros do que os modelos baseados puramente em dados históricos. Quanto às estimativas de longo prazo, há poucas evidências sugerindo que os analistas forneçam previsão de lucros melhores, e as taxas passadas de crescimento têm um papel significativo na determinação das previsões dos analistas.

As taxas de crescimento da empresa são determinadas também pelas decisões tomadas pela empresa quanto às linhas de produto, margens de lucro, giro dos ativos, retorno sobre o patrimônio líquido (ROE), retorno sobre os ativos (ROA), alavancagem e política de dividendos. Schmidt e Santos (2005, p. 143), quanto à utilização de dados financeiros para estimativas de crescimento, afirmam que existem benefícios na utilização destes, “contudo, deve-se avaliar o custo do aumento considerável de dados necessários para estimar o crescimento e avaliar a empresa empregando esse método”.

A análise das linhas individuais de produto e em qual estágio elas se encontrar fornecem uma complementação à análise global do crescimento da empresa. Esta afirmação decorre do fato de que à medida que os produtos atravessam diferentes fases de crescimento – ao alto crescimento para o declínio – as margens de lucro variam sistematicamente com cada fase.

O retorno sobre os ativos é uma função crescente tanto da margem de lucro antes dos impostos, quanto do giro dos ativos. Geralmente, quanto maior for o lucro, menor será o giro dos ativos, e o efeito líquido dessa variação dependerá da elasticidade da demandado produto. Decisões estratégicas que alterem as margens de lucro afetarão também a taxa de lucros da empresa.

O retorno sobre o PI é dado pela razão entre a receita líquida e o valor contábil do PL ($ROE = RL/PL$). o índice de retenção diz respeito à porcentagem do lucro que é retida pela empresa. O ROE, e, por conseqüência, as taxas de crescimento, são afetadas pelas decisões de alavancagem da empresa; um aumento da alavancagem implicará maiores retornos sobre o PI, se esta for positiva. A mudança na política de dividendos, por sua vez, levará a um aumento do índice de retenção e, conseqüentemente, a aumento da taxa de crescimento esperada. (DAMODARAN. 1997, p 167-177)

2.7.2 Escolha do método

Na prática, as três abordagens freqüentemente se sobrepõem. Os analistas utilizam em suas projeções dados históricos, estimativas de outros analistas acerca dos fundamentos, da mesma maneira que os dados históricos são utilizados em modelos fundamentais de crescimento.

Para Damodaran (1997, p. 177), se apenas uma das três abordagens for utilizada, a mais adequada dependerá da empresa que está sendo utilizada. Se a empresa estiver enfrentando uma complexa reestruturação, a taxa de crescimento dos fundamentos é a opção mais indicada, pois esta pode ser condicionada às mudanças planejadas no *mix* de ativos e passivos. Se a empresa for relativamente estável e se for atentamente acompanhada pelos analistas, suas previsões de longo prazo provavelmente serão melhores que as previsões das outras abordagens. Se uma empresa tiver estabelecido um padrão estável de crescimentos histórico e os fundamentos do negócio não sofrerem mudanças, os modelos de série cronológica baseados em dados históricos fornecerão previsões precisas do crescimento futuro.

Ainda de acordo com o autor, corroborado por Schmidt e Santos (2005, p. 146), não existem motivos que justifiquem a utilização isolada de um único modelo, já que o propósito é de se usar todas as informações disponíveis no momento da avaliação. Uma média ponderada das diversas abordagens, com peso baseado no grau informativo de cada uma delas poderia oferecer uma alternativa melhor que a utilização de qualquer das abordagens individualmente. O peso poderia ser calculado através do cálculo do erro padrão de cada abordagem.

2.8 Cálculo da Perpetuidade

Conforme citado no início do capítulo, o horizonte de tempo adotado na avaliação de empresas é normalmente separado em dois grandes intervalos: o primeiro, chamado de período explícito e o segundo, que é o período residual, ou perpetuidade, ou ainda, valor contínuo. Nas palavras de Assaf Neto (2005, p. 611):

O período explícito equivale aos fluxos de caixa de projeção previsível, sustentando geralmente um retorno de investimento acima de seu custo de oportunidade. Já o período residual é a perpetuidade da projeção, em que não é possível identificar os detalhamentos dos fluxos de caixa de cada período.

Uma boa estimativa da perpetuidade é essencial para a avaliação porque esta, muitas vezes, corresponde a uma grande parte do valor total da empresa, embora essa afirmação não seja uma constante. Atraentes resultados operacionais de caixa podem ser obtidos no período explícito, porém, nesse período, geralmente, existe a necessidade de investimentos mas elevados, direcionados para a expansão, tecnologia, desenvolvimento de produtos, etc.

Assaf Neto (2005, p. 612) afirma que:

um enfoque muitas vezes adotado na avaliação de empresas é admitir que a agregação de valor ocorre somente no período de projeção explícito, estabilizando-se na perpetuidade a taxa de retorno ao nível do custo de oportunidade do capital investido.

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 284) defendem que a estimativa dos parâmetros do valor da perpetuidade deve refletir uma previsão coerente com a situação econômica de longo prazo das empresas do setor em que ela atua. Os parâmetros do valor contínuo devem se basear na condição de estável prevista para que a empresa migre no cenário sob avaliação.

2.9 Limitações do modelo

Os modelos de fluxo de caixa precisam de alguns ajustes, em alguns casos, para retratar de uma forma mais razoável o valor da empresa. Damodaran (1997, p. 329), cita a necessidade de modificações para avaliação de empresas cíclicas, de empresas em dificuldades financeiras, empresas com opções de produtos especiais e empresas de capital fechado. Endler, (2004, p. 4) cita também os casos de empresas com ativos não utilizados ou subutilizados, empresas em processo de reestruturação e empresas envolvidas em aquisições. Póvoa (2004, p. 110) cita também o caso de empresas em começo de atividade e/ou com alto nível de investimentos.

No caso de empresas cíclicas, a dificuldade está na volatilidade dos lucros dessas entidades. Durante períodos de *booms* econômicos, seus lucros estarão inflados e durante os períodos de crises econômicas, eles serão menores. Damodaran (1997, p. 329) alerta que há duas questões a serem considerados nesse caso: “uma é relativa à ciclicidade dos lucros do ano-base, e a segunda se relaciona à incorporação dos efeitos da volatilidade dos lucros ao valor”.

Uma empresa em dificuldades financeiras possui normalmente um quadro de fluxos de caixa negativos, incapacidade de honrar passivos e alto grau de endividamento. Endler (2004, p. 4) esclarece que, nesse cenário, a abordagem do fluxo de caixa torna-se de difícil aplicabilidade, porque requer a estimativa dos fluxos de caixa até eles se tornarem positivos. Se houver indícios de falência, o método não deve ser utilizado.

No caso de empresas que possuem patentes ou opções de produtos e ainda aquelas que possuem ativos não utilizados ou subutilizados, o valor projetado da empresa não irá refletir o valor desses ativos, logo, a empresa será subavaliada. A solução, segundo Endler, (2004, p. 4) seria apurar o valor de mercado desses ativos e somá-lo ao valor obtido na avaliação pelo fluxo de caixa descontado, ou ainda, estimar o valor total como se esses ativos estivessem em plena utilização.

A avaliação de empresas de capital fechado pelo fluxo de caixa descontado, nas palavras de Damodaran (1997, p. 347), pode apresentar problemas classificáveis em duas categorias: estimação das taxas de desconto e estimação dos fluxos de caixa. No primeiro aspecto, a dificuldade encontra-se no fato de que modelos de risco e retorno, como o CAPM, utilizam parâmetros estimados com base em preços e/ou retornos passados, não sendo passíveis de utilização em empresas que não sejam negociadas na bolsa de valores. No segundo aspecto, há a dificuldade de se calcular os fluxos de caixa correntes, distinção entre a remuneração da gerência e retorno de capital, uma vez que, freqüentemente, os gerentes são os próprios donos da empresa. A ausência de rígidas exigências de divulgação de informações a que essas empresas estão sujeitas também faz com que os relatórios contábeis financeiros dessas empresas sejam menos confiáveis.

No caso de empresas em processo de reestruturação, assim, como no caso de empresas envolvidas em aquisições, o problema reside no fato de que normalmente as mudanças ocorridas na entidade se refletem na sua estrutura organizacional de capitais, dificultando uma estimativa de fluxo de caixa futuro e afetando o grau de risco da empresa. (ENDLER, 2004, p. 5)

Por fim, empresas em começo de atividades e/ou com alto nível de investimentos, segundo Póvoa, (2004, p. 110), geralmente têm fluxos de caixa muito negativos nos primeiros anos, tendo o analista que identificar, com o maior grau de precisão possível, os respectivos pontos de inflexão.

3 ESTUDO DE CASO

O presente capítulo, no qual será desenvolvido e estudo de caso, está disposto da seguinte forma: (1) histórico da organização; (2) análise do desempenho histórico, que compreende a análise econômico-financeira, a análise da evolução do setor e análise estratégica da empresa; (3) estimativa do custo de capital; (4) previsão de desempenho; (5) estimativa do valor da perpetuidade; (6) cálculo do valor da empresa e interpretação dos resultados.

3.1 Histórico da organização e estrutura atual

A empresa iniciou suas atividades em 1969, contando com um laboratório e uma pequena loja em São Paulo. Em 1974, a empresa fez a opção pela adoção do método de venda direta, onde a distribuição da empresa é feita através de revendedoras autônomas com contratos não-exclusivos e sem vínculos empregatícios – as consultoras, que realizam, atualmente, seus pedidos por telefone (70%) ou internet (30%).

Na década seguinte, a empresa entrou em um processo de ampla reorganização, com a fusão de quatro empresas, dando origem à companhia com a atual constituição, continuando-se a oferecer os mesmo serviços, porém, em uma escala bem maior. No mesmo período, iniciaram-se as atividades internacionais, com a entrada no mercado chileno.

Durante a década de 90, a empresa incorpora novas linhas de produtos e conceitos baseados na qualidade de vida, responsabilidade social e ambiental. Em 1994, a empresa já marcava presença na Argentina e Peru, além do Chile, estabelecendo centros de distribuição e trabalhando na formação de consultoras. A empresa também atua na Bolívia, por meio de um distribuidor independente. Em 1999, a empresa incorpora um fabricante nacional de produtos fitoterápicos.

Em 2000, inicia-se o terceiro ciclo na vida da empresa, representado por uma fase de grandes investimentos em infra-estrutura e capacitação, com a construção de um grande centro integrado de produção, logística, pesquisa e desenvolvimento de cosméticos, inaugurado em 2001. Nesse mesmo ano, é realizada uma reestruturação societária, que é finalizada em 2004, com a abertura do capital da

empresa, com suas ações listadas na Bovespa no Novo Mercado, que garante 100% do direito de *tag along*² no caso de mudança de controle.

O novo mercado é um segmento especial de negociação de ações que tem como propósito atrair companhias abertas dispostas a fornecer maiores informações ao mercado e aos seus acionistas a respeito de seus negócios e que se comprometam a adotar práticas de governança corporativa, tais como práticas diferenciadas de administração, transparência e proteção aos acionistas minoritários. As companhias que ingressam no Novo Mercado submetem-se, voluntariamente, a determinadas regras mais rígidas, obrigando-se, por exemplo, a:

- emitir apenas ações ordinárias,
- manter, no mínimo, 25% de ações em circulação do capital da Companhia,
- detalhar e incluir informações adicionais nas informações trimestrais e
- disponibilizar as demonstrações financeiras anuais no idioma inglês e com base em princípios de contabilidade internacionalmente aceitos.

