

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
PROGRAMA DE PÓS-GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO
CURSO DE ESPECIALIZAÇÃO EM MERCADO DE CAPITAIS

EDUARDO RITTER PILLAR

AVALIAÇÃO EMPRESARIAL
FUNDAÇÃO PILLAR S/A

Porto Alegre

2007

EDUARDO RITTER PILLAR

AVALIAÇÃO EMPRESARIAL

FUNDAÇÃO PILLAR S/A

Trabalho de Conclusão de Curso apresentado ao Programa de Pós-Graduação em Administração, Curso de Especialização em Mercado de Capitais, da Universidade Federal do Rio Grande do Sul – UFRGS, como pré-requisito para obtenção do grau de Especialista em Mercado de Capitais.

Orientador: Prof. Dr. Oscar Claudino Galli

Porto Alegre

2007

RESUMO

Este trabalho apresenta a avaliação empresarial da Fundação Pillar S/A, por intermédio do método de fluxo de caixa descontado, considerando a entrada de um novo acionista no empreendimento. A análise consiste na projeção do fluxo de caixa e taxa de desconto, pelo custo médio ponderado de capital (WACC) em três cenários distintos: realista, otimista e pessimista.

Palavras-Chave: Análise Empresarial. Variáveis Macro-ambientais. Fluxo de Caixa Descontado.

LISTA DE QUADROS

Quadro 1: Parâmetros dos Cenários	22
Quadro 2: Resultados dos Cenários	23
Quadro 3: Cenário 1	26
Quadro 4: Cenário 2	27
Quadro 5: Cenário 3	28

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	08
1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA	12
1.1 Avaliação de Empresas	12
1.2 Custo Médio Ponderado de Capital.....	13
1.2.1 Definição de WACC.....	14
2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS.....	15
2.1 Delineamento da Pesquisa	16
2.2 Levantamento dos Dados	16
2.3 Análise e Interpretação dos Resultados	17
2.4 Limitações do Método.....	17
3 ASPECTOS GERAIS DA EMPRESA.....	19
3.1 Caracterização da Empresa	19
3.1.1 Setor e Cadeia Produtiva que Pertence a Empresa.....	19
4 RESULTADOS	21
4.1 Receitas	23
4.2 Despesas Operacionais	24
4.3 Custos Operacionais.....	24
4.4 Financiamentos.....	24
4.4.1 Dos Impostos	24

4.4.1 Dos Empréstimos	25
4.5 Cenário 1	26
4.6 Cenário 2	27
4.7 Cenário 3	28
CONSIDERAÇÕES FINAIS	29
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	31
APÊNDICES	32
APÊNDICE A: Composição Acionária	33
APÊNDICE B: DRE Cenário 1	34
APÊNDICE C: DRE Cenário 2	35
APÊNDICE D: DRE Cenário 3	36
APÊNDICE E: Despesas Operacionais	37
APÊNDICE F: Custos Operacionais	38
APÊNDICE G: Receitas Operacionais	39
APÊNDICE H: Índices Macro	40
APÊNDICE I: Financiamento de Impostos	41
APÊNDICE J: Financiamentos Cenário 1	42
APÊNDICE K: Financiamentos Cenário 2	43
APÊNDICE L: Financiamentos Cenário 3	44
APÊNDICE M: Balanço Patrimonial Cenário 1	45
APÊNDICE N: Balanço Patrimonial Cenário 2	46
APÊNDICE O: Balanço Patrimonial Cenário 3	47
APÊNDICE P: Fluxo do Projeto Cenário 1	48
APÊNDICE Q: Fluxo do Projeto Cenário 2	49
APÊNDICE R: Fluxo do Projeto Cenário 3	50
APÊNDICE S: Taxa de Desconto Cenário 1	51

APÊNDICE T: Taxa de Desconto Cenário 2	52
APÊNDICE U: Taxa de Desconto Cenário 3	53

INTRODUÇÃO

A competitividade global e o crescente desenvolvimento das economias mundiais, aliado à diminuição da participação do Estado, incorrem na busca de soluções para o atendimento de necessidades de financiamento de novos projetos. Esse cenário tem exigido da iniciativa privada meios de promover a poupança, para fazer frente a investimentos do setor privado.

Não obstante, essas transformações interferem no comportamento das organizações pela falência de mecanismos públicos, que atuam como supridores de recursos voltados ao desenvolvimento do parque industrial.

Identifica-se que, mundialmente, que o mercado de fusões e aquisições, figura como elo de ligação entre investidores e gerenciadores de recursos, seja através de alocação de recursos, ou por intermédio da mudança total do capital acionário. Quanto mais estável for a economia de um país, maior será a dimensão que esse mercado representa e, conseqüentemente, maior será o crescimento dessa economia.

