RICARDO CESAR LOPES

OS MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS E AS SUAS VANTAGENS E DESVANTAGENS

Monografia apresentada ao curso de Especialização em Contabilidade e Finanças, Departamento de Contabilidade, Setor de Ciências Sociais Aplicadas da Universidade Federal do Paraná como requisito parcial à obtenção ao título de Especialista.

Orientador: Prof. Antonio Cesar Pitela.

CURITIBA – PR

Julho-2009

Aos meus pais, colegas de trabalho e amigos...
companheiros de todas as
horas...

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Antonio Cesar Pitela, que me orientou e me auxiliou em todas as etapas deste trabalho.

Aos amigos e colegas, pela força, pela motivação e apoio em relação a esta jornada.

A meus pais, pelos ensinamentos e pela educação a mim proporcionados.

À Universidade Federal do Paraná que, proporcionou inúmeros subsídios e incentivos à pesquisa científica.

Aos Professores do respectivo curso, pelas experiências e conhecimentos repassados, pelos debates e questionamentos, pelos ensinamentos em sala de aula e também nas aulas virtuais.

A todos que, direta ou indiretamente, contribuíram para a realização deste trabalho, meus sinceros agradecimentos.

Ricardo Cesar Lopes

"Você pode sonhar, projetar, criar e construir o lugar mais maravilhoso do mundo, mas é preciso pessoas para tornar o sonho realidade".

Walt Disney

RESUMO

Saber quanto vale uma empresa tornou-se uma preocupação nos ambientes empresariais e acadêmicos. Para tanto existem as metodologias de avaliação de empresas, que são utilizadas como uma ferramenta de mensuração de um determinado valor, onde por meio da análise de mercado, construção de cenários e premissas, é possível aplicar os métodos e assim definir-se um valor para a empresa.

O objetivo deste trabalho é de apresentar teoricamente duas metodologias de avaliação de empresas, aplicá-las em uma empresa de grande porte, demonstrando sua operacionalização, vantagem e desvantagem. Segue abaixo os métodos de avaliação de empresas que nortearão este trabalho:

- ✓ Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
- ✓ Método de Avaliação Patrimonial;

As metodologias acima serão aplicadas sobre os dados de Dez/2007 e Dez/2008 da empresa Perdigão S.A., apresentando-se ao final os resultados, sendo que em nenhum momento este trabalho visa análise da avaliação ou determinar se o valor apurado é o correto valor da empresa.

O objetivo final deste trabalho é apresentar um quadro contendo as considerações, vantagens e desvantagens dos métodos utilizados/aplicados à empresa escolhida.

Palavras-chave: métodos de avaliação de empresas; fluxo de caixa descontado, avaliação relativa ou por múltiplos, método de avaliação patrimonial.

ABSTRACT

Learning how a company is worth has become a concerning in academic and business environments. Thus two are methodologies for evaluating companies that are used as a tool to measure a specific value, which by means of bench market, construction of scenarios and assumptions, you can apply the methods and thus set up a value for the company.

The present work aims to show two methods for evaluation of companies, applying them in a large-sized company, showing its operation, advantage and disadvantage. The methods used in this work follow below:

- ✓ Discounted Cash Flow (DCF);
- ✓ Method of Evaluation Sheet;

These methodologies were applied to the company Perdigao SA such data are from Dez/2007 and Dez/2008. The matter subject of this work is showing a summary board containing considerations, advantages and disadvantages of the methods applied to the chosen company.

Key-words: evaluation of companies, discounted cash flow, assessment method, asset evaluation method.

LISTA DE TABELAS

TABELA 1 – PARTICIPAÇÃO DE MERCADO – PERDIGÃO S.A. 45
TABELA 2 – PARTICIPAÇÃO NAS EXPORTAÇÕES – PERDIGÃO S.A. 45
TABELA 3 – BASE DE DADOS EBITDA PERDIGÃO – PIB BRASIL – INFLAÇÃO 2002 A 2008. .. 47
TABELA 4 – PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO - BASE DEZ/2007 48
TABELA 5 – PERSPECTIVAS DE CRESCIMENTO - BASE DEZ/2008 49
TABELA 6 – CÁLCULO DO WACC – BASE 2007 50
TABELA 7 – CÁLCULO DO WACC – BASE 2008 51
TABELA 8 – MÉTODO DA AVALIAÇÃO PATRIMONIAL – BASE 2007 E 2008 73

LISTA DE GRÁFICOS

GRÁFICO 1 – RECEITAS POR LINHA DE PRODUTOS 46
GRÁFICO 2 – PROJEÇÃO DA RECEITA LÍQUIDA – MÉDIA DOS CENÁRIOS 49
GRÁFICO 2 – VALOR DA EMPRESA PERDIGÃO – BASE 2007 62
GRÁFICO 3 – VALOR DA EMPRESA PERDIGÃO – BASE 2008 72
GRÁFICO 4 – COMPARATIVO DOS VALORES DA EMPRESA PERDIGÃO 74

SUMÁRIO

1 INTRODUÇÃO 13

1.1 PROBLEMATIZAÇÃO 14
1.2 QUESTÃO DE PESQUISA 14
1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA 15
1.3.1 Objetivo Geral 15
1.3.2 Objetivos Específicos 15
1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO 15
1.5 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO 16
1.5.1 Quanto à Abordagem do Problema 16
1.5.2 Quanto aos Objetivos da Pesquisa 16
1.5.3 Quanto aos Procedimentos da Pesquisa 16

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA 17

1.6 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS 19
2.1.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD) 19
2.1.1.1 Fluxo de Caixa Livre 20
2.1.1.2 Equity Cash Flow 21
2.1.1.3 Capital Cash Flow 22
2.1.1.4 Considerações Adicionais - Modelo Baseado no Fluxo de Caixa 22
2.1.1.5 Período de Projeção 28
2.1.1.6 Valor da Perpetuidade 29
2.1.1.7 Taxa de Desconto 29
2.1.1.8 WACC 30
2.1.1.9 CAPM 33
2.1.2 Método de Avaliação Patrimonial 37
2.1.2.1 Avaliação Patrimonial Contábil Ajustada a Valores de Mercado. 40
2.1.2.2 Modelo do Valor Contábil 40
2.1.2.3 Modelo do Valor Contábil Ajustado 41
2.1.2.4 Valor de Liquidação 41
2.1.2.5 Modelo do Valor Substancial 42

3 A EMPRESA 43

3.1 PERDIGÃO S.A. 43
3.1.1 Breve Descrição da Companhia 43
3.1.2 Principais Atividades 44
3.1.3 Principais Vantagens Competivas 44
3.1.4 Participação de Mercado 45

4 PREMISSAS E CONSTRUÇÃO DE CENÁRIOS 47

4.1 PERDIGÃO S.A – PREMISSAS E CENÁRIOS 47
4.1.1 Macroeconômia e Perspectivas de Crescimento 47
4.1.2 Receita Líquida 49
4.1.3 Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas 49
4.1.4 Investimentos 50
4.1.5 Depreciação e Amortização 50
4.1.6 Imposto de Renda e Contribuição Social 50
4.1.7 Taxa de Desconto – Cálculo do WACC 50

5 APLICAÇÃO DOS MÉTODOS 52

5.1 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO – BASE 2007 53
5.1.1 Balanço Patrimonial – Resumo dos Cenários 2008 até 2012 53
5.1.2 Balanço Patrimonial – Resumo dos Cenários 2013 até 2017 54
5.1.3 DRE – Resumo dos Cenários – 2008 até 2017 55
5.1.4 Projeção da NCG – Cenário Pessimista – Base 2007 56

5.1.5 Projeção da NCG – Cenário Conservador – Base 2007 57
5.1.6 Projeção da NCG – Cenário Otimista – Base 2007 58
5.1.7 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Pessimista – Base 2007 59
5.1.8 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Conservador – Base 2007 60
5.1.9 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Otimista – Base 2007 61
5.1.10 Gráfico Valor da Empresa – Método do Fluxo de Caixa Descontado 62
5.2 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO – BASE 2008 63
5.2.1 Balanço Patrimonial – Resumo dos Cenários 2009 até 2013 63
5.2.2 Balanço Patrimonial – Resumo dos Cenários 2014 até 2018 64
5.2.3 DRE – Resumo dos Cenários – 2009 até 2013 65
5.2.4 Projeção da NCG – Cenário Pessimista – Base 2008 66
5.2.5 Projeção da NCG – Cenário Conservador – Base 2008 67
5.2.6 Projeção da NCG – Cenário Otimista – Base 2008 68
5.2.7 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Pessimista – Base 2008 69
5.2.8 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Conservador – Base 2008 70
5.2.9 Fluxo de Caixa Descontado – Cenário Otimista – Base 2008 71
5.2.10 Gráfico Valor da Empresa – Método do Fluxo de Caixa Descontado 72
5.3 MÉTODO DA AVALIAÇÃO PATRIMONIAL – BASE 2007 E 2008 73
5.3.1 Equação da Avaliação Patrimonial Contábil 73
5.4 COMPARATIVO DOS VALORES DA EMPRESA PERDIGÃO 74

6 VANTAGENS E DESVANTAGENS DOS MÉTODOS APLICADOS 75

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS 78

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS 81

9 ANEXOS 83

1 INTRODUÇÃO

Quando se realiza a avaliação de uma determinada empresa, procura-se alcançar o valor justo de mercado, ou seja, aquele valor que representa as potencialidades de determinada Companhia. Entretanto, cabe observar que o preço do negócio somente será definido quando houver a interação dos compradores com as expectativas do vendedor no processo de negociação.

O valor deve ser determinado para um propósito específico, consideradas as perspectivas das partes na transação. Acrescenta-se que, embora sejam utilizados métodos e modelos quantitativos para a avaliação de uma empresa, esta não se processa exclusivamente segundo os fundamentos de uma ciência exata, o que não permite, portanto, a comprovação perfeita dos resultados, por trabalhar com algumas premissas e hipóteses comportamentais.

Vários métodos podem ser usados para calcular o valor justo de um negócio, podendo ser utilizados em conjunto ou separadamente. Porém nenhum método isolado pode ser considerado perfeito. Entretanto, existem métodos de avaliação mais consistentes que, de acordo com as premissas implícitas de avaliação, revelam-se tecnicamente mais adequados em respeito às circunstâncias de avaliação e à qualidade das informações disponíveis.

Os métodos d e avaliação oferecem importante instrumento para auxiliar aqueles que estão envolvidos no processo de apreçamento de empresas, além de funcionarem como referência no oferecimento de suporte a importantes decisões estratégicas.

Nesse contexto, o presente trabalho busca abordar a prática de dois métodos escolhidos, que serão aplicados nos dados de Dez/2007 e Dez/2008 da empresa Perdigão S.A, onde à luz da literatura sobre o assunto, apresentará o resultado e enfatizará as vantagens e desvantagens da aplicação de tais métodos.

1.1 PROBLEMATIZAÇÃO

Os métodos de avaliação de empresas vêm se desenvolvendo ao longo dos anos com o objetivo de alcançar de forma mais próxima possível o valor da ação ou da empresa, já que as decisões de investimento ou alienação são tomadas com base no valor obtido na avaliação.

O desenvolvimento dos métodos de avaliação, que utilizam em grande escala modelos quantitativos, tem se acentuado nos últimos anos impulsionados pela propagação de novas tecnologias de informação. Com isso, enquanto alguns modelos, como o de Opções Reais, passaram a ser utilizados, outros - como o CAPM - melhoraram a acuidade da resposta já que, hoje, há mais informações disponíveis, com a vantagem de alcance e processamento mais fácil e célere.

Neste contexto, inicialmente serão apresentados a pesquisa bibliográfica dos dois métodos mais utilizados para avaliação de empresas, em seguida aplicados nos dados de uma empresa de grande porte, afim de apresentar os resultados obtidos.

O propósito final é de apresentar as vantagens e desvantagens da aplicação destes dois métodos.

1.2 QUESTÃO DE PESQUISA

Nesse cenário, as questões que nortearão a presente pesquisa podem ser assim enunciadas:

a) Quais são os métodos de avaliação mais utilizados para definir o valor de uma empresa?
b) O que diz a Bibliografia sobre o desenvolvimento e a operacionalização dos dois métodos escolhidos para a realização deste trabalho?
c) Qual o resultado do valor final da empresa escolhida, após a aplicação dos métodos escolhidos?
d) Quais as vantagens e desvantagens da utilização dos dois métodos de avaliação de empresas?

1.3 OBJETIVOS DA PESQUISA

1.3.1 Objetivo Geral

Apresentar as vantagens e desvantagens dos dois principais métodos de avaliação, aplicados sobre os dados de uma empresa de grande porte.

1.3.2 Objetivos Específicos

a) Revisar teoricamente dois métodos de avaliação de empresas;
b) Apresentar a metodologia de como são aplicados os métodos;
c) Apresentar a empresa a ser trabalhada;
d) Contruir as Premissas e Cenários para a aplicação dos métodos de avaliação escolhidos;
e) Apresentar o valor resultante da aplicação destes dois métodos sobre os dados da empresa escolhida;
f) Apresentar as vantagens e desvantagens da aplicação dos dois métodos de avaliação de empresas escohidos para o desenvolvimento deste trabalho;

1.4 JUSTIFICATIVA DO ESTUDO

Como cada modelo utiliza determinadas variáveis como fatores que influenciam o valor da empresa, este estudo interpreta os modelos apresentando a análise da correlação dos valores das variáveis utilizadas com o valor da empresa.

Entende-se que um modelo estabelece um resultado mais preciso, quando seus parâmetros explicam melhor, através de sua oscilação, a variação do valor final da empresa. Um modelo pode ser mais adequado, portanto, quando suas variáveis têm maior influência e representam melhor a variação de seu resultado final.

Saber quanto vale uma empresa se tornou a preocupação nos ambientes empresariais e acadêmicos. Para tanto, existem várias metodologias para mensurar o valor de uma empresa, quer seja pelo seu desempenho econômico e financeiro, quer seja através de variáveis subjetivas existentes no ramo de negócio.

Portanto escolheu-se dois métodos de avaliação para aplicá-los numa empresa de grande porte, apresentando ao final as vantagens de desvantagens da utilização dos mesmos.

1.5 ENQUADRAMENTO METODOLÓGICO

1.5.1 Quanto à Abordagem do Problema

Quanto à abordagem do problema, este trabalho terá como base o enfoque *quantitativo*, pois se fundamenta em aplicar alguns métodos de avaliação numa empresa brasileira de grande porte, apresentar os resultados e concluir as vantagens e desvantagens da aplicação dos referidos métodos.

1.5.2 Quanto aos Objetivos da Pesquisa

Quanto aos objetivos desta pesquisa, este trabalho se classifica em *estudos descritivos*, visto que apresenta-se as características de dois métodos de avaliação e aplica-os numa empresa real de grande porte.

1.5.3 Quanto aos Procedimentos da Pesquisa

Quanto aos procedimentos da pesquisa, será aplicado o tipo *pesquisa experimental*, *associado ao estudo de caso*, pois após a aplicação dos métodos de avaliação de empresas, os resultados serão apresentados, afim de concluir as vantagens e desvantagens da aplicação dos referidos métodos. É definida como estudo de caso pela aplicação de dois métodos de avaliação numa empresa real, além de possuir caráter de profundidade e detalhamento. A característica de estudo de caso fica evidenciada, também, pelo tipo de questão proposta e a não-exigência de controle sobre eventos comportamentais.

2 FUNDAMENTAÇÃO TEÓRICA

Inúmeras são as formas de avaliar uma empresa. A avaliação (*valuation*, do termo utilizado em inglês) objetiva estimar o valor justo a ser pago por uma empresa. Esse valor justo pode ser utilizado em venda da empresa, em processos de fusão e incorporação, bem como na cisão da empresa (CORNELL in: CERBASI, 2003:9). Vários autores relacionam métodos alternativos de avaliação patrimonial.

DAMODARAN (2002) relaciona como principal método de avaliação de empresas o fluxo de caixa livre descontado. Também escreve sobre o método dos múltiplos de mercado (avaliação relativa) e o uso da teoria das opções reais como formas de avaliação de empresas.

Para MARTINS et alii (2001:268), os métodos de avaliação de empresas são classificados em: (1) técnicas comparativas de mercado, (2) técnicas baseadas em ativos e passivos contábeis ajustados e (3) técnicas baseadas no desconto de fluxos futuros de caixa. As técnicas comparativas de mercado buscam aferir o valor da empresa comparando com empresas similares transacionadas no mercado.

As técnicas baseadas em ativos e passivos ajustados utilizam os valores de mercado dos itens evidenciados nas demonstrações contábeis, ajustados ou não. As últimas técnicas pressupõem que o valor da empresa decorre da potencial geração de riqueza futura. Para MARTINS *et ali*, (2001:399):

> "O valor presente líquido é tido como a mais completa opção de avaliação, no que se refere à busca do valor econômico da empresa em continuidade. Na realidade, o empreendimento vale, ou por seu valor de realização líquido ou pelo valor presente líquido, dos dois o maior" Os autores acreditam, portanto, que os métodos de avaliação não são mutuamente excludentes, e sim complementares.

ASSAF NETO (2003:575) enuncia que existem vários métodos de avaliação de empresas, dentre os quais: métodos patrimoniais e suas derivações, múltiplos de mercado e fluxo de caixa descontado. O autor considera esta última forma de avaliação a mais adequada por ter "maior rigor conceitual e coerência com a moderna teoria de finanças".

Além disso, ela considera a existência do chamado *goodwill*, uma "vantagem competitiva que permite produzir um retorno de seus investimentos acima dos resultados mínimos esperados do setor" (ASSAF NETO, 2003:585).

COPELAND *et alii* (1995:22) concentram seu trabalho na avaliação através do fluxo de caixa descontado. Eles consideram que, apesar de existirem outras formas de medir o desempenho corporativo, o fluxo de caixa descontado é "a única medida que requer informações completas".

Para Cerbasi (2003) a avaliação de empresas tem sido objeto de estudo de diversas correntes de pesquisa, que buscam através do 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 da empresa, considerando o risco a ser assumido pelo eventual comprador. Perez e Famá (2003, p.2) afirmam:

> [...] que para o entendimento de avaliação de empresas, segundo as teorias de finanças, um analista ao avaliar uma empresa deve procurar alcançar um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as potencialidades e perspectivas de determinada empresa; tal avaliação porém, apesar de utilizar-se de métodos e modelos quantitativos, não se processa exclusivamente mediante os fundamentos de uma ciência exata, não permitindo, portanto, a comprovação absoluta dos resultados apurados, pois trabalha com premissas e hipóteses comportamentais.

Segundo Pasin (2004) uma das principais aplicações da avaliação de empresas é avaliar o impacto das decisões estratégicas, financeiras e operacionais na consecução do objetivo principal das empresas: a maximização do valor.

Perez e Famá (2003) consideram o processo de avaliação de uma empresa complexo. Para os autores, antes de se determinar os métodos de avaliação que serão aplicados, é fundamental a elaboração preliminar de um diagnóstico preciso da empresa avaliada, o contexto macroeconômico no qual ela está inserida, seu setor de atuação, seu mercado consumidor, seu desempenho passado e atual, seus aspectos econômicos e financeiros, sociais, jurídicos, fiscais, comerciais, tecnológicos e técnicos.

A profundidade dessas análises depende das peculiaridades de cada caso, do tamanho do negócio avaliado e da disponibilidade de informações. Desde a década de 1950 surgiram diversas teorias de avaliação de empresas, sendo que muitas metodologias de avaliação foram criadas.

Os modelos mais utilizados e que neste estudo serão brevemente contextualizados são: fluxo de caixa descontado; avaliação relativa ou por múltiplos; métodos patrimoniais; modelo do EVA/MVA, a partir do fluxo de caixa descontado; e, modelo de opções reais.

1.6 MÉTODOS DE AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Existem vários métodos para avaliar empresas, que oscilam de acordo com o propósito da avaliação, as características da empresa avaliada e a disponibilidade e confiabilidade das informações disponíveis. Conforme mencionado anteriormente, os métodos abordados neste trabalho são:

- ✓ Metodologia do Fluxo de Caixa Descontado (FCD);
- ✓ Método de Avaliação Patrimonial;

2.1.1 Método do Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Nesta metodologia o valor de uma empresa é determinado pelo fluxo de caixa projetado, descontado por uma taxa que reflita o risco associado ao investimento. O valor da empresa é determinado pelos seguintes elementos relevantes: estimativa do fluxo de caixa, determinação da taxa de desconto e estimativa do valor residual (PASIN, 2004).

Para Martelanc et al. (2004) os fluxos de caixa projetados dependerão da projeção de receitas, margens e investimentos, e da estimação de uma apropriada taxa de custo de capital, todas as decisões de elevado impacto no cálculo do valor da empresa. Esta abordagem é a mais coerente conceitualmente, mas também a mais vulnerável à interferência, consciente ou inadvertida, do avaliador.

Esse modelo procura determinar o valor de uma empresa pela estimativa dos fluxos de caixa que devem ser gerados no futuro e então descontam esses valores a uma taxa condizente com o risco do fluxo. São modelos muito aceitos no mercado de consultoria, e também amplamente citados e divulgados nas bibliografias que versam sobre avaliações de ativos e avaliações empresariais.

Damodaran (2002, p.214) explica que "o valor de uma empresa é o valor presente de seus fluxos de caixa previstos ao longo de sua vida".

Os modelos baseados no fluxo de caixa têm sido mais utilizados, dada a conclusão do aspecto pouco científico dos modelos anteriormente apresentados. Considera-se que os modelos de fluxo de caixa são conceitualmente corretos para avaliações 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.

Conseqüentemente, a abordagem conceitual é similar à aplicada ao orçamento de caixa. A determinação da taxa de desconto leva em consideração cada tipo de fluxo de caixa. Essa determinação é um dos mais importantes detalhes na aceitação desses modelos pelos consultores e avaliadores de empresas. Taxas arbitrárias de 6% ou multiplicadores de 2.5 ou 3 vezes, identificados por simples observação empírica das flutuações de mercado, são totalmente desconsiderados.

Na prática, no entanto, taxas mínimas de desconto são muito utilizadas e estabelecidas pelas partes interessadas, pois compradores e vendedores não são preparados para investir ou para vender por menos do que certa taxa de retorno. E isso tem reflexos sobre a correta utilização dos fluxos de caixa como modelo de mensuração ou de d eterminação do valor de uma empresa. O modelo geral é denominado de fluxo de caixa descontado.

Entre os modelos mais utilizados, estão o do fluxo de caixa livre, o do fluxo de dividendos, o *equity cash flow* e o capital *cash flow*. O modelo de fluxo de dividendos pode ser considerado como um modelo baseado nos resultados, tendo sido então já classificado.

2.1.1.1 Fluxo de Caixa Livre

O modelo do fluxo de caixa livre ou *free cash flow* utiliza o denominado fluxo de caixa operacional, que é o fluxo de caixa gerado pelas operações normais da empresa, desconsiderando empréstimos. É o montante financeiro que estará disponível para investimentos em ativos fixos e necessidades de capital de giro.

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. Pode-se dizer que é, basicamente, a abordagem da elaboração do orçamento de caixa. Entretanto, na avaliação de

empresas, há a necessidade de previsão dos fluxos de caixa em períodos maiores do que nos orçamentos de caixa.

A contabilidade tradicional não traz essa informação diretamente em seus relatórios, usando apenas as provisões e alocando receitas, custos e despesas, usando mecanismos arbitrários em muitos casos. Essa face da contabilidade distorce a percepção apropriada quando se calcula o fluxo de caixa, pois para o cálculo do valor da empresa devem-se considerar como caixa os valores a receber e a pagar efetivos e não apenas provisionados segundo critérios definidos pela empresa ou parametrizados pela legislação. A contabilidade, portanto, deve ser ajustada para atender ao cálculo do fluxo de caixa livre.

Para calcular o fluxo de caixa livre, deve-se desconsiderar o financiamento das operações da empresa e direcionar o enfoque sobre o resultado financeiro dos ativos da empresa após a tributação, extraindo da contabilidade para cada período os investimentos necessários para a continuidade das operações.

2.1.1.2 Equity Cash Flow

O modelo ECF (*equity cash flow*) é uma outra modalidade de fluxo de caixa passível de ser utilizada. O fluxo de caixa ECF é calculado pela subtração dos juros e pagamentos feitos em cada período aos credores, líquidos de tributação, do fluxo de caixa livre, adicionado de novas provisões realizadas. Em outras palavras, 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.

Esse m odelo de fluxo de caixa presume a existência de uma estrutura financeira mínima para cada período, onde o principal e os juros sobre financiamentos existentes são pagos nas datas de vencimento e os recursos de novos empréstimos ou financiamentos são recebidos. Nesse caso, são considerados fluxos previstos para a manutenção da capacidade financeira da empresa em termos de capital de giro.

2.1.1.3 Capital Cash Flow

Outro modelo é o CCF, que é o nome dado ao valor do fluxo de caixa do capital de terceiros somado ao fluxo de caixa do capital próprio ou patrim ônio líquido. Pode-se dizer que o modelo é a soma do ECF com o custo do capital de terceiros deduzido da variação dos passivos. Considera-se, para a estrutura de capitais, capital de terceiros e capital próprio, valores de mercado dentro de um balanço econômico, e não o balanço tradicional apresentado pela contabilidade.

2.1.1.4 Considerações Adicionais - Modelo Baseado no Fluxo de Caixa

O cálculo do valor da empresa com o uso dos modelos baseados no fluxo de caixa prevê, então, que o valor da estrutura de capitais total, a valor de mercado, é igual ao valor presente do fluxo de caixa, considerado o custo médio ponderado de capital. O custo médio ponderado de capital é um importante item a ser considerado dentro do cálculo do valor da empresa pelo modelo de fluxo de caixa.

Ross, Westerfield e Jaffe (1995, p.358) trazem como informação que "o custo de capital é uma média ponderada entre o custo de capital de terceiros e o custo de capital próprio".

Copeland, Koller e Murrin (2002, p.205) explicam que tanto credores quanto acionistas esperam ser remunerados pelo custo de oportunidade do investimento de seus recursos em uma determinada empresa, em vez de outra de risco semelhante.

O custo médio ponderado do capital (WACC) é a taxa de desconto, ou valor do dinheiro no tempo, usada para converter o fluxo de caixa livre futuro em valor presente para todos os investidores. Ross, Westerfield e Jaffe (1995) tratam esses fluxos com nomenclaturas como fluxo ao capital próprio (FCP) e fluxo de caixa com dívidas (FCCD), mas sua abordagem é mais voltada à análises de investimentos em projetos e não à avaliação empresarial, como na obra *Administração financeira* (*Corporate finance*).

A fórmula Miller-Modigliani (MM) determina o valor da empresa baseada no modelo de fluxo de caixa. Copeland, Koller e Murrin (2002, p.158) apresentam essa fórmula no livro *Avaliação de empresas – Valuation,* mas comentam que as abordagens das DCF baseadas em fórmulas, ado tam pre missas simplificadoras sobre as empresas e seus fluxos de caixa (por exemplo, crescimento constante da

receita e das margens), de forma que todo o fluxo de caixa pode ser capturado em uma fórmula concisa.

A expressão DCF refere-se ao modelo de fluxo de caixa descontado, do original inglês *discounted cash flow*. A fórmula MM apresentada baseia-se na análise econômica e sugere como valor da empresa a soma do valor dos ativos instalados com o valor do crescimento.

A taxa para o desconto do fluxo de caixa a ser utilizada dependerá do modelo de fluxo de caixa utilizado. Denominou-se essa taxa de k, na fórmula inicial, e ela representa a taxa de desconto apropriada para o risco do fluxo de caixa. No caso da utilização do ECF, a taxa a ser usada é a do retorno desejado sobre o patrimônio líquido, já no caso do fluxo de caixa livre a taxa a ser utilizada é a WACC (*weighted average cost of capital*), que representa o custo médio ponderado de capital, por exemplo. Para um fluxo de caixa com capital de terceiros, certamente seria mais correta a utilização da taxa correspondente ao retorno desejado pelo uso do capital de terceiros.

A avaliação de empresas através do fluxo de caixa descontado encontra maior consenso entre os autores de finanças. Para ASSAF NETO (2003:586), esse método "representa o maior rigor técnico e conceitual para expressar o valor econômico".

DAMODARAN (2002:19) argumenta que qualquer ativo, incluindo empresas, deve ser avaliado pelos benefícios esperados no futuro, descontados a valor presente, através de uma taxa adequada.

COPELAND *et alii* (1995:22) colocam o fluxo de caixa livre descontado como o melhor método de avaliação de empresas, por incorporar todas as informações relevantes.

MARTINS *et alii* (2001:275) consideram este método o que melhor reflete a capacidade de geração de riqueza de um empreendimento. Esse método não avalia a empresa apenas em termos de ativos, como na avaliação patrimonial. Também não é elaborada uma avaliação relativa comparando empresas, como na avaliação de múltiplos de mercado. É uma forma de avaliar intrínseca e voltada para os resultados futuros, esperados a partir das suas atividades operacionais, refletindo capacidade gerencial, e a geração de valor, a partir dos ativos existentes.

O método do fluxo de caixa descontado é baseado no valor presente líquido, técnica de análise de investimentos. O valor presente líquido (VPL) é uma técnica

utilizada para análise de investimentos que tragam benefícios futuros expressos em fluxos de caixa (CASAROTTO, 2000:116).

O desconto dos fluxos de caixa futuros deve ser realizado através de uma taxa de desconto compatível com as características dos fluxos, no que se refere ao horizonte temporal e ao risco da operação. Essa taxa, denominada taxa mínima de atratividade (TMA), deve embutir também o custo de oportunidade do detentor do ativo, ou seja, o rendimento que ele teria em uma aplicação alternativa (CASAROTTO et al, 2000:108).

Assim, o método exige que cada fluxo (FCn) seja descontado à TMA para uma data presente, de acordo com a fórmula de valor presente em capitalização composta. A fórmula, mostrada abaixo, considera também o número de períodos (n) que deverão ser descontados.

A fórmula do valor presente, contudo, somente avalia fluxos de caixa finitos, com horizonte temporal definido. Entretanto, a natureza de uma empresa convencional é infinita, sem data definida para o fim de suas atividades. Desta forma, há a necessidade de considerar o Modelo de Gordon, o qual avalia fluxos de caixa infinitos (perpetuidades).

O Modelo de Gordon pressupõe que em uma perpetuidade pode haver crescimento dos fluxos de caixa a uma taxa constante g. Há a hipótese de que esta taxa deve ser necessariamente menor do que a taxa mínima de atratividade que remunera o investimento. Considerando o ferramental básico apresentado, uma empresa pode ser avaliada através deste. Assim, os componentes necessários à avaliação de uma empresa seriam divididos em quatro partes: fluxos de caixa esperados, taxa de desconto (mínima de atratividade), horizonte de tempo das projeções e taxa de crescimento dos fluxos de caixa.