Em abril de 2004 a empresa inaugura sua primeira loja em Paris, na França e em agosto inicia suas operações no México. As atividades na Venezuela terão início em 2006 e para 2007, está programada a inauguração das operações na Colômbia.

A estrutura acionária da empresa está representada no quadro a seguir:

Tabela 1: Estrutura Acionária da Empresa

<i>Acionistas</i>	<i>Quantidade ações</i>	<i>%</i>
Controladores	131.189.430	73,5%
Circulação	112.970.152	26,5%
Total de ações*	426.159.582	100%

Fonte: Dados da empresa

* não inclui 1.510.850 ações em tesouraria

As atividades comerciais e de marketing são conduzidas primordialmente na unidade de Itapecerica da Serra, localizada a aproximadamente 25 quilômetros da Cidade de São Paulo. Dispõem, ainda, centros de distribuição no Estado de Minas Gerais, armazéns e escritórios administrativos na Argentina, no Peru e no Chile.

² O *tag along* é previsto na legislação brasileira (Lei das S.A., Artigo 254-A) e assegura que a alienação, direta ou indireta, do controle acionário de uma companhia somente poderá ocorrer sob a condição de que o acionista adquirente se obrigue a fazer oferta pública de aquisição das demais ações ordinárias, de modo a assegurar a seus detentores o preço mínimo de 80% do valor pago pelas ações integrantes do bloco de controle. Algumas companhias, voluntariamente, estendem o direito de *tag along* também aos detentores de ações preferenciais e/ou asseguram aos detentores de ações ordinárias um preço superior aos 80%, como é o caso da empresa analisada.

A estrutura de vendas é formada por gerentes de mercado, que atuam em regiões específicas do país, gerentes de venda, responsáveis pela supervisão do trabalho das promotoras de vendas, que são o relacionamento com as consultoras. Além disso, em regiões de baixa densidade demográfica, são utilizados representantes comerciais autônomos em substituição aos promotores de vendas.

3.2 Avaliando a empresa-objeto

Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 159), descrevem quais as etapas que devem ser seguidas no processo de avaliação de uma empresa. São elas:

- a) análise do desempenho histórico;
- b) estimativa do custo de capital;
- c) previsão de desempenho;
- d) estimativa do valor contínuo;
- e) cálculo e interpretação do resultado;

Além de seguir a metodologia acima, foi necessário, para a avaliação com base no método do fluxo de caixa descontado o estabelecimento de algumas premissas, como a definição do horizonte de projeção, para o qual foi utilizado um período de 10 (dez) anos, a partir de 01 de janeiro de 2006, calculando-se, no décimo primeiro ano, o valor da perpetuidade com base nos fluxos estabilizados deste último ano projetivo.

3.2.1 Análise do desempenho histórico

Nos tópicos seguintes, será feita uma breve análise do desempenho do setor e da empresa analisada.

- a) Evolução do setor

De acordo com dados da ABIHPEC (Associação Brasileira da Indústria de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos), o setor apresentou um crescimento médio deflacionado composto de 10,7% nos últimos cinco anos. O faturamento do setor em 2005 chegou a 15,4 bilhões.

Dentre os fatores que têm contribuído para o crescimento do setor, podem ser destacados os seguintes:

- Participação crescente da mulher no mercado de trabalho;
- Utilização de tecnologia de ponta e conseqüente aumento de produtividade, favorecendo os preços praticados no setor, que tem aumentos de preços inferiores aos índices de preço da economia em geral;
- Lançamentos constantes de novos produtos atendendo cada vez mais as necessidades do mercado;
- Aumento da expectativa de vida, o que traz a necessidade de conservar uma impressão de juventude.

Com relação ao mercado mundial de Higiene Pessoal, Perfumaria e Cosméticos, conforme dados do Euromonitor Internacional, em 2005, o Brasil ocupava a quarta posição. É o segundo mercado em desodorante e em produtos infantis, terceiro em produtos para cabelo e perfumaria, quarto em higiene oral; o quinto em banho e produtos masculinos, sétimo em cosméticos cores; oitavo em proteção solar; o nono em produtos em produtos para a pele; e o décimo mercado em depilatórios.

Com relação aos canais de distribuição, os produtos são distribuídos por meio de três canais básicos, a saber: a distribuição tradicional, incluindo o atacado e as lojas do varejo, que representa 93,5% do total distribuído; a venda direta, que é uma evolução do conceito de vendas familiares com 5,8% do total distribuído; e a franquia, lojas especializadas e personalizadas, com 0,7% do total.

b) Análise econômico-financeira da empresa

Nas alíneas seguintes será feita uma breve análise do desempenho histórico da empresa analisada, com relação às contas patrimoniais e de resultado, evolução dos investimentos e financiamentos e evolução do caixa gerado e saúde financeira. As Demonstrações Contábeis e financeiras utilizadas como base para essas análises e posteriores projeções e cálculos, referem-se ao período de 01 de janeiro de 2002 a 31 de dezembro de 2005. Foram consideradas as Demonstrações Contábeis Consolidadas na análise.

- Análise das principais contas patrimoniais e de resultado:

Demonstração do Resultado do exercício:

Receita Operacional Líquida: a receita líquida da empresa teve uma variação positiva de 129,79% no período com um crescimento de 33% em 2003, em relação a 2002 e, novamente, 33% em 2004, com relação a 2003, e crescimento de 28,96% em 2005, com relação a 2004.

CPV: o CPV da empresa mostrou-se ligeiramente em queda no período em análise. Em 2002, representava 34,77% da receita líquida. Em 2005, representou 32,03%, o que demonstra uma variação negativa de 7,88%.

Lucro Bruto: o lucro bruto da empresa, em função da redução da variação negativa do CPV, aumentou no período analisado. Em 2002 e 2003 manteve-se estável, representando cerca de 65% da receita líquida. Em 2004, representava 67,49% e em 2005, 67,96%.

Despesas Operacionais: as despesas operacionais representam, na média, 46,08% da receita líquida. Em 2002, as mesmas consumiram 48,56% do total da receita líquida. Em 2005, o percentual foi de 45,10%, representando uma redução de 7,12% no período.

Despesas Financeiras Líquidas: em 2002, as despesas financeiras líquidas representavam 4,46% da receita total líquida. Em 2004, o resultado financeiro foi positivo, incrementando as receitas totais da empresa em 0,49%.

Lucro Operacional: o lucro operacional da empresa, em relação à receita líquida, teve um aumento de 91,55% no período. Em 2002, o lucro operacional representava 12,19% da receita líquida, em 2003, 17,34% em 2004, 22,34% e em 2005, 23,35%.

Participação de debêntures: consumiram, em 2002, 59,87% do lucro antes dos impostos. Em 2003 o percentual havia sido de 55,07%, e em 2004 reduziu-se a 1,82%. Em 2005, não houve participação de debêntures no resultado.

Lucro antes dos impostos: em 2002, o lucro antes dos impostos representou 5,11% da receita líquida. Em 2003, o percentual foi de 7,84%. Em 2004 e 2005, o resultado se mostrou mais elevado, devido à redução, em 2004, e a inexistência, em 2005, da participação das debêntures. Em 2004, o percentual foi de 21,89% e, em 2005, 23,29%. No período, o aumento do lucro foi de 355%.

Lucro antes dos impostos: os impostos, em 2002, representavam cerca de 57,30% do lucro antes dos impostos. Em 2003, o percentual foi de 38,74%, que é 32,39% menor. Em 2004, o percentual foi de 22,48%, aumentando ligeiramente em 2005 para 25,34% do lucro antes dos impostos. A diferença entre esse percentual e a alíquota de 34%, de acordo com as notas explicativas da empresa, decorre de diferenças temporárias na controladora e controladas, prejuízos fiscais e base negativa de contribuição social, que devem ser compensadas até o ano de 2010.

Lucro líquido: o lucro líquido do exercício, em relação à receita líquida, teve uma variação positiva de 694% no período. Além do aumento da receita líquida (129% no período), outros fatores como a redução do percentual pago em impostos e em participações de debêntures contribuíram para o resultado.

Balanço Patrimonial:

Ativo circulante: o ativo circulante da empresa, em relação ao ativo total, em 2005, representou 64,58%. Em 2002, o percentual era de 53,45% o que representa um aumento de 20,82% no período.

Contas a receber: as contas a receber da empresa têm apresentado gradativa diminuição na participação no ativo circulante. Em 2002, representava 46,23% do ativo circulante, e em 2005, 34,19%.

Aplicações financeiras: as aplicações financeiras, em contrapartida, vêm apresentando, a cada ano, maior participação no ativo circulante. Em 2002, representava apenas 3,81% do total do ativo circulante. Já em 2003, o percentual saltou para 23,36%, e em 2005, 35,70%.

Estoques: a empresa no período reduziu a quantidade de recursos aplicados em estoques. Em 2002, eles representavam 21,53% do ativo circulante, passando para 16,46% em 2005.

Ativo realizável a Longo Prazo: em 2002, representava 4,52% do total do ativo, mantendo-se estável no período. Em 2005, representava 5,33% do ativo total.

Ativo permanente: o ativo permanente também apresentou diminuição em relação ao ativo total no período analisado. Em 2002, representava 42% do ativo total, e em 2005, 27,10%, demonstrando uma variação negativa de 35,47%.

Passivo Circulante: em 2002, o passivo circulante da empresa representava 46,74% do total do passivo. Em 2005, o percentual foi de 46,35%. Em 2003, foi verificada a maior proporção do período, quando o passivo circulante representou 56,46% do total do passivo. Um fato a destacar é que em 2005, a conta Dividendos a pagar representava 30,74% do total do passivo circulante. A proporção do passivo circulante no total de capital de terceiros da empresa teve um significativo aumento no período. Em 2002 era de 55,32% e em 2005, foi de 74,51%.

Passivo exigível a Longo Prazo. mostra uma evolução de diminuição de sua participação no passivo total. Em 2002, representava 38,73% do passivo total. Em 2005, representava apenas 15,55% a proporção do PELP no total de capital de terceiros foi de 44,67% em 2002, passando para 25,01% em 2005.

Patrimônio líquido: o patrimônio líquido da empresa, em relação ao total do ativo, teve um crescimento de 170% no período. Além dos lucros, o aumento do patrimônio líquido deveu-se ao aumento de capital que a empresa realizou em 2004.

- evolução dos investimentos:

No ano de 2003, as adições de imobilizado somaram R\$ 23,9 milhões. Os investimentos em 2004 totalizaram R\$ 83,1 milhões, com destaque para a construção de um novo armazém vertical. As adições de imobilizado somaram R\$

76,9 milhões. Em 2005, a empresa estimou investimentos da ordem de R\$ 120 milhões, objetivando a flexibilização do processo logístico para suprir adequadamente os picos de demanda. Os investimentos efetivamente realizados no ano somaram R\$ 111,6 milhões com destaque para a conclusão das obras do novo armazém vertical, aquisição da terceira linha de separação de pedidos e aumento da capacidade de manufatura e automação do processo produtivo. Até o final de 2006, a empresa estima investimentos da ordem de R\$ 180 milhões. Os principais programas a serem contemplados são: ampliação da capacidade de manufatura, flexibilização e ampliação da capacidade logística, construção de um novo centro de pesquisa e desenvolvimento.