Este estudo de caso não objetiva ensinar a *expertise* da avaliação de valor da empresa, considerando os três cenários analisados. Pretende, na realidade, demonstrar o contexto genérico, que aponta as transformações que podem ocorrer no valor da organização, alterando-se os indicadores macroeconômicos.

Definição do Problema

O processo econômico global causou um intenso intercâmbio entre os países e suas economias. Paralelamente, observa-se que as fusões e aquisições vêm adquirindo uma crescente importância no mercado financeiro internacional. O Brasil tem acompanhado essa tendência, abrindo sua economia para novos investimentos. Desse modo, pode-se inferir que quanto mais empresas emergentes surgirem, mais desenvolvida será a economia.

Embora se verifique um aumento do número de aquisições e fusões nos últimos anos, esse volume ainda é considerado baixo diante do tamanho da economia brasileira. Entre as possíveis razões dessa performance, destacam-se a alta tributação, a falta de informações, a falta de transparência ao investidor e a falta de poupança interna. Entretanto, salienta-se o desconhecimento e a falta de cultura dos pequenos aplicadores, bem como das empresas de médio porte, para a abertura do seu capital, o que praticamente os exclui desse mercado. Sendo assim, no presente trabalho procura-se enfatizar o impacto das variáveis macro-ambientais sobre as ações de uma empresa. Para tanto, consideraram-se três cenários distintos: realista, otimista e pessimista.

Há evidências que relacionam a falta de experiência e conhecimento dos investidores brasileiros como fator impeditivo para o crescimento do número de fusões e aquisições, o que remete a seguinte questão: seriam essas as razões que limitam a iniciativa dos investidores, ou ainda existem outros indicativos, que deveriam ser mais explorados e trabalhados pelo mercado, no sentido de incrementar os investimentos nos setores emergentes, o que poderia melhorar o desempenho geral.

Justificativa

Verifica-se que a abertura do capital das empresas para fusões e aquisições está acompanhada de uma exigência maior quanto a sua performance, pois pode proporcionar estímulo à competitividade e a necessidade da implementação de mudanças, como filosofia de Qualidade Total, revisão da Política de Recursos Humanos, aumento da produtividade, maior versatilidade e agilidade dos processos. Já para os investidores, disponibiliza uma nova modalidade de investimento, visando uma remuneração mais justa, participando efetivamente dos resultados da economia, porque contribui à estruturação de uma sociedade mais pluralista.

É preciso, cada vez mais, a inclusão crescente de investidores no mercado, para que participem no financiamento de novos projetos, e que, por sua vez, promovam o desenvolvimento da economia brasileira. Portanto, atividades de pesquisa tornam-se fundamentais, porque intensificam o intercâmbio de informações.

Objetivos

Objetivo Geral

Analisar o comportamento do valor da empresa fictícia Fundação Pillar S/A, considerando três cenários distintos: realista, otimista e pessimista, como ferramenta de suporte à tomada de decisão do investidor.

Objetivos Específicos

- Demonstrar o valor da empresa com o ingresso de um investidor.
- Analisar os três cenários propostos para formação do retorno do investimento.
- Elaborar os quadros comparativos de valores dos três cenários estudados.

1 REVISÃO BIBLIOGRÁFICA

Este capítulo está dividido em seções distintas: a primeira expõe conceitos de Avaliação de Empresas e o segundo discorre sobre o Custo Médio Ponderado de Capital.

1.1 Avaliação de Empresas

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 1), a importância da determinação do valor da empresa é fator chave nas negociações de fusões e aquisições e tem como objetivo estimar uma faixa de referência que sirva como base nessas negociações. Muitas fusões e aquisições deixam de ser bem sucedidas, principalmente quando começam mal, ou seja, quando se paga caro demais pela aquisição. Por outro lado, compradores que não se mostram dispostos a pagar um preço suficiente pela empresa que pretendem adquirir, podem não obter êxito em suas estratégias de crescimento por meio de aquisições.

Para Damodaran (1999, p.8), a avaliação deve desempenhar um papel central na análise de aquisições. A empresa ou indivíduo que faz a aquisição tem que estabelecer um valor justo para a empresa-alvo, antes de apresentar uma proposta, e a empresa-alvo tem que determinar um valor razoável para si mesma, antes de decidir aceitar ou rejeitar a proposta.

Póvoa (2004, p.11) informa que o objetivo mais importante do avaliador é, através da aplicação de uma teoria específica ou algumas combinadas, atingir não necessariamente um só valor, mas uma região de preço para o ativo. É necessário nunca perder de vista que em, qualquer análise que esteja sendo realizada, existem duas dimensões que jamais podem ser ignoradas: o potencial de retorno, seja de lucros ou de fluxo de caixa, e o risco embutido nessa projeção.

1.2 Custo Médio Ponderado de Capital

Para Martelanc, Pasin e Cavalcante (2005, p. 1), o custo médio ponderado de capital reflete a taxa de atratividade da empresa (e a taxa de desconto a ser utilizada em sua avaliação) na análise de viabilidade de propostas de investimentos de capital. É importante ressaltar, que essa ponderação de taxas deve ser feita com base em valores de mercado, e não em valores contábeis registrados.