O fluxo de caixa livre é composto inicialmente pelo resultado operacional obtido pela empresa nas suas atividades operacionais. Ele é dado pelas receitas operacionais de vendas, menos as despesas operacionais fixas e variáveis, que, por sua vez, podem ainda ser subdivididas, conforme necessidades específicas. As despesas não desembolsáveis são basicamente as despesas de depreciação, amortização e exaustão. Apesar de serem contas contábeis e não representarem desembolso de recursos financeiros, elas são consideradas no cálculo do lucro operacional líquido como redutoras do imposto de renda a pagar. Como conseqüência, seus valores registrados na etapa anterior devem ser repostos no

cálculo do fluxo de caixa livre, refletindo a real movimentação financeira. Por fim, o fluxo de caixa livre deve considerar, em sua formulação, os investimentos que devem ser realizados pela empresa, a fim de manter sua capacidade produtiva. A capacidade produtiva é mantida através de investimentos em capital de giro e em ativos permanentes.

Com essa formulação, o fluxo de caixa livre é aquele disponível aos credores e acionistas da empresa, após todos os recebimentos e pagamentos devidos pela empresa. O fluxo de caixa livre, portanto, exclui os pagamentos do principal e juros devidos a terceiros, em função de financiamentos solicitados, e os pagamentos de dividendos aos proprietários. A presença do financiamento está embutida na taxa de desconto dos fluxos de caixa, verificada, adiante, como o custo médio ponderado de capital (CMPC).

Os fluxos de caixa esperados, entretanto, apresentam necessariamente um risco associado à volatilidade dos seus valores. Os valores esperados podem sofrer desvios, principalmente à medida que o horizonte de projeção aumenta. Existem, para fins de consideração desse risco, métodos que refletem este risco, tais como análise de cenários, análise de sensibilidade e simulação pelo método de Monte Carlo (CORREIA NETO et alii., 2002:1).

A taxa de desconto utilizada para trazer os fluxos de caixa livres a valor presente é o custo médio ponderado de capital da empresa. O CMPC é dado pela média de todos os custos financeiros das fontes de financiamento da empresa (Rn), ponderados pelo seu peso de cada uma destas fontes no financiamento total da empresa (Pn).

Esta taxa representa uma remuneração média exigida pelos vários fornecedores de recursos para a empresa. Com ela, todas as fontes de financiamento, dentro de determinada estrutura de capital, são adequadamente remuneradas, dentro de um equilíbrio entre risco e retorno. Basicamente, os fornecedores de recursos para a empresa são divididos em credores e proprietários. Os credores financiam a empresa, mediante recebimento de uma compensação financeira na forma de juros.

Para calcular o custo do capital de terceiros, cada fonte de financiamento deve ser analisada, a fim de verificar as taxas cobradas pelos credores. O cálculo destas taxas é realizado através da taxa interna de retorno das operações de financiamento. A taxa que calcula o montante de juros a ser pago ao credor, do

ponto de vista da empresa, tem um benefício fiscal associado. O pagamento de juros de empréstimos é dedutível para fins de imposto de renda em empresas tributadas com base no lucro real. Dessa forma, se, por exemplo, o custo de um empréstimo for 4,50% ao mês e a empresa estiver enquadrada em uma alíquota de imposto de renda de 30%, o custo real do financiamento, considerando o benefício fiscal, é de 3,15% (4,5% x [1-30%]).

O custo de capital próprio da empresa representa a remuneração que os proprietários demandam ao aportar nela recursos. Existem várias formas de calcular o custo próprio de capital. Os modelos de precificação de ativos, tais como o CAPM (*capital asset pricing model*) e o APT (*arbitrage pricing theory*), são métodos de cálculo do retorno exigido de um ativo. Estes modelos calculam o retorno exigido pelos ativos em função de sua exposição a diversos fatores de risco sistemáticos, tais como desempenho do mercado, inflação, produto interno bruto e outros fatores.

Caso não haja possibilidade de utilizar quaisquer destes modelos de precificação de ativos, pode-se calcular o retorno exigido através do custo de oportunidade dos proprietários acrescido de uma taxa que reflita o risco do negócio.

O custo de oportunidade pode ser calculado de maneira objetiva, bastando, para tanto, observar quais investimentos alternativos os proprietários têm à disposição. O acréscimo pelo risco, entretanto, torna-se razoavelmente subjetivo, pois a percepção do risco é eminentemente pessoal. O acréscimo pelo risco, entretanto, somente é necessário, se o nível de risco da empresa for diferente do nível de risco da aplicação alternativa.

Caso ambos tenham o mesmo nível de risco, a taxa adicional pelo risco não será necessária. É importante perceber que se houver uma alteração na estrutura de capital da empresa, a taxa utilizada para o desconto dos fluxos de caixa também sofrerá uma alteração.

Nesse caso, se houver a expectativa de a estrutura de capital modificar-se em algum momento futuro, a partir deste momento, a taxa utilizada deverá ser alterada de forma a refletir esta nova estrutura de capital.

Outra forma de abordar essa possibilidade é estabelecer uma estrutura de capital objetivo. Esta estrutura deverá ser uma meta estabelecida pela empresa como adequada e, conseqüentemente, oferecer uma estimativa para a taxa de desconto. Com isso, "a composição do financiamento e o risco financeiro mantêm-se relativamente constantes no tempo" (ASSAF NETO, 2003:592).

O setor em que a empresa atua também exerce influência na estrutura de capital da empresa. As diversas características dos setores de atividade podem influenciar a formação da estrutura de capital das empresas a ele pertencentes. Uma empresa, normalmente, é uma entidade com vida infinita.

A projeção dos fluxos de caixa livre da empresa, para fins de cálculo do seu valor, pode ser dividida conceitualmente em duas etapas. A primeira etapa compreende aquele período cujos fluxos de caixa são passíveis de detalhamento, sendo, portanto, referentes aos primeiros anos de projeção. A segunda etapa da projeção inicia no momento em que se espera que o crescimento dos fluxos de caixa torne-se constante ou cresça em níveis baixos. A partir deste momento, os fluxos de caixa esperados adotam o comportamento de uma perpetuidade, admitindo a hipótese da empresa ter vida infinita.

O fluxo de caixa desta perpetuidade pode ser estimado a partir do último fluxo de caixa livre calculado na primeira etapa da projeção. Ao calcular o valor da perpetuidade, o valor encontrado é referente ao primeiro período da segunda etapa da projeção e, portanto, deve ser descontado a valor presente, para fins de análise na mesma base temporal.

Caso a empresa tenha um período determinado de encerramento de suas atividades, essa perpetuidade pode ser trocada por um valor residual de venda dos ativos da empresa, também trazido a valor presente.

A hipótese da estabilização do crescimento dos fluxos de caixa da empresa em um futuro de médio ou longo prazo é plausível. Não é esperado, no longo prazo, que os retornos obtidos pela empresa consigam, consistentemente, crescer a taxas muito altas.

Esse crescimento fica limitado pelas condições de mercado e tende a se equilibrar ao redor da taxa mínima de atratividade (ASSAF NETO, 2003:594). Além disso, o período em que se espera que os fluxos tornem-se mais estáveis é próprio de cada empresa, conseqüentemente de cada setor de atividade.

O fluxo de caixa esperado na perpetuidade (E[FCP]) pode ser estimado a partir de E[FCt]. "Geralmente ele é estimado com base no fluxo de caixa livre do último período de projeção e incrementado pela expectativa de crescimento" (MARTINS ET a lii, 2001:283).

COPELAND *et alii* (1995:157) sumarizam o processo de análise de empresas pelo fluxo de caixa descontado, conforme demonstrado abaixo:

Analisar o desempenho histórico

- Revisar demonstrações contábeis passadas;
- Analisar as contas horizontalmente;
- Desenvolver uma perspectiva financeira;

Projetar o desempenho futuro

- Identificar componentes relevantes do fluxo de caixa livre;
- Projetar cada componente;
- Definir premissas de projeção e os cenários;
- Decidir sobre a duração da projeção (período explícito);
- Projetar fluxos de caixa livres;
- Conferir consistência dos resultados projetados;

Estimar o custo de capital

- Definir a meta de estrutura de capital (relação entre capital próprio e de terceiros);
- Calcular o custo de cada fonte de capital;
- Estimar o custo médio ponderado de capital;

Estimando a perpetuidade

- Estimar os parâmetros (fluxo de caixa livre e taxa de crescimento);
- Descontar a perpetuidade a valor presente;

Interpretar e testar os resultados

- Calcular e interpretar os resultados;
- Analisar os resultados;

Pelo que se pode observar o fluxo de caixa livre seria essencialmente aquele fluxo de caixa observado levando em consideração apenas os fluxos operacionais e de investimento, excluindo aspecto relacionados ao fluxo de financiamento.

2.1.1.5 Período de Projeção

Por período de projeção entende-se a quantidade de anos sobre os quais pode se projetar com uma razoabilidade quais serão os fluxos de caixa. Usualmente, o período de projeção é identificado de acordo com a natureza do negócio e o grau de previsibilidade das variáveis relevantes. Entre pontos importantes para

identificação do período de projeção cabe mencionar: preços dos produtos, volume de vendas, custos de matérias primas, despesas operacionais e variáveis macroeconômicas, tais como juros e taxa de câmbio.

Para a projeção é fundamental a identificação dos componentes relevantes e desenvolvimentos de hipóteses e perspectivas que serviram de base para a projeção dos cenários para a empresa. Em termos práticos a maioria das avaliações trabalham num período de projeção que oscila entre 5 a 10 anos, dependendo fundamentalmente do grau de previsibilidade das variáveis no futuro.

2.1.1.6 Valor da Perpetuidade

Neste ponto se estima o valor que o negócio possuirá em termos de valor presente, após o período de projeção. No geral estima-se o valor da perpetuidade, a partir do fluxo de caixa livre do último período de projeção aumentado pela expectativa de crescimento para os futuros anos.

A perpetuidade é um elemento dos mais relevantes na avaliação de uma empresa. Em determinadas empresas, grande parte de valor de uma empresa pode ser explicada pelo valor presente da perpetuidade. Dependendo da espécie do negócio esse componente poderá ser maior ou menor.

Paradoxalmente, na definição do valor da perpetuidade, verifica-se grosseiras aproximações, estimando-se taxas de crescimento irreais, por vezes muito pessimistas ou excessivamente otimistas.

Pelo que se observa, o valor da perpetuidade poderá ser explicado fundamentalmente pela expectativa da taxa de crescimento após o período de projeção. Modelos mais sofisticados podem trabalhar com a hipótese de taxas de crescimento distintas, crescentes ou decrescentes, por intervalos de períodos.

2.1.1.7 Taxa de Desconto

Para avaliar uma empresa, os fluxos de caixa livres, bem como o valor futuro da perpetuidade, deverão ser atualizados em função de uma taxa de desconto que revele o custo de oportunidade. A taxa escolhida é usualmente o custo de capital, tendo a capacidade de implicitamente incorporar os riscos associados a determinado negócio.

Pela aplicação da metodologia FCL/CMPC (Fluxo de Caixa Livre/ Custo Médio Ponderado de Capital), ao avaliar uma empresa há que em primeiro lugar, estimar os respectivos fluxos de caixa operacionais e de investimentos no período base de projeto, não esquecendo a inclusão nos primeiros das variações no capital de giro e do investimentos. A metodologia FCL/CMPC fixa-se em pressupostos rígidos, tais como numa estrutura de capital meta e em benefícios fiscais associados ao juros dos capitais de terceiros.

No cálculo do custo de capital médio ponderado a natureza da estrutura de capital acabam sendo refletidos cálculo da taxa. Portanto, os efeitos do financiamento estão refletidos no computo da taxa que está sendo utilizada para descontar os fluxos.

Alternativamente caso se utilize o fluxo de caixa do proprietário, a taxa de desconto mais apropriada para desconto será o custo do capital próprio de uma empresa com dívidas. Ou seja, se verificará qual o retorno exigido pelo proprietário para assumir investir numa empresa que possui um determinado montante de endividamento. Intuitivamente, imagina-se que a medida que uma empresa se alavanca financeiramente, haverá uma tendência a aumentar o risco do negócio, é consequentemente o acionista tenderá a exigir uma taxa de retorno maior, que lhe compense pelo risco assumido. Desse modo, utilizando-se o fluxo de caixa do proprietário recomenda-se o custo de capital próprio da empresa ajustado pelo montante de dívidas assumidas.

O custo de capital deve refletir os riscos associados ao negócio, bem como as condições particulares e expectativas daquele que almeja adquirir ou manter uma empresa. Por isso, verifica-se com freqüência, a título de simplificação, a utilização pelo mercado de uma taxa de corte (Hurdle Rates), que é definida como a taxa para desconto a ser utilizada para o processo de avaliação. No geral, o empresário estipula pelo seu bom senso qual seria essa taxa é simplesmente a aplica no desconto dos fluxos de caixa esperados.

2.1.1.8 WACC

A taxa de desconto utilizada para determinar o valor econômico da empresa é usualmente calculada pelo custo médio ponderado de capital (WACC) para descontar o fluxo de caixa livre da empresa.

Essa taxa além de incorporar os riscos associados ao negócio, reflete com propriedade os custos de oportunidade dos provedores do capital que financiam as atividades operacionais da empresa, isto é, capital próprio mais capital de terceiros, assim como os benefícios fiscais decorrentes das decisões estratégicas de estrutura de capital.

O WACC pode ser definido como o preço que a empresa paga pelos fundos obtidos das fontes de capital, e serve de referência para o processo de tomada de decisões de investimento, uma vez que, ao aplicar os recursos com retorno superior ao WACC, a empresa maximiza o valor e a riqueza dos acionistas.

O benefício fiscal da dedução da despesa financeira da base de cálculo do lucro tributável é obtido pela redução do custo de capital de terceiros, ao considerar se a alíquota nominal de imposto de renda e contribuição social.

O WACC é apurado conforme a metodologia abaixo:

$$WACC = Ke * (E / (D + E)) + Kd * (D / (D + E)) * (1 - T)$$

Onde:

E (D+ E) => é a participação do capital próprio (E) nas fontes de capital da empresa;

D (D + E) => é a participação do capital de terceiros (D) nas fontes de capital da empresa;

Ke => é o custo do capital próprio;

d K => é o custo de capital de terceiros;

T => é a taxa combinada de IR e Contribuição Social.

No Brasil, aparece a figura dos juros sobre o capital próprio que remunera o capital investido pelos acionistas. Esse valor é dedutível para fins de imposto de renda e sobre ele há retenção de imposto de renda na fonte.

Devido a essa forma de remuneração do capital do acionista há - segundo Amaral (2005) - necessidade de adaptar-se o cálculo do WACC que ficaria expresso da seguinte maneira:

$$WACC = (Ke - BF) * (E / (D + E)) + Kd * (D / (D + E)) * (1 - T)$$

Onde:

BF[1] => é o benefício fiscal devido ao pagamento de Juros sobre o capital Próprio líquido do imposto de renda retido na fonte (IRRF). De acordo com Copeland et al (2000) a taxa de desconto medida pelo WACC deve ser consistente com a forma como o fluxo de caixa é construído. Deve seguir os seguintes princípios:

- Ser definida em termos nominais ou termos reais, seguindo a maneira que o fluxo de caixa a ser descontado for construído;
- Empregar valores de mercado para cada elemento financeiro quando da definição do percentual de dívida na estrutura de capital;
- Ser sujeita a mudanças ao longo do período de projeção devido à mudanças nas expectativas de inflação, risco sistemático ou estrutura de capital.

Segundo Copeland et al (2000), o mais correto seria recalcular anualmente o custo médio ponderado de capital que refletisse a mudança na estrutura do capital da empresa considerada.

Na prática, os autores afirmam que se utiliza uma única estrutura de capital para todo o período de projeção considerado e que se deve utilizar uma estrutura de capital-alvo em detrimento da estrutura de capital corrente, porque ela pode não refletir a estrutura de capital esperada para a empresa no ciclo de vida. Os autores sugerem que para determinar a estrutura de capital-alvo da empresa, deve-se observar empresas comparáveis e ainda os planos dos administradores para financiar a empresa.

Em relação ao custo de capital de terceiros, devem ser analisadas e definidas a natureza e as características dos recursos que a empresa tem ou pode ter acesso para estimar a taxa de juros exigida pelos credores. Para tanto, devem ser analisadas as linhas de crédito contratadas pela empresa, o risco de crédito atual, a evolução, as linhas disponíveis para os pares com o mesmo grau de risco e o setor de atuação, entre outros aspectos.

Determinado o custo dos empréstimos, aplicam-se os benefícios fiscais decorrentes do endividamento, no Brasil deduz-se atualmente 34% do custo do empréstimo, correspondente ao valor do imposto de renda e da contribuição social - conforme Copeland et al (2000), deve-se usar sempre a taxa de mercado mais atual, quando se trata de dívidas com riscos equivalentes.

---

[1] Os juros sobre o capital próprio são dedutíveis para fins de Imposto de Renda e Contribuição Social conforme definido pela Lei no 9295/95, com alterações das Leis no 9430/96 e no 9779/99 e da M.P no 2158-35/01. Sobre este benefício fiscal há a incidência de 15% de Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF).

O indicador razoável de risco de determinada dívida é a classificação da Moody's ou da Standard & Poor's, organismos internacionais de referência na área de classificação de risco de crédito. Na falta dessa classificação, é aconselhável calcular os índices financeiros tradicionais - cobertura de juros, dívida/patrimônio, capital de giro etc - da empresa avaliada, e compará-los com os das empresas que possuem classificação semelhante.

Ainda segundo Copeland et al (2000), passivos não onerosos tais como contas a pagar são excluídos do cálculo do WACC para evitar inconsistências e simplificar a avaliação. De acordo com o autor, os passivos não-onerosos possuem custos como outras formas de dívida. Esses custos estão implícitos no preço pago pelos bens adquiridos e alteram o fluxo de caixa livre pois são incluídos na variação do capital de giro.

2.1.1.9 CAPM

Para Copeland et al (2000, p. 214), "o custo do capital próprio é a parte mais difícil de ser estimada, porque não pode ser observada diretamente no mercado de capitais". O autor recomenda a utilização da metodologia do "Capital Asset Pricing Model" (CAPM) ou o "Arbitrage Pricing Model" (APM).

O CAPM é o modelo de equilíbrio de ativos financeiros e foi desenvolvido por Sharpe (1964), Lintner (1965) e Mossin (1966) que se inspiraram nos trabalhos de Markowitz (1952) sobre o critério da média-variância. Este modelo estipula que a taxa de rentabilidade esperada dos ativos com risco é linearmente ligada a dois fatores comuns: a taxa livre de risco e a taxa de retorno esperada da carteira do mercado. O retorno esperado de um ativo é igual à soma da taxa livre de risco e de um prêmio pelo risco. O prêmio pelo risco será igual ao produto do coeficiente de volatilidade (β) do ativo em relação à carteira de mercado pela diferença entre o retorno esperado do mercado em relação à taxa livre de risco.

O conceito pode ser expresso como:

$$Ke = Rf + \beta * (Rm - Rf)$$

Onde:

ek => representa o retorno esperado de um ativo;

f R => representa o retorno de um ativo livre de risco;
β => representa o risco sistemático ou não diversificável do ativo diante do mercado;
mR => representa o retorno esperado da carteira de mercado;
(Rm – Rf) => representa o premio de risco do mercado.

$$\beta = Conv * (Ri * Rm) / Var * (Rm)$$

Onde:
*Conv * (Ri * Rm)* => representa a covariância entre o retorno do ativo e o retorno do mercado;
*Var * (Rm)* => representa a variância do retorno do mercado.

De acordo com esse modelo, o custo do capital próprio aumenta linearmente em função do risco não-diversificável beta. O beta da carteira do mercado que engloba todas as ações do mercado é igual a 1 (um) e o beta de cada empresa varia conforme o maior ou menor risco em relação à da carteira do mercado.

Conforme Haugen (1990), no CAPM o risco da carteira de determinado investidor é medido em termos da variância e o risco do ativo individual é medido em termos do beta.

O autor também explica que o beta de determinada carteira é obtido pela soma da média ponderada sim ples dos betas dos ativos componentes. Par a o cálculo do beta, Copeland et al (2000), sugerem que para empresas abertas negociadas em bolsa de valores, a melhor opção é o uso de estimativas publicadas.

Devem-se verificar várias fontes confiáveis para se definir o beta da empresa. Adicionalmente, deve-se comparar o beta com o beta setorial médio e se a variação dos betas de diferentes fontes for superior a 0,2 ou se o beta da empresa for 0,3 maior que o beta médio do setor, é mais aconselhável utilizar o beta médio setorial. Para isso, ele deve ser desalavancado e alavancado de acordo com a estrutura de capital da empresa em questão.

Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) apontam que a teoria financeira preconiza a utilização de betas projetados ("forward looking") obtido em fontes como BARRA, Inc, uma das líderes mundiais em soluções para gerência de riscos financeiros. Entretanto, como os betas projetados não são observáveis, na prática

utilizam-se principalmente de estimativas de betas derivados de séries históricas obtidas em fontes como Bloomberg, Value Line e Standard & Poor's.

Para se obter a taxa do ativo livre de risco, Copeland et al (2000) sugerem o uso do "US Treasury bond" de 10 anos em detrimento dos "Treasury bills" e dos "US Treasury bonds" de 30 anos pelos seguintes motivos:

- É a taxa de longo prazo que, em geral, fica muito próxima, em extensão temporal, dos fluxos de caixa da empresa que está sendo avaliada.
- A taxa de 10 anos aproxima-se, em termos de prazo de duração, da carteira índice do mercado acionário, como o S&P 500; e, portanto, é consistente com os betas e prêmios de risco estimados para essas carteiras.
- O preço do título de 10 anos é menos sensível a mudanças inesperadas na inflação e, dessa forma, apresenta um beta menor que o título de 30 anos; e o prêmio de liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser ligeiramente menor que o encontrado nos títulos de 30 anos.

Em relação ao prêmio de mercado, Copeland et al (2000) sugerem a adoção dos seguintes procedimentos:

- Realizar o cálculo do prêmio de mercado, baseado no maior período de tempo hist órico disponível, pois o mercado terá refletido várias situações diferentes da economia que podem se repetir no futuro;
- Utilizar a média aritmética das taxas de retorno em detrimento da geométrica, porque apesar de a média geométrica expressar adequadamente o retorno histórico, o CAPM é baseado em retornos esperados, o que é expresso de forma mais apropriada pela média aritmética dos retornos históricos;
- Fazer uma redução na média histórica de 1,5% a 2% no caso de considerar o prêmio do mercado acionário dos Estados Unidos, pois o mercado daquele país registrou desempenho histórico superior ao da maioria dos outros países, situação que Copeland et al (2000) não esperam que permaneça. Dessa forma, os autores sugerem a adoção de prêmio de risco de 4,5% a 5% para empresas norte-americanas, baseados na média aritmética do retorno do S&P 500 comparada aos títulos de longo prazo do tesouro norte-americano no período de 1926 a 1996 que é de 6,7% menos o ajuste proposto.

Bruner, Eades, Harris e Higgins (1998) mencionam que a maior parte dos textos sobre finanças recomenda para o cálculo do prêmio de risco o uso da média aritmética em vez da geométrica. Segundo o artigo, conforme dados do *Ibbotson Associates* a média aritmética do prêmio de risco entre 1926 e 1995 foi de 7.0% , diferentemente da geométrica que foi de 5.4%. Ainda de acordo com o estudo, os consultores financeiros que responderam à pesquisa adotam o prêmio de risco em linha com a média aritmética, diferentemente das corporações que utilizam prêmio de risco entre 5 e 6%.

De acordo com alguns pesquisadores, o modelo de fluxo de caixa descontado com a utilização da metodologia do CAPM e do WACC apresenta algumas limitações.

Para Lueherman (1997), o modelo é aplicável apenas para empresas com estruturas de capitais mais simples e estáticas. Como na maioria dos casos reais a estrutura de capital é mais complexa e dinâmica, o WACC deve ser corrigido não somente a cada projeto mas também a cada período. Em caso contrário, a probabilidade de erros nas avaliações é relevante. Fama e French (1992) questionaram a correlação positiva entre o beta e a média de retornos de mercados, que os levaram a concluir que o beta não explica o retorno do patrimônio.

Entretanto, Kothari, Shanken and Sloan (1995) rebateram a pesquisa de Fama e French ao demonstrarem a correlação entre o beta e os retornos de mercado. Copeland et al (2000) a firmam que não existe ainda teoria melhor e sugerem continuar a usar o CAPM, ainda que reconhecidas as limitações.

2.1.2 Método de Avaliação Patrimonial

A avaliação de empresas que utiliza as métricas contábeis e patrimoniais, segundo Pasin (2004) pressupõem que o valor de uma empresa pode ser determinado pela simples averiguação do valor do patrimônio líquido reavaliado ou dos valores de mercado dos ativos, em condições de liquidação ou não.

Dependendo da situação da empresa, de seus ativos e do grau de controle da empresa vendedora sobre o processo de alienação. Estes métodos pressupõem que o custo de aquisição dos ativos de uma empresa é a base para a determinação do valor dos negócios.

Dentre os métodos de avaliação que se baseiam nos valores contábeis da empresa, estudaremos os métodos da avaliação patrimonial contábil e da avaliação patrimonial contábil ajustada a valores de mercado.

Esse método baseia-se nos números contábeis da empresa, por meio do qual apura-se que o valor da empresa é o valor do seu patrimônio líquido, conforme ao que fora extraído das demonstrações financeiras, de acordo com Martins (2001).

O método é o mais fácil e simples de ser aplicado, entretanto, existem diversos fatores que dificultam a utilização dele como indicador efetivo do valor econômico de determinada empresa. Dentre eles é possível destacar:

a) as demonstrações contábeis estão normalmente baseadas em valores históricos, não atribuindo aos ativos os valores correntes;

b) não leva em conta o conceito do valor do dinheiro no tempo e dos riscos associados;

c) não considera as transações não registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que são relevantes na apuração do valor econômico da empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, ativos intangíveis, entre outros; d) desconsidera o valor das dívidas da empresa.

Em razão das limitações mencionadas, os métodos patrimoniais são utilizados em condições muito específicas, como em casos de liquidação judicial, empresas sem fluxo de caixa positivo, venda de ativos não-operacionais, quando o comprador estiver interessado apenas nas instalações físicas da empresa e não no potencial de geração de caixa e, ainda, quando os ativos não se constituírem em utilidade para o vendedor.

Segundo Martins (2001), o método de avaliação patrimonial contábil pode ser utilizado por empresas cujos ativos mensurados pelos princípios contábeis não divergirem dos valores de mercado e que não possuírem "Goodwill" significativo.

O método patrimonial de avaliação de empresas considera que os elementos do balanço patrimonial podem ser utilizados para calcular o valor da empresa em questão. O valor patrimonial é dado pela diferença entre o total dos ativos e dos passivos.

O valor da empresa, portanto, é dado pela soma do patrimônio líquido com o passivo (ASSAF NETO, 2003:576). O patrimônio líquido corresponde aos direitos dos proprietários da empresa. Ele é formado basicamente pelos aportes de capital dos sócios e pelos lucros retidos, de acordo com a política de dividendos adotada. O passivo é a parte exigível por terceiros por financiar as operações de curto e longo prazo da empresa. Tanto o patrimônio líquido quanto o passivo correspondem a obrigações da empresa junto aos seus fornecedores de recursos (proprietários e credores).

Com relação ao patrimônio líquido e sua relação com o ativo total da empresa, o balanço patrimonial, em decorrência das práticas contábeis, registra o valor dos ativos pelos valores históricos de aquisição, ou seja, os preços cujos ativos foram adquiridos, sem quaisquer correções ou atualizações monetárias.

O modelo de avaliação patrimonial contábil é dado por:

Valor da empresa = Ativos contábeis - Passivos contábeis = Patrimônio líquido

Quadro 1: Equação da avaliação patrimonial contábil
fonte: MARTINS et alii, 2001:269.

O modelo de avaliação patrimonial baseado nos custos históricos apresenta algumas desvantagens. Esses valores não refletem, necessariamente, os valores reais de mercado, que incorporam fatores como inflação, obsolescência, desgaste e falta de liquidez. Ao utilizar o custo histórico dos ativos, pressupõe-se que os preços mantiveram-se constantes desde a aquisição até a data de avaliação, hipótese aparentemente improvável (MARTINS et alii, 2001:90). Além disso, o "custo histórico deve ser evitado nos casos em que pretendemos apurar a capacidade de geração futura de riqueza do objeto avaliado" (MARTINS et alii, 2001:36).

Uma forma de minimizar este problema é fazer ajustes nos valores utilizados na avaliação patrimonial. Dois ajustes possíveis seriam utilizar valores de reposição ou de liquidação dos ativos (CORNELL In: CERBASI, 2003:15). Os valores de reposição dos ativos são aqueles preços pelos quais os ativos atualmente em uso na empresa seriam comprados, em estado de novos. Os valores de liquidação dos ativos são os preços de venda, caso a empresa necessite desfazer-se deles em função do encerramento de suas atividades. Em uma situação de liquidação, a empresa está cessando suas atividades, motivando uma desimobilização dos ativos em situações geralmente desvantajosas. Essas circunstâncias podem levar à realização dos ativos por valores inferiores aos valores correntes de mercado (ASSAF NETO, 2003:578).

Outro tipo de ajuste seria utilizar o valor de realização de mercado ou valor justo de mercado (MARTINS et alii, 2001:120). Esses valores refletem os preços a que podem ser vendidos os ativos em uma situação de normalidade, dentro de um mercado organizado. Devem ser considerados, adicionalmente, os custos decorrentes das transações de realização desses ativos (comissões, impostos, fretes, leiloeiros, etc.). Assim, o valor de realização de mercado deve considerar esses custos, alcançando um valor líquido de realização (ASSAF NETO, 2003:577).

A equação do quadro 1, no caso do ajuste, modifica-se para a seguinte:

Valor da empresa = Ativos ajustados - Passivos exigíveis ajustados

Quadro 2: Equação da avaliação patrimonial com valores ajustados
Fonte: MARTINS et alii, 2001:269.

Para o ajuste utilizando o valor de realização de mercado, cabe o conceito de valor presente líquido. Em casos em que a realização dos ativos não seja à vista, os fluxos financeiros futuros devem ser trazidos à data presente, descontados a uma taxa compatível com os bens avaliados.