- evolução dos financiamentos:

Em 2004 a empresa captou 38,8 milhões em empréstimos de longo prazo. Em 2005, o total captado foi de R\$ 120,4 milhões. Em 2002, do total de empréstimos e financiamentos realizados pela empresa, 51,08% eram de curto prazo; em 2003, 69,48%. Em 2004, empresa inverte o perfil de suas dívidas, e os empréstimos e financiamentos de curto prazo representam 46,43% do total; em 2005 o percentual reduz ainda mais, e representa 36,44% do total de empréstimos e financiamentos.

- evolução do caixa gerado e análise da saúde financeira:

Após uma variação negativa de caixa em 2002, a empresa vem apresentando forte geração de caixa. Em 2003, apresentou uma geração bruta de caixa de R\$ 240 milhões e terminou o ano com uma variação positiva de pouco mais de R\$ 78 milhões. Em 2004, a geração bruta de caixa foi de R\$ 385,6 milhões, sendo que deste total, R\$ 99,4 milhões foram destinados ao capital de giro e ao realizável a longo prazo. Em 2005, a geração bruta de caixa foi de R\$ 483,5 milhões 25,4% superior àquela registrada em 2004, sendo que deste total, R\$ 36,3 milhões foram aplicados no capital de giro próprio e no ativo realizável a longo prazo.

A empresa apresenta boa saúde financeira, com, forte geração de caixa e baixo nível de endividamento. Em 2004, a empresa fechou o ano com uma dívida líquida de menos R\$ 97,2 milhões. Em 2005, esse valor saltou para menos R\$ 202,9 milhões.

c) Análise estratégica da empresa

Nos tópicos seguintes são analisados fatores relativos à posição competitiva e estratégica da empresa, a saber: risco do negócio, evolução competitiva da empresa e a identificação de seus pontos fortes e fracos.

- risco do negocio:

O crescimento da expectativa de vida, aliada ao fato do maior número de mulheres economicamente ativas na população dá abertura para um crescimento maior do setor, que já tem ultrapassado o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) nos últimos anos.

Em contrapartida, a empresa situa-se num ambiente de forte competição, com a presença de corporações internacionais que, por seu tamanho e participação no mercado operam com ganhos de escala e diluição de custos. Além disso, o setor demanda por altos constantes investimentos em pesquisa e desenvolvimento e marketing.

- evolução competitiva da empresa:

A empresa mantém sua trajetória de significativo incremento das vendas. Em 2004, as vendas foram superiores as de 2003 em cerca de 30%. Tal crescimento deve-se a diversos fatores, entre eles, a maior participação feminina no mercado de trabalho, aumento da expectativa de vida com maior preocupação com a aparência pessoal e estética, e maior compra de produtos por parte do público masculino.

Também em 2004, a empresa apresentava uma *share* de 18,4% nos segmentos onde atua, chegando a 21% em 2005, quando conseguiu ultrapassar, em vendas, seu principal concorrente, tornando-se líder do setor, mesmo com um número menor de consultoras (quase a metade).

Além de atuar na América Latina, a companhia vem investindo em novos mercados externos, como a França, onde inaugurou, em abril de 2005, sua primeira loja, na cidade de Paris.

A empresa tem como foco as seguintes estratégias para continuar aumentando seu crescimento nos mercados interno e externo:

- ✓ expansão no mercado brasileiro;
 - ✓ ampliação do número de consultoras;
 - ✓ aumento do investimento em inovação;
 - ✓ crescimento da presença internacional;
 - ✓ extensão do modelo de venda direta para outros mercados;
-
- pontos fortes e fracos da empresa:

Pontos fortes:

- ✓ a empresa mantém vendas com uma trajetória de forte crescimento trimestral;
- ✓ a participação da empresa nos segmentos onde atua evoluiu de 17,1% em 2003 para 21% em 2005.
- ✓ Potencial de crescimento da empresa através da expansão da renda, além do fato do maior número de mulheres economicamente na população, maior penetração nas regiões Nordeste, Norte e Centro-Oeste;
- ✓ Reduzido endividamento e forte geração de caixa;
- ✓ Listada no Novo Mercado, com *tag along* de 100%;
- ✓ Sistema de vendas diretas, que proporciona baixos custos de lançamento, maior flexibilidade, maiores margens e vendas relativamente constantes;
- ✓ A empresa possui forte reputação corporativa, sendo considerada, em 2005, pela Intebbrand, a 3ª marca mais valiosa do país, obtendo uma vantagem em relação aos seus competidores, gerando margens mais altas para a empresa.

Pontos fracos:

- ✓ O principal concorrente da empresa é uma marca internacional, que permite operar com, ganhos de escala e diluição das despesas com Pesquisa e Desenvolvimento;
- ✓ Acirrada concorrência em seu mercado, com elevado índice de despesas com Pesquisa e Desenvolvimento (cerca de 3% das receitas líquidas) e Marketing,

para incentivar o consumo de suas clientes e tornar seus produtos conhecidos, uma vez que os mesmo não estão disponíveis em prateleiras de mercado e drogarias;

- ✓ O sistema de vendas diretas não exclui a possibilidade de que as consultoras vendam também outras marcas;
- ✓ Tímida presença internacional, grande dependência ao mercado brasileiro, que corresponde 97% do total das vendas, embora, nos últimos anos, a empresa tenha expandido suas operações interacionais.

3.2.2 Estimativa do custo de capital

Nos subitens seguintes estão demonstrados os cálculos e premissas utilizados para determinação do custo de capital, tanto próprio como de terceiros.

a) Custo do capital próprio

Para o custo do capital próprio, foi adotado o modelo CAPM, utilizando-se a equação nº 10, ou seja: $K_e = R_f + \beta \times (R_m - R_f)$.

Como taxa livre de risco foram utilizados a taxa média anual geométrica dos rendimentos da caderneta de poupança e do CDI (considerando a rentabilidade de janeiro de 2001 a dezembro de 2005), que foi de 9,12% e 18,71%, respectivamente, conforme os Apêndices A e B.

O *beta* foi obtido por meio de dados divulgados pela Base de Dados Económica. Como a empresa abriu seu capital apenas em maio de 2004, ainda não se tem uma base de dados suficientemente longa para as ações da empresa no mercado brasileiro para cálculo do seu *beta*. O beta da empresa considerando-se os últimos 24 meses, é igual a 1(um), porém, optou-se por utilizar o beta do setor de cosméticos internacional, que é 0,7.

Como média de retorno de mercado, foi utilizada a média anual geométrica da rentabilidade do IBOVSPA – Índice da Bolsa de Valores de São Paulo, do período de 01 de janeiro de 2001 a 31 de dezembro de 2005 (60 meses), informação obtida junto à Base de Dados Económica, sendo a média igual a 25,18%.

A partir desses dados, podemos calcular o custo do capital próprio:

- Considerando-se a taxa anual (geométrica) do CDI como taxa livre de risco:

- $K_e = [18,71\% + 0,7 \times (25,18\% - 18,71\%)] = 23,24\%$ ao ano
- Considerando a taxa anual (geométrica) dos rendimentos da caderneta de poupança:
 - $K_e = [9,12\% + 0,7 \times (25,18\% - 9,12\%)] = 20,36\%$ ao ano

Cabe aqui ressaltar que a taxa média do anual dos rendimentos da caderneta de poupança, CDI e Média de retorno do mercado já embutem a inflação do período.

b) Custo médio ponderado de capital

O custo médio ponderado de capital foi obtido utilizando-se a fórmula nº 14, ou seja: $WACC = (w_i \times K_i) + (w_p \times K_p) + (w_s \times K_s)$

A proporção de utilização de capital da empresa, em 31 de dezembro de 2005 era a seguinte (passivo oneroso):

Tabela 2: Proporção do Capital Próprio e de Terceiros da Empresa

<i>Capital</i>	<i>em mil R\$</i>	<i>%</i>
Capital Próprio	521.389	73,55
Capital de Terceiros	187.465	26,45
Total	708.854	100,00

Fonte: Dados da empresa

O custo das ações ordinárias é o próprio custo de capital apurado anteriormente pelo CAPM. O como a empresa não emite ações preferenciais, o custo destas será igual a zero na fórmula. O custo do capital de terceiros foi calculado a partir dos dados constantes no Anexo F, e apresenta a taxa média ponderada dos recursos de terceiros que a empresa possuía em 31 de dezembro de 2005, que se situou em 14,52%.

Substituindo-se os valores apurados na fórmula tem-se:

- Considerando-se a taxa anual (geométrica) do CDI como taxa livre de risco:
 $WACC = [0,2645 \times (14,52\% \times 1 - 0,34)] + (0,7355 \times 23,24\%) = 19,63\%$ ao ano

- Considerando a taxa anual (geométrica) dos rendimentos da caderneta de poupança:

$$WACC = [0,2645 \times (14,52\% \times 1 - 0,34)] + (0,7355 \times 20,36\%) = 17,51\% \text{ ao ano}$$

3.2.3 Previsão de desempenho

A seguir são apresentadas as projeções para a Demonstração do Resultado do Exercício e para a Demonstração de Fluxo de Caixa da empresa analisada, elaboradas a partir das Demonstrações Contábeis publicadas e partir de expectativas do setor e desempenho da empresa.

a) Projeção da Demonstração do Resultado

A Demonstração do Resultado oferece informações sobre as atividades operacionais e não operacionais de uma empresa ao longo de um período de tempo específico. Sua projeção foi necessária por que as projeções do Fluxo de Caixa da empresas foram elaboradas a partir do lucro projetado na DRE. Na seqüência, são apresentadas as projeções da Demonstração do Resultado:

Demonstração do Resultado do Exercício**(R\$) em mil**

Ano	2002	2003	2004	2005	2006P
Vendas Brutas no Mercado interno	1.375.186	1.860.287	2.472.046	3.149.654	3.685.095
Vendas Brutas no Mercado externo	34.972	47.876	66.782	92.616	120.401
Outras Vendas	1.022	1.957	829	1.341	1.300
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	1.411.180	1.910.120	2.539.657	3.243.611	3.806.796
Impostos sobre vendas, devoluções e abatimentos	(418.041)	(581.210)	(769.993)	(961.447)	(1.142.039)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	993.139	1.328.910	1.769.664	2.282.164	2.664.757
Custo dos Produtos Vendidos	(345.346)	(458.405)	(575.260)	(731.134)	(891.095)
LUCRO BRUTO	647.793	870.505	1.194.404	1.551.030	1.773.662
RECEITA (DESPESAS) OPERACIONAIS					
Com vendas	(321.859)	(403.018)	(535.909)	(709.190)	(879.370)
Administrativas e gerais	(146.135)	(182.890)	(216.900)	(276.144)	(359.742)
Participação dos colaboradores no lucro	(11.498)	(20.466)	(31.594)	(28.577)	(39.971)
Remuneração dos administradores	(2.850)	(3.589)	(11.818)	(12.289)	(15.989)
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
Outras Despesas Operacionais Líquidas	0	0	0	(3.220)	(3.317)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS	165.451	260.542	398.183	521.610	478.590
Despesas financeiras	(134.004)	(64.439)	(38.156)	(43.453)	(45.301)
Receitas financeiras	89.660	34.339	35.414	54.714	53.295
LUCRO OPERACIONAL	121.107	230.442	395.441	532.871	486.585
Resultado não operacional	5.518	1.455	(868)	(1.242)	1.215
LUCRO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES DAS DEBÊNTURES	126.625	231.897	394.573	531.629	487.800
Participação das debêntures	(75.817)	(127.709)	(7.178)	0	0
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	50.808	104.188	387.395	531.629	487.800
Imposto de renda e contribuição social	(29.116)	(40.364)	(87.102)	(134.747)	(134.747)
LUCRO LÍQUIDO ANTES DA PARTICIPAÇÃO DOS MINORITÁRIOS	21.692	63.824	300.293	396.882	323.592
Participação dos minoritários	49	60	1	(1)	(1)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	21.741	63.884	300.294	396.881	323.591