Os ativos intangíveis, por sua vez, são negligenciados nessa avaliação. A capacidade gerencial e o conhecimento dos administradores não estão incluídos nos balanços patrimoniais da empresa. Entretanto, esses fatores conferem valor à empresa, por incorporarem eficiência e produtividade na utilização dos recursos atuais da empresa, a fim de gerar resultados futuros positivos.

Outra restrição ao método patrimonial é o fato de ele não basear a avaliação nos resultados futuros esperados que a empresa pode alcançar (ASSAF NETO, 2003:577). O valor de qualquer ativo é função, principalmente, dos resultados futuros que esse ativo pode obter para seu detentor (DAMODARAN, 2002:19).

Apesar de ser um método popularmente e operacionalmente mais fácil de ser entendido, o valor patrimonial desconsidera fatores importantes que podem alterar o valor da empresa. Seu uso isoladamente pode tornar a avaliação incompleta.

2.1.2.1 Avaliação Patrimonial Contábil Ajustada a Valores de Mercado.

Consiste na valoração do conjunto de bens que integram o ativo e o passivo, em termos de valor de mercado. Para isso, utilizam-se valores de entrada ou saída de acordo com a natureza do bem patrimonial e suas especificidades. Um estoque de matérias-primas, por exemplo, pode ser avaliado pelo custo de reposição; já um estoque de produtos finais demandaria como método o equivalente corrente de caixa. As duplicatas a receber seriam descontadas para que fosse possível chegar ao valor presente das entradas futuras.

Os itens do passivo seriam ajustados ao valor presente de mercado, em obediência às condições do crédito e às circunstâncias ajustadas da taxa de juros.

O valor da empresa para o acionista, por esse método, seria o valor dos ativos ajustados menos o valor dos passivos ajustados.

O método procura corrigir uma das deficiências da avaliação patrimonial contábil. Entretanto Martins (2001) aponta problemas na utilização dele, pois apenas atenua o impacto da variação de preços na economia. Adicionalmente, não considera as expectativas sobre o desempenho futuro da empresa nem os passivos não registrados nas demonstrações contábeis, como as operações de arrendamento mercantil.

2.1.2.2 Modelo do Valor Contábil

O modelo do valor contábil considera como valor contábil de uma empresa, de forma líquida, o valor do patrimônio líquido, apresentado no balanço patrimonial, com contas como as de capital social, reservas e lucros ou prejuízos acumulados.

O valor do patrimônio líquido é dado pela equação patrimonial e aparece pela diferença matemática entre o valor total dos ativos e o valor total das obrigações da empresa com terceiros.

A maior crítica feita à contabilidade empresarial recai sobre a adoção de critérios contábeis, que são subjetivos e que divergem dos critérios de valor de mercado, uma vez que a contabilidade registra as operações através de valores originais, baseados nos custos de aquisição ou de formação de um ativo ou para o valor de um passivo. Isso resulta na diferença entre o valor contábil e o valor de mercado da empresa que, geralmente, não coincidem. Assaf Neto (2003, p.577) cita:

> O custo histórico possui diversas limitações como conceito a ser aplicado na avaliação patrimonial e sua aceitação ampla ocorre de preferência no âmbito da contabilidade tradicional (princípio contábil aceito), dada sua relação bastante próxima com a receita realizada na operação do resultado contábil. Uma importante restrição ao método decorre de a avaliação ser baseada em valores passados (ocorridos), e não em expectativas futuras de resultados.

2.1.2.3 Modelo do Valor Contábil Ajustado

O modelo do valor contábil ajustado procura corrigir a deficiência mencionada no método do valor contábil, atualizando os valores dos ativos e passivos, registrados na contabilidade, ao valor de mercado.

Quando se atualizam os valores de ativos e passivos (obrigações com terceiros), encontra-se o valor do patrimônio líquido atualizado, por uma conseqüência matemática. Martins (2001, p.90) explica a deficiência:

> Pelo exposto, verificamos o surgimento do custo corrente, cujo objetivo básico consiste em reconhecer e evidenciar os efeitos da variação específica dos recursos manuseados pela empresa. Embora ele possa atenuar alguns impactos da variação geral de preços da economia, essa finalidade extrapola sua competência.

2.1.2.4 Valor de Liquidação

O valor de liquidação representa o valor da empresa se essa fosse liquidada, encerrando suas atividades, com a venda de todos os seus ativos e o pagamento de todas as suas obrigações.

O resultado final seria ajustado pelas despesas de liquidação e encerramento, como pagamentos a empregados, encargos tributários e outras despesas decorrentes do encerramento.

Esse modelo, no entanto, é limitado a essa situação específica, não sendo eficaz para determinar uma situação de continuidade, quando a empresa é vendida posteriormente. Entretanto, segundo alguns autores, ele representa o valor mínimo de uma empresa, assumindo-se que essa teria um valor maior se continuasse suas atividades. Assaf Neto (2003, p.577) explica que:

> O *valor de realização de mercado* determina o valor possível dos ativos da empresa de serem realizados individualmente em condições normais de transações dentro de um mercado organizado, ou seja, o preço razoável que se pode obter na alienação de cada um deles. Além das dificuldades naturais de avaliação, esse método não leva em consideração a possível sinergia dos ativos, fixando-se no valor pecuniário de sua realização.

2.1.2.5 Modelo do Valor Substancial

O modelo do valor substancial representa o cálculo do valor do investimento que deveria ser feito para constituir uma empresa em idênticas condições às da empresa que está sendo avaliada. Há três tipos de valor substancial que são normalmente definidos:

a) valor substancial bruto, que corresponde ao valor dos ativos avaliados a preços de mercado;
b) o valor substancial líquido ou valor de ativos líquidos ajustado, onde diminuem- se;
c) os valores das obrigações;
d) valor substancial bruto reduzido, que é o valor substancial bruto diminuído do valor das obrigações contraídas a custo zero.

Falcini (1995, p.20) explica:

> Esse valor corresponde aos fundos que seriam necessários para a aquisição, dentro de condições normais, de todos os bens possuídos pela empresa, idênticos aos existentes. Na verdade, esse valor é mais um componente de diferentes formas de avaliação, como o valor matemático intrínseco, o valor para cobertura de seguro, o valor de utilização e o valor venal, sendo pois uma estimativa de base secundária.

Neiva (1999, p.50), no entanto, critica e diz: "ressalte-se que se torna quase impossível criar uma empresa em idênticas condições de funcionamento àquela que se pretende adquirir".

3 A EMPRESA

As informação que seguem nos tópicos abaixo, foram coletadas e baseadas no relatório de Administração da Companhia Perdigão S.A., encontradas no site da CVM.

3.1PERDIGÃO S.A.

3.1.1 Breve Descrição da Companhia

Perdigão é uma das maiores companhias de alimentos da América Latina, com foco em aves, suínos, cortes de carne bovina, leite, produtos lácteos e alimentos processados, figurando entre as principais empregadoras do Brasil, com cerca de 40 mil funcionários. Fundada em 1934, em Santa Catarina, a empresa opera unidades industriais em cinco Estados brasileiros e sua presença internacional supera a marca de cem países nos mais diversos continentes. No ano passado, a empresa entrou no mercado de lácteos com a aquisição do controle acionário da Batávia. Sua principal subsidiária operacional é a Perdigão Agroindustrial S.A., com os investimentos no exterior sendo centralizados pela Crossban Holdings GMBH.

Algumas das marcas mais reconhecidas no Brasil são de propriedade ou licenciadas pela Perdigão, dentre as quais se destacam:

- Perdigão;
- Chester;
- Batavo;
- Turma da Mônica;
- Perdix, usada na maior parte dos mercados externos;
- Fazenda, para o mercado da Rússia;
- Borella, para o mercado da Arábia Saudita.

Além dessas marcas acima mencionadas, em Agosto de 2007 a Perdigão adquiriu da Unilever as marcas de margarina Doriana, Delicada e Claybon, todas com alto reconhecimento no Brasil.

3.1.2 Principais Atividades

A Perdigão é uma empresa verticalmente integrada que produz mais de 2.500 itens, distribuídos a clientes no Brasil e em mais de cem países. Entre os produtos atualmente fabricados, destacam-se:

- Frangos inteiros e cortes de frango resfriados e congelados;
- Cortes de suínos e cortes de bovinos, resfriados e congelados;
- Alimentos processados tais como cortes de frango congelados marinados, aves especiais, produtos industrializados de carnes, e pratos congelados;
- Leite pasteurizado e UHT, leites aromatizados e leites especiais;
- Produtos lácteos, tais como requeijão, leite condensado, iogurte e molhos;
- Sucos, leite de soja e sucos de soja.

3.1.3 Principais Vantagens Competivas

- Liderança e posição de destaque nos principais mercados de atuação, com marcas fortes e presença internacional;
- Ampla rede de distribuição no Brasil e no mercado externo;
- Rede de distribuição própria capaz de distribuir produtos em praticamente qualquer região do Brasil;
- Exportações de produtos para mais de 100 países;
- Produtor de baixo custo em um mercado em franca expansão;
- Custos de alimentação animal e custos de mão de obra mais baixos do que concorrentes internacionais;
- Grande eficiência em produção animal, resultante de sua estrutura verticalizada, que compreende a produção de ração, além de treinamento e assistência técnica e sanitária para os produtores integrados, e escala de produção.

3.1.4 Participação de Mercado

A Perdigão é uma das empresas líderes em carnes, produtos industrializadas e produtos lácteos no Brasil, com participação de mercado de aproximadamente 36%, 25% e 13%, respectivamente.

	Companhia	Lácteos
1	Nestlè	15,8%
2	Danone	14,5%
3	Batávia	13,3%
4	Paulista	7,0%
5	Leco/Vigor	5,8%
6	Itambé	5,1%

	Companhia	Carnes
1	Perdigão	36,3%
2	Sadia	34,3%
3	Seara	5,5%
4	Da Granja	3,5%

	Companhia	Industrializados
1	Perdigão	26,0%
2	Sadia	24,9%
3	Aurora	8,5%
4	Seara	3,9%

Fonte: Nielsen.
Períodos considerados na pesquisa: Industrializados . Janeiro a Agosto de 2008
Lácteos e carnes processadas . Janeiro a Setembro de 2008.

Tabela 1 – Participação de Mercado – Perdigão S.A.

Nos mercados destinados à exportação, a Perdigão também assume posição de destaque, figurando entre as maiores exportadoras brasileiras de aves e suínos:

Participação nas Exportações Brasileiras

	Companhia	Aves
1	Sadia	26,0%
2	Perdigão	18,3%
3	Seara	12,1%
4	Frangosul	9,4%
5	Eleva	5,7%

	Companhia	Suínos
1	Perdigão	20,5%
2	Sadia	14,7%
3	Allben	13,7%
4	Seara	10,5%
5	Frangosul	8,6%
6	Eleva	6,5%

Fontes: Aves: Abef . Associação Brasileira de Produtores e Exportadores de Frango
Suínos: Associação Brasileira da Indústria Produtora e Exportadora de Carne Suína.

Tabela 2 – Participação nas Exportações – Perdigão S.A.

Divisão das receitas por linha de produtos e mercados de atuação.

Gráfico 1 – Receitas por Linha de Produtos

4 PREMISSAS E CONSTRUÇÃO DE CENÁRIOS

4.1 PERDIGÃO S.A – PREMISSAS E CENÁRIOS

4.1.1 Macroeconômia e Perspectivas de Crescimento

Foi utilizado os indicadores do PIB do Brasil (ver Anexos I, II e III) e o EBITDA da Perdigão do período de 2002 até 2008 para traçar os percentuais de taxa de crescimento afim de determinar as projeções os próximos dez anos, sendo assim, com base nos dados de Dez/2007, a projeção foi realizada até 2017, e com base nos dados de Dez/2008 foi possível realizar a projeção até 2018.

O quadro abaixo demonstra a construção da Base que fundamenta a determinação das taxas de crescimento.

EBITDA PERDIGÃO - PIB BRASIL - INFLAÇÃO

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
Lucro antes dos Impostos	2.324	145.408	368.435	455.583	74.325	383.762	-183.686
Depreciação	81.511	98.667	105.271	117.343	238.568	272.241	448.565
Total - EBITDA	83.835	244.075	473.706	572.926	312.893	656.003	264.879
Receita Líquida	2.917.379	3.825.144	4.883.254	5.145.176	5.209.758	6.633.363	11.393.030
Margem EBITDA	2,87%	6,38%	9,70%	11,14%	6,01%	9,89%	2,32%
PIB BRASIL	2,70%	1,10%	5,70%	3,20%	4,00%	5,20%	5,60%
DIFERENÇA EBITDA x PIB	0,17%	5,28%	4,00%	7,94%	2,01%	4,69%	-3,28%
Taxa Inflação Brasil	12,53%	9,30%	7,60%	5,69%	3,14%	4,46%	5,90%

MÉDIA EBITDA 2002 A 2007	7,66%
MÉDIA EBITDA 2002 A 2008	6,90%
MÉDIA PIB BRASIL 2002 A 2007	3,65%
MÉDIA PIB BRASIL 2002 A 2008	3,93%
MÉDIA DIFERENÇA EBITDA x PIB 2002 A 2007	4,01%
MÉDIA DIFERENÇA EBITDA x PIB 2002 A 2008	2,97%
MÉDIA INFLAÇÃO 2002 a 2007	7,12%
MÉDIA INFLAÇÃO 2002 a 2008	6,95%

Tabela 3 – Base de Dados EBITDA Perdigão – PIB Brasil – Inflação 2002 a 2008.

Com base na tabela acima foi possível elaborar os cenários de projeção, classificados em pessimista, conservador e otimista, os quais serão base para a composição do cenário de valor médio.

Com base nos dados de Dez/2007, foram estabelecidos os seguintes critérios para a construção dos Cenários:

- ⇨ CENÁRIO PESSIMISTA => Taxa de Crescimento equivalente a Média do PIB do Brasil no período de 2002 a 2007, resultando no percentual de 3,65%;
- ⇨ CENÁRIO CONSERVADOR => Taxa de Crescimento equivalente a Meta do PIB Brasil para 2008, sendo esta re-projetada para os dez anos, resultando no percentual de 5,60%;
- ⇨ CENÁRIO OTIMISTA => Taxa de Crescimento equivalente ao acréscimo de 4,01% referente à média do EBITDA, sendo a mesma acrescida sobre a meta do PIB do Brasil para 2008. Sendo assim, obtêm-se uma taxa de crescimento relativa ao percentual de 9,61%;

Segue abaixo, quadro com a composição dos índices de atualização para a projeção dos Fluxos de Caixa com base nos dados de Dez/2007.

Perspectiva de Crescimento - Baseada no PIB Brasil e EBITDA da Perdigão

CENÁRIO	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Pessimista	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365	1,0365
Conservador	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560	1,0560
Otimista	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961	1,0961

Tabela 4 – Perspectivas de Crescimento - Base Dez/2007

Com base nos dados de Dez/2008, foram estabelecidos os seguintes critérios para a construção dos Cenários:

- ⇨ CENÁRIO PESSIMISTA => Taxa de Crescimento equivalente a Média do PIB do Brasil no período de 2002 a 2007, aplicando o limite inferior de 2%, resultando numa taxa de 1,20%;
- ⇨ CENÁRIO CONSERVADOR => Taxa de Crescimento equivalente a Meta do PIB Brasil para 2009, sendo esta re-projetada para os dez anos, resultando no percentual de 3,20%;
- ⇨ CENÁRIO OTIMISTA => Taxa de Crescimento equivalente ao acréscimo de 2,97% referente à média do EBITDA, sendo a mesma acrescida sobre a meta do PIB do Brasil para 2009. Sendo assim, obtêm-se uma taxa de crescimento relativa ao percentual de 6,17%;

Segue abaixo, quadro com a composição dos índices de atualização para a projeção dos Fluxos de Caixa com base nos dados de Dez/2008.

Perspectiva de Crescimento - Baseada no PIB Brasil e EBITDA da Perdigão

CENÁRIO	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Pessimista	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120	1,0120
Conservador	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320	1,0320
Otimista	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617	1,0617

Tabela 5 – Perspectivas de Crescimento - Base Dez/2008

4.1.2 Receita Líquida

A projetação da Receita Líquida, foi calculada pelo percentual representativo de cada rubrica da DRE em relação à receita Bruta, aplicando a Taxa (índice) de prospecção conforme consta na Tabela 4 do item 4.1.1 deste.

Abaixo segue Gráfico de representação da Receita Líquida, sendo a média dos cenários pessimista, conservador e otimista, comparando as projeções com base dos anos de 2007 e 2008.

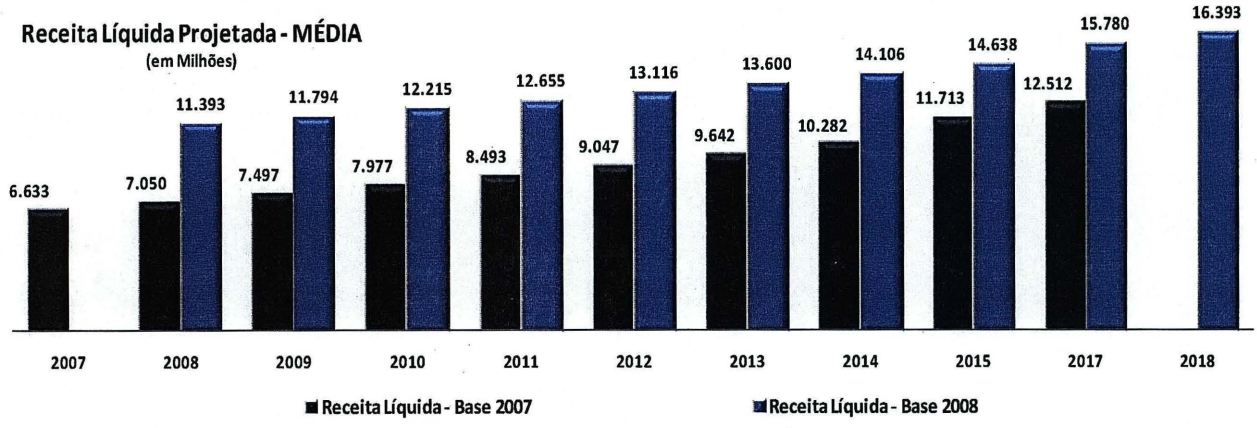

Gráfico 2 – Projeção da Receita Líquida – Média dos Cenários

4.1.3 Despesas com Vendas, Gerais e Administrativas

A projetação deste grupo, foi calculada pelo percentual representativo de cada rubrica da DRE em relação à receita Bruta, aplicando a Taxa (índice) de prospecção conforme consta na Tabela 4 do item 4.1.1 deste.

4.1.4 Investimentos

A projetação de Investimentos, foi calculada de acordo com o percentual em relação à receita Bruta, aplicando a Taxa (índice) de prospecção conforme consta na Tabela 4 do item 4.1.1 deste.

4.1.5 Depreciação e Amortização

A projetação da Depreciação, foi calculada de acordo com o percentual em relação à receita Bruta, aplicando a Taxa (índice) de prospecção conforme consta na Tabela 4 do item 4.1.1 deste.

4.1.6 Imposto de Renda e Contribuição Social

A projetação dos Impostos, foram calculados de acordo com o percentual em relação à receita Bruta, aplicando a Taxa (índice) de prospecção conforme consta na Tabela 4 do item 4.1.1 deste.

4.1.7 Taxa de Desconto – Cálculo do WACC

A Taxa de desconto foi definida com base no cálculo do WACC. A Tabela abaixo demonstra o caçulo do desconto com base nos dados e expectativas de Dez/2007.

WACC - Weighted Average Cost of Capital (Custo de Capital)

	Situação em 12.2007	
Risco Brasil	6,95%	A
Inflação Brasil	4,46%	B
Taxa Livre de Risco	11,41%	D = A + B
Beta do Ativo	1,00	E
Prêmio pelo Risco de Mercado	7,90%	F
Custo do Capital Próprio	19,31%	G = D + (E x F)
% do Capital Próprio sobre o Capital Total	49,30%	H
Contribuição do Capital Próprio	9,52%	I = G x H
Custo Médio do Endividamento Financeiro	9,08%	J
Imposto de Renda e Contribuição Social	37,00%	K
Custo Médio do Endivid. Financ. Líquido de Impostos	5,72%	L = J x (1 - K)
% da Dívida sobre o Capital Total	50,70%	M
Contribuição da Dívida	2,90%	N = L x M
WACC	12,42%	O = I + N

Tabela 6 – Cálculo do WACC – Base 2007

A Tabela abaixo demonstra o caçulo do desconto com base nos dados e expectativas de Dez/2008.

WACC - Weighted Average Cost of Capital (Custo de Capital)

	Situação em 12.2008	
Risco Brasil	7,45%	A
Inflação Brasil	5,90%	B
Taxa Livre de Risco	13,35%	D = A + B
Beta do Ativo	1,00	E
Prêmio pelo Risco de Mercado	7,90%	F
Custo do Capital Próprio	21,25%	G = D + (E x F)
% do Capital Próprio sobre o Capital Total	49,00%	H
Contribuição do Capital Próprio	11,55%	I = G x H
Custo Médio do Endividamento Financeiro	9,44%	J
Imposto de Renda e Contribuição Social	37,00%	K
Custo Médio do Endivid. Financ. Líquido de Impostos	5,95%	L = J x (1 - K)
% da Dívida sobre o Capital Total	51,00%	M
Contribuição da Dívida	3,03%	N = L x M
WACC	14,58%	O = I + N

Tabela 7 – Cálculo do WACC – Base 2008

5 APLICAÇÃO DOS MÉTODOS

Os Métodos de Fluxo de Caixa Descontado e de Avaliação Patrimonial serão aplicados sobre a base de dados dos Balanços e DRE´s da empresa Perdigão S.A. publicados em Dezembro/2007 e em Dezembro/2008.

5.1 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO - BASE 2007

5.1.1 Balanço Patrimonial - Resumo dos Cenários 2008 até 2012

(em Milhões de Reais)

BALANÇO ENCERRADO EM	2007	2008			2009			2010			2011			2012		
ATIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Ativo Circulante	**3.768,00**	**3.905,53**	**3.979,01**	**4.130,10**	**4.048,08**	**4.201,83**	**4.527,01**	**4.195,84**	**4.437,14**	**4.962,05**	**4.348,99**	**4.685,61**	**5.438,91**	**4.507,73**	**4.948,01**	**5.961,59**
Disponibilidades	**1.774,00**	**1.838,75**	**1.873,34**	**1.944,48**	**1.905,87**	**1.978,25**	**2.131,35**	**1.975,43**	**2.089,03**	**2.336,17**	**2.047,53**	**2.206,02**	**2.560,67**	**2.122,27**	**2.329,56**	**2.806,75**
Caixa e Bancos	*1.108,00*	*1.148,44*	*1.170,05*	*1.214,48*	*1.190,36*	*1.235,57*	*1.331,19*	*1.233,81*	*1.304,76*	*1.459,12*	*1.278,84*	*1.377,83*	*1.599,34*	*1.325,52*	*1.454,99*	*1.753,04*
Aplicações Financeiras	*666,00*	*690,31*	*703,30*	*730,00*	*715,51*	*742,68*	*800,16*	*741,62*	*784,27*	*877,05*	*768,69*	*828,19*	*961,34*	*796,75*	*874,57*	*1.053,72*
Créditos	**804,00**	**833,35**	**849,02**	**881,26**	**863,76**	**896,57**	**965,95**	**895,29**	**946,78**	**1.058,78**	**927,97**	**999,80**	**1.160,53**	**961,84**	**1.055,79**	**1.272,06**
Clientes a Receber	*804,00*	*833,35*	*849,02*	*881,26*	*863,76*	*896,57*	*965,95*	*895,29*	*946,78*	*1.058,78*	*927,97*	*999,80*	*1.160,53*	*961,84*	*1.055,79*	*1.272,06*
Outros Ativos Circulantes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento a Fornecedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	**865,00**	**896,57**	**913,44**	**948,13**	**929,30**	**964,59**	**1.039,24**	**963,22**	**1.018,61**	**1.139,11**	**998,37**	**1.075,65**	**1.248,58**	**1.034,81**	**1.135,89**	**1.368,57**
Produtos Acabados	*278,00*	*288,15*	*293,57*	*304,72*	*298,66*	*310,01*	*334,00*	*309,57*	*327,37*	*366,10*	*320,86*	*345,70*	*401,28*	*332,58*	*365,06*	*439,84*
Produtos em Elaboração	*32,00*	*33,17*	*33,79*	*35,08*	*34,38*	*35,68*	*38,45*	*35,63*	*37,68*	*42,14*	*36,93*	*39,79*	*46,19*	*38,28*	*42,02*	*50,63*
Produto de Materias Primas	*555,00*	*575,26*	*586,08*	*608,34*	*596,25*	*618,90*	*666,80*	*618,02*	*653,56*	*730,88*	*640,58*	*690,16*	*801,11*	*663,96*	*728,81*	*878,10*
Materiais de Almoxarifado e Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão Para perda dos Estoques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	**325,00**	**336,86**	**343,20**	**356,23**	**349,16**	**362,42**	**390,47**	**361,90**	**382,71**	**427,99**	**375,11**	**404,15**	**469,12**	**388,80**	**426,78**	**514,20**
Impostos e Contribuições a Compensar	*174,00*	*180,35*	*183,74*	*190,72*	*186,93*	*194,03*	*209,05*	*193,76*	*204,90*	*229,14*	*200,83*	*216,37*	*251,16*	*208,16*	*228,49*	*275,30*
Impostos e Contribuições Diferidos	*35,00*	*36,28*	*36,96*	*38,36*	*37,60*	*39,03*	*42,05*	*38,97*	*41,22*	*46,09*	*40,40*	*43,52*	*50,52*	*41,87*	*45,96*	*55,38*
Outras Contas a Receber	*116,00*	*120,23*	*122,50*	*127,15*	*124,62*	*129,36*	*139,37*	*129,17*	*136,60*	*152,76*	*133,89*	*144,25*	*167,44*	*138,77*	*152,33*	*183,53*
Dividendos a Receber	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo Realizável a Longo Prazo	**254,00**	**263,27**	**268,22**	**278,41**	**272,88**	**283,24**	**305,16**	**282,84**	**299,11**	**334,49**	**293,16**	**315,86**	**366,64**	**303,86**	**333,54**	**401,87**
Contas a Receber	*55,00*	*57,01*	*58,08*	*60,29*	*59,09*	*61,33*	*66,08*	*61,24*	*64,77*	*72,43*	*63,48*	*68,39*	*79,39*	*65,80*	*72,22*	*87,02*
Impostos sobre a renda Diferidos	*77,00*	*79,81*	*81,31*	*84,40*	*82,72*	*85,87*	*92,51*	*85,74*	*90,67*	*101,40*	*88,87*	*95,75*	*111,15*	*92,12*	*101,11*	*121,83*
Outros	*122,00*	*126,45*	*128,83*	*133,72*	*131,07*	*136,05*	*146,58*	*135,85*	*143,67*	*160,66*	*140,81*	*151,71*	*176,10*	*145,95*	*160,21*	*193,02*
Depósitos Judiciais	*14,00*	*14,51*	*14,78*	*15,35*	*15,04*	*15,61*	*16,82*	*15,59*	*16,49*	*18,44*	*16,16*	*17,41*	*20,21*	*16,75*	*18,38*	*22,15*
Impostos a Recuperar	*33,00*	*34,20*	*34,85*	*36,17*	*35,45*	*36,80*	*39,65*	*36,75*	*38,86*	*43,46*	*38,09*	*41,04*	*47,63*	*39,48*	*43,33*	*52,21*
Outras Contas a Receber	*12,00*	*12,44*	*12,67*	*13,15*	*12,89*	*13,38*	*14,42*	*13,36*	*14,13*	*15,80*	*13,85*	*14,92*	*17,32*	*14,36*	*15,76*	*18,99*
Aplicações Financeiras	*63,00*	*65,30*	*66,53*	*69,05*	*67,68*	*70,25*	*75,69*	*70,15*	*74,19*	*82,96*	*72,71*	*78,34*	*90,94*	*75,37*	*82,73*	*99,68*
Ativo Permanente	**2.520,02**	**2.612,00**	**2.661,14**	**2.762,19**	**2.707,34**	**2.810,17**	**3.027,64**	**2.806,16**	**2.967,53**	**3.318,60**	**2.908,58**	**3.133,72**	**3.637,51**	**3.014,74**	**3.309,20**	**3.987,08**
Imobilizado	*2.408,00*	*2.495,89*	*2.542,85*	*2.639,41*	*2.586,99*	*2.685,25*	*2.893,06*	*2.681,42*	*2.835,62*	*3.171,08*	*2.779,29*	*2.994,42*	*3.475,82*	*2.880,73*	*3.162,10*	*3.809,85*
Intangível	*270,00*	*279,86*	*285,12*	*295,95*	*290,07*	*301,09*	*324,39*	*300,66*	*317,95*	*355,56*	*311,63*	*335,75*	*389,73*	*323,01*	*354,55*	*427,18*
Depreciação Acumulada	*(272,00)*	*(281,93)*	*(287,23)*	*(298,14)*	*(292,22)*	*(303,32)*	*(326,79)*	*(302,88)*	*(320,30)*	*(358,19)*	*(313,94)*	*(338,24)*	*(392,62)*	*(325,40)*	*(357,18)*	*(430,35)*
Diferido	*113,00*	*117,12*	*119,33*	*123,86*	*121,40*	*126,01*	*135,76*	*125,83*	*133,07*	*148,81*	*130,42*	*140,52*	*163,11*	*135,18*	*148,39*	*178,78*
Investimentos	*1,02*	*1,06*	*1,08*	*1,12*	*1,10*	*1,14*	*1,23*	*1,14*	*1,20*	*1,34*	*1,18*	*1,27*	*1,47*	*1,22*	*1,34*	*1,61*
TOTAL DO ATIVO	6.542,02	6.780,80	6.908,37	7.170,71	7.028,30	7.295,24	7.859,81	7.284,84	7.703,78	8.615,14	7.550,73	8.135,19	9.443,06	7.826,33	8.590,76	10.350,53

BALANÇO ENCERRADO EM	2007	2008			2009			2010			2011			2012		
PASSIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Passivo Circulante	**1.940,40**	**2.011,22**	**2.049,06**	**2.126,87**	**2.084,63**	**2.163,81**	**2.331,26**	**2.160,72**	**2.284,98**	**2.555,30**	**2.239,59**	**2.412,94**	**2.800,86**	**2.321,33**	**2.548,07**	**3.070,03**
Fornecedores	*576,00*	*597,02*	*608,26*	*631,35*	*618,82*	*642,32*	*692,03*	*641,40*	*678,29*	*758,53*	*664,81*	*716,27*	*831,43*	*689,08*	*756,38*	*911,33*
Empréstimos Bancários	*1.051,40*	*1.089,78*	*1.110,28*	*1.152,44*	*1.129,55*	*1.172,45*	*1.263,19*	*1.170,78*	*1.238,11*	*1.384,58*	*1.213,52*	*1.307,45*	*1.517,64*	*1.257,81*	*1.380,66*	*1.663,48*
Salários	*133,00*	*137,85*	*140,45*	*145,78*	*142,89*	*148,31*	*159,79*	*148,10*	*156,62*	*175,15*	*153,51*	*165,39*	*191,98*	*159,11*	*174,65*	*210,43*
Impostos, Taxas e Contribuições	*30,00*	*31,10*	*31,68*	*32,88*	*32,23*	*33,45*	*36,04*	*33,41*	*35,33*	*39,51*	*34,63*	*37,31*	*43,30*	*35,89*	*39,39*	*47,46*
Participação dos Adm e Funcionários	*35,00*	*36,28*	*36,96*	*38,36*	*37,60*	*39,03*	*42,05*	*38,97*	*41,22*	*46,09*	*40,40*	*43,52*	*50,52*	*41,87*	*45,96*	*55,38*
Outros Passivos Circulantes	*57,00*	*59,08*	*60,19*	*62,48*	*61,24*	*63,56*	*68,48*	*63,47*	*67,12*	*75,06*	*65,79*	*70,88*	*82,28*	*68,19*	*74,85*	*90,18*
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e Juros s/ Capital Próprio	*58,00*	*60,12*	*61,25*	*63,57*	*62,31*	*64,68*	*69,68*	*64,59*	*68,30*	*76,38*	*66,94*	*72,12*	*83,72*	*69,39*	*76,16*	*91,77*
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Passivo Exigível a Longo Prazo	**1.375,42**	**1.425,62**	**1.452,44**	**1.507,60**	**1.477,66**	**1.533,78**	**1.652,48**	**1.531,59**	**1.619,67**	**1.811,28**	**1.587,50**	**1.710,37**	**1.985,35**	**1.645,44**	**1.806,15**	**2.176,14**
Empréstimos Bancários	*1.214,00*	*1.258,31*	*1.281,98*	*1.330,67*	*1.304,24*	*1.353,78*	*1.458,54*	*1.351,84*	*1.429,59*	*1.598,71*	*1.401,19*	*1.509,64*	*1.752,34*	*1.452,33*	*1.594,18*	*1.920,74*
Obrigações Sociais e Tributárias	*4,40*	*4,56*	*4,65*	*4,82*	*4,73*	*4,91*	*5,29*	*4,90*	*5,18*	*5,79*	*5,08*	*5,47*	*6,35*	*5,26*	*5,78*	*6,96*
Provisões p/ Contingências	*124,00*	*128,53*	*130,94*	*135,92*	*133,22*	*138,28*	*148,98*	*138,08*	*146,02*	*163,29*	*143,12*	*154,20*	*178,99*	*148,34*	*162,83*	*196,19*
Impostos s/ renda Diferidos	*30,00*	*31,10*	*31,68*	*32,88*	*32,23*	*33,45*	*36,04*	*33,41*	*35,33*	*39,51*	*34,63*	*37,31*	*43,30*	*35,89*	*39,39*	*47,46*
Outras Obrigações	*3,02*	*3,13*	*3,19*	*3,31*	*3,24*	*3,37*	*3,63*	*3,36*	*3,56*	*3,98*	*3,49*	*3,76*	*4,36*	*3,61*	*3,97*	*4,78*
Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	**3.226,20**	**3.343,96**	**3.406,87**	**3.536,24**	**3.466,01**	**3.597,65**	**3.876,07**	**3.592,52**	**3.799,12**	**4.248,56**	**3.723,65**	**4.011,87**	**4.656,85**	**3.859,56**	**4.236,54**	**5.104,37**
Capital Social Realizado	*2.500,00*	*2.591,25*	*2.640,00*	*2.740,25*	*2.685,83*	*2.787,84*	*3.003,59*	*2.783,86*	*2.943,96*	*3.292,23*	*2.885,47*	*3.108,82*	*3.608,62*	*2.990,79*	*3.282,91*	*3.955,40*
Ações em Tesouraria	*(0,80)*	*(0,83)*	*(0,84)*	*(0,88)*	*(0,86)*	*(0,89)*	*(0,96)*	*(0,89)*	*(0,94)*	*(1,05)*	*(0,92)*	*(0,99)*	*(1,15)*	*(0,96)*	*(1,05)*	*(1,27)*
Reservas de Lucros	*727,00*	*753,54*	*767,71*	*796,86*	*781,04*	*810,70*	*873,44*	*809,55*	*856,10*	*957,38*	*839,10*	*904,05*	*1.049,39*	*869,72*	*954,67*	*1.150,23*
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DO PASSIVO	6.542,02	6.780,80	6.908,37	7.170,71	7.028,30	7.295,24	7.859,81	7.284,84	7.703,78	8.615,14	7.550,73	8.135,19	9.443,06	7.826,33	8.590,76	10.350,53

5.1.2 Balanço Patrimonial - Resumo dos Cenários 2013 até 2017

(em Milhões de Reais)

BALANÇO ENCERRADO EM	2007	2013			2014			2015			2016			2017		
ATIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Ativo Circulante	**3.768,00**	**4.672,26**	**5.225,10**	**6.534,49**	**4.842,79**	**5.517,70**	**7.162,46**	**5.019,56**	**5.826,69**	**7.850,77**	**5.202,77**	**6.152,99**	**8.605,23**	**5.392,67**	**6.497,56**	**9.432,19**
Disponibilidades	**1.774,00**	**2.199,73**	**2.460,01**	**3.076,48**	**2.280,02**	**2.597,77**	**3.372,13**	**2.363,24**	**2.743,25**	**3.696,20**	**2.449,50**	**2.896,87**	**4.051,40**	**2.538,91**	**3.059,09**	**4.440,74**
Caixa e Bancos	*1.108,00*	*1.373,90*	*1.536,47*	*1.921,50*	*1.424,05*	*1.622,51*	*2.106,16*	*1.476,03*	*1.713,37*	*2.308,56*	*1.529,90*	*1.809,32*	*2.530,41*	*1.585,74*	*1.910,64*	*2.773,59*
Aplicações Financeiras	*666,00*	*825,83*	*923,54*	*1.154,98*	*855,97*	*975,26*	*1.265,98*	*887,21*	*1.029,88*	*1.387,64*	*919,60*	*1.087,55*	*1.520,99*	*953,16*	*1.148,45*	*1.667,16*
Créditos	**804,00**	**996,95**	**1.114,91**	**1.394,30**	**1.033,34**	**1.177,34**	**1.528,30**	**1.071,05**	**1.243,28**	**1.675,16**	**1.110,15**	**1.312,90**	**1.836,15**	**1.150,67**	**1.386,42**	**2.012,60**
Clientes a Receber	*804,00*	*996,95*	*1.114,91*	*1.394,30*	*1.033,34*	*1.177,34*	*1.528,30*	*1.071,05*	*1.243,28*	*1.675,16*	*1.110,15*	*1.312,90*	*1.836,15*	*1.150,67*	*1.386,42*	*2.012,60*
Outros Ativos Circulantes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento a Fornecedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	**865,00**	**1.072,59**	**1.199,50**	**1.500,09**	**1.111,73**	**1.266,67**	**1.644,25**	**1.152,31**	**1.337,60**	**1.802,26**	**1.194,37**	**1.412,51**	**1.975,46**	**1.237,97**	**1.491,61**	**2.165,30**
Produtos Acabados	*278,00*	*344,72*	*385,50*	*482,11*	*357,30*	*407,09*	*528,44*	*370,34*	*429,89*	*579,22*	*383,86*	*453,96*	*634,89*	*397,87*	*479,38*	*695,90*
Produtos em Elaboração	*32,00*	*39,68*	*44,37*	*55,49*	*41,13*	*46,86*	*60,83*	*42,63*	*49,48*	*66,67*	*44,18*	*52,25*	*73,08*	*45,80*	*55,18*	*80,10*
Produto de Materias Primas	*555,00*	*688,19*	*769,62*	*962,49*	*713,31*	*812,72*	*1.054,98*	*739,35*	*858,23*	*1.156,36*	*766,33*	*906,29*	*1.267,49*	*794,30*	*957,04*	*1.389,30*
Materiais de Almoxarifado e Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão Para perda dos Estoques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	**325,00**	**402,99**	**450,68**	**563,62**	**417,70**	**475,92**	**617,78**	**432,95**	**502,57**	**677,15**	**448,75**	**530,71**	**742,22**	**465,13**	**560,43**	**813,55**
Impostos e Contribuições a Compensar	*174,00*	*215,76*	*241,29*	*301,75*	*223,63*	*254,80*	*330,75*	*231,79*	*269,07*	*362,54*	*240,26*	*284,13*	*397,38*	*249,02*	*300,05*	*435,56*
Impostos e Contribuições Diferidos	*35,00*	*43,40*	*48,53*	*60,70*	*44,98*	*51,25*	*66,53*	*46,63*	*54,12*	*72,92*	*48,33*	*57,15*	*79,93*	*50,09*	*60,35*	*87,61*
Outras Contas a Receber	*116,00*	*143,84*	*160,86*	*201,17*	*149,09*	*169,87*	*220,50*	*154,53*	*179,38*	*241,69*	*160,17*	*189,42*	*264,92*	*166,02*	*200,03*	*290,38*
Dividendos a Receber	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo Realizável a Longo Prazo	**254,00**	**314,96**	**352,22**	**440,49**	**326,45**	**371,95**	**482,82**	**338,37**	**392,78**	**529,22**	**350,72**	**414,77**	**580,08**	**363,52**	**438,00**	**635,82**
Contas a Receber	*55,00*	*68,20*	*76,27*	*95,38*	*70,69*	*80,54*	*104,55*	*73,27*	*85,05*	*114,59*	*75,94*	*89,81*	*125,61*	*78,71*	*94,84*	*137,68*
Impostos sobre a renda Diferidos	*77,00*	*95,48*	*106,78*	*133,53*	*98,96*	*112,76*	*146,37*	*102,58*	*119,07*	*160,43*	*106,32*	*125,74*	*175,85*	*110,20*	*132,78*	*192,75*
Outros	*122,00*	*151,28*	*169,18*	*211,57*	*156,80*	*178,65*	*231,91*	*162,52*	*188,66*	*254,19*	*168,45*	*199,22*	*278,62*	*174,60*	*210,38*	*305,39*
Depósitos Judiciais	*14,00*	*17,36*	*19,41*	*24,28*	*17,99*	*20,50*	*26,61*	*18,65*	*21,65*	*29,17*	*19,33*	*22,86*	*31,97*	*20,04*	*24,14*	*35,05*
Impostos a Recuperar	*33,00*	*40,92*	*45,76*	*57,23*	*42,41*	*48,32*	*62,73*	*43,96*	*51,03*	*68,76*	*45,57*	*53,89*	*75,36*	*47,23*	*56,91*	*82,61*
Outras Contas a Receber	*12,00*	*14,88*	*16,64*	*20,81*	*15,42*	*17,57*	*22,81*	*15,99*	*18,56*	*25,00*	*16,57*	*19,60*	*27,41*	*17,17*	*20,69*	*30,04*
Aplicações Financeiras	*63,00*	*78,12*	*87,36*	*109,26*	*80,97*	*92,25*	*119,75*	*83,93*	*97,42*	*131,26*	*86,99*	*102,88*	*143,88*	*90,16*	*108,64*	*157,70*
Ativo Permanente	**2.520,02**	**3.124,78**	**3.494,52**	**4.370,24**	**3.238,84**	**3.690,21**	**4.790,22**	**3.357,05**	**3.896,86**	**5.250,56**	**3.479,59**	**4.115,09**	**5.755,14**	**3.606,59**	**4.345,53**	**6.308,20**
Imobilizado	*2.408,00*	*2.985,88*	*3.339,18*	*4.175,97*	*3.094,86*	*3.526,18*	*4.577,28*	*3.207,83*	*3.723,64*	*5.017,16*	*3.324,91*	*3.932,17*	*5.499,31*	*3.446,27*	*4.152,37*	*6.027,79*
Intangível	*270,00*	*334,80*	*374,41*	*468,24*	*347,02*	*395,38*	*513,23*	*359,68*	*417,52*	*562,56*	*372,81*	*440,90*	*616,62*	*386,42*	*465,59*	*675,87*
Depreciação Acumulada	*(272,00)*	*(337,28)*	*(377,18)*	*(471,70)*	*(349,59)*	*(398,31)*	*(517,04)*	*(362,35)*	*(420,61)*	*(566,72)*	*(375,57)*	*(444,16)*	*(621,18)*	*(389,28)*	*(469,04)*	*(680,88)*
Diferido	*113,00*	*140,12*	*156,70*	*195,97*	*145,23*	*165,47*	*214,80*	*150,53*	*174,74*	*235,44*	*156,03*	*184,52*	*258,07*	*161,72*	*194,86*	*282,87*
Investimentos	*1,02*	*1,26*	*1,41*	*1,77*	*1,31*	*1,49*	*1,94*	*1,36*	*1,58*	*2,13*	*1,41*	*1,67*	*2,33*	*1,46*	*1,76*	*2,55*
TOTAL DO ATIVO	6.542,02	8.112,00	9.071,84	11.345,22	8.408,08	9.579,86	12.435,50	8.714,98	10.116,34	13.630,55	9.033,08	10.682,85	14.940,44	9.362,78	11.281,09	16.376,22

BALANÇO ENCERRADO EM	2007	2013			2014			2015			2016			2017		
PASSIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Passivo Circulante	**1.940,40**	**2.406,06**	**2.690,76**	**3.365,06**	**2.493,88**	**2.841,44**	**3.688,44**	**2.584,91**	**3.000,56**	**4.042,90**	**2.679,26**	**3.168,59**	**4.431,42**	**2.777,05**	**3.346,03**	**4.857,28**
Fornecedores	*576,00*	*714,23*	*798,74*	*998,90*	*740,30*	*843,47*	*1.094,90*	*767,32*	*890,70*	*1.200,12*	*795,33*	*940,58*	*1.315,45*	*824,36*	*993,26*	*1.441,86*
Empréstimos Bancários	*1.051,40*	*1.303,72*	*1.457,98*	*1.823,35*	*1.351,30*	*1.539,63*	*1.998,57*	*1.400,63*	*1.625,85*	*2.190,63*	*1.451,75*	*1.716,89*	*2.401,15*	*1.504,74*	*1.813,04*	*2.631,90*
Salários	*133,00*	*164,92*	*184,43*	*230,65*	*170,94*	*194,76*	*252,82*	*177,18*	*205,67*	*277,11*	*183,64*	*217,18*	*303,74*	*190,35*	*229,35*	*332,93*
Impostos, Taxas e Contribuições	*30,00*	*37,20*	*41,60*	*52,03*	*38,56*	*43,93*	*57,03*	*39,96*	*46,39*	*62,51*	*41,42*	*48,99*	*68,51*	*42,94*	*51,73*	*75,10*
Participação dos Adm e Funcionários	*35,00*	*43,40*	*48,53*	*60,70*	*44,98*	*51,25*	*66,53*	*46,63*	*54,12*	*72,92*	*48,33*	*57,15*	*79,93*	*50,09*	*60,35*	*87,61*
Outros Passivos Circulantes	*57,00*	*70,68*	*79,04*	*98,85*	*73,26*	*83,47*	*108,35*	*75,93*	*88,14*	*118,76*	*78,70*	*93,08*	*130,17*	*81,58*	*98,29*	*142,68*
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e Juros s/ Capital Próprio	*58,00*	*71,92*	*80,43*	*100,58*	*74,54*	*84,93*	*110,25*	*77,26*	*89,69*	*120,85*	*80,09*	*94,71*	*132,46*	*83,01*	*100,02*	*145,19*
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Passivo Exigível a Longo Prazo	**1.375,42**	**1.705,50**	**1.907,30**	**2.385,26**	**1.767,75**	**2.014,11**	**2.614,49**	**1.832,27**	**2.126,90**	**2.865,74**	**1.899,15**	**2.246,00**	**3.141,14**	**1.968,47**	**2.371,78**	**3.443,00**
Empréstimos Bancários	*1.214,00*	*1.505,34*	*1.683,46*	*2.105,33*	*1.560,28*	*1.777,73*	*2.307,65*	*1.617,24*	*1.877,28*	*2.529,42*	*1.676,26*	*1.982,41*	*2.772,49*	*1.737,45*	*2.093,43*	*3.038,93*
Obrigações Sociais e Tributárias	*4,40*	*5,46*	*6,10*	*7,63*	*5,66*	*6,44*	*8,36*	*5,86*	*6,80*	*9,17*	*6,08*	*7,19*	*10,05*	*6,30*	*7,59*	*11,01*
Provisões p/ Contingências	*124,00*	*153,76*	*171,95*	*215,04*	*159,37*	*181,58*	*235,71*	*165,19*	*191,75*	*258,36*	*171,22*	*202,49*	*283,19*	*177,47*	*213,83*	*310,40*
Impostos s/ renda Diferidos	*30,00*	*37,20*	*41,60*	*52,03*	*38,56*	*43,93*	*57,03*	*39,96*	*46,39*	*62,51*	*41,42*	*48,99*	*68,51*	*42,94*	*51,73*	*75,10*
Outras Obrigações	*3,02*	*3,74*	*4,19*	*5,24*	*3,88*	*4,42*	*5,74*	*4,02*	*4,67*	*6,29*	*4,17*	*4,93*	*6,90*	*4,32*	*5,21*	*7,56*
Resultados de Exercícios Futuros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Participações Minoritárias	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Patrimônio Líquido	**3.226,20**	**4.000,43**	**4.473,78**	**5.594,90**	**4.146,45**	**4.724,31**	**6.132,57**	**4.297,80**	**4.988,88**	**6.721,91**	**4.454,66**	**5.268,25**	**7.367,89**	**4.617,26**	**5.563,27**	**8.075,94**
Capital Social Realizado	*2.500,00*	*3.099,96*	*3.466,76*	*4.335,52*	*3.213,11*	*3.660,90*	*4.752,16*	*3.330,39*	*3.865,91*	*5.208,84*	*3.451,94*	*4.082,40*	*5.709,41*	*3.577,94*	*4.311,01*	*6.258,09*
Ações em Tesouraria	*(0,80)*	*(0,99)*	*(1,11)*	*(1,39)*	*(1,03)*	*(1,17)*	*(1,52)*	*(1,07)*	*(1,24)*	*(1,67)*	*(1,10)*	*(1,31)*	*(1,83)*	*(1,14)*	*(1,38)*	*(2,00)*
Reservas de Lucros	*727,00*	*901,47*	*1.008,13*	*1.260,77*	*934,37*	*1.064,59*	*1.381,93*	*968,48*	*1.124,21*	*1.514,73*	*1.003,83*	*1.187,16*	*1.660,30*	*1.040,46*	*1.253,64*	*1.819,85*
Ajustes de Avaliação Patrimonial	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DO PASSIVO	6.542.02	8.112,00	9.071.84	11.345,22	8.408,08	9.579,86	12.435,50	8.714,98	10.116,34	13.630,55	9.033,08	10.682,85	14.940,44	9.362,78	11.281,09	16.376,22

5.1.3 DRE - Resumo dos Cenários - 2009 até 2018

(em Milhões de Reais)

Descrição da Conta	2007	2008			2009			2010			2011			2012		
	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	**7.788,00**	**8.072,26**	**8.224,13**	**8.536,43**	**8.366,90**	**8.684,68**	**9.356,78**	**8.672,29**	**9.171,02**	**10.255,96**	**8.988,83**	**9.684,60**	**11.241,56**	**9.316,92**	**10.226,94**	**12.321,88**
Deduções da Receita Bruta	*(1.155,00)*	*(1.197,16)*	*(1.219,68)*	*(1.266,00)*	*(1.240,85)*	*(1.287,98)*	*(1.387,66)*	*(1.286,14)*	*(1.360,11)*	*(1.521,01)*	*(1.333,09)*	*(1.436,28)*	*(1.667,18)*	*(1.381,75)*	*(1.516,71)*	*(1.827,40)*
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	**6.633,00**	**6.875,10**	**7.004,45**	**7.270,43**	**7.126,05**	**7.396,70**	**7.969,12**	**7.386,15**	**7.810,91**	**8.734,95**	**7.655,74**	**8.248,32**	**9.574,38**	**7.935,18**	**8.710,23**	**10.494,48**
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	*(4.760,00)*	*(4.933,74)*	*(5.026,56)*	*(5.217,44)*	*(5.113,82)*	*(5.308,05)*	*(5.718,83)*	*(5.300,48)*	*(5.605,30)*	*(6.268,41)*	*(5.493,94)*	*(5.919,19)*	*(6.870,81)*	*(5.694,47)*	*(6.250,67)*	*(7.531,09)*
Lucro Bruto	**1.873,00**	**1.941,36**	**1.977,89**	**2.053,00**	**2.012,22**	**2.088,65**	**2.250,29**	**2.085,67**	**2.205,61**	**2.466,54**	**2.161,80**	**2.329,13**	**2.703,58**	**2.240,70**	**2.459,56**	**2.963,39**
Despesas Operacionais	*(1.112,00)*	*(1.152,59)*	*(1.174,27)*	*(1.218,86)*	*(1.194,66)*	*(1.240,03)*	*(1.336,00)*	*(1.238,26)*	*(1.309,47)*	*(1.464,39)*	*(1.283,46)*	*(1.382,80)*	*(1.605,11)*	*(1.330,31)*	*(1.460,24)*	*(1.759,36)*
Depreciação	*(272,00)*	*(281,93)*	*(287,23)*	*(298,14)*	*(292,22)*	*(303,32)*	*(326,79)*	*(302,88)*	*(320,30)*	*(358,19)*	*(313,94)*	*(338,24)*	*(392,62)*	*(325,40)*	*(357,18)*	*(430,35)*
Lucro Operacional (LAJIR)	**489,00**	**506,85**	**516,38**	**535,99**	**525,35**	**545,30**	**587,50**	**544,52**	**575,84**	**643,96**	**564,40**	**608,09**	**705,85**	**585,00**	**642,14**	**773,68**
Despesas Financeiras	*(117,00)*	*(121,27)*	*(123,55)*	*(128,24)*	*(125,70)*	*(130,47)*	*(140,57)*	*(130,28)*	*(137,78)*	*(154,08)*	*(135,04)*	*(145,49)*	*(168,88)*	*(139,97)*	*(153,64)*	*(185,11)*
Receitas Financeiras	*11,00*	*11,40*	*11,62*	*12,06*	*11,82*	*12,27*	*13,22*	*12,25*	*12,95*	*14,49*	*12,70*	*13,68*	*15,88*	*13,16*	*14,44*	*17,40*
Lucro Antes do IR	**383,00**	**396,98**	**404,45**	**419,81**	**411,47**	**427,10**	**460,15**	**426,49**	**451,01**	**504,37**	**442,05**	**476,27**	**552,84**	**458,19**	**502,94**	**605,97**
IR e Participações/Contribuições	*(62,00)*	*(64,26)*	*(65,47)*	*(67,96)*	*(66,61)*	*(69,14)*	*(74,49)*	*(69,04)*	*(73,01)*	*(81,65)*	*(71,56)*	*(77,10)*	*(89,49)*	*(74,17)*	*(81,42)*	*(98,09)*
Lucro Líquido	**321,00**	**332,72**	**338,98**	**351,85**	**344,86**	**357,96**	**385,66**	**357,45**	**378,00**	**422,72**	**370,49**	**399,17**	**463,35**	**384,02**	**421,53**	**507,87**
Número de Ações (Unidades)	*186,00*	*192,79*	*196,42*	*203,87*	*199,83*	*207,42*	*223,47*	*207,12*	*219,03*	*244,94*	*214,68*	*231,30*	*268,48*	*222,52*	*244,25*	*294,28*
LPA (Lucro por Ação) (Reais)	**1,73**	**1,79**	**1,82**	**1,89**	**1,85**	**1,92**	**2,07**	**1,92**	**2,03**	**2,27**	**1,99**	**2,15**	**2,49**	**2,06**	**2,27**	**2,73**

Descrição da Conta	2007	2013			2014			2015			2016			2017		
	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	**7.788,00**	**9.656,99**	**10.799,64**	**13.506,01**	**10.009,47**	**11.404,42**	**14.803,94**	**10.374,82**	**12.043,07**	**16.226,59**	**10.753,50**	**12.717,48**	**17.785,97**	**11.146,00**	**13.429,66**	**19.495,20**
Deduções da Receita Bruta	*(1.155,00)*	*(1.432,18)*	*(1.601,64)*	*(2.003,01)*	*(1.484,46)*	*(1.691,33)*	*(2.195,50)*	*(1.538,64)*	*(1.786,05)*	*(2.406,49)*	*(1.594,80)*	*(1.886,07)*	*(2.637,75)*	*(1.653,01)*	*(1.991,69)*	*(2.891,24)*
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	**6.633,00**	**8.224,81**	**9.198,00**	**11.503,00**	**8.525,01**	**9.713,09**	**12.608,44**	**8.836,18**	**10.257,02**	**13.820,11**	**9.158,70**	**10.831,42**	**15.148,22**	**9.492,99**	**11.437,98**	**16.603,96**
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	*(4.760,00)*	*(5.902,32)*	*(6.600,71)*	*(8.254,83)*	*(6.117,76)*	*(6.970,35)*	*(9.048,12)*	*(6.341,05)*	*(7.360,69)*	*(9.917,64)*	*(6.572,50)*	*(7.772,88)*	*(10.870,73)*	*(6.812,40)*	*(8.208,17)*	*(11.915,40)*
Lucro Bruto	**1.873,00**	**2.322,49**	**2.597,30**	**3.248,17**	**2.407,26**	**2.742,74**	**3.560,32**	**2.495,12**	**2.896,34**	**3.902,47**	**2.586,20**	**3.058,53**	**4.277,49**	**2.680,59**	**3.229,81**	**4.688,56**
Despesas Operacionais	*(1.112,00)*	*(1.378,86)*	*(1.542,01)*	*(1.928,44)*	*(1.429,19)*	*(1.628,37)*	*(2.113,76)*	*(1.481,36)*	*(1.719,56)*	*(2.316,89)*	*(1.535,42)*	*(1.815,85)*	*(2.539,55)*	*(1.591,47)*	*(1.917,54)*	*(2.783,60)*
Depreciação	*(272,00)*	*(337,28)*	*(377,18)*	*(471,70)*	*(349,59)*	*(398,31)*	*(517,04)*	*(362,35)*	*(420,61)*	*(566,72)*	*(375,57)*	*(444,16)*	*(621,18)*	*(389,28)*	*(469,04)*	*(680,88)*
Lucro Operacional (LAJIR)	**489,00**	**606,35**	**678,10**	**848,03**	**628,48**	**716,07**	**929,52**	**651,42**	**756,17**	**1.018,85**	**675,20**	**798,52**	**1.116,76**	**699,85**	**843,23**	**1.224,08**
Despesas Financeiras	*(117,00)*	*(145,08)*	*(162,24)*	*(202,90)*	*(150,37)*	*(171,33)*	*(222,40)*	*(155,86)*	*(180,92)*	*(243,77)*	*(161,55)*	*(191,06)*	*(267,20)*	*(167,45)*	*(201,76)*	*(292,88)*
Receitas Financeiras	*11,00*	*13,64*	*15,25*	*19,08*	*14,14*	*16,11*	*20,91*	*14,65*	*17,01*	*22,92*	*15,19*	*17,96*	*25,12*	*15,74*	*18,97*	*27,54*
Lucro Antes do IR	**383,00**	**474,91**	**531,11**	**664,20**	**492,25**	**560,85**	**728,03**	**510,22**	**592,26**	**798,00**	**528,84**	**625,42**	**874,68**	**548,14**	**660,45**	**958,74**
IR e Participações/Contribuições	*(62,00)*	*(76,88)*	*(85,98)*	*(107,52)*	*(79,69)*	*(90,79)*	*(117,85)*	*(82,59)*	*(95,87)*	*(129,18)*	*(85,61)*	*(101,24)*	*(141,59)*	*(88,73)*	*(106,91)*	*(155,20)*
Lucro Líquido	**321,00**	**398,03**	**445,13**	**556,68**	**412,56**	**470,06**	**610,18**	**427,62**	**496,38**	**668,82**	**443,23**	**524,18**	**733,09**	**459,41**	**553,53**	**803,54**
Número de Ações (Unidades)	*186,00*	*230,64*	*257,93*	*322,56*	*239,06*	*272,37*	*353,56*	*247,78*	*287,62*	*387,54*	*256,82*	*303,73*	*424,78*	*266,20*	*320,74*	*465,60*
LPA (Lucro por Ação) (Reais)	**1,73**	**2,14**	**2,39**	**2,99**	**2,22**	**2,53**	**3,28**	**2,30**	**2,67**	**3,60**	**2,38**	**2,82**	**3,94**	**2,47**	**2,98**	**4,32**

5.1.4 Projeção da NCG - Cenário Pessimista

(em Milhões de Reais)

NCG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Clientes	920,00	953,58	988,39	1.024,46	1.061,85	1.100,61	1.140,78	1.182,42	1.225,58	1.270,32	1.316,68
Estoque	865,00	896,57	929,30	963,22	998,37	1.034,81	1.072,59	1.111,73	1.152,31	1.194,37	1.237,97
Ativo Circulante	**1.785,00**	**1.850,15**	**1.917,68**	**1.987,68**	**2.060,23**	**2.135,43**	**2.213,37**	**2.294,16**	**2.377,89**	**2.464,69**	**2.554,65**
Empréstimos Bancários (CP)	1.051,40	1.089,78	1.129,55	1.170,78	1.213,52	1.257,81	1.303,72	1.351,30	1.400,63	1.451,75	1.504,74
Fornecedores	576,00	597,02	618,82	641,40	664,81	689,08	714,23	740,30	767,32	795,33	824,36
Impostos a recolher	30,00	31,10	32,23	33,41	34,63	35,89	37,20	38,56	39,96	41,42	42,94
Outras desp. Oper. A Pagar	283,00	293,33	304,04	315,13	326,64	338,56	350,92	363,72	377,00	390,76	405,02
Passivo Circulante	**1.940,40**	**2.011,22**	**2.084,63**	**2.160,72**	**2.239,59**	**2.321,33**	**2.406,06**	**2.493,88**	**2.584,91**	**2.679,26**	**2.777,05**
Necessidade de Capital de Giro	155,40	161,07	166,95	173,04	179,36	185,91	192,69	199,73	207,02	214,57	222,40
Evolução da NCG		**5,67**	**5,88**	**6,09**	**6,32**	**6,55**	**6,79**	**7,03**	**7,29**	**7,56**	**7,83**