Demonstração do Resultado do Exercício**(R\$) em mil**

Ano	2007P	2008P	2009P	2010P	2011P
Vendas Brutas no Mercado interno	4.274.710	4.744.929	5.266.871	5.846.226	6.430.849
Vendas Brutas no Mercado externo	150.501	173.076	199.038	228.893	263.227
Outras Vendas	1.326	1.353	1.380	1.407	1.435
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	4.426.537	4.919.357	5.467.288	6.076.527	6.695.512
Impostos sobre vendas, devoluções e abatimentos	(1.327.961)	(1.475.807)	(1.640.186)	(1.822.958)	(2.008.653)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	3.098.576	3.443.550	3.827.101	4.253.569	4.686.858
Custo dos Produtos Vendidos	(1.036.164)	(1.151.523)	(1.279.783)	(1.422.393)	(1.567.285)
LUCRO BRUTO	2.062.412	2.292.027	2.547.319	2.831.175	3.119.573
RECEITA (DESPESAS) OPERACIONAIS					
Com vendas	(1.022.530)	(1.136.372)	(1.262.943)	(1.403.678)	(1.546.663)
Administrativas e gerais	(418.308)	(464.879)	(516.659)	(574.232)	(632.726)
Participação dos colaboradores no lucro	(46.479)	(51.653)	(57.407)	(63.804)	(70.303)
Remuneração dos administradores	(18.591)	(20.661)	(22.963)	(25.521)	(28.121)
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
Outras Despesas Operacionais Líquidas	(3.416)	(3.519)	(3.624)	(3.733)	(3.845)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS	556.504	618.462	687.347	763.941	841.760
Despesas financeiras	(52.676)	(58.540)	(91.850)	(102.086)	(112.485)
Receitas financeiras	61.972	68.871	76.542	85.071	93.737
LUCRO OPERACIONAL	565.800	628.792	672.039	746.927	823.012
Resultado não operacional	1.215	1.215	1.215	1.215	1.215
LUCRO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES DAS DEBÊNTURES	567.015	630.007	673.254	748.142	824.227
Participação das debêntures	0	0	0	0	0
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	567.015	630.007	673.254	748.142	824.227
Imposto de renda e contribuição social	(189.578)	(204.406)	(222.252)	(254.386)	(280.237)
LUCRO LÍQUIDO ANTES DA PARTICIPAÇÃO DOS MINORITÁRIOS	377.437	425.601	451.002	493.774	543.990
Participação dos minoritários	(1)	(1)	(1)	(1)	(1)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	377.436	425.600	451.001	493.772	543.990

Demonstração do Resultado do Exercício**(R\$) em mil**

Ano	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Vendas Brutas no Mercado interno	7.073.934	7.781.327	8.559.460	9.415.406	10.356.947
Vendas Brutas no Mercado externo	302.711	348.118	400.336	460.386	529.444
Outras Vendas	1.464	1.493	1.523	1.554	1.585
RECEITA OPERACIONAL BRUTA	7.378.109	8.130.939	8.961.319	9.877.346	10.887.975
Impostos sobre vendas, devoluções e abatimentos	(2.213.433)	(2.439.282)	(2.688.396)	(2.963.204)	(3.266.393)
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	5.164.677	5.691.657	6.272.923	6.914.142	7.621.583
Custo dos Produtos Vendidos	(1.727.068)	(1.903.290)	(2.097.666)	(2.312.089)	(2.548.657)
LUCRO BRUTO	3.437.609	3.788.367	4.175.258	4.602.053	5.072.926
RECEITA (DESPESAS) OPERACIONAIS					
Com vendas	(1.704.343)	(1.878.247)	(2.070.065)	(2.281.667)	(2.515.122)
Administrativas e gerais	(697.231)	(768.374)	(846.845)	(933.409)	(1.028.914)
Participação dos colaboradores no lucro	(77.470)	(85.375)	(94.094)	(103.712)	(114.324)
Remuneração dos administradores	(30.988)	(34.150)	(37.638)	(41.485)	(45.729)
Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0	0	0
Outras Despesas Operacionais Líquidas	(3.960)	(4.079)	(4.201)	(4.327)	(4.457)
LUCRO OPERACIONAL ANTES DOS EFEITOS FINANCEIROS	927.576	1.022.222	1.126.617	1.241.780	1.368.836
Despesas financeiras	(123.952)	(96.758)	(106.640)	(117.540)	(129.567)
Receitas financeiras	103.294	113.833	125.458	138.283	152.432
LUCRO OPERACIONAL	906.917	1.039.297	1.145.436	1.262.522	1.391.701
Resultado não operacional	1.215	1.215	1.215	1.215	1.215
LUCRO ANTES DAS PARTICIPAÇÕES DAS DEBÊNTURES	908.132	1.040.512	1.146.651	1.263.737	1.392.916
Participação das debêntures	0	0	0	0	0
LUCRO ANTES DO IMPOSTO DE RENDA E DA CONTRIBUIÇÃO SOCIAL	908.132	1.040.512	1.146.651	1.263.737	1.392.916
Imposto de renda e contribuição social	(308.765)	(353.774)	(389.861)	(426.671)	(834.067)
LUCRO LÍQUIDO ANTES DA PARTICIPAÇÃO DOS MINORITÁRIOS	681.099	780.384	859.988	834.067	919.325
Participação dos minoritários	(1)	(1)	(2)	(2)	(2)
LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	599.366	686.736	756.788	947.801	919.323

b) Projeção do Fluxo de Caixa

A Demonstração do Fluxo de Caixa foi elaborada para facilitar a determinação do FCFF e do FCFE, com base na Demonstração do Resultado do Exercício, nas próprias Demonstrações de Fluxo de Caixa publicadas pela empresa e em expectativas futuras de investimento e financiamento.

Demonstração do Fluxo de Caixa				
(R\$) em mil				
Ano	2002	2003	2004	2005
ATIVIDADES OPERACIONIAS				
Lucro Líquido do exercício	21.741	63.884	300.294	396.881
Ajustes do Lucro Líquido				
Depreciação e Amortizações	28.263	33.673	34.340	44.035
Variações monetárias cambiais líquidas	93.004	(14.076)	8.835	3.920
Provisão decorrente de contratos de "swap" e "forward"	(52.629)	36.581	4.243	12.064
Provisão para contingências	10.223	16.551	31.570	21.638
Provisão para perda na realização de estoques	-	-	7.007	1.943
Provisões Diversas	5.375	3.350	1.420	11.794
Lucros não realizados nas controladas	-	1.278	-	-
Imposto de renda e Contribuição social diferidos	3.925	(3.528)	(9.634)	(12.150)
Valor do resultado na venda e baixa do ativo permanente	1.694	1.596	1.828	2.242
Resultado da equivalência patrimonial	-	-	-	-
Remuneração de Debêntures, líquidas de impostos	60.654	102.170	5.743	-
Participação dos Minoritários	(49)	(60)	(1)	1
Total	172.201	241.419	385.645	482.368
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS				
Circulante				
Contas a receber	(35.127)	(23.042)	(68.455)	(66.198)
Estoques	(24.851)	(6.684)	(49.715)	(32.289)
Outros ativos	(29.721)	1.304	532	(212)
Realizável a Longo Prazo				
Depósitos Judiciais	(2.814)	(11.296)	(9.073)	(2.688)
Outros ativos	22.654	3.934	115	(1.615)
Subtotal	(69.859)	(35.784)	(126.596)	(103.002)
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS				
Circulante				
Fornecedores	14.886	4.417	31.476	51.216
Salários, encargos e participações, líquidos	3.206	8.498	24.044	7.122
Obrigações tributárias líquidas	17.373	6.183	(20.705)	14.068
Outros passivos	10.598	(21.769)	(6.213)	(5.910)
Exigível a Longo Prazo				

Obrigações tributárias	(6.697)	-	(1.448)	1.346
Outros passivos	(393)	(1.432)	-	-
Subtotal	38.973	(4.103)	27.154	67.842
CAIXA LÍQUIDO GERADO NAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	141.315	201.532	286.203	447.208
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO				
Adições de Imobilizado	(25.230)	(23.891)	(76.886)	(111.636)
Investimento	-	-	(6.179)	-
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	(25.230)	(23.891)	(83.065)	(111.636)
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO				
Redução - Empréstimos de curto prazo	(116.772)	(82.458)	(47.898)	(75.104)
Captações - Empréstimos de longo prazo	-	-	38.768	120.366
Pagamento de dividendos	-	(9.103)	(130.003)	(203.812)
Pagamento de juros sobre o capital próprio	-	(3.292)	(11.403)	(30.129)
Remuneração de Debêntures	-	(4.080)	-	-
Outras	-	-	-	717
Vendas de ações em tesouraria pelo exercício de compra de ações	-	-	630	4.929
Amortização de valores a receber dos acionistas	-	-	-	2.288
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	(116.772)	(98.933)	(149.906)	(180.745)
Incorporação empresas grupo	-	-	42.269	-
AUMENTO LÍQUIDO NAS DISPONIBILIDADES	(687)	78.708	95.501	154.827
Saldo Inicial do Caixa	58.090	57.403	136.111	231.612
Saldo Final do Caixa	57.403	136.111	231.612	386.439
VARIAÇÃO NO CAIXA	(687)	78.708	95.501	154.827

Demonstração do Fluxo de Caixa

(R\$) em mil

Ano	2006P	2007P	2008P	2009P
ATIVIDADES OPERACIONIAS				
Lucro líquido do exercício	323.591	377.436	425.600	451.001
Ajustes do Lucro Líquido				
Depreciação e Amortizações	51.235	59.612	69.358	80.698
Variações monetárias cambiais líquidas	4.116	4.322	4.538	4.765
Provisão decorrente de contratos de "swap" e "forward"	12.667	13.301	13.966	14.664
Provisão para contingências	19.996	20.996	22.046	23.148
Provisão para perda na realização de estoques	2.060	2.183	2.314	2.453
Provisões Diversas	5.485	5.759	6.047	6.350
Lucros não realizados nas controladas	-	-	-	-
Imposto de renda e Contribuição social diferidos	(14.580)	(17.496)	(20.995)	(25.194)
Valor do resultado na venda e baixa do ativo permanente	2.489	2.762	3.066	3.404
Resultado da equivalência patrimonial				
Remuneração de Debêntures, líquidas de impostos	-	-	-	-
Participação dos Minoritários	1	2	2	2