5.1.5 Projeção da NCG - Cenário Conservador

(em Milhões de Reais)

NCG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Clientes	920,00	971,52	1.025,93	1.083,38	1.144,05	1.208,11	1.275,77	1.347,21	1.422,65	1.502,32	1.586,45
Estoque	865,00	913,44	964,59	1.018,61	1.075,65	1.135,89	1.199,50	1.266,67	1.337,60	1.412,51	1.491,61
Ativo Circulante	**1.785,00**	**1.884,96**	**1.990,52**	**2.101,99**	**2.219,70**	**2.344,00**	**2.475,27**	**2.613,88**	**2.760,26**	**2.914,83**	**3.078,06**
Empréstimos Bancários (CP)	1.051,40	1.110,28	1.172,45	1.238,11	1.307,45	1.380,66	1.457,98	1.539,63	1.625,85	1.716,89	1.813,04
Fornecedores	576,00	608,26	642,32	678,29	716,27	756,38	798,74	843,47	890,70	940,58	993,26
Impostos a recolher	30,00	31,68	33,45	35,33	37,31	39,39	41,60	43,93	46,39	48,99	51,73
Outras desp. Oper. A Pagar	283,00	298,85	315,58	333,26	351,92	371,63	392,44	414,41	437,62	462,13	488,01
Passivo Circulante	**1.940,40**	**2.049,06**	**2.163,81**	**2.284,98**	**2.412,94**	**2.548,07**	**2.690,76**	**2.841,44**	**3.000,56**	**3.168,59**	**3.346,03**
Necessidade de Capital de Giro	155,40	164,10	173,29	183,00	193,24	204,07	215,49	227,56	240,30	253,76	267,97
Evolução da NCG		**8,70**	**9,19**	**9,70**	**10,25**	**10,82**	**11,43**	**12,07**	**12,74**	**13,46**	**14,21**

5.1.6 Projeção da NCG - Cenário Otimista

(em Milhões de Reais)

NCG	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017
Clientes	920,00	1.008,41	1.105,32	1.211,54	1.327,97	1.455,59	1.595,47	1.748,80	1.916,85	2.101,06	2.302,98
Estoque	865,00	948,13	1.039,24	1.139,11	1.248,58	1.368,57	1.500,09	1.644,25	1.802,26	1.975,46	2.165,30
Ativo Circulante	**1.785,00**	**1.956,54**	**2.144,56**	**2.350,65**	**2.576,55**	**2.824,16**	**3.095,56**	**3.393,04**	**3.719,12**	**4.076,52**	**4.468,28**
Empréstimos Bancários (CP)	1.051,40	1.152,44	1.263,19	1.384,58	1.517,64	1.663,48	1.823,35	1.998,57	2.190,63	2.401,15	2.631,90
Fornecedores	576,00	631,35	692,03	758,53	831,43	911,33	998,90	1.094,90	1.200,12	1.315,45	1.441,86
Impostos a recolher	30,00	32,88	36,04	39,51	43,30	47,46	52,03	57,03	62,51	68,51	75,10
Outras desp. Oper. A Pagar	283,00	310,20	340,01	372,68	408,50	447,75	490,78	537,94	589,64	646,31	708,42
Passivo Circulante	**1.940,40**	**2.126,87**	**2.331,26**	**2.555,30**	**2.800,86**	**3.070,03**	**3.365,06**	**3.688,44**	**4.042,90**	**4.431,42**	**4.857,28**
Necessidade de Capital de Giro	155,40	170,33	186,70	204,65	224,31	245,87	269,50	295,39	323,78	354,90	389,00
Evolução da NCG		**14,93**	**16,37**	**17,94**	**19,67**	**21,56**	**23,63**	**25,90**	**28,39**	**31,12**	**34,11**

5.1.7 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Pessimista

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**6.633,00**	**6.875,10**	**7.126,05**	**7.386,15**	**7.655,74**	**7.935,18**	**8.224,81**	**8.525,01**	**8.836,18**	**9.158,70**	**9.492,99**	**81.215,90**
Venda de Produtos/Serviços	*6.633,00*	*6.875,10*	*7.126,05*	*7.386,15*	*7.655,74*	*7.935,18*	*8.224,81*	*8.525,01*	*8.836,18*	*9.158,70*	*9.492,99*	*81.215,90*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(4.760,00)**	**(4.933,74)**	**(5.113,82)**	**(5.300,48)**	**(5.493,94)**	**(5.694,47)**	**(5.902,32)**	**(6.117,76)**	**(6.341,05)**	**(6.572,50)**	**(6.812,40)**	**(58.282,48)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(4.760,00)*	*(4.933,74)*	*(5.113,82)*	*(5.300,48)*	*(5.493,94)*	*(5.694,47)*	*(5.902,32)*	*(6.117,76)*	*(6.341,05)*	*(6.572,50)*	*(6.812,40)*	*(58.282,48)*
(=) RESULTADO BRUTO	**1.873,00**	**1.941,36**	**2.012,22**	**2.085,67**	**2.161,80**	**2.240,70**	**2.322,49**	**2.407,26**	**2.495,12**	**2.586,20**	**2.680,59**	**22.933,42**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(1.384,00)**	**(1.434,52)**	**(1.486,88)**	**(1.541,15)**	**(1.597,40)**	**(1.655,70)**	**(1.716,14)**	**(1.778,78)**	**(1.843,70)**	**(1.911,00)**	**(1.980,75)**	**(16.946,00)**
(-) Despesas Administrativas:	*(1.384,00)*	*(1.434,52)*	*(1.486,88)*	*(1.541,15)*	*(1.597,40)*	*(1.655,70)*	*(1.716,14)*	*(1.778,78)*	*(1.843,70)*	*(1.911,00)*	*(1.980,75)*	*(16.946,00)*
salários e encargos	*(1.112,00)*	*(1.152,59)*	*(1.194,66)*	*(1.238,26)*	*(1.283,46)*	*(1.330,31)*	*(1.378,86)*	*(1.429,19)*	*(1.481,36)*	*(1.535,42)*	*(1.591,47)*	*(13.615,57)*
depreciação	*(272,00)*	*(281,93)*	*(292,22)*	*(302,88)*	*(313,94)*	*(325,40)*	*(337,28)*	*(349,59)*	*(362,35)*	*(375,57)*	*(389,28)*	*(3.330,43)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**489,00**	**506,85**	**525,35**	**544,52**	**564,40**	**585,00**	**606,35**	**628,48**	**651,42**	**675,20**	**699,85**	**5.987,42**
(-) Despesas Financeiras	*(117,00)*	*(121,27)*	*(125,70)*	*(130,28)*	*(135,04)*	*(139,97)*	*(145,08)*	*(150,37)*	*(155,86)*	*(161,55)*	*(167,45)*	*(1.432,57)*
(+) Receitas Financeiras	*11,00*	*11,40*	*11,82*	*12,25*	*12,70*	*13,16*	*13,64*	*14,14*	*14,65*	*15,19*	*15,74*	*134,69*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**383,00**	**396,98**	**411,47**	**426,49**	**442,05**	**458,19**	**474,91**	**492,25**	**510,22**	**528,84**	**548,14**	**4.689,54**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**383,00**	**396,98**	**411,47**	**426,49**	**442,05**	**458,19**	**474,91**	**492,25**	**510,22**	**528,84**	**548,14**	**4.689,54**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*(62,00)*	*(64,26)*	*(66,61)*	*(69,04)*	*(71,56)*	*(74,17)*	*(76,88)*	*(79,69)*	*(82,59)*	*(85,61)*	*(88,73)*	*(759,14)*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	321,00	332,72	344,86	357,45	370,49	384,02	398,03	412,56	427,62	443,23	459,41	3.930,39
(+) Depreciação	*272,00*	*281,93*	*292,22*	*302,88*	*313,94*	*325,40*	*337,28*	*349,59*	*362,35*	*375,57*	*389,28*	*3.330,43*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,06)*	*(1,10)*	*(1,14)*	*(1,18)*	*(1,22)*	*(1,26)*	*(1,31)*	*(1,36)*	*(1,41)*	*(1,46)*	*(12,49)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*5,67*	*5,88*	*6,09*	*6,32*	*6,55*	*6,79*	*7,03*	*7,29*	*7,56*	*7,83*	*67,00*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**591,98**	**619,26**	**641,86**	**665,29**	**689,57**	**714,74**	**740,83**	**767,87**	**795,90**	**824,95**	**855,06**	**7.315,34**
(+) VALOR RESIDUAL (12,4200728%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**6.884,50**	**6.884,50**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**619,26**	**641,86**	**665,29**	**689,57**	**714,74**	**740,83**	**767,87**	**795,90**	**824,95**	**7.739,56**	**14.199,83**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**550,84**	**507,87**	**468,25**	**431,72**	**398,04**	**366,99**	**338,36**	**311,97**	**287,63**	**2.400,37**	**6.062,05**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 12,4200728% a.a.											2.135,18	6.062,05

5.1.8 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Conservador

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**6.633,00**	**7.004,45**	**7.396,70**	**7.810,91**	**8.248,32**	**8.710,23**	**9.198,00**	**9.713,09**	**10.257,02**	**10.831,42**	**11.437,98**	**90.608,12**
Venda de Produtos/Serviços	*6.633,00*	*7.004,45*	*7.396,70*	*7.810,91*	*8.248,32*	*8.710,23*	*9.198,00*	*9.713,09*	*10.257,02*	*10.831,42*	*11.437,98*	*90.608,12*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(4.760,00)**	**(5.026,56)**	**(5.308,05)**	**(5.605,30)**	**(5.919,19)**	**(6.250,67)**	**(6.600,71)**	**(6.970,35)**	**(7.360,69)**	**(7.772,88)**	**(8.208,17)**	**(65.022,56)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(4.760,00)*	*(5.026,56)*	*(5.308,05)*	*(5.605,30)*	*(5.919,19)*	*(6.250,67)*	*(6.600,71)*	*(6.970,35)*	*(7.360,69)*	*(7.772,88)*	*(8.208,17)*	*(65.022,56)*
(=) RESULTADO BRUTO	**1.873,00**	**1.977,89**	**2.088,65**	**2.205,61**	**2.329,13**	**2.459,56**	**2.597,30**	**2.742,74**	**2.896,34**	**3.058,53**	**3.229,81**	**25.585,56**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(1.384,00)**	**(1.461,50)**	**(1.543,35)**	**(1.629,78)**	**(1.721,04)**	**(1.817,42)**	**(1.919,20)**	**(2.026,67)**	**(2.140,17)**	**(2.260,02)**	**(2.386,58)**	**(18.905,72)**
(-) Despesas Administrativas:	*(1.384,00)*	*(1.461,50)*	*(1.543,35)*	*(1.629,78)*	*(1.721,04)*	*(1.817,42)*	*(1.919,20)*	*(2.026,67)*	*(2.140,17)*	*(2.260,02)*	*(2.386,58)*	*(18.905,72)*
salários e encargos	*(1.112,00)*	*(1.174,27)*	*(1.240,03)*	*(1.309,47)*	*(1.382,80)*	*(1.460,24)*	*(1.542,01)*	*(1.628,37)*	*(1.719,56)*	*(1.815,85)*	*(1.917,54)*	*(15.190,14)*
depreciação	*(272,00)*	*(287,23)*	*(303,32)*	*(320,30)*	*(338,24)*	*(357,18)*	*(377,18)*	*(398,31)*	*(420,61)*	*(444,16)*	*(469,04)*	*(3.715,57)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**489,00**	**516,38**	**545,30**	**575,84**	**608,09**	**642,14**	**678,10**	**716,07**	**756,17**	**798,52**	**843,23**	**6.679,84**
(-) Despesas Financeiras	*(117,00)*	*(123,55)*	*(130,47)*	*(137,78)*	*(145,49)*	*(153,64)*	*(162,24)*	*(171,33)*	*(180,92)*	*(191,06)*	*(201,76)*	*(1.598,24)*
(+) Receitas Financeiras	*11,00*	*11,62*	*12,27*	*12,95*	*13,68*	*14,44*	*15,25*	*16,11*	*17,01*	*17,96*	*18,97*	*150,26*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**383,00**	**404,45**	**427,10**	**451,01**	**476,27**	**502,94**	**531,11**	**560,85**	**592,26**	**625,42**	**660,45**	**5.231,86**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**383,00**	**404,45**	**427,10**	**451,01**	**476,27**	**502,94**	**531,11**	**560,85**	**592,26**	**625,42**	**660,45**	**5.231,86**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*(62,00)*	*(65,47)*	*(69,14)*	*(73,01)*	*(77,10)*	*(81,42)*	*(85,98)*	*(90,79)*	*(95,87)*	*(101,24)*	*(106,91)*	*(846,93)*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	321,00	338,98	357,96	378,00	399,17	421,53	445,13	470,06	496,38	524,18	553,53	4.384,92
(+) Depreciação	*272,00*	*287,23*	*303,32*	*320,30*	*338,24*	*357,18*	*377,18*	*398,31*	*420,61*	*444,16*	*469,04*	*3.715,57*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,08)*	*(1,14)*	*(1,20)*	*(1,27)*	*(1,34)*	*(1,41)*	*(1,49)*	*(1,58)*	*(1,67)*	*(1,76)*	*(13,93)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*8,70*	*9,19*	*9,70*	*10,25*	*10,82*	*11,43*	*12,07*	*12,74*	*13,46*	*14,21*	*112,57*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**591,98**	**633,83**	**669,33**	**706,81**	**746,39**	**788,19**	**832,33**	**878,94**	**928,16**	**980,14**	**1.035,02**	**8.199,14**
(+) VALOR RESIDUAL (12,4200728%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**8.333,48**	**8.333,48**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**633,83**	**669,33**	**706,81**	**746,39**	**788,19**	**832,33**	**878,94**	**928,16**	**980,14**	**9.368,50**	**16.532,61**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**563,81**	**529,60**	**497,48**	**467,30**	**438,95**	**412,32**	**387,30**	**363,81**	**341,74**	**2.905,57**	**6.907,86**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 12,4200728% a.a.											2.584,57	6.907,86

5.1.9 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Otimista

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**6.633,00**	**7.270,43**	**7.969,12**	**8.734,95**	**9.574,38**	**10.494,48**	**11.503,00**	**12.608,44**	**13.820,11**	**15.148,22**	**16.603,96**	**113.727,09**
Venda de Produtos/Serviços	*6.633,00*	*7.270,43*	*7.969,12*	*8.734,95*	*9.574,38*	*10.494,48*	*11.503,00*	*12.608,44*	*13.820,11*	*15.148,22*	*16.603,96*	*113.727,09*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(4.760,00)**	**(5.217,44)**	**(5.718,83)**	**(6.268,41)**	**(6.870,81)**	**(7.531,09)**	**(8.254,83)**	**(9.048,12)**	**(9.917,64)**	**(10.870,73)**	**(11.915,40)**	**(81.613,29)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(4.760,00)*	*(5.217,44)*	*(5.718,83)*	*(6.268,41)*	*(6.870,81)*	*(7.531,09)*	*(8.254,83)*	*(9.048,12)*	*(9.917,64)*	*(10.870,73)*	*(11.915,40)*	*(81.613,29)*
(=) RESULTADO BRUTO	**1.873,00**	**2.053,00**	**2.250,29**	**2.466,54**	**2.703,58**	**2.963,39**	**3.248,17**	**3.560,32**	**3.902,47**	**4.277,49**	**4.688,56**	**32.113,80**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(1.384,00)**	**(1.517,00)**	**(1.662,79)**	**(1.822,58)**	**(1.997,73)**	**(2.189,71)**	**(2.400,14)**	**(2.630,80)**	**(2.883,62)**	**(3.160,73)**	**(3.464,48)**	**(23.729,58)**
(-) Despesas Administrativas:	*(1.384,00)*	*(1.517,00)*	*(1.662,79)*	*(1.822,58)*	*(1.997,73)*	*(2.189,71)*	*(2.400,14)*	*(2.630,80)*	*(2.883,62)*	*(3.160,73)*	*(3.464,48)*	*(23.729,58)*
salários e encargos	*(1.112,00)*	*(1.218,86)*	*(1.336,00)*	*(1.464,39)*	*(1.605,11)*	*(1.759,36)*	*(1.928,44)*	*(2.113,76)*	*(2.316,89)*	*(2.539,55)*	*(2.783,60)*	*(19.065,96)*
depreciação	*(272,00)*	*(298,14)*	*(326,79)*	*(358,19)*	*(392,62)*	*(430,35)*	*(471,70)*	*(517,04)*	*(566,72)*	*(621,18)*	*(680,88)*	*(4.663,62)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**489,00**	**535,99**	**587,50**	**643,96**	**705,85**	**773,68**	**848,03**	**929,52**	**1.018,85**	**1.116,76**	**1.224,08**	**8.384,22**
(-) Despesas Financeiras	*(117,00)*	*(128,24)*	*(140,57)*	*(154,08)*	*(168,88)*	*(185,11)*	*(202,90)*	*(222,40)*	*(243,77)*	*(267,20)*	*(292,88)*	*(2.006,04)*
(+) Receitas Financeiras	*11,00*	*12,06*	*13,22*	*14,49*	*15,88*	*17,40*	*19,08*	*20,91*	*22,92*	*25,12*	*27,54*	*188,60*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**383,00**	**419,81**	**460,15**	**504,37**	**552,84**	**605,97**	**664,20**	**728,03**	**798,00**	**874,68**	**958,74**	**6.566,78**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**383,00**	**419,81**	**460,15**	**504,37**	**552,84**	**605,97**	**664,20**	**728,03**	**798,00**	**874,68**	**958,74**	**6.566,78**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*(62,00)*	*(67,96)*	*(74,49)*	*(81,65)*	*(89,49)*	*(98,09)*	*(107,52)*	*(117,85)*	*(129,18)*	*(141,59)*	*(155,20)*	*(1.063,03)*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	**321,00**	**351,85**	**385,66**	**422,72**	**463,35**	**507,87**	**556,68**	**610,18**	**668,82**	**733,09**	**803,54**	**5.503,75**
(+) Depreciação	*272,00*	*298,14*	*326,79*	*358,19*	*392,62*	*430,35*	*471,70*	*517,04*	*566,72*	*621,18*	*680,88*	*4.663,62*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,12)*	*(1,23)*	*(1,34)*	*(1,47)*	*(1,61)*	*(1,77)*	*(1,94)*	*(2,13)*	*(2,33)*	*(2,55)*	*(17,49)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*14,93*	*16,37*	*17,94*	*19,67*	*21,56*	*23,63*	*25,90*	*28,39*	*31,12*	*34,11*	*233,60*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**591,98**	**663,80**	**727,59**	**797,52**	**874,16**	**958,16**	**1.050,24**	**1.151,17**	**1.261,80**	**1.383,06**	**1.515,97**	**10.383,48**
(+) VALOR RESIDUAL (12,4200728%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**12.205,82**	**12.205,82**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**663,80**	**727,59**	**797,52**	**874,16**	**958,16**	**1.050,24**	**1.151,17**	**1.261,80**	**1.383,06**	**13.721,79**	**22.589,30**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**590,47**	**575,71**	**561,32**	**547,29**	**533,61**	**520,27**	**507,26**	**494,58**	**482,22**	**4.255,71**	**9.068,43**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 12,4200728% a.a.											3.785,54	9.068,43

5.1.10 Gráfico Valor da Empresa – Método do Fluxo de Caixa Descontado

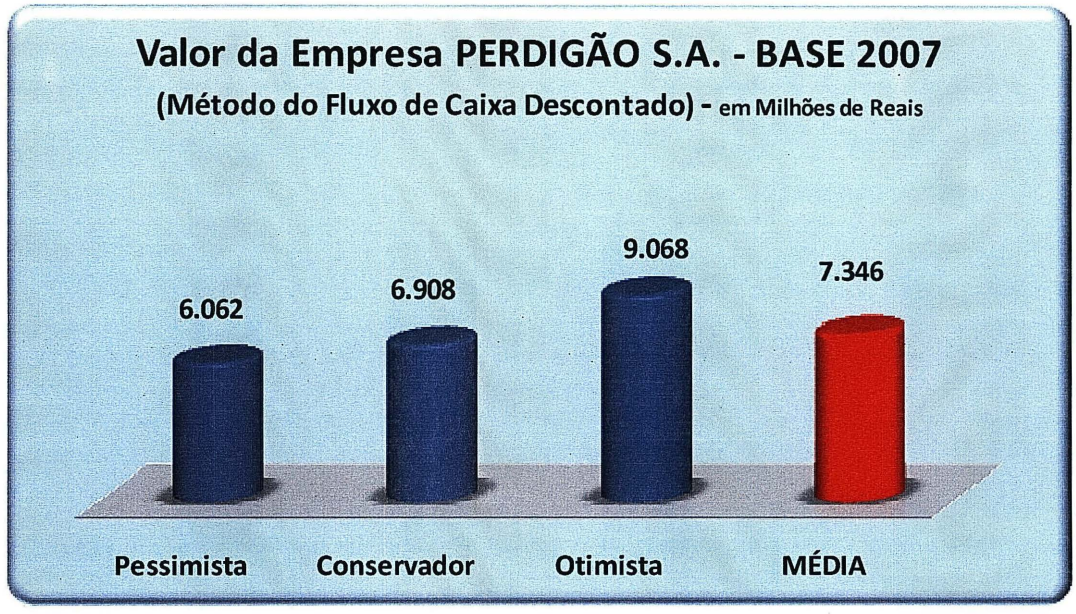

Gráfico 2 – Valor da Empresa Perdigão – Base 2007

5.2 MÉTODO DO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO - BASE 2008

5.2.1 Balanço Patrimonial - Resumo dos Cenários 2009 até 2013

(em Milhões de Reais)

BALANÇO ENCERRADO EM	2008	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2013	2013	2013
ATIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Ativo Circulante	**5.985,05**	**6.056,87**	**6.571,48**	**6.760,60**	**6.129,55**	**6.781,77**	**7.177,73**	**6.203,11**	**6.998,79**	**7.620,60**	**6.277,54**	**7.222,75**	**8.090,79**	**6.352,88**	**7.453,88**	**8.589,99**
Disponibilidades	**1.975,95**	**1.999,66**	**3.093,90**	**3.182,94**	**2.023,66**	**3.192,90**	**3.379,33**	**2.047,94**	**3.295,08**	**3.587,83**	**2.072,52**	**3.400,52**	**3.809,20**	**2.097,39**	**3.509,34**	**4.044,23**
Caixa e Bancos	*1.233,45*	*1.248,25*	*1.932,38*	*1.987,99*	*1.263,23*	*1.994,22*	*2.110,65*	*1.278,39*	*2.058,03*	*2.240,88*	*1.293,73*	*2.123,89*	*2.379,14*	*1.309,25*	*2.191,85*	*2.525,93*
Aplicações Financeiras	*742,50*	*751,41*	*1.161,52*	*1.194,95*	*760,43*	*1.198,69*	*1.268,68*	*769,55*	*1.237,05*	*1.346,95*	*778,79*	*1.276,63*	*1.430,06*	*788,13*	*1.317,48*	*1.518,29*
Créditos	**1.378,05**	**1.394,59**	**1.402,20**	**1.442,55**	**1.411,32**	**1.447,07**	**1.531,55**	**1.428,26**	**1.493,37**	**1.626,05**	**1.445,40**	**1.541,16**	**1.726,38**	**1.462,74**	**1.590,48**	**1.832,90**
Clientes a Receber	*1.378,05*	*1.394,59*	*1.402,20*	*1.442,55*	*1.411,32*	*1.447,07*	*1.531,55*	*1.428,26*	*1.493,37*	*1.626,05*	*1.445,40*	*1.541,16*	*1.726,38*	*1.462,74*	*1.590,48*	*1.832,90*
Outros Ativos Circulantes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento a Fornecedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	**1.688,95**	**1.709,22**	**1.508,58**	**1.552,00**	**1.729,73**	**1.556,86**	**1.647,75**	**1.750,48**	**1.606,68**	**1.749,42**	**1.771,49**	**1.658,09**	**1.857,36**	**1.792,75**	**1.711,15**	**1.971,96**
Produtos Acabados	*903,25*	*914,09*	*484,84*	*498,79*	*925,06*	*500,35*	*529,57*	*936,16*	*516,36*	*562,24*	*947,39*	*532,89*	*596,93*	*958,76*	*549,94*	*633,76*
Produtos em Elaboração	*41,00*	*41,49*	*55,81*	*57,41*	*41,99*	*57,59*	*60,96*	*42,49*	*59,44*	*64,72*	*43,00*	*61,34*	*68,71*	*43,52*	*63,30*	*72,95*
Produto de Materias Primas	*116,40*	*117,80*	*967,93*	*995,79*	*119,21*	*998,91*	*1.057,23*	*120,64*	*1.030,87*	*1.122,46*	*122,09*	*1.063,86*	*1.191,72*	*123,55*	*1.097,90*	*1.265,25*
Materiais de Almoxarifado e Outros	*628,30*	*635,84*	-	-	*643,47*	-	-	*651,19*	-	-	*659,01*	-	-	*666,91*	-	-
Provisão Para perda dos Estoques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	**942,10**	**953,41**	**566,81**	**583,12**	**964,85**	**584,95**	**619,10**	**976,42**	**603,66**	**657,30**	**988,14**	**622,98**	**697,85**	**1.000,00**	**642,92**	**740,91**
Impostos e Contribuições a Compensar	*576,34*	*583,26*	*303,46*	*312,19*	*590,26*	*313,17*	*331,46*	*597,34*	*323,19*	*351,91*	*604,51*	*333,53*	*373,62*	*611,76*	*344,21*	*396,67*
Impostos e Contribuições Diferidos	*127,27*	*128,80*	*61,04*	*62,80*	*130,34*	*62,99*	*66,67*	*131,91*	*65,01*	*70,79*	*133,49*	*67,09*	*75,15*	*135,09*	*69,24*	*79,79*
Outras Contas a Receber	*238,49*	*241,35*	*202,31*	*208,13*	*244,25*	*208,78*	*220,97*	*247,18*	*215,46*	*234,60*	*250,15*	*222,36*	*249,08*	*253,15*	*229,47*	*264,45*
Dividendos a Receber	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo Realizável a Longo Prazo	**597,13**	**604,30**	**442,98**	**455,73**	**611,55**	**457,16**	**483,85**	**618,89**	**471,79**	**513,70**	**626,31**	**486,88**	**545,40**	**633,83**	**502,46**	**579,05**
Contas a Receber	*11,58*	*11,72*	*95,92*	*98,68*	*11,86*	*98,99*	*104,77*	*12,00*	*102,16*	*111,23*	*12,15*	*105,43*	*118,10*	*12,29*	*108,80*	*125,38*
Impostos sobre a renda Diferidos	*323,39*	*327,27*	*134,29*	*138,15*	*331,20*	*138,59*	*146,68*	*335,17*	*143,02*	*155,73*	*339,19*	*147,60*	*165,34*	*343,26*	*152,32*	*175,54*
Outros	*262,16*	*265,31*	*212,77*	*218,89*	*268,49*	*219,58*	*232,40*	*271,71*	*226,61*	*246,74*	*274,97*	*233,86*	*261,96*	*278,27*	*241,34*	*278,13*
Depósitos Judiciais	*23,31*	*23,59*	*24,42*	*25,12*	*23,87*	*25,20*	*26,67*	*24,16*	*26,00*	*28,31*	*24,45*	*26,84*	*30,06*	*24,74*	*27,69*	*31,92*
Impostos a Recuperar	*147,49*	*149,26*	*57,55*	*59,21*	*151,05*	*59,39*	*62,86*	*152,86*	*61,30*	*66,74*	*154,70*	*63,26*	*70,86*	*156,55*	*65,28*	*75,23*
Outras Contas a Receber	*91,21*	*92,30*	*20,93*	*21,53*	*93,41*	*21,60*	*22,86*	*94,53*	*22,29*	*24,27*	*95,67*	*23,00*	*25,77*	*96,82*	*23,74*	*27,36*
Aplicações Financeiras	*0,15*	*0,15*	*109,87*	*113,04*	*0,15*	*113,39*	*120,01*	*0,16*	*117,02*	*127,41*	*0,16*	*120,76*	*135,28*	*0,16*	*124,63*	*143,62*
Ativo Permanente	**4.637,26**	**4.692,91**	**4.394,98**	**4.521,46**	**4.749,22**	**4.535,62**	**4.800,43**	**4.806,21**	**4.680,76**	**5.096,62**	**4.863,89**	**4.830,54**	**5.411,08**	**4.922,25**	**4.985,12**	**5.744,95**
Imobilizado	*2.919,16*	*2.954,19*	*4.199,61*	*4.320,47*	*2.989,64*	*4.334,00*	*4.587,04*	*3.025,52*	*4.472,69*	*4.870,07*	*3.061,82*	*4.615,81*	*5.170,55*	*3.098,56*	*4.763,52*	*5.489,57*
Intangível	*1.545,73*	*1.564,28*	*470,89*	*484,44*	*1.583,05*	*485,95*	*514,33*	*1.602,05*	*501,51*	*546,06*	*1.621,27*	*517,55*	*579,75*	*1.640,73*	*534,12*	*615,52*
Depreciação Acumulada	*(0,70)*	*(0,71)*	*(474,37)*	*(488,03)*	*(0,72)*	*(489,55)*	*(518,14)*	*(0,73)*	*(505,22)*	*(550,11)*	*(0,73)*	*(521,39)*	*(584,05)*	*(0,74)*	*(538,07)*	*(620,08)*
Diferido	*172,05*	*174,11*	*197,07*	*202,75*	*176,20*	*203,38*	*215,26*	*178,32*	*209,89*	*228,54*	*180,46*	*216,61*	*242,64*	*182,62*	*223,54*	*257,61*
Investimentos	*1,02*	*1,03*	*1,78*	*1,83*	*1,04*	*1,84*	*1,94*	*1,06*	*1,89*	*2,06*	*1,07*	*1,96*	*2,19*	*1,08*	*2,02*	*2,33*
TOTAL DO ATIVO	**11.219,44**	**11.354,07**	**11.409,44**	**11.737,80**	**11.490,32**	**11.774,54**	**12.462,02**	**11.628,21**	**12.151,33**	**13.230,92**	**11.767,74**	**12.540,17**	**14.047,27**	**11.908,96**	**12.941,46**	**14.913,99**