Total	407.059	468.876	525.941	561.289
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS				
Circulante				
Contas a receber	(66.619)	(77.464)	(86.089)	(95.678)
Estoques	(40.456)	(47.042)	(52.279)	(58.102)
Outros ativos	541	557	574	591
Realizável a Longo Prazo				
Depósitos Judiciais	(6.468)	(6.791)	(7.131)	(7.488)
Outros ativos	812	823	833	844
Subtotal	(112.190)	(129.918)	(144.092)	(159.832)
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS				
Circulante				
Fornecedores	57.102	66.398	73.790	82.009
Salários, encargos e participações, líquidos	8.200	8.610	9.041	9.493
Obrigações tributárias líquidas	16.919	18.442	20.101	21.911
Outros passivos	(6.206)	(6.516)	(6.842)	(7.184)
Exigível a Longo Prazo				
Obrigações tributárias	(1.700)	(1.751)	(1.804)	(1.858)
Outros passivos				
Subtotal	74.315	85.183	94.287	104.371
CAIXA LÍQUIDO GERADO NAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	369.185	424.141	476.137	505.829
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO				
Adições de Imobilizado	(180.000)	(261.000)	(378.450)	(153.084)
Investimento	-	-	-	-
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	(180.000)	(261.000)	(378.450)	(153.084)
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO				
Redução - Empréstimos de curto prazo	(80.558)	(92.642)	(106.538)	(117.192)
Captações - Empréstimos de longo prazo	194.400	281.880	408.726	154.615
Pagamento de dividendos	(161.795)	(188.718)	(178.752)	(189.420)
Pagamento de juros sobre o capital próprio	(24.269)	(28.308)	(26.813)	(28.413)
Remuneração de Debêntures	-	-	-	-
Outras	-	-	-	-
Vendas de ações em tesouraria pelo exercício de compra de ações	1.400	1.456	1.514	1.575
Amortização de valores a receber dos acionistas	-	-	-	-
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	(95.121)	(53.830)	75.483	(204.888)
Incorporação empresas grupo				
AUMENTO LÍQUIDO NAS DISPONIBILIDADES	118.362	136.810	195.824	173.909
Saldo Inicial do Caixa	386.439	504.801	641.611	837.435
Saldo Final do Caixa	504.801	641.611	837.435	1.011.345
VARIAÇÃO NO CAIXA	118.362	136.810	195.824	173.909

Demonstração do Fluxo de Caixa

(R\$) em mil

Ano	2010P	2011P	2012P	2013P
ATIVIDADES OPERACIONIAS				
Lucro Líquido do exercício	493.772	543.989	599.366	686.736
Ajustes do Lucro Líquido				
Depreciação e Amortizações	93.892	109.244	127.105	147.887
Variações monetárias cambiais líquidas	5.003	5.253	5.516	5.792
Provisão decorrente de contratos de "swap" e "forward"	15.397	16.167	16.975	17.824
Provisão para contingências	24.305	25.521	26.797	28.136
Provisão para perda na realização de estoques	2.600	2.756	2.922	3.097
Provisões Diversas	6.667	7.000	7.350	7.718
Lucros não realizados nas controladas	-	-	-	-
Imposto de renda e Contribuição social diferidos	(30.233)	(36.280)	(43.536)	(52.243)
Valor do resultado na venda e baixa do ativo permanente	3.778	4.193	4.655	5.167
Resultado da equivalência patrimonial				
Remuneração de Debêntures, líquidas de impostos	-	-	-	-
Participação dos Minoritários	3	4	5	6
Total	615.185	677.847	747.154	850.120
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS				
Circulante				
Contas a receber	(106.339)	(117.171)	(129.117)	(142.291)
Estoques	(64.577)	(71.155)	(78.409)	(86.409)
Outros ativos	609	627	646	665
Realizável a Longo Prazo				
Depósitos Judiciais	(7.862)	(8.255)	(8.668)	(9.101)
Outros ativos	855	866	877	889
Subtotal	(177.314)	(195.088)	(214.670)	(236.248)
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS				
Circulante				
Fornecedores	91.148	100.433	110.672	121.964
Salários, encargos e participações, líquidos	9.967	10.466	10.989	11.538
Obrigações tributárias líquidas	23.883	26.032	28.375	30.929
Outros passivos	(7.543)	(7.920)	(8.316)	(8.732)
Exigível a Longo Prazo				
Obrigações tributárias	(1.913)	(1.971)	(2.030)	(2.091)
Outros passivos				
Subtotal	115.541	127.039	139.689	153.608
CAIXA LÍQUIDO GERADO NAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	553.413	609.799	672.174	767.480
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO				
Adições de Imobilizado	(170.143)	(187.474)	(206.587)	(227.666)
Investimento				
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	(170.143)	(187.474)	(206.587)	(227.666)
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO				

Redução - Empréstimos de curto prazo	(128.911)	(141.802)	(155.982)	(171.580)
Captações - Empréstimos de longo prazo	171.844	189.349	208.653	229.943
Pagamento de dividendos	(207.384)	(228.475)	(251.734)	(288.429)
Pagamento de juros sobre o capital próprio	(31.108)	(34.271)	(37.760)	(43.264)
Remuneração de Debêntures	-	-	-	-
Outras	-	-	-	-
Vendas de ações em tesouraria pelo exercício de compra de ações	1.638	1.703	1.771	1.842
Amortização de valores a receber dos acionistas	-	-	-	-
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	(226.443)	(249.325)	(274.528)	(316.720)
Incorporação empresas grupo	-	-	-	-
AUMENTO LÍQUIDO NAS DISPONIBILIDADES	189.349	208.828	230.535	268.325
Saldo Inicial do Caixa	1.011.345	1.200.694	1.409.522	1.640.057
Saldo Final do Caixa	1.200.694	1.409.522	1.640.057	1.908.057
VARIAÇÃO NO CAIXA	189.349	208.828	230.535	268.325

Demonstração do Fluxo de Caixa

Ano	2014P	2015P	2016P
ATIVIDADES OPERACIONIAS			
Lucro Líquido do exercício	756.788	834.065	919.323
Ajustes do Lucro Líquido			
Depreciação e Amortizações	172.066	200.199	232.932
Variações monetárias cambiais líquidas	6.081	6.385	6.705
Provisão decorrente de contratos de "swap" e "forward"	18.715	19.651	20.634
Provisão para contingências	29.543	31.020	32.571
Provisão para perda na realização de estoques	3.283	3.480	3.688
Provisões Diversas	8.104	8.509	8.934
Lucros não realizados nas controladas	-	-	-
Imposto de renda e Contribuição social diferidos	(62.691)	(75.230)	(90.276)
Valor do resultado na venda e baixa do ativo permanente	5.735	6.366	7.066
Resultado da equivalência patrimonial			
Remuneração de Debêntures, líquidas de impostos	-	-	-
Participação dos Minoritários	7	9	12
Total	937.631	1.034.455	1.141.589
(AUMENTO) REDUÇÃO DOS ATIVOS			
Circulante			
Contas a receber	(156.823)	(172.854)	(190.540)
Estoques	(95.234)	(104.969)	(115.709)
Outros ativos	685	706	727
Realizável a Longo Prazo			
Depósitos Judiciais	(9.556)	(10.034)	(10.536)
Outros ativos	900	912	924
Subtotal	(260.028)	(286.238)	(315.133)
AUMENTO (REDUÇÃO) DOS PASSIVOS			
Circulante			
Fornecedores	134.420	148.160	163.320

Salários, encargos e participações, líquidos	12.115	12.721	13.357
Obrigações tributárias líquidas	33.712	36.746	40.053
Outros passivos	(9.168)	(9.627)	(10.108)
Exigível a Longo Prazo			
Obrigações tributárias	(2.154)	(2.218)	(2.285)
Outros passivos			
Subtotal	168.925	185.782	204.337
CAIXA LÍQUIDO GERADO NAS ATIVIDADES OPERACIONAIS	846.529	933.999	1.030.793
ATIVIDADES DE INVESTIMENTO			
Adições de Imobilizado	(250.917)	(276.566)	(304.863)
Investimento			
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE INVESTIMENTO	(250.917)	(276.566)	(304.863)
ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO			
Redução - Empréstimos de curto prazo	(188.738)	(207.612)	(228.374)
Captações - Empréstimos de longo prazo	253.426	279.331	307.912
Pagamento de dividendos	(317.851)	(350.307)	(386.116)
Pagamento de juros sobre o capital próprio	(47.678)	(52.546)	(57.917)
Remuneração de Debêntures	-	-	-
Outras	-	-	-
Vendas de ações em tesouraria pelo exercício de compra de ações	1.916	1.993	2.072
Amortização de valores a receber dos acionistas	-	-	-
CAIXA LÍQUIDO UTILIZADO NAS ATIVIDADES DE FINANCIAMENTO	(298.925)	(329.142)	(362.422)
Incorporação empresas grupo	-	-	-
AUMENTO LÍQUIDO NAS DISPONIBILIDADES	296.687	328.292	363.507
Saldo Inicial do Caixa	1.908.382	2.205.070	2.533.361
Saldo Final do Caixa	2.205.070	2.533.361	2.896.868
VARIAÇÃO NO CAIXA	296.687	328.292	363.507

3.2.4 Estimativa do valor da perpetuidade

A perpetuidade para o FCFE foi calculada conforme a equação nº 3, ou seja: $P_n = FCFE_{n+1} / (r_n - g_n)$. A taxa de crescimento na perpetuidade (g_n) é estimada em 5% ao ano. Substituindo os valores na equação, tem-se que:

- Considerando-se o CAPM calculado a partir da taxa média anual (geométrica) do CDI:

$$P_{10} = FCFE_{11} / (0,2324 - 0,05)$$

$$P_{10} = 1.518.810 / 0,1824$$

$$P_{10} = 8.326.810$$

- Considerando o CAPM calculado a partir da taxa média anual (geométrica) dos rendimentos da caderneta de poupança:

$$P_{10} = \text{FCFE}_{11}/(0,2036 - 0,05)$$

$$P_{10} = 1.518.810/0,1536$$

$$P_{10} = 9.887.087$$

A perpetuidade para o FCFF foi calculada segundo a equação nº 07, onde $\frac{\text{FCFF}_{n+1}/(\text{WACC} - g_n)}{(1 + \text{WACC}_n)}$. Substituindo os valores na equação, tem-se que:

- Considerando-se o WACC calculado a partir da taxa média anual (geométrica) do CDI:

$$\frac{\text{FCFF}_{11}/(0,1963 - 0,05)}{(1 + 0,1963)} =$$

$$\frac{1.524.786/(0,1963 - 0,05)}{(1 + 0,1963)} = 8.712.132$$

- Considerando-se o WACC calculado a partir da taxa média anual (geométrica) dos rendimentos da caderneta de poupança:

$$\frac{\text{FCFF}_{11}/(0,1751 - 0,05)}{(1 + 0,1751)} =$$

$$\frac{1.524.786/(0,1751 - 0,05)}{(1 + 0,1751)} = 10.372.340$$

3.2.5 Cálculo do valor da empresa e interpretação dos resultados

Nos tópicos seguintes, será apresentado o cálculo do FCFE e do FCFF e com a respectiva interpretação dos valores apurados.

a) Cálculo do FCFE

O FCFE foi apurado conforme o modelo descrito por Damodaran (1997, p. 273) e discutido no tópico 2.5.1. A partir de sua projeção e adição da perpetuidade, chegou-se ao valor da empresa para os acionistas.

Fluxo de caixa líquido do acionista

(R\$) em mil							
Ano	2002	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
Lucro líquido	21.741	63.884	300.294	396.881	323.591	377.436	425.600
(+) Depreciação	28.263	33.673	34.340	44.035	51.235	59.612	69.358
(-) Desembolsos de Capital	(25.230)	(23.891)	(83.065)	(111.636)	(180.000)	(261.000)	(378.450)
(-) Variação do Capital de giro	(687)	78.708	95.501	154.827	118.362	136.810	195.824
(-) Amortização de Dívidas	(116.772)	(82.458)	(47.898)	75.104			
(+) Novas emissões de dívida	0	0	38.768	120.366	194.400	281.880	408.726
FCFE	(90.683)	71.919	339.944	681.582	507.588	594.737	721.058

Fluxo de caixa líquido do acionista

(R\$) em mil								
Ano	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
Lucro líquido	451.001	493.772	543.989	599.366	686.736	756.788	834.065	919.323
(+) Depreciação	80.698	93.892	109.244	127.105	147.887	172.066	200.199	232.932
(-) Desembolsos de Capital	(153.084)	(170.143)	(187.474)	(206.587)	(227.666)	(250.917)	(276.566)	(304.863)
(-) Variação do Capital de giro	173.909	189.349	208.828	230.535	268.325	296.687	328.292	363.507
(-) Amortização de Dívidas								
(+) Novas emissões de dívida	154.615	171.844	189.349	208.653	229.943	253.426	279.331	307.912
FCFE	707.139	778.715	863.935	959.072	1.105.225	1.228.051	1.365.321	1.518.810

b) Cálculo do FCFF

O FCFF foi apurado conforme o segundo descrito por Damodaran (1997, p. 295) e discutido no tópico 2.5.2. A partir de sua projeção e adição do valor do preço final (perpetuidade), chegou-se ao valor da empresa para todos os detentores de direitos, inclusive terceiros.