BALANÇO ENCERRADO EM	2008	2009	2009	2009	2010	2010	2010	2011	2011	2011	2012	2012	2012	2013	2013	2013
PASSIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Passivo Circulante	**3.080,83**	**3.117,80**	**3.384,10**	**3.481,50**	**3.155,21**	**3.492,40**	**3.696,30**	**3.193,08**	**3.604,15**	**3.924,37**	**3.231,39**	**3.719,49**	**4.166,50**	**3.270,17**	**3.838,51**	**4.423,57**
Fornecedores	*1.083,38*	*1.096,38*	*1.004,56*	*1.033,47*	*1.109,54*	*1.036,70*	*1.097,23*	*1.122,85*	*1.069,88*	*1.164,93*	*1.136,33*	*1.104,11*	*1.236,81*	*1.149,96*	*1.139,45*	*1.313,12*
Empréstimos Bancários	*1.646,40*	*1.666,16*	*1.833,67*	*1.886,44*	*1.686,15*	*1.892,34*	*2.002,83*	*1.706,38*	*1.952,90*	*2.126,41*	*1.726,86*	*2.015,39*	*2.257,61*	*1.747,58*	*2.079,88*	*2.396,90*
Salários	*173,18*	*175,26*	*231,96*	*238,63*	*177,36*	*239,38*	*253,35*	*179,49*	*247,04*	*268,99*	*181,64*	*254,94*	*285,58*	*183,82*	*263,10*	*303,20*
Impostos, Taxas e Contribuições	*66,57*	*67,37*	*52,32*	*53,83*	*68,18*	*53,99*	*57,15*	*69,00*	*55,72*	*60,67*	*69,82*	*57,51*	*64,42*	*70,66*	*59,35*	*68,39*
Participação dos Adm e Funcionários	*17,89*	*18,10*	*61,04*	*62,80*	*18,32*	*62,99*	*66,67*	*18,54*	*65,01*	*70,79*	*18,76*	*67,09*	*75,15*	*18,99*	*69,24*	*79,79*
Outros Passivos Circulantes	*70,09*	*70,93*	*99,41*	*102,27*	*71,78*	*102,59*	*108,58*	*72,64*	*105,87*	*115,28*	*73,52*	*109,26*	*122,39*	*74,40*	*112,76*	*129,94*
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e Juros s/ Capital Próprio	*23,32*	*23,60*	*101,15*	*104,06*	*23,88*	*104,39*	*110,49*	*24,17*	*107,73*	*117,30*	*24,46*	*111,18*	*124,54*	*24,75*	*114,74*	*132,22*
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Passivo Exigível a Longo Prazo	**4.027,32**	**4.075,65**	**2.398,77**	**2.467,80**	**4.124,56**	**2.475,53**	**2.620,06**	**4.174,05**	**2.554,74**	**2.781,72**	**4.224,14**	**2.636,50**	**2.953,35**	**4.274,83**	**2.720,86**	**3.135,58**
Empréstimos Bancários	*3.719,68*	*3.764,32*	*2.117,25*	*2.178,18*	*3.809,49*	*2.185,00*	*2.312,57*	*3.855,20*	*2.254,92*	*2.455,26*	*3.901,46*	*2.327,07*	*2.606,75*	*3.948,28*	*2.401,54*	*2.767,58*
Obrigações Sociais e Tributárias	*20,04*	*20,28*	*7,67*	*7,89*	*20,52*	*7,92*	*8,38*	*20,77*	*8,17*	*8,90*	*21,02*	*8,43*	*9,45*	*21,27*	*8,70*	*10,03*
Provisões p/ Contingências	*186,36*	*188,60*	*216,26*	*222,48*	*190,86*	*223,18*	*236,21*	*193,15*	*230,32*	*250,78*	*195,47*	*237,69*	*266,26*	*197,81*	*245,30*	*282,69*
Impostos s/ renda Diferidos	*68,94*	*69,77*	*52,32*	*53,83*	*70,60*	*53,99*	*57,15*	*71,45*	*55,72*	*60,67*	*72,31*	*57,51*	*64,42*	*73,18*	*59,35*	*68,39*
Outras Obrigações	*32,30*	*32,69*	*5,27*	*5,42*	*33,08*	*5,44*	*5,75*	*33,48*	*5,61*	*6,11*	*33,88*	*5,79*	*6,48*	*34,29*	*5,97*	*6,88*
Resultados de Exercícios Futuros	**0,69**	**0,70**	**-**	**-**	**0,71**	**-**	**-**	**0,72**	**-**	**-**	**0,72**	**-**	**-**	**0,73**	**-**	**-**
Participações Minoritárias	*0,69*	*0,70*	-	-	*0,71*	-	-	*0,72*	-	-	*0,72*	-	-	*0,73*	-	-
Patrimônio Líquido	**4.110,60**	**4.159,93**	**5.626,57**	**5.788,50**	**4.209,85**	**5.806,62**	**6.145,65**	**4.260,36**	**5.992,43**	**6.524,84**	**4.311,49**	**6.184,19**	**6.927,42**	**4.363,23**	**6.382,09**	**7.354,84**
Capital Social Realizado	*3.445,03*	*3.486,37*	*4.360,06*	*4.485,54*	*3.528,21*	*4.499,58*	*4.762,30*	*3.570,55*	*4.643,57*	*5.056,13*	*3.613,39*	*4.792,16*	*5.368,09*	*3.656,75*	*4.945,51*	*5.699,31*
Ações em Tesouraria	*(0,81)*	*(0,82)*	*(1,40)*	*(1,44)*	*(0,83)*	*(1,44)*	*(1,52)*	*(0,84)*	*(1,49)*	*(1,62)*	*(0,85)*	*(1,53)*	*(1,72)*	*(0,86)*	*(1,58)*	*(1,82)*
Reservas de Lucros	*704,51*	*712,96*	*1.267,91*	*1.304,39*	*721,52*	*1.308,48*	*1.384,88*	*730,18*	*1.350,35*	*1.470,32*	*738,94*	*1.393,56*	*1.561,04*	*747,81*	*1.438,16*	*1.657,36*
Ajustes de Avaliação Patrimonial	*(38,13)*	*(38,59)*	-	-	*(39,05)*	-	-	*(39,52)*	-	-	*(39,99)*	-	-	*(40,47)*	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DO PASSIVO	**11.219,44**	**11.354,07**	**11.409,44**	**11.737,80**	**11.490,32**	**11.774,54**	**12.462,02**	**11.628,21**	**12.151,33**	**13.230,92**	**11.767,74**	**12.540,17**	**14.047,27**	**11.908,96**	**12.941,46**	**14.913,99**

5.2.2 Balanço Patrimonial - Resumo dos Cenários 2014 até 2018

(em Milhões de Reais)

BALANÇO ENCERRADO EM	2008	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2016	2016	2016	2017	2017	2017	2018	2018	2018
ATIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Ativo Circulante	**5.985,05**	**6.429,11**	**7.692,40**	**9.120,00**	**6.506,26**	**7.938,56**	**9.682,70**	**6.584,33**	**8.192,59**	**10.280,12**	**6.663,35**	**8.454,75**	**10.914,41**	**6.743,31**	**8.725,31**	**11.587,82**
Disponibilidades	**1.975,95**	**2.122,56**	**3.621,63**	**4.293,76**	**2.148,03**	**3.737,53**	**4.558,68**	**2.173,80**	**3.857,13**	**4.839,95**	**2.199,89**	**3.980,56**	**5.138,58**	**2.226,29**	**4.107,93**	**5.455,63**
Caixa e Bancos	*1.233,45*	*1.324,97*	*2.261,99*	*2.681,78*	*1.340,87*	*2.334,37*	*2.847,25*	*1.356,96*	*2.409,07*	*3.022,92*	*1.373,24*	*2.486,16*	*3.209,44*	*1.389,72*	*2.565,72*	*3.407,46*
Aplicações Financeiras	*742,50*	*797,59*	*1.359,64*	*1.611,97*	*807,16*	*1.403,15*	*1.711,43*	*816,85*	*1.448,05*	*1.817,03*	*826,65*	*1.494,39*	*1.929,14*	*836,57*	*1.542,21*	*2.048,17*
Créditos	**1.378,05**	**1.480,29**	**1.641,37**	**1.945,99**	**1.498,06**	**1.693,90**	**2.066,05**	**1.516,03**	**1.748,10**	**2.193,53**	**1.534,23**	**1.804,04**	**2.328,87**	**1.552,64**	**1.861,77**	**2.472,56**
Clientes a Receber	*1.378,05*	*1.480,29*	*1.641,37*	*1.945,99*	*1.498,06*	*1.693,90*	*2.066,05*	*1.516,03*	*1.748,10*	*2.193,53*	*1.534,23*	*1.804,04*	*2.328,87*	*1.552,64*	*1.861,77*	*2.472,56*
Outros Ativos Circulantes	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento a Fornecedores	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Estoques	**1.688,95**	**1.814,26**	**1.765,90**	**2.093,63**	**1.836,03**	**1.822,41**	**2.222,81**	**1.858,06**	**1.880,73**	**2.359,95**	**1.880,36**	**1.940,91**	**2.505,56**	**1.902,93**	**2.003,02**	**2.660,16**
Produtos Acabados	*903,25*	*970,27*	*567,54*	*672,87*	*981,91*	*585,70*	*714,38*	*993,69*	*604,44*	*758,46*	*1.005,62*	*623,78*	*805,26*	*1.017,68*	*643,75*	*854,94*
Produtos em Elaboração	*41,00*	*44,04*	*65,33*	*77,45*	*44,57*	*67,42*	*82,23*	*45,11*	*69,58*	*87,30*	*45,65*	*71,80*	*92,69*	*46,19*	*74,10*	*98,41*
Produto de Materias Primas	*116,40*	*125,04*	*1.133,04*	*1.343,31*	*126,54*	*1.169,29*	*1.426,19*	*128,06*	*1.206,71*	*1.514,19*	*129,59*	*1.245,33*	*1.607,62*	*131,15*	*1.285,18*	*1.706,81*
Materiais de Almoxarifado e Outros	*628,30*	*674,92*	-	-	*683,02*	-	-	*691,21*	-	-	*699,51*	-	-	*707,90*	-	-
Provisão Para perda dos Estoques	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Outros	**942,10**	**1.012,00**	**663,49**	**786,62**	**1.024,14**	**684,72**	**835,16**	**1.036,43**	**706,63**	**886,69**	**1.048,87**	**729,25**	**941,40**	**1.061,46**	**752,58**	**999,48**
Impostos e Contribuições a Compensar	*576,34*	*619,10*	*355,22*	*421,15*	*626,53*	*366,59*	*447,13*	*634,05*	*378,32*	*474,72*	*641,66*	*390,43*	*504,01*	*649,36*	*402,92*	*535,11*
Impostos e Contribuições Diferidos	*127,27*	*136,71*	*71,45*	*84,71*	*138,35*	*73,74*	*89,94*	*140,01*	*76,10*	*95,49*	*141,69*	*78,53*	*101,38*	*143,39*	*81,05*	*107,64*
Outras Contas a Receber	*238,49*	*256,18*	*236,81*	*280,76*	*259,26*	*244,39*	*298,09*	*262,37*	*252,21*	*316,48*	*265,52*	*260,28*	*336,01*	*268,70*	*268,61*	*356,74*
Dividendos a Receber	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas Antecipadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Ativo Realizável a Longo Prazo	**597,13**	**641,43**	**518,54**	**614,78**	**649,13**	**535,14**	**652,71**	**656,92**	**552,26**	**692,98**	**664,80**	**569,93**	**735,74**	**672,78**	**588,17**	**781,13**
Contas a Receber	*11,58*	*12,44*	*112,28*	*133,12*	*12,59*	*115,88*	*141,33*	*12,74*	*119,58*	*150,05*	*12,89*	*123,41*	*159,31*	*13,05*	*127,36*	*169,14*
Impostos sobre a renda Diferidos	*323,39*	*347,38*	*157,20*	*186,37*	*351,55*	*162,23*	*197,87*	*355,77*	*167,42*	*210,08*	*360,04*	*172,77*	*223,04*	*364,36*	*178,30*	*236,80*
Outros	*262,16*	*281,61*	*249,06*	*295,29*	*284,99*	*257,03*	*313,51*	*288,41*	*265,26*	*332,85*	*291,87*	*273,75*	*353,39*	*295,37*	*282,51*	*375,19*
Depósitos Judiciais	*23,31*	*25,04*	*28,58*	*33,89*	*25,34*	*29,50*	*35,98*	*25,64*	*30,44*	*38,20*	*25,95*	*31,41*	*40,55*	*26,26*	*32,42*	*43,05*
Impostos a Recuperar	*147,49*	*158,43*	*67,37*	*79,87*	*160,33*	*69,53*	*84,80*	*162,26*	*71,75*	*90,03*	*164,21*	*74,05*	*95,59*	*166,18*	*76,42*	*101,49*
Outras Contas a Receber	*91,21*	*97,98*	*24,50*	*29,04*	*99,15*	*25,28*	*30,84*	*100,34*	*26,09*	*32,74*	*101,55*	*26,93*	*34,76*	*102,77*	*27,79*	*36,90*
Aplicações Financeiras	*0,15*	*0,16*	*128,61*	*152,48*	*0,16*	*132,73*	*161,89*	*0,17*	*136,98*	*171,88*	*0,17*	*141,36*	*182,49*	*0,17*	*145,88*	*193,75*
Ativo Permanente	**4.637,26**	**4.981,32**	**5.144,64**	**6.099,41**	**5.041,10**	**5.309,27**	**6.475,74**	**5.101,59**	**5.479,17**	**6.875,30**	**5.162,81**	**5.654,50**	**7.299,50**	**5.224,76**	**5.835,44**	**7.749,88**
Imobilizado	*2.919,16*	*3.135,75*	*4.915,95*	*5.828,28*	*3.173,38*	*5.073,26*	*6.187,88*	*3.211,46*	*5.235,61*	*6.569,67*	*3.249,99*	*5.403,14*	*6.975,02*	*3.288,99*	*5.576,05*	*7.405,38*
Intangível	*1.545,73*	*1.660,42*	*551,21*	*653,50*	*1.680,34*	*568,85*	*693,82*	*1.700,50*	*587,05*	*736,63*	*1.720,91*	*605,83*	*782,08*	*1.741,56*	*625,22*	*830,34*
Depreciação Acumulada	*(0,70)*	*(0,75)*	*(555,29)*	*(658,34)*	*(0,76)*	*(573,06)*	*(698,96)*	*(0,77)*	*(591,40)*	*(742,09)*	*(0,78)*	*(610,32)*	*(787,88)*	*(0,79)*	*(629,85)*	*(836,49)*
Diferido	*172,05*	*184,82*	*230,69*	*273,50*	*187,03*	*238,07*	*290,38*	*189,28*	*245,69*	*308,29*	*191,55*	*253,55*	*327,32*	*193,85*	*261,67*	*347,51*
Investimentos	*1,02*	*1,10*	*2,08*	*2,47*	*1,11*	*2,15*	*2,62*	*1,12*	*2,22*	*2,78*	*1,14*	*2,29*	*2,95*	*1,15*	*2,36*	*3,14*
TOTAL DO ATIVO	11.219,44	12.051,86	13.355,58	15.834,18	12.196,49	13.782,96	16.811,15	12.342,85	14.224,02	17.848,40	12.490,96	14.679,19	18.949,64	12.640,85	15.148,92	20.118,84

BALANÇO ENCERRADO EM	2008	2014	2014	2014	2015	2015	2015	2016	2016	2016	2017	2017	2017	2018	2018	2018
PASSIVO	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Passivo Circulante	**3.080,83**	**3.309,41**	**3.961,34**	**4.696,51**	**3.349,12**	**4.088,10**	**4.986,28**	**3.389,31**	**4.218,92**	**5.293,94**	**3.429,99**	**4.353,93**	**5.620,57**	**3.471,15**	**4.493,26**	**5.967,36**
Fornecedores	*1.083,38*	*1.163,76*	*1.175,91*	*1.394,14*	*1.177,73*	*1.213,54*	*1.480,16*	*1.191,86*	*1.252,37*	*1.571,48*	*1.206,16*	*1.292,45*	*1.668,44*	*1.220,64*	*1.333,80*	*1.771,39*
Empréstimos Bancários	*1.646,40*	*1.768,55*	*2.146,44*	*2.544,79*	*1.789,78*	*2.215,13*	*2.701,80*	*1.811,25*	*2.286,01*	*2.868,50*	*1.832,99*	*2.359,16*	*3.045,49*	*1.854,99*	*2.434,66*	*3.233,40*
Salários	*173,18*	*186,03*	*271,52*	*321,91*	*188,26*	*280,21*	*341,77*	*190,52*	*289,18*	*362,86*	*192,81*	*298,43*	*385,25*	*195,12*	*307,98*	*409,02*
Impostos, Taxas e Contribuições	*66,57*	*71,51*	*61,25*	*72,61*	*72,37*	*63,21*	*77,09*	*73,24*	*65,23*	*81,85*	*74,11*	*67,31*	*86,90*	*75,00*	*69,47*	*92,26*
Participação dos Adm e Funcionários	*17,89*	*19,22*	*71,45*	*84,71*	*19,45*	*73,74*	*89,94*	*19,68*	*76,10*	*95,49*	*19,92*	*78,53*	*101,38*	*20,16*	*81,05*	*107,64*
Outros Passivos Circulantes	*70,09*	*75,29*	*116,37*	*137,96*	*76,19*	*120,09*	*146,47*	*77,11*	*123,93*	*155,51*	*78,03*	*127,90*	*165,11*	*78,97*	*131,99*	*175,29*
Dívidas com Pessoas Ligadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Dividendos e Juros s/ Capital Próprio	*23,32*	*25,05*	*118,41*	*140,38*	*25,35*	*122,20*	*149,04*	*25,66*	*126,11*	*158,24*	*25,96*	*130,14*	*168,00*	*26,27*	*134,31*	*178,37*
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Passivo Exigível a Longo Prazo	**4.027,32**	**4.326,13**	**2.807,93**	**3.329,04**	**4.378,04**	**2.897,78**	**3.534,44**	**4.430,58**	**2.990,51**	**3.752,52**	**4.483,74**	**3.086,21**	**3.984,05**	**4.537,55**	**3.184,97**	**4.229,86**
Empréstimos Bancários	*3.719,68*	*3.995,66*	*2.478,39*	*2.938,34*	*4.043,61*	*2.557,70*	*3.119,64*	*4.092,13*	*2.639,55*	*3.312,12*	*4.141,24*	*2.724,01*	*3.516,48*	*4.190,93*	*2.811,18*	*3.733,44*
Obrigações Sociais e Tributárias	*20,04*	*21,53*	*8,98*	*10,65*	*21,79*	*9,27*	*11,31*	*22,05*	*9,57*	*12,00*	*22,31*	*9,87*	*12,75*	*22,58*	*10,19*	*13,53*
Provisões p/ Contingências	*186,36*	*200,19*	*253,15*	*300,13*	*202,59*	*261,25*	*318,65*	*205,02*	*269,61*	*338,31*	*207,48*	*278,24*	*359,18*	*209,97*	*287,14*	*381,34*
Impostos s/ renda Diferidos	*68,94*	*74,05*	*61,25*	*72,61*	*74,94*	*63,21*	*77,09*	*75,84*	*65,23*	*81,85*	*76,75*	*67,31*	*86,90*	*77,67*	*69,47*	*92,26*
Outras Obrigações	*32,30*	*34,70*	*6,17*	*7,31*	*35,11*	*6,36*	*7,76*	*35,53*	*6,57*	*8,24*	*35,96*	*6,78*	*8,75*	*36,39*	*6,99*	*9,29*
Resultados de Exercícios Futuros	**0,69**	**0,74**	**-**	**-**	**0,75**	**-**	**-**	**0,76**	**-**	**-**	**0,77**	**-**	**-**	**0,78**	**-**	**-**
Participações Minoritárias	*0,69*	*0,74*	-	-	*0,75*	-	-	*0,76*	-	-	*0,77*	-	-	*0,78*	-	-
Patrimônio Líquido	**4.110,60**	**4.415,59**	**6.586,31**	**7.808,63**	**4.468,57**	**6.797,07**	**8.290,43**	**4.522,20**	**7.014,58**	**8.801,95**	**4.576,46**	**7.239,05**	**9.345,03**	**4.631,38**	**7.470,70**	**9.921,61**
Capital Social Realizado	*3.445,03*	*3.700,63*	*5.103,77*	*6.050,95*	*3.745,04*	*5.267,09*	*6.424,30*	*3.789,98*	*5.435,64*	*6.820,68*	*3.835,46*	*5.609,58*	*7.241,51*	*3.881,49*	*5.789,08*	*7.688,31*
Ações em Tesouraria	*(0,81)*	*(0,87)*	*(1,63)*	*(1,94)*	*(0,88)*	*(1,69)*	*(2,06)*	*(0,89)*	*(1,74)*	*(2,18)*	*(0,90)*	*(1,80)*	*(2,32)*	*(0,91)*	*(1,85)*	*(2,46)*
Reservas de Lucros	*704,51*	*756,78*	*1.484,18*	*1.759,62*	*765,86*	*1.531,67*	*1.868,19*	*775,05*	*1.580,68*	*1.983,45*	*784,35*	*1.631,27*	*2.105,83*	*793,77*	*1.683,47*	*2.235,76*
Ajustes de Avaliação Patrimonial	*(38,13)*	*(40,96)*	-	-	*(41,45)*	-	-	*(41,95)*	-	-	*(42,45)*	-	-	*(42,96)*	-	-
Outros	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
TOTAL DO PASSIVO	11.219,44	12.051,86	13.355,58	15.834,18	12.196,49	13.782,96	16.811,15	12.342,85	14.224,02	17.848,40	12.490,96	14.679,19	18.949,64	12.640,85	15.148,92	20.118,84

5.2.3 DRE - Resumo dos Cenários - 2009 até 2018

(em Milhões de Reais)

Descrição da Conta	2008	2009			2010			2011			2012			2013		
	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	**13.161,30**	**13.319,24**	**13.582,46**	**13.973,35**	**13.479,07**	**14.017,10**	**14.835,51**	**13.640,82**	**14.465,65**	**15.750,86**	**13.804,51**	**14.928,55**	**16.722,69**	**13.970,16**	**15.406,26**	**17.754,48**
Deduções da Receita Bruta	*(1.768,30)*	*(1.789,52)*	*(1.824,89)*	*(1.877,40)*	*(1.810,99)*	*(1.883,28)*	*(1.993,24)*	*(1.832,73)*	*(1.943,55)*	*(2.116,22)*	*(1.854,72)*	*(2.005,74)*	*(2.246,79)*	*(1.876,98)*	*(2.069,92)*	*(2.385,42)*
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	**11.393,00**	**11.529,72**	**11.757,58**	**12.095,95**	**11.668,07**	**12.133,82**	**12.842,27**	**11.808,09**	**12.522,10**	**13.634,64**	**11.949,79**	**12.922,81**	**14.475,89**	**12.093,18**	**13.336,34**	**15.369,06**
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	*(8.634,20)*	*(8.737,81)*	*(8.910,49)*	*(9.166,93)*	*(8.842,66)*	*(9.195,63)*	*(9.732,53)*	*(8.948,78)*	*(9.489,89)*	*(10.333,03)*	*(9.056,16)*	*(9.793,57)*	*(10.970,57)*	*(9.164,84)*	*(10.106,96)*	*(11.647,46)*
Lucro Bruto	**2.758,80**	**2.791,91**	**2.847,08**	**2.929,02**	**2.825,41**	**2.938,19**	**3.109,74**	**2.859,31**	**3.032,21**	**3.301,61**	**2.893,63**	**3.129,24**	**3.505,32**	**2.928,35**	**3.229,38**	**3.721,60**
Despesas Operacionais	*(2.311,50)*	*(2.339,24)*	*(2.385,47)*	*(2.454,12)*	*(2.367,31)*	*(2.461,80)*	*(2.605,54)*	*(2.395,72)*	*(2.540,58)*	*(2.766,30)*	*(2.424,47)*	*(2.621,88)*	*(2.936,98)*	*(2.453,56)*	*(2.705,78)*	*(3.118,19)*
Depreciação	*(0,70)*	*(0,71)*	*(0,72)*	*(0,74)*	*(0,72)*	*(0,75)*	*(0,79)*	*(0,73)*	*(0,77)*	*(0,84)*	*(0,73)*	*(0,79)*	*(0,89)*	*(0,74)*	*(0,82)*	*(0,94)*
Lucro Operacional (LAJIR)	**446,60**	**451,96**	**460,89**	**474,16**	**457,38**	**475,64**	**503,41**	**462,87**	**490,86**	**534,47**	**468,43**	**506,57**	**567,45**	**474,05**	**522,78**	**602,46**
Despesas Financeiras	*(1.246,50)*	*(1.261,46)*	*(1.286,39)*	*(1.323,41)*	*(1.276,60)*	*(1.327,55)*	*(1.405,06)*	*(1.291,91)*	*(1.370,03)*	*(1.491,76)*	*(1.307,42)*	*(1.413,88)*	*(1.583,80)*	*(1.323,11)*	*(1.459,12)*	*(1.681,52)*
Receitas Financeiras	*616,20*	*623,59*	*635,92*	*654,22*	*631,08*	*656,27*	*694,58*	*638,65*	*677,27*	*737,44*	*646,31*	*698,94*	*782,94*	*654,07*	*721,31*	*831,25*
Lucro Antes do IR	**(183,70)**	**(185,90)**	**(189,58)**	**(195,03)**	**(188,14)**	**(195,64)**	**(207,07)**	**(190,39)**	**(201,91)**	**(219,84)**	**(192,68)**	**(208,37)**	**(233,41)**	**(194,99)**	**(215,03)**	**(247,81)**
IR e Participações/Contribuições	*238,10*	*240,96*	*245,72*	*252,79*	*243,85*	*253,58*	*268,39*	*246,77*	*261,70*	*284,95*	*249,74*	*270,07*	*302,53*	*252,73*	*278,71*	*321,19*
Lucro Líquido	**54,40**	**55,05**	**56,14**	**57,76**	**55,71**	**57,94**	**61,32**	**56,38**	**59,79**	**65,10**	**57,06**	**61,70**	**69,12**	**57,74**	**63,68**	**73,39**
Número de Ações (Unidades)	*206,53*	*209,01*	*213,14*	*219,27*	*211,51*	*219,96*	*232,80*	*214,05*	*227,00*	*247,16*	*216,62*	*234,26*	*262,41*	*219,22*	*241,76*	*278,60*
LPA (Lucro por Ação) (Reais)	**0,26**	**0,27**	**0,27**	**0,28**	**0,27**	**0,28**	**0,30**	**0,27**	**0,29**	**0,32**	**0,28**	**0,30**	**0,33**	**0,28**	**0,31**	**0,36**

Descrição da Conta	2008	2014			2015			2016			2017			2018		
	BASE	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista	Pessimista	Conservador	Otimista
Receita Bruta de Vendas e/ou Serviços	**13.161,30**	**14.137,80**	**15.899,26**	**18.849,93**	**14.307,45**	**16.408,04**	**20.012,97**	**14.479,14**	**16.933,10**	**21.247,77**	**14.652,89**	**17.474,95**	**22.558,76**	**14.828,73**	**18.034,15**	**23.950,63**
Deduções da Receita Bruta	*(1.768,30)*	*(1.899,50)*	*(2.136,16)*	*(2.532,60)*	*(1.922,29)*	*(2.204,52)*	*(2.688,86)*	*(1.945,36)*	*(2.275,06)*	*(2.854,77)*	*(1.968,70)*	*(2.347,87)*	*(3.030,90)*	*(1.992,33)*	*(2.423,00)*	*(3.217,91)*
Receita Líquida de Vendas e/ou Serviços	**11.393,00**	**12.238,30**	**13.763,10**	**16.317,33**	**12.385,16**	**14.203,52**	**17.324,11**	**12.533,78**	**14.658,03**	**18.393,00**	**12.684,19**	**15.127,09**	**19.527,85**	**12.836,40**	**15.611,16**	**20.732,72**
Custo de Bens e/ou Serviços Vendidos	*(8.634,20)*	*(9.274,81)*	*(10.430,38)*	*(12.366,11)*	*(9.386,11)*	*(10.764,16)*	*(13.129,10)*	*(9.498,74)*	*(11.108,61)*	*(13.939,16)*	*(9.612,73)*	*(11.464,08)*	*(14.799,21)*	*(9.728,08)*	*(11.830,94)*	*(15.712,32)*
Lucro Bruto	**2.758,80**	**2.963,49**	**3.332,72**	**3.951,22**	**2.999,05**	**3.439,36**	**4.195,01**	**3.035,04**	**3.549,42**	**4.453,84**	**3.071,46**	**3.663,00**	**4.728,64**	**3.108,32**	**3.780,22**	**5.020,40**
Despesas Operacionais	*(2.311,50)*	*(2.483,00)*	*(2.792,36)*	*(3.310,59)*	*(2.512,80)*	*(2.881,72)*	*(3.514,85)*	*(2.542,95)*	*(2.973,94)*	*(3.731,71)*	*(2.573,47)*	*(3.069,10)*	*(3.961,96)*	*(2.604,35)*	*(3.167,31)*	*(4.206,41)*
Depreciação	*(0,70)*	*(0,75)*	*(0,85)*	*(1,00)*	*(0,76)*	*(0,87)*	*(1,06)*	*(0,77)*	*(0,90)*	*(1,13)*	*(0,78)*	*(0,93)*	*(1,20)*	*(0,79)*	*(0,96)*	*(1,27)*
Lucro Operacional (LAJIR)	**446,60**	**479,74**	**539,51**	**639,63**	**485,49**	**556,77**	**679,10**	**491,32**	**574,59**	**721,00**	**497,21**	**592,97**	**765,48**	**503,18**	**611,95**	**812,71**
Despesas Financeiras	*(1.246,50)*	*(1.338,98)*	*(1.505,81)*	*(1.785,27)*	*(1.355,05)*	*(1.554,00)*	*(1.895,42)*	*(1.371,31)*	*(1.603,72)*	*(2.012,37)*	*(1.387,77)*	*(1.655,04)*	*(2.136,53)*	*(1.404,42)*	*(1.708,01)*	*(2.268,35)*
Receitas Financeiras	*616,20*	*661,92*	*744,39*	*882,54*	*669,86*	*768,21*	*936,99*	*677,90*	*792,79*	*994,80*	*686,04*	*818,16*	*1.056,18*	*694,27*	*844,34*	*1.121,35*
Lucro Antes do IR	**(183,70)**	**(197,33)**	**(221,92)**	**(263,10)**	**(199,70)**	**(229,02)**	**(279,33)**	**(202,09)**	**(236,35)**	**(296,57)**	**(204,52)**	**(243,91)**	**(314,87)**	**(206,97)**	**(251,71)**	**(334,29)**
IR e Participações/Contribuições	*238,10*	*255,77*	*287,63*	*341,01*	*258,83*	*296,84*	*362,05*	*261,94*	*306,34*	*384,39*	*265,08*	*316,14*	*408,11*	*268,27*	*326,25*	*433,29*
Lucro Líquido	**54,40**	**58,44**	**65,72**	**77,91**	**59,14**	**67,82**	**82,72**	**59,85**	**69,99**	**87,82**	**60,57**	**72,23**	**93,24**	**61,29**	**74,54**	**99,00**
Número de Ações (Unidades)	*206,53*	*221,85*	*249,49*	*295,79*	*224,51*	*257,48*	*314,04*	*227,21*	*265,72*	*333,42*	*229,93*	*274,22*	*353,99*	*232,69*	*282,99*	*375,83*
LPA (Lucro por Ação) (Reais)	**0,26**	**0,28**	**0,32**	**0,38**	**0,29**	**0,33**	**0,40**	**0,29**	**0,34**	**0,43**	**0,29**	**0,35**	**0,45**	**0,30**	**0,36**	**0,48**

5.2.4 Projeção da NCG - Cenário Pessimista

(em Milhões de Reais)

NCG	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Clientes	1.616,54	1.635,94	1.655,57	1.675,44	1.695,54	1.715,89	1.736,48	1.757,32	1.778,40	1.799,75	1.821,34
Estoque	1.688,95	1.709,22	1.729,73	1.750,48	1.771,49	1.792,75	1.814,26	1.836,03	1.858,06	1.880,36	1.902,93
Ativo Circulante	**3.305,49**	**3.345,16**	**3.385,30**	**3.425,92**	**3.467,03**	**3.508,64**	**3.550,74**	**3.593,35**	**3.636,47**	**3.680,11**	**3.724,27**
Empréstimos Bancários (CP)	1.646,40	1.666,16	1.686,15	1.706,38	1.726,86	1.747,58	1.768,55	1.789,78	1.811,25	1.832,99	1.854,99
Fornecedores	1.083,38	1.096,38	1.109,54	1.122,85	1.136,33	1.149,96	1.163,76	1.177,73	1.191,86	1.206,16	1.220,64
Impostos a recolher	66,57	67,37	68,18	69,00	69,82	70,66	71,51	72,37	73,24	74,11	75,00
Outras desp. Oper. A Pagar	284,48	287,89	291,35	294,84	298,38	301,96	305,59	309,25	312,97	316,72	320,52
Passivo Circulante	**3.080,83**	**3.117,80**	**3.155,21**	**3.193,08**	**3.231,39**	**3.270,17**	**3.309,41**	**3.349,12**	**3.389,31**	**3.429,99**	**3.471,15**
Necessidade de Capital de Giro	(224,66)	(227,36)	(230,08)	(232,85)	(235,64)	(238,47)	(241,33)	(244,22)	(247,16)	(250,12)	(253,12)
Evolução da NCG		**(2,70)**	**(2,73)**	**(2,76)**	**(2,79)**	**(2,83)**	**(2,86)**	**(2,90)**	**(2,93)**	**(2,97)**	**(3,00)**

5.2.5 Projeção da NCG - Cenário Conservador

(em Milhões de Reais)

NCG	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Clientes	1.616,54	1.604,50	1.655,85	1.708,83	1.763,52	1.819,95	1.878,19	1.938,29	2.000,31	2.064,32	2.130,38
Estoque	1.688,95	1.508,58	1.556,86	1.606,68	1.658,09	1.711,15	1.765,90	1.822,41	1.880,73	1.940,91	2.003,02
Ativo Circulante	**3.305,49**	**3.113,08**	**3.212,70**	**3.315,51**	**3.421,60**	**3.531,10**	**3.644,09**	**3.760,70**	**3.881,04**	**4.005,24**	**4.133,41**
Empréstimos Bancários (CP)	1.646,40	1.833,67	1.892,34	1.952,90	2.015,39	2.079,88	2.146,44	2.215,13	2.286,01	2.359,16	2.434,66
Fornecedores	1.083,38	1.004,56	1.036,70	1.069,88	1.104,11	1.139,45	1.175,91	1.213,54	1.252,37	1.292,45	1.333,80
Impostos a recolher	66,57	52,32	53,99	55,72	57,51	59,35	61,25	63,21	65,23	67,31	69,47
Outras desp. Oper. A Pagar	284,48	493,56	509,35	525,65	542,47	559,83	577,75	596,23	615,31	635,00	655,32
Passivo Circulante	**3.080,83**	**3.384,10**	**3.492,40**	**3.604,15**	**3.719,49**	**3.838,51**	**3.961,34**	**4.088,10**	**4.218,92**	**4.353,93**	**4.493,26**
Necessidade de Capital de Giro	(224,66)	271,02	279,69	288,64	297,88	307,41	317,25	327,40	337,88	348,69	359,85
Evolução da NCG		**495,68**	**8,67**	**8,95**	**9,24**	**9,53**	**9,84**	**10,15**	**10,48**	**10,81**	**11,16**

5.2.6 Projeção da NCG - Cenário Otimista

(em Milhões de Reais)

NCG	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018
Clientes	1.616,54	1.650,68	1.752,53	1.860,66	1.975,46	2.097,34	2.226,75	2.364,14	2.510,01	2.664,88	2.829,30
Estoque	1.688,95	1.552,00	1.647,75	1.749,42	1.857,36	1.971,96	2.093,63	2.222,81	2.359,95	2.505,56	2.660,16
Ativo Circulante	**3.305,49**	**3.202,68**	**3.400,28**	**3.610,08**	**3.832,82**	**4.069,30**	**4.320,38**	**4.586,95**	**4.869,96**	**5.170,44**	**5.489,46**
Empréstimos Bancários (CP)	1.646,40	1.886,44	2.002,83	2.126,41	2.257,61	2.396,90	2.544,79	2.701,80	2.868,50	3.045,49	3.233,40
Fornecedores	1.083,38	1.033,47	1.097,23	1.164,93	1.236,81	1.313,12	1.394,14	1.480,16	1.571,48	1.668,44	1.771,39
Impostos a recolher	66,57	53,83	57,15	60,67	64,42	68,39	72,61	77,09	81,85	86,90	92,26
Outras desp. Oper. A Pagar	284,48	507,76	539,09	572,35	607,67	645,16	684,97	727,23	772,10	819,74	870,32
Passivo Circulante	**3.080,83**	**3.481,50**	**3.696,30**	**3.924,37**	**4.166,50**	**4.423,57**	**4.696,51**	**4.986,28**	**5.293,94**	**5.620,57**	**5.967,36**
Necessidade de Capital de Giro	(224,66)	278,82	296,02	314,29	333,68	354,27	376,13	399,33	423,97	450,13	477,91
Evolução da NCG		**503,48**	**17,20**	**18,26**	**19,39**	**20,59**	**21,86**	**23,21**	**24,64**	**26,16**	**27,77**

5.2.7 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Pessimista

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**11.393,00**	**11.529,72**	**11.668,07**	**11.808,09**	**11.949,79**	**12.093,18**	**12.238,30**	**12.385,16**	**12.533,78**	**12.684,19**	**12.836,40**	**121.726,68**
Venda de Produtos/Serviços	*11.393,00*	*11.529,72*	*11.668,07*	*11.808,09*	*11.949,79*	*12.093,18*	*12.238,30*	*12.385,16*	*12.533,78*	*12.684,19*	*12.836,40*	*121.726,68*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(8.634,20)**	**(8.737,81)**	**(8.842,66)**	**(8.948,78)**	**(9.056,16)**	**(9.164,84)**	**(9.274,81)**	**(9.386,11)**	**(9.498,74)**	**(9.612,73)**	**(9.728,08)**	**(92.250,73)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(8.634,20)*	*(8.737,81)*	*(8.842,66)*	*(8.948,78)*	*(9.056,16)*	*(9.164,84)*	*(9.274,81)*	*(9.386,11)*	*(9.498,74)*	*(9.612,73)*	*(9.728,08)*	*(92.250,73)*
(=) RESULTADO BRUTO	**2.758,80**	**2.791,91**	**2.825,41**	**2.859,31**	**2.893,63**	**2.928,35**	**2.963,49**	**2.999,05**	**3.035,04**	**3.071,46**	**3.108,32**	**29.475,96**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(2.312,20)**	**(2.339,95)**	**(2.368,03)**	**(2.396,44)**	**(2.425,20)**	**(2.454,30)**	**(2.483,75)**	**(2.513,56)**	**(2.543,72)**	**(2.574,25)**	**(2.605,14)**	**(24.704,33)**
(-) Despesas Administrativas:	*(2.312,20)*	*(2.339,95)*	*(2.368,03)*	*(2.396,44)*	*(2.425,20)*	*(2.454,30)*	*(2.483,75)*	*(2.513,56)*	*(2.543,72)*	*(2.574,25)*	*(2.605,14)*	*(24.704,33)*
salários e encargos	*(2.311,50)*	*(2.339,24)*	*(2.367,31)*	*(2.395,72)*	*(2.424,47)*	*(2.453,56)*	*(2.483,00)*	*(2.512,80)*	*(2.542,95)*	*(2.573,47)*	*(2.604,35)*	*(24.696,85)*
depreciação	*(0,70)*	*(0,71)*	*(0,72)*	*(0,73)*	*(0,73)*	*(0,74)*	*(0,75)*	*(0,76)*	*(0,77)*	*(0,78)*	*(0,79)*	*(7,48)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**446,60**	**451,96**	**457,38**	**462,87**	**468,43**	**474,05**	**479,74**	**485,49**	**491,32**	**497,21**	**503,18**	**4.771,63**
(-) Despesas Financeiras	*(1.246,50)*	*(1.261,46)*	*(1.276,60)*	*(1.291,91)*	*(1.307,42)*	*(1.323,11)*	*(1.338,98)*	*(1.355,05)*	*(1.371,31)*	*(1.387,77)*	*(1.404,42)*	*(13.318,03)*
(+) Receitas Financeiras	*616,20*	*623,59*	*631,08*	*638,65*	*646,31*	*654,07*	*661,92*	*669,86*	*677,90*	*686,04*	*694,27*	*6.583,69*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**(183,70)**	**(185,90)**	**(188,14)**	**(190,39)**	**(192,68)**	**(194,99)**	**(197,33)**	**(199,70)**	**(202,09)**	**(204,52)**	**(206,97)**	**(1.962,71)**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**(183,70)**	**(185,90)**	**(188,14)**	**(190,39)**	**(192,68)**	**(194,99)**	**(197,33)**	**(199,70)**	**(202,09)**	**(204,52)**	**(206,97)**	**(1.962,71)**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*238,10*	*240,96*	*243,85*	*246,77*	*249,74*	*252,73*	*255,77*	*258,83*	*261,94*	*265,08*	*268,27*	*2.543,94*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	54,40	55,05	55,71	56,38	57,06	57,74	58,44	59,14	59,85	60,57	61,29	581,23
(+) Depreciação	*0,70*	*0,71*	*0,72*	*0,73*	*0,73*	*0,74*	*0,75*	*0,76*	*0,77*	*0,78*	*0,79*	*7,48*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,03)*	*(1,04)*	*(1,06)*	*(1,07)*	*(1,08)*	*(1,10)*	*(1,11)*	*(1,12)*	*(1,14)*	*(1,15)*	*(10,90)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*(2,70)*	*(2,73)*	*(2,76)*	*(2,79)*	*(2,83)*	*(2,86)*	*(2,90)*	*(2,93)*	*(2,97)*	*(3,00)*	*(28,46)*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**54,08**	**52,03**	**52,66**	**53,29**	**53,93**	**54,58**	**55,23**	**55,89**	**56,56**	**57,24**	**57,93**	**549,35**
(+) VALOR RESIDUAL (14,583072%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**397,24**	**397,24**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**52,03**	**52,66**	**53,29**	**53,93**	**54,58**	**55,23**	**55,89**	**56,56**	**57,24**	**455,17**	**946,59**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**45,41**	**40,11**	**35,42**	**31,29**	**27,63**	**24,40**	**21,55**	**19,04**	**16,81**	**116,67**	**378,34**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 14,583072% a.a.											101,82	378,34

5.2.8 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Conservador

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**11.393,00**	**11.757,58**	**12.133,82**	**12.522,10**	**12.922,81**	**13.336,34**	**13.763,10**	**14.203,52**	**14.658,03**	**15.127,09**	**15.611,16**	**136.035,54**
Venda de Produtos/Serviços	*11.393,00*	*11.757,58*	*12.133,82*	*12.522,10*	*12.922,81*	*13.336,34*	*13.763,10*	*14.203,52*	*14.658,03*	*15.127,09*	*15.611,16*	*136.035,54*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(8.634,20)**	**(8.910,49)**	**(9.195,63)**	**(9.489,89)**	**(9.793,57)**	**(10.106,96)**	**(10.430,38)**	**(10.764,16)**	**(11.108,61)**	**(11.464,08)**	**(11.830,94)**	**(103.094,71)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(8.634,20)*	*(8.910,49)*	*(9.195,63)*	*(9.489,89)*	*(9.793,57)*	*(10.106,96)*	*(10.430,38)*	*(10.764,16)*	*(11.108,61)*	*(11.464,08)*	*(11.830,94)*	*(103.094,71)*
(=) RESULTADO BRUTO	**2.758,80**	**2.847,08**	**2.938,19**	**3.032,21**	**3.129,24**	**3.229,38**	**3.332,72**	**3.439,36**	**3.549,42**	**3.663,00**	**3.780,22**	**32.940,83**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(2.312,20)**	**(2.386,19)**	**(2.462,55)**	**(2.541,35)**	**(2.622,67)**	**(2.706,60)**	**(2.793,21)**	**(2.882,59)**	**(2.974,84)**	**(3.070,03)**	**(3.168,27)**	**(27.608,30)**
(-) Despesas Administrativas:	*(2.312,20)*	*(2.386,19)*	*(2.462,55)*	*(2.541,35)*	*(2.622,67)*	*(2.706,60)*	*(2.793,21)*	*(2.882,59)*	*(2.974,84)*	*(3.070,03)*	*(3.168,27)*	*(27.608,30)*
salários e encargos	*(2.311,50)*	*(2.385,47)*	*(2.461,80)*	*(2.540,58)*	*(2.621,88)*	*(2.705,78)*	*(2.792,36)*	*(2.881,72)*	*(2.973,94)*	*(3.069,10)*	*(3.167,31)*	*(27.599,94)*
depreciação	*(0,70)*	*(0,72)*	*(0,75)*	*(0,77)*	*(0,79)*	*(0,82)*	*(0,85)*	*(0,87)*	*(0,90)*	*(0,93)*	*(0,96)*	*(8,36)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**446,60**	**460,89**	**475,64**	**490,86**	**506,57**	**522,78**	**539,51**	**556,77**	**574,59**	**592,97**	**611,95**	**5.332,53**
(-) Despesas Financeiras	*(1.246,50)*	*(1.286,39)*	*(1.327,55)*	*(1.370,03)*	*(1.413,88)*	*(1.459,12)*	*(1.505,81)*	*(1.554,00)*	*(1.603,72)*	*(1.655,04)*	*(1.708,01)*	*(14.883,55)*
(+) Receitas Financeiras	*616,20*	*635,92*	*656,27*	*677,27*	*698,94*	*721,31*	*744,39*	*768,21*	*792,79*	*818,16*	*844,34*	*7.357,60*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**(183,70)**	**(189,58)**	**(195,64)**	**(201,91)**	**(208,37)**	**(215,03)**	**(221,92)**	**(229,02)**	**(236,35)**	**(243,91)**	**(251,71)**	**(2.193,43)**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**(183,70)**	**(189,58)**	**(195,64)**	**(201,91)**	**(208,37)**	**(215,03)**	**(221,92)**	**(229,02)**	**(236,35)**	**(243,91)**	**(251,71)**	**(2.193,43)**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*238,10*	*245,72*	*253,58*	*261,70*	*270,07*	*278,71*	*287,63*	*296,84*	*306,34*	*316,14*	*326,25*	*2.842,98*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	**54,40**	**56,14**	**57,94**	**59,79**	**61,70**	**63,68**	**65,72**	**67,82**	**69,99**	**72,23**	**74,54**	**649,55**
(+) Depreciação	*0,70*	*0,72*	*0,75*	*0,77*	*0,79*	*0,82*	*0,85*	*0,87*	*0,90*	*0,93*	*0,96*	*8,36*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,78)*	*(1,84)*	*(1,89)*	*(1,96)*	*(2,02)*	*(2,08)*	*(2,15)*	*(2,22)*	*(2,29)*	*(2,36)*	*(20,58)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*495,68*	*8,67*	*8,95*	*9,24*	*9,53*	*9,84*	*10,15*	*10,48*	*10,81*	*11,16*	*584,51*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**54,08**	**550,77**	**65,52**	**67,62**	**69,78**	**72,01**	**74,32**	**76,70**	**79,15**	**81,68**	**84,30**	**1.221,84**
(+) VALOR RESIDUAL (14,583072%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**578,04**	**578,04**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**550,77**	**65,52**	**67,62**	**69,78**	**72,01**	**74,32**	**76,70**	**79,15**	**81,68**	**662,34**	**1.799,88**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**480,67**	**49,90**	**44,95**	**40,48**	**36,46**	**32,84**	**29,58**	**26,64**	**23,99**	**169,78**	**935,28**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 14,583072% a.a.											**148,17**	**935,28**

5.2.9 Fluxo de Caixa Descontado - Cenário Otimista

(em Milhões de Reais)

em milhões (R$)	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016	2017	2018	TOTAL
RECEITA OPERACIONAL LÍQUIDA	**11.393,00**	**12.095,95**	**12.842,27**	**13.634,64**	**14.475,89**	**15.369,06**	**16.317,33**	**17.324,11**	**18.393,00**	**19.527,85**	**20.732,72**	**160.712,81**
Venda de Produtos/Serviços	*11.393,00*	*12.095,95*	*12.842,27*	*13.634,64*	*14.475,89*	*15.369,06*	*16.317,33*	*17.324,11*	*18.393,00*	*19.527,85*	*20.732,72*	*160.712,81*
(-) CUSTOS DOS PRODUTOS E SERVIÇOS	**(8.634,20)**	**(9.166,93)**	**(9.732,53)**	**(10.333,03)**	**(10.970,57)**	**(11.647,46)**	**(12.366,11)**	**(13.129,10)**	**(13.939,16)**	**(14.799,21)**	**(15.712,32)**	**(121.796,41)**
(-) Custo dos Bens e/ou Serviços Vendidos	*(8.634,20)*	*(9.166,93)*	*(9.732,53)*	*(10.333,03)*	*(10.970,57)*	*(11.647,46)*	*(12.366,11)*	*(13.129,10)*	*(13.939,16)*	*(14.799,21)*	*(15.712,32)*	*(121.796,41)*
(=) RESULTADO BRUTO	**2.758,80**	**2.929,02**	**3.109,74**	**3.301,61**	**3.505,32**	**3.721,60**	**3.951,22**	**4.195,01**	**4.453,84**	**4.728,64**	**5.020,40**	**38.916,40**
(-) DESPESAS OPERACIONAIS	**(2.312,20)**	**(2.454,86)**	**(2.606,33)**	**(2.767,14)**	**(2.937,87)**	**(3.119,14)**	**(3.311,59)**	**(3.515,91)**	**(3.732,84)**	**(3.963,16)**	**(4.207,69)**	**(32.616,53)**
(-) Despesas Administrativas:	*(2.312,20)*	*(2.454,86)*	*(2.606,33)*	*(2.767,14)*	*(2.937,87)*	*(3.119,14)*	*(3.311,59)*	*(3.515,91)*	*(3.732,84)*	*(3.963,16)*	*(4.207,69)*	*(32.616,53)*
salários e encargos	*(2.311,50)*	*(2.454,12)*	*(2.605,54)*	*(2.766,30)*	*(2.936,98)*	*(3.118,19)*	*(3.310,59)*	*(3.514,85)*	*(3.731,71)*	*(3.961,96)*	*(4.206,41)*	*(32.606,66)*
depreciação	*(0,70)*	*(0,74)*	*(0,79)*	*(0,84)*	*(0,89)*	*(0,94)*	*(1,00)*	*(1,06)*	*(1,13)*	*(1,20)*	*(1,27)*	*(9,87)*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (1)	**446,60**	**474,16**	**503,41**	**534,47**	**567,45**	**602,46**	**639,63**	**679,10**	**721,00**	**765,48**	**812,71**	**6.299,86**
(-) Despesas Financeiras	*(1.246,50)*	*(1.323,41)*	*(1.405,06)*	*(1.491,76)*	*(1.583,80)*	*(1.681,52)*	*(1.785,27)*	*(1.895,42)*	*(2.012,37)*	*(2.136,53)*	*(2.268,35)*	*(17.583,47)*
(+) Receitas Financeiras	*616,20*	*654,22*	*694,58*	*737,44*	*782,94*	*831,25*	*882,54*	*936,99*	*994,80*	*1.056,18*	*1.121,35*	*8.692,29*
(=) RESULTADO OPERACIONAL (2)	**(183,70)**	**(195,03)**	**(207,07)**	**(219,84)**	**(233,41)**	**(247,81)**	**(263,10)**	**(279,33)**	**(296,57)**	**(314,87)**	**(334,29)**	**(2.591,32)**
(-) Resultado não Operacional	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*	*0,00*
(=) RESULTADO ANTES DOS IMPOSTOS	**(183,70)**	**(195,03)**	**(207,07)**	**(219,84)**	**(233,41)**	**(247,81)**	**(263,10)**	**(279,33)**	**(296,57)**	**(314,87)**	**(334,29)**	**(2.591,32)**
(-) C.S.L.L. e Imposto de Renda	*238,10*	*252,79*	*268,39*	*284,95*	*302,53*	*321,19*	*341,01*	*362,05*	*384,39*	*408,11*	*433,29*	*3.358,70*
(=) LUCRO LÍQUIDO DO EXERCÍCIO	54,40	57,76	61,32	65,10	69,12	73,39	77,91	82,72	87,82	93,24	99,00	767,38
(+) Depreciação	*0,70*	*0,74*	*0,79*	*0,84*	*0,89*	*0,94*	*1,00*	*1,06*	*1,13*	*1,20*	*1,27*	*9,87*
(-) Investimentos	*(1,02)*	*(1,83)*	*(1,94)*	*(2,06)*	*(2,19)*	*(2,33)*	*(2,47)*	*(2,62)*	*(2,78)*	*(2,95)*	*(3,14)*	*(24,32)*
(-) Variação da NCG	*0,00*	*503,48*	*17,20*	*18,26*	*19,39*	*20,59*	*21,86*	*23,21*	*24,64*	*26,16*	*27,77*	*702,57*
(=) FLUXO DE CAIXA LIVRE P/ ACIONISTA	**54,08**	**560,15**	**77,37**	**82,14**	**87,21**	**92,59**	**98,31**	**104,37**	**110,81**	**117,65**	**124,91**	**1.455,51**
(+) VALOR RESIDUAL (14,583072%)	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**0,00**	**856,51**	**856,51**
(=) FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO	**0,00**	**560,15**	**77,37**	**82,14**	**87,21**	**92,59**	**98,31**	**104,37**	**110,81**	**117,65**	**981,42**	**2.312,02**
FLUXO DE CAIXA DESCONTADO	**0,00**	**488,86**	**58,93**	**54,60**	**50,59**	**46,88**	**43,44**	**40,25**	**37,29**	**34,55**	**251,57**	**1.106,96**
VALOR PRESENTE LÍQUIDO = 14,583072% a.a.											219,55	1.106,96

5.2.10 Gráfico Valor da Empresa – Método do Fluxo de Caixa Descontado

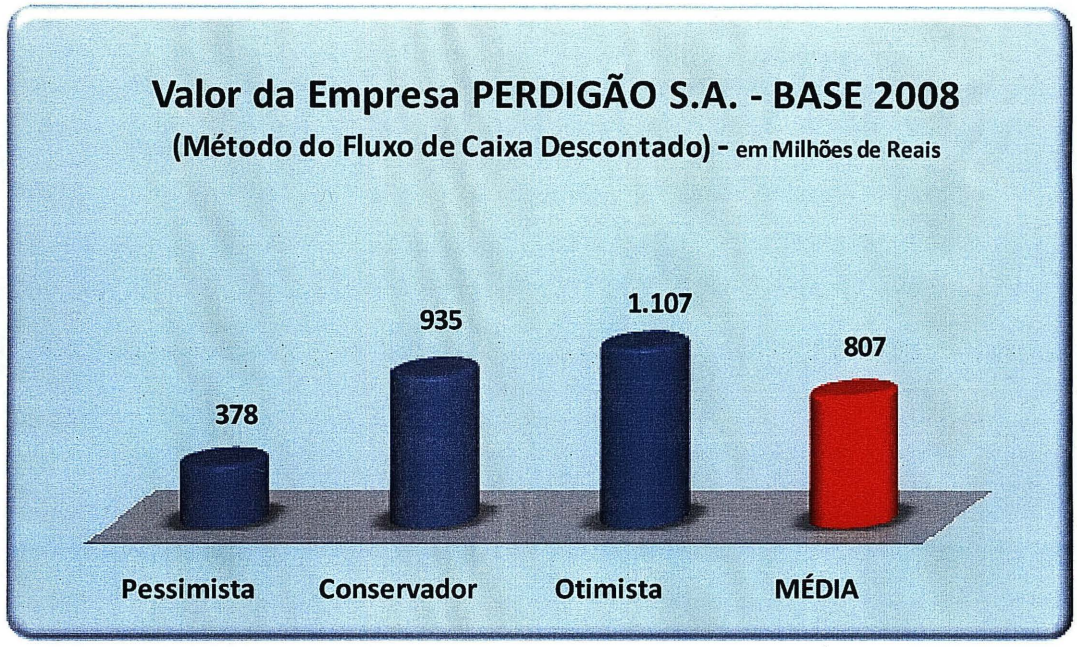

Gráfico 3 – Valor da Empresa Perdigão – Base 2008

5.3MÉTODO DA AVALIAÇÃO PATRIMONIAL – BASE 2007 E 2008

5.3.1 Equação da Avaliação Patrimonial Contábil

PERDIGÃO S.A.

Valor Final da Empresa pelo Método da Avaliação Patrimonial

Equação da Avaliação Patrimonial Contábil (em Milhões de Reais)

	BASE 2007	BASE 2008
Ativos Contábeis	6.542	11.219
Passivos Contábeis (Terceiros)	3.316	7.109
Patrimônio Líquido = VALOR DA EMPRESA	3.226	4.111

Tabela 8 – Método da Avaliação Patrimonial – Base 2007 e 2008

5.4COMPARATIVO DOS VALORES DA EMPRESA PERDIGÃO

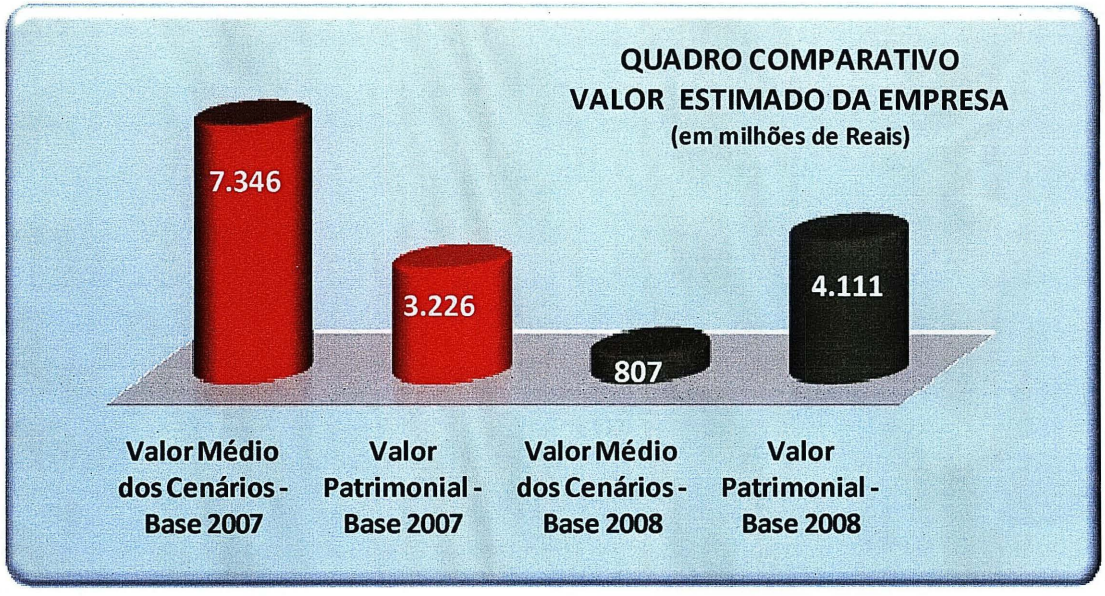

Gráfico 4 – Comparativo dos Valores da Empresa Perdigão

6 Vantagens e Desvantagens dos Métodos Aplicados

	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
METODOLOGIA	A avaliação é efetuada com base nos fluxos de caixa de natureza operacional;
	O método incorpora o risco na avaliação econômica de investimento, respeitadas as preferências do investidor com relação ao trade-off risco/retorno;
	Identifica ainda, o valor presente do ativo com base na taxa de desconto apropriada a remunerar os proprietários de capital.
	Projeções de fluxos de caixa desalavancados, Cálculo do valor terminal com base em múltiplo de EBITDA ou de crescimento na perpetuidade, Desconto do fluxo de caixa e do valor terminal utilizando taxa de desconto que corresponda ao custo médio de capital da empresa (WACC).
	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
VANTAGENS	É um dos modelos mais uilizados na avaliação de empresas. Este método é obrigatoriamente exigido pela Instrução Normativa 361/2002 da Comissão de Valores Mobiliários (CVM) por ocasião da elaboração do Laudo de Avaliação sempre que tratar de Oferta Pública de Aquisições de Ações de Companhia Aberta (OPA).
	O fluxo de caixa é tido como aquele que melhor revela a efetiva capacidade de geração de riqueza de determinado empreendimento. Como indicador de geração de riqueza, encontramos no fluxo de caixa a evidência da eficiência esperada de determinado negócio.
	Reflete o valor intrínseco do negócio.
	Reflete adequadamente o retorno esperado baseado no risco país e ao tipo de negócio.
	Captura apropriadamente as oportunidades, ajusta distorções extraordinárias.
	Permite o desdobramento de uma sistemática consistente de tomada de decisões para os níveis hierárquicos inferiores, sendo que, esse desdobramento incentivaria a criação de uma cultura organizacional orientada para a criação de valor, através do alinhamento das decisões em todos os níveis hierárquicos com a geração de fluxo de caixa e, conseqüentemente, retorno para o acionista.
	O Fluxo de Caixa Descontado retrata o potencial de benefícios futuros que se espera obter no presente e no futuro de um empreendimento.
	Incorpora o efeito de aumento de capacidade / investimentos futuros.