Fluxo de Caixa Líquido da Empresa

(R\$) em mil

Ano	2002	2003	2004	2005	2006P	2007P	2008P
FCFE	(90.683)	71.919	339.944	681.582	507.588	594.737	721.058
(+) Despesas de Juros x (1- T)	88.443	42.530	25.183	28.679	29.899	34.766	38.637
(+) Pagamento do Principal	116.772	82.458	47.898	75.104	80.558	92.642	106.538
(-) Novas dívidas	0	0	(38.768)	(120.366)	(194.400)	(281.880)	(408.726)
(+) Dividendos preferenciais	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	116.534	198.910	376.261	667.004	423.644	440.265	457.057

Fluxo de caixa líquido da empresa

(R\$) em mil

Ano	2009P	2010P	2011P	2012P	2013P	2014P	2015P	2016P
FCFE	707.139	778.715	863.95	959.072	1.105.225	1.228.051	1.365.321	1.518.810
(+) Despesas de Juros x (1- T)	60.621	67.377	74.240	81.808	63.860	70.382	77.577	85.514
(+) Pagamento do Principal	117.192	128.911	141.802	155.982	171.580	188.738	207.612	228.374
(-) Novas dívidas	(154.615)	(171.844)	(189.349)	(208.653)	(229.943)	(253.426)	(279.331)	(307.912)
(+) Dividendos preferenciais	0	0	0	0	0	0	0	0
FCFF	730.337	803.158	890.628	988.210	1.110.723	1.233.745	1.371.179	1.524.786

c) Interpretação dos resultados

O objetivo de se avaliar uma entidade é o de auxiliar na tomada de decisões administrativas ou de investimento, sejam elas ligadas à aquisição, alienação, ou adoção de estratégias internas. Copeland, Koller e Murrin (2002, p. 298) esclarecem que os resultados devem ser analisados do ponto de vista da decisão que se necessita tomar. Se a finalidade for a determinação de um valor mínimo de aquisição, por exemplo, fatores como sinergia ou fato de ser ou não uma aquisição hostil, devem ser considerados na avaliação para que se chegue a um valor razoável de venda. Os autores destacam ainda que a avaliação da empresa depende da compreensão de diversos fatores, como o conhecimento do setor e do negócio, assim como do ambiente econômico, além de um trabalho prudente de previsão.

Feitas essas considerações, segue-se à análise do valor dos fluxos de caixa descontados para a empresa e para o acionista, apresentados no quadro a seguir:

a) Considerando a taxa anual do CDI como componente do custo de capital:

Tabela 3: Valor dos FCFE e FCFE da empresa considerando a taxa anual do DI como custo de capital (em R\$ mil)

<i>Valor do FCFE</i>	12.226.929
(-) Dívida líquida	(447.246)
(=) Valor do FCFE	11.779.683
Quantidade de ações	456.159.582
Valor do FCFE por ação (em R\$)	25,82
Valor de mercado da empresa	10.099.373
Quantidade de ações	456.159.582
Valor por ação (em R\$)	22,14

b) Considerando a taxa anual dos rendimentos da caderneta de poupança como componente do custo de capital:

Tabela 4: Valor dos FCFF e FCFE da empresa considerando a taxa anual dos rendimentos da caderneta de poupança como custo de capital (em R\$ mil)

<i>Valor do FCFF</i>	<i>14.165.335</i>
(-) Dívida líquida	(505.192)
(=) Valor do FCFE	13.660.143
Quantidade de ações	456.159.582
Valor do FCFF por ação (em R\$)	29,94
Valor de mercado da empresa	10.099.373
Quantidade de ações	456.159.582
Valor por ação (em R\$)	22,14

Considerando o valor dos fluxos de caixa para todos os detentores de direitos da empresa (FCFF), a avaliação pelo modelo do Fluxo de Caixa Descontado resultou, considerando a taxa anual do CDI como componente do custo de capital, num valor para a empresa de pouco mais de R\$ 13,7 bilhões. Considerando a taxa anual de rendimentos da caderneta de poupança, o valor apurado foi de aproximadamente R\$15,9 bilhões.

Em relação aos fluxos de caixa do acionista (FCFE), que são representados pelo FCFF menos o valor da dívida líquida da empresa, e comparando-os com valor de mercado da entidade, foram feitas as seguintes constatações:

- a) considerando a taxa anual do CDI como taxa livre de risco, o valor próximo de R\$11,7 bilhões, que resulta em um FCFE de R\$ 25,82 por ação em circulação, o que sugere um potencial de valorização das ações de 16,62%, uma vez que as ações da empresa estão sendo negociadas a R\$ 22,14, resultando num valor de mercado da companhia de cerca R\$ 10,1 bilhões, na bolsa de valores de São Paulo (valor de negociação dos papéis em 14/07/2006, no fechamento do pregão).
- b) Considerando como taxa livre de risco a taxa anual de rendimentos da caderneta de poupança, o valor de pouco mais de R\$ 13,6 bilhões, que resulta num FCFE por ação de R\$ 29,94, o que sugere um potencial de valorização das ações da empresa de 35,23%, em relação ao valor unitário da ação da companhia.

4 CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES PARA TRABALHOS FUTUROS

Este trabalho monográfico teve o propósito de aplicar o método do Fluxo de Caixa Descontado, considerando o valor dos fluxos de caixa para a empresa e o valor dos fluxos de caixa para o acionista, para a avaliação econômica de uma empresa do setor de cosméticos.

Acredita-se que a pesquisa tenha atendido seus objetivos geral e específico, itens que merecem destaque no presente tópico.

O atendimento dos objetivos específicos do item (a) ao (e) foi alcançado por meio de levantamento de material bibliográfico, destacando-se os pontos que deram sustentação à aplicação do método escolhido para a avaliação, tomando-se por base o conceito de avaliação de empresas, sua importância, conceitos de valor, métodos usuais de avaliação de empresas, modelos e técnicas para determinação das taxas de desconto e perpetuidade, além de apresentar as limitações do modelo.

O desenvolvimento do capítulo do Estudo de Caso permitiu o atendimento dos demais objetivos, o qual contemplou: um breve histórico da empresa analisada e diagnóstico contendo as informações gerais da organização, o cálculo do valor da empresa analisada utilizando-se o método do Fluxo de caixa Descontado, considerando os fluxos de caixa para a empresa e para o acionista e a comparação dos valores apurados com o valor atual de mercado da companhia.

Durante a elaboração desse trabalho verificou-se que o método do Fluxo de Caixa Descontado é um dos mais difundidos e utilizados para a determinação do valor econômico das entidades, especialmente as empresas de capital aberto. Verificou-se também que os fluxos de caixa utilizados para a determinação do valor da companhia são os fluxos de caixa descontados da empresa e os fluxos de caixa descontados do acionista. Dessa forma, foram apresentados os parâmetros fundamentais relativos à determinação destes e as principais diferenças em suas construções. Pôde ser observado no estudo de caso, a partir dos estudos realizados, que os dois modelos apresentarão estimativas consistentes de valor, desde que as taxa de desconto utilizadas para os fluxos de caixa sejam apropriadas. Além disso, foi constatado que para mensurar-se o valor econômico para os proprietários da empresa, deve-se diminuir o valor da dívida líquida do valor do fluxo de caixa descontado da empresa.

Foi constatado, no decorrer da pesquisa, porém, que o valor apurado no presente estudo de caso deriva direta ou indiretamente das decisões de investimento e da forma como essas são financiadas. Nesse sentido, o modelo propõe um valor referencial de tendência, em torno do qual as forças do mercado atuarão, valor este que nem sempre poderá ser traduzido de uma forma quantitativa com perfeição.

Os objetivos do presente trabalho monográfico foram atingidos utilizando-se os fundamentos teóricos previamente estudados e um estudo de caso prático, que conduziu a reflexões acerca das questões levantadas. No entanto, algumas limitações foram encontradas, tais como: o fato de não se ter uma base de dados suficientemente longa para as ações da empresa no mercado brasileiro para cálculo do seu *beta* e o fato de o uso da rentabilidade média do IBOVSPA encerrar algumas deficiências, como mercado acionário incipiente no Brasil e alta concentração na negociação de papéis de determinadas empresas. Não obstante as limitações existentes, é válido ressaltar a impossibilidade de se esgotar o assunto, tanto do ponto de vista teórico quanto do ponto de vista prático, uma vez que esta pesquisa não teve por objetivo estudar todos os métodos de avaliação constantes da bibliografia. Dessa forma, entende-se necessário que outros estudos sejam realizados, com as seguintes recomendações:

- a) realização de investigações aprofundadas sobre estimativas do valor de organizações;
- b) utilização de outros modelos de avaliação, comparação dos resultados obtidos e análise das variáveis determinantes das diferenças de valor entre os métodos.
- c) envolvimento de diversos cenários como parte integrante dos métodos de avaliação;
- d) formas de incorporação, aos modelos de avaliação existentes, de aspectos internos da organização, como seus ativos intangíveis e seu capital intelectual, uma vez que estes fatores também influenciam o valor da empresa.

5 REFERÊNCIAS

- ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2005.
- CERBASI, Gustavo Petrasunas. **Metodologias para determinação do valor das empresas: uma aplicação no setor de geração de energia elétrica**. Dissertação (Mestrado em Administração)-USP/SP, São Paulo, 2003.
- BERNSTEIN, Peter L; DAMODARAN, Aswath. **Administração de investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000. 421p.
- COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas – valuation: calculando e gerenciando o valor das empresas**. 3.ed. Tradução de Allan Vidigal Hastings. São Paulo: Makron Books, 2002.
- DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de investimentos: ferramentas e técnicas para a determinação do valor de qualquer ativo**. Tradução de Bazán Tecnologia e Lingüística. Rio de Janeiro: Qualitymark, 1997.
- ENDLER, Luciana. **Avaliação de empresas pelo método de fluxo de caixa descontado e os desvios causados pela utilização de taxas de desconto inadequadas**. Com Texto, Porto Alegre, v. 4, n. 6, 1. semestre de 2004.
- FAMA, Rubens; LEITE, Eduardo C. **O modelo de avaliação de empresas de Edwards-Bell-Ohlson (EBO): aspectos práticos e teóricos**. In: VI SEMEAD FINANÇAS. São Paulo, março de 2003. Disponível em: <<http://www.ead.fea.usp.br/Semead/6semead/finan%E7as>>. Acesso em 03 maio de 2006.
- GIMENES, Régio Marcio Toesca; et al. CONGRESSO USP CONTROLADORIA E CONTABILIDADE, 4, 2004. **Calculado o valor da empresa pelo método do desconto de fluxos de benefícios futuros**. São Paulo, outubro de 2004.
- GITMAN, Lawrence J. **Princípios de Administração financeira**. 7. ed. São Paulo: Harbra, 1997.
- MARTINS, Eliseu. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Caderno de Estudos FIPECAFI, São Paulo: v. 13, n. 24, p. 28-37, jul/dez. 2000.
- MARTINS, Eliseu (Coord.). **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. São Paulo: Atlas, 2001.
- MULLER, Aderbal Nicolas. In: SEMINÁRIO DE GESTÃO DE NEGÓCIOS, 1, 2004, Curitiba. . **Análise do valor das empresas** . Curitiba: PUBLICAÇÕES UNIFAE – Curitiba, 2004.