	FLUXO DE CAIXA DESCONTADO
DESVANTAGENS	Empresas em Dificuldades: nesses casos, geralmente as empresas tem receita e fluxo de caixa negativo e espera perder dinheiro durante algum tempo no futuro. Para essas empresas, estimar fluxo de caixa futuros é difícil de realizar, pois há grandes possibilidades de falência.
	Empresas Cíclicas: os lucros e os fluxos de caixa nessas empresas tendem a seguir a economia, ou seja, subindo durante os booms econômicos e caindo durante as recessões. Nesses casos, se forem aplicados fluxos de caixa descontados, os mesmos apresentam-se de maneira uniformizada.
	Empresas com Ativos Não-utilizados: a avaliação por fluxo de caixa descontado reflete o valor de todos os ativos que produzam fluxos de caixa. Se uma empresa possuir ativos não-utilizados (que, portanto, não geram fluxos de caixa), o valor desses ativos não se refletirá no valor obtido a partir do desconto de fluxos de caixa futuros a valor presente.
	Empresas com Patentes ou Opções de Produtos: as empresas que possuem patentes ou opções de produtos não-utilizadas que ao gerarem quaisquer fluxos de caixa atuais, provavelmente não os produzirão em um futuro próximo mas que, mesmo assim, têm valor.
	Empresas em Processo de Reestruturação: essas empresas freqüentemente vendem alguns de seus ativos, adquirem outros e mudam sua estrutura de capital e política de dividendos. Para cada um desses casos, torna-se difícil estimar os fluxos de caixa futuros e afeta o grau de risco da empresa.
	Empresas Envolvidas em Aquisições: nesse caso, existem duas questões a serem levadas em conta: primeira, é a questão da existência ou não de sinergia na fusão e se seu valor pode ser estimado. A segunda é o efeito exercido pela mudança de gerência sobre os fluxos de caixa e o risco. Para esses casos, o efeito da mudança pode e deve ser incorporado às estimativas de fluxos de caixa e taxas de desconto futuros e, conseqüentemente, ao valor.
	Empresas de Capital Fechado: para essas empresas o maior problema é a medição do risco para utilização na estimativa de taxas de desconto, uma vez que a maioria dos modelos de risco/retorno exige que os parâmetros de risco sejam estimados a partir de preços históricos do ativo objeto de análise. E como os títulos de empresas de capital fechado não são negociados, isto é impossível.
	Além de lucros passados não representarem efetivamente uma garantia de lucros futuros, outros fatores como a obsolescência de ativos e o prazo de maturação de investimentos realizados, por exemplo, podem distorcer ainda mais o resultado final.

AVALIAÇÃO PATRIMONIAL	
METODOLOGIA	Método baseado nas demonstrações financeiras da empresa, ou seja, em seus números contábeis e, através dele, apura-se que o valor da empresa é o valor de seu próprio patrimônio líquido. É também chamado de valor patrimonial da empresa ou Book Value.
AVALIAÇÃO PATRIMONIAL	
VANTAGENS	Apesar de suas limitações, a situação contábil de uma empresa e em conseqüência, seu valor patrimonial, é uma informação útil, como ponto de partida para a análise econômica e financeira da empresa.
AVALIAÇÃO PATRIMONIAL	
DESVANTAGENS	As demonstrações contábeis, normalmente, estão baseadas em custos históricos, não atribuindo aos ativos seus valores correntes;
	A contabilização de acordo com o princípio de competência, associada com os conceitos da realização de receitas e da confrontação de despesas, torna a contabilidade desbalanceada com relação a alguns direcionadores de valor como o conceito do valor do dinheiro no tempo e do risco associado;
	Existem várias operações que não são registradas nas demonstrações contábeis tradicionais, que entretanto, são muito relevantes para apuração do valor econômico de uma empresa, como operações de arrendamento mercantil, derivativos, garantias oferecidas, entre outras, além é claro, de grande parte dos chamados ativos intangíveis, em especial o Goodwill, que será destacado adiante.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Após a aplicação do método do Fluxo de Caixa Descontado tomando como base os números de Dez/2007, observa-se o mesmo produz um valor médio dos cenários (pessimista, conservador e otimista) em torno de R$ 7.346 Bilhões, já se aplicado sobre os números de Dez/2008 produz um valor médio dos cenários em torno de R$ 807 Milhões, ou seja, se a análise estivesse sendo realizada com base 2007 a empresa valeria X valor, sendo que passado um ano a mesma passaria a valer Y valor. Esta discrepância, se dá por conta da aplicação do Método do Fluxo de Caixa Descontado sobre bases distintas, o que poderia se tornar um risco muito grande a tomada de decisão sob tais óticas.

Já o método de Avaliação Patrimonial toma como verdadeiro o valor lançado contabilmente, o que não possibilita nenhuma formação de cenário, ou seja a empresa vale o quanto está registrada, sem levar em consideração sua prospecção ou possibilidade de mudança no futuro.

A avaliação de empresas é um assunto complexo, não sendo possível estabelecer uma metodologia única ou roteiro para a sua execução. A avaliação de uma empresa não se processa mediante os fundamentos de uma ciência exata, onde se permite a comprovação absoluta dos resultados apurados. Percebe-se, no cenário atual, alguns fatos como o acentuado distanciamento entre o valor de mercado e contábil das empresas; a ausência de uniformidade dos princípios contábeis mundiais e o alto teor de intangibilidade no real valor das empresas.

Numa avaliação, ambigüidades podem surgir da ênfase exclusiva de um ou outro modelo, além da flexibilidade corrente de suas metodologias. Nas avaliações não há como prescindir de certa dose de subjetividade na definição do valor de uma empresa, tomando-se a premissa de que alguns modelos se baseiam em resultados esperados e obtidos do comportamento do mercado.

A avaliação de empresas é uma ferramenta fundamental a ser utilizada pela administração na determinação daquela que, entre todas as opções disponíveis, será a melhor para seus investidores. A discussão sobre modelos ideais de avaliação de empresas continua despertando o interesse de grande parte dos investidores e acadêmicos.

Diferentes métodos de avaliação podem conduzir a diferentes resultados. Isso ocorre em função dos diferentes métodos apresentarem diferentes dados para sua operacionalização. Os pressupostos para seus usos também são diferentes, abordando o problema de formas diferentes. Enquanto alguns métodos concentram seus cálculos nos elementos patrimoniais, outros consideram a geração futura de resultados da empresa. Esses métodos, apesar de suas divergências metodológicas, podem ser usados em conjunto, de acordo com a disponibilidade de informações ao avaliador e os diferentes resultados encontrados podem indicar elementos relevantes na avaliação da empresa.

É consenso entre os autores estudados que o método pelo fluxo de caixa livre descontado é o que abrange mais informações relevantes. Ele contempla, em sua metodologia, as expectativas futuras de resultados, incorporando, portanto, aspectos intangíveis negligenciados pelos métodos patrimoniais.

Os métodos e modelos de avaliação aqui descritos, visam sempre a busca de um valor econômico justo, ou seja, um valor que represente de modo equilibrado as características e diferenciais da empresa avaliada. Todavia, observa-se que embora trabalhe com métodos quantitativos, as avaliações incorporam premissas subjetivas e hipóteses que variam conforme os interesses e os objetivos dos possíveis compradores e analistas, não estando, exclusivamente, fundamentadas nas técnicas das ciências exatas.

Portanto, diferentes avaliadores, analistas ou interessados no negócio, utilizando as mesmas metodologias, podem chegar a diferentes valores de avaliação para uma mesma empresa, pois partem de premissas, objetivos e perspectivas diferentes.

Pode-se concluir também que, não existe um valor correto para cada empresa, passível de uma comprovação absoluta, mas sim, valores referenciais, apurados pelas diversas metodologias, que servirão de referência e subsídio ao processo de negociação entre eventuais compradores e vendedores na definição do preço da transação empresarial, onde a qualidade das informações utilizadas é condição vital para o êxito dos trabalhos de avaliação.

Como recomendação, a partir deste estudo teórico, seria relevante elaborar pesquisas de aplicação prática desses métodos. Essas pesquisas poderiam comparar os resultados obtidos por diferentes abordagens de avaliação, a fim de detectar pontos que levaram a resultados diversos.

Um aspecto que poderia ser analisado na avaliação de empresas seria o risco associado à projeção dos fluxos de caixa esperados. Esse tópico, especificamente, é relevante, pois as expectativas futuras estão sujeitas a volatilidades que os métodos patrimoniais e de múltiplos de mercados não são sujeitos. A discussão acerca do método que proporcione a maior segurança na determinação do valor justo de determinada empresa, constitui-se em um dos aspectos mais relevantes em finanças, tanto no meio acadêmico quanto no empresarial. A escolha da metodologia mais adequada vem se tornando cada vez mais importante em virtude da crescente globalização dos mercados, que provoca aumento no fluxo internacional de capitais e na competição pela alocação dos recursos disponíveis.

Apesar da importância do método a ser adotado, é imperativo ter conhecimento aprofundado sobre as especificidades da empresa, do setor onde ela atua, das expectativas macro e microeconômicas e dos riscos e retornos associados para que seja possível realizar avaliações consistentes. Dessa forma, a escolha do melhor método de avaliação não se encerra em si mesmo, a fim de determinar o valor justo de determinada empresa. Deve ser visto como ferramenta-chave que proporcione respostas confiáveis às expectativas e incertezas em relação aos riscos e aos retornos de determinado negócio e subsidie de forma consistente as decisões sobre a alocação dos recursos.

O processo de fusão e incorporação de empresas é um fato tendencial cada vez mais evidente na realidade econômica. As empresas procuram unir-se motivadas por um desses itens, ou muitas vezes por sua totalidade: aumento do lucro, segurança do empreendimento, maior controle do mercado ou inserção no contexto internacional.

Após o presente estudo pode-se afirmar que os modelos de avaliação não são alternativos e sim complementares.

Finalizo este trabalho reiterando que os valores apurados derivativos das aplicações dos Métodos do Fluxo de Caixa Descontado e da Avaliação Patrimonial, servem apenas para o cunho acadêmico, e em nenhum momento deve ser tomado como base real de negociação, comparação ou até mesmo divulgação.

8 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ASSAF NETO, Alexandre. **Finanças corporativas e valor**. São Paulo: Atlas, 2003.

CERBASI, Gustavo P. **Metodologias para determinação do valor das empresas**: uma aplicação no setor de geração de energia hidreelétrica. 2003. Dissertação (Mestrado em 15 Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2003.

COPELAND, T.; KOLLER, T.; MURRIN, J. ***Valuation*: measuring and managing the value of companies. 2. ed. NewYork: John Wiley, 1995.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2000.

COPELAND, Tom; KOLLER, Tim; MURRIN, Jack. **Avaliação de empresas**: valuation. 3.ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

CASAROTTO, Nelson F. ***Elaboração de Projetos Empresariais***. São Paulo: Atlas, 2000.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos**. Rio de Janeiro: Ed. Qualitymark, 1997.

DAMODARAN, A. ***A face oculta da avaliação***. São Paulo: Makron Books, 2002

FALCINI, Primo. **Avaliação econômica de empresas**. São Paulo: Atlas, 1995.

FAMÁ, Rubens; SANTIAGO FILHO, Jair Luiz. **Avaliação de empresas através de múltiplos**: uma comparação entre as empresas do Brasil e dos EUA. In: SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO - SemeAD, 5, São Paulo, 2001.

MARTINS, E. et al. ***Avaliação de empresas*: da mensuração contábil à econômica. São Paulo: Atlas, 2001.

NEIVA, Raimundo A. **Valor de mercado da empresa**. 2.ed. São Paulo: Atlas, 1999.

PASIN, Rodrigo Maimone Martelanc. **Avaliação relativa de empresas por meio da regressão de direcionadores de valor**. 2004. Dissertação (Mestrado em Administração) – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo, São Paulo, 2004.

PEREZ, Marcelo Monteiro; FAMÁ, Rubens. **Avaliação de empresas e apuração de haveres em processos judiciais.** In: SEMINÁRIO DE ADMINISTRAÇÃO - SemeAD, 6, São Paulo, 2003.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, Randolph W.; JAFFE, Jeffrey F. **Administração financeira**. São Paulo: Atlas, 1995.

SCHMIDT, Paulo; SANTOS, José Luiz dos. **Avaliação de ativos intangíveis**. São Paulo: Atlas, 2002.

Estimativa do PIB: 2007 e 2008

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2007 foi revista para 5,2%, ante 4,7%, desde o "Relatório de Inflação" de junho de 2007. Essa reavaliação evidencia tanto o resultado favorável registrado no terceiro trimestre, quanto o desempenho de indicadores antecedentes relativos a outubro e novembro. A estimativa para o crescimento do PIB no quarto trimestre de 2007 atinge 4,9%, em comparação com o mesmo trimestre de 2006, e, de acordo com dados dessazonalizados, 0,7% em relação ao trimestre anterior.

Considerada a ótica da produção, registraram-se aumentos nas estimativas dos desempenhos dos três setores da economia. O crescimento anual previsto para a agropecuária passou de 4,5% para 5,5%, incorporando tanto a revisão, de 1,4% para 2,3%, efetuada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em relação ao crescimento do setor no primeiro semestre, quanto os resultados relacionados aos dois últimos trimestres do ano. Ressalte-se que a projeção de crescimento de 10,3% da agropecuária no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, evidencia, especialmente, o aumento de 61,1% da safra anual de trigo, divulgado pelo Levantamento Sistemático da Produção Agrícola (LSPA) de novembro, importante para o resultado desse trimestre. Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá manter-se estável.

O aumento projetado para a produção industrial, de 4,6% para 4,8%, reflete a revisão de 4,4% para 5,2% na indústria de transformação, com peso de 61,8% no setor, motivada tanto pelo

Tabela 1 – Produto Interno Bruto

Discriminação	2006	2006	2007				2008[1/]
	Pesos	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri[1/]	Variação acumulada no ano
Agropecuária – Total	4,9	4,2	3,7	2,3	4,3	5,5	4,4
Indústria – Total	25,1	2,9	3,2	5,1	5,1	4,8	4,8
Extrativa mineral	2,1	5,7	4,0	5,0	4,0	2,8	8,1
Transformação	15,5	2,0	3,1	5,3	5,5	5,2	4,2
Construção civil	4,2	4,6	2,3	4,3	4,6	4,6	5,6
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,3	3,3	3,8	4,9	4,5	4,7	4,9
Serviços – Total	55,8	3,8	4,7	4,7	4,7	4,6	4,2
Comércio	9,6	5,1	6,2	7,2	7,3	7,2	7,3
Transporte, armazenagem e correio	4,3	3,2	3,9	4,9	4,8	4,9	6,3
Serviços de informação	3,4	2,5	7,3	7,2	7,7	6,6	5,4
Intermediação financeira[2/]	6,1	6,2	9,3	9,4	10,7	9,8	5,3
Outros serviços	11,8	3,1	3,7	3,2	2,8	2,8	2,9
Atividades imobiliárias e aluguel	7,7	2,3	4,5	4,2	3,9	3,9	4,5
Administração, saúde e educação públicas	12,9	3,7	2,2	1,8	1,7	1,7	1,3
Valor adicionado a preços básicos	85,8	3,5	4,1	4,5	4,8	4,7	4,4
Impostos sobre produtos	14,2	5,0	6,9	8,1	8,3	8,0	5,5
PIB a preços de mercado	100,0	3,8	4,5	5,0	5,3	5,2	4,5

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

dinamismo apresentado pelo setor em outubro quanto pelas perspectivas favoráveis para o restante do ano. A projeção de expansão da indústria extrativa mineral, influenciada pela substancial desaceleração do crescimento da produção de petróleo ao longo do segundo semestre do ano, foi revista de 6,2%, no Relatório anterior, para 2,8%. A projeção de crescimento da produção da indústria no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, atinge 4,2%. Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá crescer 1%.

O crescimento do setor de serviços, refletindo as alterações nas previsões relativas aos demais setores, passou de 4,3% para 4,6%, com ênfase para as elevações projetadas para os subsetores comércio, de 6,3% para 7,2%, e intermediação financeira, de 7,3% para 9,8%, trajetórias determinadas, na ordem, pelos aumentos acentuados da oferta total e do volume financeiro ao longo do ano. A projeção de crescimento do setor no quarto trimestre de 2007, em relação ao período correspondente do ano anterior, atinge 4,2%.

Na margem, considerando dados dessazonalizados relativos aos quarto e terceiro trimestres do ano, a produção do setor deverá elevar-se 0,7%, representando o 18º aumento consecutivo nessa base de comparação.

Em relação à ótica da demanda, ressalte-se a alteração na projeção de crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo, de 9,6% no último Relatório de Inflação para 12,2%, revisão consistente com o dinamismo crescente observado nos gastos com investimento. As estimativas relativas a consumo das famílias e do governo sofreram alterações na margem, enquanto as referentes às exportações e às importações de bens e serviços foram elevadas em 2 pontos percentuais (p.p.) e 2,4 p.p., respectivamente.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Variação por componente da demanda

%

Período	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações
2002	2,7	1,9	4,7	2,6	-5,2	7,4	-11,8
2003	1,1	-0,8	1,2	-0,3	-4,6	10,4	-1,6
2004	5,7	3,8	4,1	3,9	9,1	15,3	13,3
2005	3,2	4,5	2,3	3,9	3,6	9,3	8,5
2006	3,8	4,6	2,8	4,2	10,0	4,7	18,3
Contribuição (p.p.)		2,8	0,6	3,4	1,6	0,7	-2,1
2007 (estimado)	5,2	5,9	3,8	5,4	12,2	7,3	20,8
Contribuição (p.p.)		3,6	0,8	4,3	2,0	1,1	-2,4
2008 (estimado)	4,5	5,9	3,7	5,4	10,4	6,6	22,4
Contribuição (p.p.)		3,6	0,7	4,3	1,8	1,0	-2,8

Fonte: IBGE e Banco Central

Primeira estimativa para o PIB de 2008

O crescimento do PIB deverá atingir 4,5% em 2008, sustentado, exclusivamente, pelo terceiro ano consecutivo, pelo desempenho da demanda interna. Projeta-se, adicionalmente, como observado em 2007, expansão generalizada em todos os setores da economia.

Estima-se aumento de 4,4% na produção agropecuária, evolução consistente com as perspectivas favoráveis em relação à safra de grãos – que deverá elevar-se 3,1% no ano, segundo o prognóstico realizado pelo IBGE, com colaboração da Companhia Nacional de Abastecimento (Conab);

ao crescimento de outras culturas, em especial cana-de-açúcar; e à intensificação na produção da pecuária, beneficiada tanto pelo fim de embargos fitosanitários em importantes mercados consumidores externos quanto pela manutenção da demanda mundial em patamar elevado.

A projeção de expansão do setor industrial atinge 4,8%, mesmo patamar de 2007, e incorpora expectativas favoráveis em relação aos desempenhos das indústrias extrativa, estimulada pelo dinamismo dos segmentos petróleo e minério de ferro; e da construção civil, em linha com a expansão do crédito imobiliário e dos investimentos. As indústrias de transformação e de produção e distribuição de eletricidade, gás e água deverão apresentar, igualmente, desempenho robusto em 2008.

Para o setor de serviços, antecipa-se crescimento de 4,2% em 2008. A redução em relação a 2007 reflete, principalmente, recuos nas taxas associadas aos segmentos Intermediação Financeira e Administração Pública, refletindo, na ordem, alta base de comparação e ajuste do setor público. O segmento comércio deverá seguir explicitando o cenário de aumento da oferta global da economia.

Pela ótica da demanda, projeta-se expansão dos investimentos de 10,4%, seguindo-se os aumentos do consumo das famílias, 5,9%, e do governo, 3,7%. A evolução da demanda interna, em ambiente de estabilidade de preços, deverá seguir refletindo a evolução favorável dos mercados de crédito e de trabalho, além de crescimento mais significativo de obras de infra-estrutura no cronograma previsto no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A contribuição da demanda interna para o crescimento do PIB é estimada em 6,4 p.p. em 2008, correspondendo ao terceiro ano consecutivo em que o crescimento da economia é decorrente, exclusivamente, da expansão da demanda interna.

Os aumentos das importações e das exportações de bens e serviços deverão alcançar 22,4% e 6,6%, respectivamente, em 2008. Essa trajetória, embora implique em contribuição negativa do setor externo de 1,9 p.p. para o crescimento do PIB, no ano, será relevante para o equilíbrio entre oferta e demanda agregadas.

PIB – Revisão da Projeção para 2008 e Projeção para 2009

A estimativa de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) para 2008 foi revisada de 5%, conforme o último relatório de inflação, para 5,6%, a partir da incorporação dos resultados do terceiro trimestre, da revisão realizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para os dados do primeiro semestre e da expectativa relacionada à sua evolução no quarto trimestre. Ressalte-se que o resultado expressivo assinalado no terceiro trimestre do ano não refletiu os impactos do agravamento da crise nos mercados financeiros sobre as condições de crédito e o nível de incertezas de consumidores e empresários, ambiente que deverá se traduzir em desaceleração da atividade econômica no último trimestre do ano.

A agropecuária deverá crescer 6,7% em 2008, projeção 1,2 pontos percentuais (p.p.) superior à registrada no relatório de setembro. Esse ajuste, que se constituiu no mais elevado quando se considera a ótica da produção, reflete, principalmente, a revisão, de 5,2% para 6,7%, realizada pelo IBGE, para o crescimento do setor no primeiro semestre do ano.

A projeção de crescimento anual do setor industrial recuou de 5,5% para 5,4%. A produção deste setor, que capta as oscilações inerentes aos ciclos econômicos de forma mais intensa, deverá ser impactada mais intensamente no quarto trimestre.

A projeção para o setor de serviços passou de 4,5% para 5%, em linha com o desempenho do setor no terceiro trimestre, mais favorável do que o previsto anteriormente, e com a expectativa de que sua desaceleração no quarto trimestre seja inferior à experimentada pela indústria, perspectiva associada à própria dinâmica de ajuste do setor, que é mais lenta do que a observada em outros segmentos.

O exame da reestimativa da taxa de crescimento anual do PIB em 2008, considerada a ótica da demanda, evidencia a importância do dispêndio doméstico para a sustentação do nível da atividade. Nesse sentido, a contribuição da demanda doméstica para a taxa de expansão anual do PIB em 2008 atinge 7,9 p.p., comparativamente à estimativa anterior de 7,2 p.p., alteração consistente com a evolução da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) e do consumo das famílias e do governo, no terceiro trimestre. A projeção relacionada à contribuição negativa do setor externo manteve-se relativamente estável, atingindo 2,3 p.p., ante 2,2 p.p. no relatório anterior, em cenário de redução dos fluxos de comércio exterior.

A projeção para o crescimento do PIB em 2009 atinge 3,2%, desempenho que deverá ser sustentado, pelo quarto ano consecutivo, exclusivamente pela demanda interna. A projeção para a expansão anual do PIB considera a ocorrência de desempenho favorável em todos os setores da economia, mas em cenário de desaceleração generalizada, em relação a 2008 e 2007, nas respectivas taxas de crescimento.

A taxa de crescimento anual da agropecuária está projetada em 0,2%, interrompendo a trajetória crescente registrada no triênio 2006-2008, quando o setor cresceu, em média, 5,7%. Essa desaceleração mostra-se compatível com a redução na demanda mundial por commodities agrícolas, em linha com a retração da renda e do comércio mundiais, bem como com os recuos projetados para safras importantes, afetadas por adversidades climáticas, em especial na Região Sul, e pelo ciclo bianual negativo da cultura do café. Neste cenário, de acordo com o IBGE, o recuo de 3,7% esperado para a produção de grãos em 2009 estará associado a reduções nas colheitas de trigo, 12,9%; milho, 2,6%; e soja, 0,2%, enquanto para as safras de feijão e de arroz estão previstos aumentos respectivos de 5,6% e 1,3%.

O aumento da produção industrial em 2009 foi estimado em 3,6%, sustentado pelo dinamismo das indústrias extrativa mineral, 5,2%; e da construção civil, 4,3%, esta beneficiada pelas novas linhas de financiamento imobiliário e pelos investimentos, principalmente governamentais, no âmbito do

Programa de Aceleração do Crescimento (PAC). A indústria de transformação e os serviços industriais de utilidade pública deverão registrar expansões respectivas de 3,1% e de 3,8%, no ano, apresentando recuperação mais consistente no segundo semestre.

A desaceleração registrada nos serviços deverá ser menos acentuada do que as observadas nos outros setores. A expansão anual para este segmento, projetada, em 3,1%, incorpora desempenhos favoráveis, em especial, nos subsetores instituições financeiras, comércio e transportes.

O desempenho da demanda interna seguirá, em 2009, a exemplo do observado de 2006 a 2008, sustentando o nível da atividade da economia, projetando-se que sua contribuição para o crescimento do PIB, no ano, atinja 3,7 p.p., traduzindo elevações de 4,4% na FBCF; de 3,9% consumo das famílias; e de 2,2% no consumo do governo.

A contribuição do setor externo, embora negativa, será menos intensa do que em 2008, situando-se em 0,5 p.p. Essa redução reflete a

Tabela 1– Produto Interno Bruto

Variação acumulada no ano

Discriminação	2007	2007		2008				2009[1/]
	Pesos	III Tri	IV Tri	I Tri	II Tri	III Tri	IV Tri[1/]	
Agropecuária – Total	5,1	4,9	5,9	3,8	6,7	6,7	6,7	0,2
Indústria – Total	24,0	5,1	4,7	6,9	6,2	6,5	5,4	3,6
Extrativa mineral	1,9	3,7	2,8	3,6	4,5	5,6	5,8	5,2
Transformação	14,9	5,3	4,7	7,4	6,2	6,1	4,4	3,1
Construção civil	4,1	4,6	5,0	8,9	9,3	10,2	9,2	4,3
Produção e distribuição de eletricidade, gás e água	3,1	5,8	5,9	5,4	4,6	4,9	5,1	3,8
Serviços – Total	56,5	5,2	5,4	5,2	5,3	5,5	5,0	3,1
Comércio	9,9	6,5	7,1	7,9	8,1	8,6	7,5	4,2
Transporte, armazenagem e correio	4,5	5,2	5,3	4,3	4,7	5,0	4,1	3,1
Serviços de informação	3,0	6,5	7,0	8,0	8,1	8,8	8,4	5,3
Intermediação financeira[2/]	6,7	11,8	14,5	13,2	11,7	10,7	9,1	4,1
Outros serviços	12,1	3,5	2,7	3,3	4,1	4,7	4,6	2,8
Atividades imobiliárias e aluguel	7,4	4,4	4,1	3,8	3,5	3,3	3,0	2,2
Administração, saúde e educação públicas	12,9	2,5	2,4	1,4	1,7	2,0	2,1	1,8
Valor adicionado a preços básicos	85,6	5,1	5,2	5,6	5,8	5,9	5,2	3,0
Impostos sobre produtos	14,4	8,0	8,4	9,1	8,6	9,1	7,8	3,9
PIB a preços de mercado	100,0	5,5	5,7	6,1	6,2	6,4	5,6	3,2

Fonte: IBGE e Banco Central

1/ Estimativa.

2/ Inclui seguros, previdência complementar e serviços relativos.

perspectiva de acomodação nos fluxos do comércio externo em 2009, expressa em declínio de 1,8% nas exportações e aumento de 2,3% nas importações.

Tabela 2 – Produto Interno Bruto – Variação por componente da demanda

%

Período	PIB a preços de mercado	Consumo das famílias	Consumo do governo	Consumo total	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações	Importações
2002	2,7	1,9	4,7	2,6	-5,2	7,4	-11,8
2003	1,1	-0,8	1,2	-0,3	-4,6	10,4	-1,6
2004	5,7	3,8	4,1	3,9	9,1	15,3	13,3
2005	3,2	4,5	2,3	3,9	3,6	9,3	8,5
2006	4,0	5,2	2,6	4,5	9,8	5,0	18,4
Contribuição (p.p.)		3,1	0,5	3,6	1,6	0,8	-2,1
2007	5,7	6,3	4,7	5,9	13,5	6,7	20,8
Contribuição (p.p.)		3,8	0,9	4,7	2,2	1,0	-2,4
2008 (estimado)	5,6	6,2	5,1	5,9	16,2	1,1	20,4
Contribuição (p.p.)		3,8	1,0	4,8	2,8	0,1	-2,5
2009 (estimado)	3,2	3,9	2,2	3,5	4,4	-1,8	2,3
Contribuição (p.p.)		2,4	0,4	2,8	0,8	-0,2	-0,3

Fonte: IBGE e Banco Central

BANCO CENTRAL DO BRASIL

Histórico de Metas para a Inflação no Brasil

Ano	Norma	Data	Meta (%)	Banda (p.p.)	Limites Inferior e Superior (%)	Inflação Efetiva (IPCA %a.a.)
1999			8	2	6-10	8,94
2000	Resolução 2.615	30/6/1999	6	2	4-8	5,97
2001			4	2	2-6	7,67
2002	Resolução 2.744	28/6/2000	3,5	2	1,5-5,5	12,53
2003[1/]	Resolução 2.842	28/6/2001	3,25	2	1,25-5,25	
	Resolução 2.972	27/6/2002	4	2,5	1,5-6,5	9,30
2004[1/]	Resolução 2.972	27/6/2002	3,75	2,5	1,25-6,25	
	Resolução 3.108	25/6/2003	5,5	2,5	3-8	7,60
2005	Resolução 3.108	25/6/2003	4,5	2,5	2-7	5,69
2006	Resolução 3.210	30/6/2004	4,5	2	2,5-6,5	3,14
2007	Resolução 3.291	23/6/2005	4,5	2	2,5-6,5	4,46
2008	Resolução 3.378	29/6/2006	4,5	2	2,5-6,5	5,90
2009	Resolução 3.463	26/6/2007	4,5	2	2,5-6,5	
2010	Resolução 3.584	1/7/2008	4,5	2	2,5-6,5	
2011	Resolução 3.748	30/6/2009	4,5	2	2,5-6,5	

[1/] A Carta Aberta, de 21/01/2003, estabeleceu metas ajustadas de 8,5% para 2003 e de 5,5% para 2004.