MULLER, Aderbal N.; TELÓ, Ademir Roque. **Modelos de avaliação de empresa**. Rev. FAE, Curitiba, v.6, n. 2, p. 97-112, mai/dez. 2003.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMA, Rubens. **Métodos de Avaliação de empresas e a avaliação judicial de sociedades: uma análise crítica**. São Paulo, março de 2003. Disponível em: <<http://www.ead.usp.br/Semead/6Semead/finan%E7as>>. Acesso em 03 maio de 2006.

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

ROSA JÚNIOR, Dustran Machado. **Avaliação de empresas: um estudo em uma instituição financeira**. Dissertação (Mestrado em Engenharia de Produção) UFSC/SC; Florianópolis, 2003.

SÁ, Luis Guilherme de; COSTA JÚNIOR, Newton C. A. da. **Métodos de avaliação de empresas...**

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Fundamentos de avaliação de empresas: foco no método de caixa descontado: teoria e prática**. São Paulo: Atlas, 2005.

SILVA, C. A. Tibúrcio; CUNHA, J. Reinaux da. In: CONGRESO DEL INSTITUTO INTERNACIONAL DE COSTOS, 7, 2001, León (Espanha). **Questões para avaliação de empresas na nova economia (Anais)**. León: Universidade de León.

SILVA, Marco Aurélio Valim Reis da. **A determinação do valor econômico de uma empresa através do fluxo de caixa descontado**. UNITAU-NUPES/SP. 2005. Disponível em: <http://www.unitau.br/nupes/artigos/det_valor_economico.htm.b>. Acesso em: 18 novembro de 2005.

SOUSA, Almir Ferreira de; et al. In: VI SEMEAD, São Paulo. **Avaliação de empresas brasileiras de capital fechado**. São Paulo, março de 2003. Disponível em: <<http://www.ead.usp.br/Semead/6Semead/finan%E7as>>. Acesso em 03 maio de 2006.

BANCO DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bb.com.br/appbb/portal/index.jsp>>. Acesso em: 06 junho 2006.

BOLSA DE VALORES DE SÃO PAULO. Disponível em <<http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>> Acesso em 02 maio 2006.

FATOR CORRETORA. Disponível em <<https://www.fatorcorretora.com.br/login.aspx?ReturnUrl=%2fMercados%2fAnalise%2fIndex.aspx>> Acesso em 07 junho 2006.

BUEUREN, Ilse Maria (Coord). **Como elaborar trabalhos monográficos em contabilidade: teoria e prática**. 2 ed. São Paulo: Atlas, 2004.

CERVO, Amado Luiz; BERVIAN, Pedro Alcino. **Metodologia científica: para uso de estudantes universitários**. 3. ed. São Paulo: McGraw-Hill do Brasil, 1983.

D' ONOFRIO, Salvatore. **Metodologia do trabalho intelectual**. São Paulo: Atlas, 1999.

GIL, Antonio Carlos. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4. ed. São Paulo: Atlas, 2002.

LAKATOS, Eva Maria; MARKONI, Marina de Andrade. **Fundamentos da metodologia científica**. 3.ed. rev. e amp. São Paulo: Atlas, 1991

VERGARA, Sylvia Constan. **Projetos e relatórios de pesquisa em administração**. 5. ed. São Paulo: Atlas, 2004.

APÊNDICES

APÊNDICE A – Média dos rendimentos anuais do CDI

APÊNDICE A – Média dos rendimentos anuais do CDI

jan/01	1,669140
fev/01	1,764603
mar/01	2,075647
abr/01	1,850779
mai/01	1,959353
jun/01	1,865951
jul/01	1,773051
ago/01	1,827489
set/01	1,965450
out/01	1,734082
nov/01	1,533525
dez/01	1,641428
jan/02	1,380761
fev/02	1,445556
mar/02	1,533799
abr/02	1,309738
mai/02	1,403656
jun/02	1,482952
jul/02	1,369942
ago/02	1,247650
set/02	1,531889
out/02	1,393605
nov/02	1,393298
dez/02	1,534021
jan/03	1,322980
fev/03	1,601220
mar/03	1,501484
abr/03	1,270000
mai/03	1,330000
jun/03	1,278203
jul/03	1,075353
ago/03	1,418341
set/03	1,140069
out/03	1,425616

nov/03	1,466830
dez/03	1,376335
jan/04	1,403312
fev/04	1,499663
mar/04	1,652857
abr/04	1,509772
mai/04	1,584451
jun/04	1,500437
jul/04	1,408020
ago/04	1,521976
set/04	1,215917
out/04	1,382790
nov/04	1,479876
dez/04	1,248757
jan/05	1,208115
fev/05	1,244125
mar/05	1,286092
abr/05	1,281784
mai/05	1,223573
jun/05	1,224855
jul/05	1,174860
ago/05	1,374409
set/05	1,079635
out/05	1,260570
nov/05	1,356748
dez/05	1,330950
média aritmética mensal	1,458697
média aritmética anual	17,504365
média geométrica mensal	1,439821
média geométrica anual	18,713935

APÊNDICE B – Média dos rendimentos anuais da caderneta de poupança

APÊNDICE B – Média dos rendimentos anuais da caderneta de poupança

jan/01	0,745300
fev/01	0,845300
mar/01	0,663500
abr/01	0,792700
mai/01	0,693700
jun/01	0,699200
jul/01	0,760300
ago/01	0,617700
set/01	0,676700
out/01	0,736900
nov/01	0,711300
dez/01	0,659000
jan/02	0,766900
fev/02	0,749600
mar/02	0,696500
abr/02	0,778200
mai/02	0,765700
jun/02	0,862700
jul/02	0,990200
ago/02	0,913700
set/02	0,880100
out/02	0,920500
nov/02	0,967300
dez/02	0,918700
jan/03	1,049200
fev/03	0,905800
mar/03	0,838100
abr/03	0,822900
mai/03	0,678500
jun/03	0,690800
jul/03	0,628600
ago/03	0,546000
set/03	0,678700
out/03	0,587800

nov/03	0,655400
dez/03	0,677000
jan/04	0,696200
fev/04	0,701500
mar/04	0,613700
abr/04	0,673700
mai/04	0,611400
jun/04	0,615200
jul/04	0,741200
ago/04	0,688900
set/04	0,596700
out/04	0,764800
nov/04	0,701300
dez/04	0,754000
jan/05	0,800800
fev/05	0,758800
mar/05	0,848300
abr/05	0,765000
mai/05	0,711000
jun/05	0,693900
jul/05	0,728000
ago/05	0,733800
set/05	0,572900
out/05	0,708600
nov/05	0,585900
dez/05	0,698700
média aritmética mensal	0,736531
média aritmética anual	8,838368
média geométrica mensal	0,730036
média geométrica anual	9,120878

APÊNDICE C – Rentabilidade anual do IBOVESPA

APÊNDICE C – Rentabilidade anual do IBOVESPA

Corrente ou nominal									
Data	Q Negs	Q Tits	Volume\$	Fechamento	Abertura	Mínimo	Máximo	Médio	Varição geométrica
2001	3514305	6,99E+12	1,25E+11	13577	15242	9532	18023	-	0%
2002	3714821	7,50E+12	1,16E+11	11268	13585	8224	14492	-	-17,01%
2003	4875412	9,18E+12	1,66E+11	22236	11290	9968	22310	-	97,34%
2004	6821808	8,12E+12	2,52E+11	26196	22232	17601	26269	-	17,81%
2005	8303727	4,34E+12	3,41E+11	33455	26193	23533	33837	-	27,71%
Varição média no período									25,18%

ANEXOS

ANEXO A – Balanço Patrimonial encerrado em 31 de dezembro de 2002

**ANEXO A – Balanço Patrimonial encerrado em 31 de dezembro de 2002
(em R\$ mil)**

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2002
1	Ativo Total	646.647
1.01	Ativo Circulante	345.636
1.01.01	Disponibilidades	57.403
1.01.02	Créditos	159.804
1.01.03	Estoques	74.435
1.01.04	Outros	53.994
1.01.04.01	Partes Relacionadas	1.113
1.01.04.02	Ir E CslI Diferidos	10.876
1.01.04.03	Créditos A Receber - "swap"	27.569
1.01.04.04	Outros	14.436
1.02	Ativo Realizável A Longo Prazo	29.290
1.02.01	Créditos Diversos	21.904
1.02.02	Créditos Com Pessoas Ligadas	7.386
1.02.02.01	Com Coligadas	7.386
1.02.02.02	Com Controladas	0
1.02.02.03	Com Outras Pessoas Ligadas	0
1.02.03	Outros	0
1.03	Ativo Permanente	271.721
1.03.01	Investimentos	5.925
1.03.01.01	Participações Em Coligadas	0
1.03.01.02	Participações Em Controladas	5.925
1.03.01.03	Outros Investimentos	0
1.03.02	Imobilizado	262.001
1.03.03	Diferido	3.795

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2002
2	Passivo Total	646.647
2.01	Passivo Circulante	307.270

2.01.01	Empréstimos E Financiamentos	104.271
2.01.02	Debêntures	4.080
2.01.03	Fornecedores	53.937
2.01.04	Impostos, Taxas E Contribuições	53.471
2.01.05	Dividendos A Pagar	8.727
2.01.06	Provisões	0
2.01.07	Dívidas Com Pessoas Ligadas	36.603
2.01.08	Outros	46.181
2.01.08.01	Salários	31.111
2.01.08.02	Outros	15.070
2.02	Passivo Exigível A Longo Prazo	248.148
2.02.01	Empréstimos E Financiamentos	99.850
2.02.02	Debêntures	130.656
2.02.03	Provisões	15.533
2.02.04	Dívidas Com Pessoas Ligadas	0
2.02.05	Outros	2.109
2.03	Resultados De Exercícios Futuros	0
2.04	Participações Minoritárias	58
2.05	Patrimônio Líquido	91.171
2.05.01	Capital Social Realizado	56.387
2.05.02	Reservas De Capital	9.998
2.05.03	Reservas De Reavaliação	0
2.05.03.01	Ativos Próprios	0
2.05.03.02	Controladas/coligadas	0
2.05.04	Reservas De Lucro	24.786
2.05.04.01	Legal	7.429
2.05.04.02	Estatutária	0
2.05.04.03	Para Contingências	0
2.05.04.04	De Lucros A Realizar	0
2.05.04.05	Retenção De Lucros	17.357
2.05.04.06	Especial P/ Dividendos Não Distribuídos	0
2.05.04.07	Outras Reservas De Lucro	0
2.05.05	Lucros/prejuízos Acumulados	0

ANEXO B – Balanços Patrimoniais encerrados em 31 de dezembro de 2003 a 31 de dezembro de 2005

ANEXO B – Balanços Patrimoniais encerrados em 31 de dezembro de 2003 a 31 de dezembro de 2005 (em R\$ mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
1	Ativo Total	1.368.908	1.016.423	723.859
1.01	Ativo Circulante	924.864	656.439	437.531

1.01.01	Disponibilidades	386.439	231.612	136.111
1.01.02	Créditos	316.264	250.066	180.118
1.01.03	Estoques	152.307	121.961	79.254
1.01.04	Outros	69.854	52.800	42.048
1.01.04.01	Partes relacionadas	0	0	1.275
1.01.04.02	IR e CSLL diferidos	25.757	21.630	22.096
1.01.04.03	Impostos a Recuperar	23.967	18.158	8.525
1.01.04.04	Adiantamento a colaboradores	5.331	6.949	4.938
1.01.04.05	Outros	14.799	6.063	5.214
1.02	Ativo Realizável a Longo Prazo	72.999	52.455	29.780
1.02.01	Créditos Diversos	72.999	52.455	26.398
1.02.01.01	Valores a receber de acionistas	130	172	0
1.02.01.02	Impostos a recuperar	9.574	3.848	0
1.02.01.03	IR e CS diferidos	29.324	21.301	9.447
1.02.01.04	Depósitos judiciais	29.477	24.256	14.595
1.02.01.05	Aplicações financeiras	3.968	0	0
1.02.01.06	Outros créditos	526	2.878	2.356
1.02.02	Créditos com Pessoas Ligadas	0	0	3.382
1.02.02.01	Com Coligadas	0	0	3.382
1.02.02.02	Com Controladas	0	0	0
1.02.02.03	Com Outras Pessoas Ligadas	0	0	0
1.02.03	Outros	0	0	0
1.03	Ativo Permanente	371.045	307.529	256.548
1.03.01	Investimentos	5.761	8.707	2.809
1.03.01.01	Participações em Coligadas	0	0	0
1.03.01.02	Participações em Controladas	5.761	8.707	2.809
1.03.01.03	Outros Investimentos	0	0	0
1.03.02	Imobilizado	365.284	298.822	253.739
1.03.03	Diferido	0	0	0

Código da Conta	Descrição da Conta	31/12/2005	31/12/2004	31/12/2003
2	Passivo Total	1.368.908	1.016.423	723.859
2.01	Passivo Circulante	634.524	446.933	408.719
2.01.01	Empréstimos e Financiamentos	68.309	62.407	75.102
2.01.02	Debêntures	0	0	102.170
2.01.03	Fornecedores	152.160	93.520	57.523
2.01.04	Impostos, Taxas e Contribuições	89.085	62.382	64.297
2.01.05	Dividendos a Pagar	212.769	127.267	28.541
2.01.06	Provisões	2.703	6.138	9.012
2.01.07	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	6.268
2.01.08	Outros	109.498	95.219	65.806

2.01.08.01	Salários	73.122	67.618	41.563
2.01.08.02	Fretes a pagar	13.786	10.026	0
2.01.08.03	Provisões diversas	9.026	4.802	0
2.01.08.04	Outras contas a pagar	13.564	12.773	24.243
2.02	Passivo Exigível a Longo Prazo	212.987	133.426	193.832
2.02.01	Empréstimos e Financiamentos	119.156	71.982	32.986
2.02.02	Debêntures	0	0	130.656
2.02.03	Provisões	90.599	59.559	28.381
2.02.04	Dívidas com Pessoas Ligadas	0	0	0
2.02.05	Outros	3.232	1.885	1.809
2.03	Resultados de Exercícios Futuros	0	0	0
2.04	Participações Minoritárias	8	7	(30)
2.05	Patrimônio Líquido	521.389	436.057	121.338
2.05.01	Capital Social Realizado	230.762	230.762	56.387
2.05.02	Reservas de Capital	119.909	112.016	9.998
2.05.03	Reservas de Reavaliação	0	0	0
2.05.03.01	Ativos Próprios	0	0	0
2.05.03.02	Controladas/Coligadas	0	0	0
2.05.04	Reservas de Lucro	170.718	93.279	54.953
2.05.04.01	Legal	18.650	18.650	10.687
2.05.04.02	Estatutária	0	0	0
2.05.04.03	Para Contingências	0	0	0
2.05.04.04	De Lucros a Realizar	(1.871)	(1.395)	(1.278)
2.05.04.05	Retenção de Lucros	153.939	76.024	45.544
2.05.04.06	Especial p/ Dividendos Não Distribuídos	0	0	0
2.05.04.07	Outras Reservas de Lucro	0	0	0
2.05.05	Lucros/Prejuízos Acumulados	0	0	0

ANEXO C – Demonstração do Resultado encerrada em 31 de dezembro de 2002

ANEXO C – Demonstração do Resultado encerrada em 31 de dezembro de 2002 (em R\$ mil)

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2002 a 31/12/2002
3.01	Receita Bruta De Vendas E/ou Serviços	1.411.180
3.02	Deduções Da Receita Bruta	(418.041)
3.03	Receita Líquida De Vendas E/ou Serviços	993.139
3.04	Custo De Bens E/ou Serviços Vendidos	(345.346)
3.05	Resultado Bruto	647.793
3.06	Despesas/receitas Operacionais	(526.686)
3.06.01	Com Vendas	(328.368)
3.06.02	Gerais E Administrativas	(153.974)
3.06.02.01	Gerais E Administrativas	(151.124)
3.06.02.02	Remuneração Dos Administradores	(2.850)
3.06.03	Financeiras	(44.344)
3.06.03.01	Receitas Financeiras	89.660

3.06.03.02	Despesas Financeiras	(134.004)
3.06.04	Outras Receitas Operacionais	0
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	0
3.06.06	Resultado Da Equivalência Patrimonial	0
3.07	Resultado Operacional	121.107
3.08	Resultado Não Operacional	5.518
3.08.01	Receitas	5.518
3.08.02	Despesas	0
3.09	Resultado Antes Tributação/participações	126.625
3.10	Provisão Para Ir E Contribuição Social	(29.116)
3.11	Ir Diferido	0
3.12	Participações/contribuições Estatutárias	(75.817)
3.12.01	Participações	(75.817)
3.12.02	Contribuições	0
3.13	Reversão Dos Juros Sobre Capital Próprio	0
3.14	Participações Minoritárias	49
3.15	Lucro/prejuízo Do Exercício	21.741

ANEXO D – Demonstrações do Resultado encerradas em 31 de dezembro de 2003 a 31 de dezembro de 2005

ANEXO D – Demonstrações do Resultado encerradas em 31 de dezembro de 2003 a 31 de dezembro de 2005

Código da Conta	Descrição da Conta	01/01/2005 a 31/12/2005	01/01/2004 a 31/12/2004	01/01/2003 a 31/12/2003
3.01	Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	3.243.611	2.539.657	1.910.120
3.02	Deduções da Receita Bruta	(961.447)	(769.993)	(581.210)
3.03	Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	2.282.164	1.769.664	1.328.910
3.04	Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	(731.134)	(575.260)	(458.405)
3.05	Resultado Bruto	1.551.030	1.194.404	870.505
3.06	Despesas/Receitas Operacionais	(1.018.159)	(798.963)	(640.063)
3.06.01	Com Vendas	(709.190)	(535.909)	(403.018)
3.06.02	Gerais e Administrativas	(317.010)	(260.312)	(206.945)
3.06.02.01	Gerais e Administrativas	(276.144)	(216.900)	(180.545)
3.06.02.02	Remuneração dos administradores	(12.289)	(11.818)	(5.934)
3.06.02.03	Participação dos colab. e adm. no lucro	(28.577)	(31.594)	(20.466)
3.06.03	Financeiras	11.261	(2.742)	(30.100)
3.06.03.01	Receitas Financeiras	54.714	35.414	34.339
3.06.03.02	Despesas Financeiras	(43.453)	(38.156)	(64.439)

3.06.04	Outras Receitas Operacionais	0	0	0
3.06.05	Outras Despesas Operacionais	(3.220)	0	0
3.06.06	Resultado da Equivalência Patrimonial	0	0	0
3.07	Resultado Operacional	532.871	395.441	230.442
3.08	Resultado Não Operacional	(1.242)	(868)	1.455
3.08.01	Receitas	0	0	1.455
3.08.02	Despesas	(1.242)	(868)	0
3.09	Resultado Antes Tributação/Participações	531.629	394.573	231.897
3.10	Provisão para IR e Contribuição Social	(134.747)	(87.102)	(40.364)
3.11	IR Diferido	0	0	0
3.12	Participações/Contribuições Estatutárias	0	(7.178)	(127.709)
3.12.01	Participações	0	(7.178)	(127.709)
3.12.02	Contribuições	0	0	0
3.13	Reversão dos Juros sobre Capital Próprio	0	0	0
3.14	Participações Minoritárias	(1)	1	60
3.15	Lucro/Prejuízo do Exercício	396.881	300.294	63.884

ANEXO E – Demonstrações do Fluxo de Caixa encerradas em 31 de dezembro de 2002 a 31 de dezembro de 2005

ANEXO F – Custo do Capital de Terceiros

Modalidade	Controladora		Consolidado		Vencimento	Encargos	Garantias
	2005	2004	2005	2004			
BNDES - PROGEREN	69.890	-	69.890	-	Junho de 2007	Juros de 3,5% a.a. + TJLP	Fiança bancária e aval da Indústria e Comércio de Cosméticos Natura Ltda.
BNDES	19.342	31.131	34.994	31.131	Agosto de 2007 a abril de 2010	Juros de 4,0% a.a. e 4,5% a.a. + UMBNDES (*)	Hipoteca (**) e aval da Natura Cosméticos S.A.
FINEP	-	-	32.050	36.545	Dezembro de 2008	Juros de 3,0% a.a. + TJLP	Aval, notas promissórias e recebíveis da Natura Cosméticos S.A.
Nota de Crédito à Exportação - NCE	-	-	31.641	-	Abril de 2008	Juros de 104,7% do CDI	Nota promissória e aval da Natura Cosméticos S.A.
BNDES - FINAME	-	-	12.115	3.768	Janeiro de 2006 a abril de 2010	Juros de 4,5% a.a. + TJLP	Alienação fiduciária, aval da Natura Cosméticos S.A. e notas promissórias
Empréstimos - Argentina	-	-	6.775	6.706	Janeiro de 2006	Juros de 9,5% a.a. + variação cambial (pesos argentinos)	Aval da Natura Cosméticos S.A.
Empréstimos (repasso "International Finance Corporation - IFC")	-	-	-	26.654	Dezembro de 2011 (liquidado em junho de 2005)	Juros de 6,1% a.a. + LIBOR semestral + variação cambial (dólar norte-americano)	Nota promissória e aval da Natura Cosméticos S.A.
Resolução nº 2.770 e conta garantida	-	-	-	27.828	Maio de 2005	Juros de 105% do CDI	Notas promissórias e aval da Natura Cosméticos S.A.
BNDES - POC (***)	-	297	-	297	Fevereiro de 2005	Juros de 4,5% a.a. + TJLP	Aval, nota promissória e recebíveis da Natura Cosméticos S.A.
Empréstimos - Chile	-	-	-	372	Julho de 2005	Juros de 5,0% a.a. + variação cambial (pesos chilenos)	Aval da Natura Cosméticos S.A.
Empréstimos - França	-	-	-	1.088	Maio de 2006	Juros de 3,7% a.a. + variação cambial (euro)	Aval da Natura Cosméticos S.A.
Total	<u>89.232</u>	<u>31.428</u>	<u>187.465</u>	<u>134.389</u>			
Curto prazo	44.942	11.879	68.309	62.407			
Longo prazo	<u>44.290</u>	<u>19.549</u>	<u>119.156</u>	<u>71.982</u>			