O custo médio ponderado de capital é a taxa de desconto a ser utilizada para trazer os fluxos de caixa da empresa a valor presente.

Para Damodaran (1999, p.8), intuitivamente, o custo do capital é a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento, incluindo dívida,

patrimônio líquido e títulos híbridos, utilizados por uma empresa para financiar suas necessidades financeiras.

1.2.1 Definição de WACC

O custo médio ponderado do capital é definido como a média ponderada dos custos dos diversos componentes de financiamento utilizados por uma empresa:

$$WACC = k_e(E/[E + D + PS]) + k_d(D/[E + D + PS]) + k_{ps}(PS/[E + D + PS])$$

Onde: WACC = Custo Médio Ponderado de Capital

k_e = custo do patrimônio líquido

k_d = custo das dívidas após impostos

k_{ps} = custo das ações preferenciais

$E/(E + D + PS)$ = proporção em valor de mercado do Patrimônio Líquido em relação ao valor do *mix* de financiamento

$D/(E + D + PS)$ = proporção em valor de mercado da Dívida em relação ao valor do *mix* de financiamento

$PS/(E + D + PS)$ = proporção em valor de mercado das Ações Preferenciais em relação ao valor do *mix* de financiamento.

2 PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Este capítulo se dedica a exposição dos procedimentos que orientaram a elaboração do presente trabalho de pesquisa. Aborda o delineamento da pesquisa, levantamento de dados; unidade de análise, interpretação dos dados e, por último, as limitações do método.

Para Vergara (1997), a ciência é uma das formas de se ter acesso ao conhecimento e sua atividade básica é a pesquisa. Esta técnica busca esclarecimentos sobre esses fenômenos, provocando discussões, reflexões e contradições, que, através de um rigor metodológico, oferecem procedimentos lógicos para se pensar acerca de determinado tema.

Roesch (1999) indica que o conhecimento prévio da literatura é essencial ao pesquisador, para determinação e delineamento do processo de análise. Isto implica na seleção, investigação, leitura, análise compreensiva de textos e formulação de resumos, que tem por objetivo sintetizar grande parte do que outros estudiosos já aprenderam.

2.1 Delineamento da Pesquisa

Seguindo a ótica de Vergara (1997) e Roesch (1999), procurou-se subsídio para classificação deste estudo, que foi definido, primeiramente, como qualitativo, por conduzir a análise de conteúdo.

A metodologia foi desenvolvida em caráter exploratório-descritivo, voltada para o estudo de caso selecionado. Vergara (1997) diz que a pesquisa exploratória é empregada em área na qual o pesquisador possui pouco conhecimento sistêmico acumulado.

Quanto ao estudo de caso selecionado, Yin apud Roesch (1999) indicam que ele não exige um modo único de coleta de dados ou um esquema conceitual único, por isso oferece maior flexibilidade na análise dos resultados. Como estratégia de pesquisa, pode ser exploratório, descritivo, ou mesmo explanatório. Mattar (1996) complementa que esse tipo de estudo de caso é uma forma de colher informações, para mostrar, de modo mais completo, a natureza do problema. Este é um método muito produtivo, pode envolver exame de registros existentes, observação da ocorrência de fatos, realização de entrevistas estruturadas e não-estruturadas. O autor classifica o estudo de caso como um método de pesquisa exploratória.

2.2 Levantamento dos Dados

O levantamento de dados ocorreu no período compreendido entre dezembro de 2004 e dezembro de 2005. Neste, optou-se pela busca em fontes secundárias, conforme a classificação indicada na obra de Nickels e Wood (1999, p. 92):

a) dados secundários: são dados provenientes de fontes internas ou externas à empresa, que já foram publicados (livros e material da empresa que forneceram informações de interesse do pesquisador), como registros de informações contábeis.

2.3 Análise e Interpretação dos Resultados

Os dados colhidos foram analisados de acordo com a visão de Roesch (1999) e Samara e Barros (2002).

Para Roesch (1999, p. 156), os pesquisadores estão, há muito tempo, procurando uma forma de analisar textos, sejam eles originários de depoimentos gravados, documentos existentes, ou outros. Porém, sabe-se que a maioria dessas tentativas segue padrões de análise quantitativa “[...] ou seja, tem o propósito de contar a frequência de um fenômeno e procurar identificar relações entre os fenômenos”. A autora denomina esse conjunto de técnicas como análise de conteúdo.

2.4 Limitações do Método

Samara e Barros (2002, p. 32) alertam que, sendo a pesquisa de ordem qualitativa, [...] “a interpretação dos resultados não está livre do subjetivismo dos analistas”. Além disso, esse tipo de estudo apresenta uma tendência e por isso não pode ser generalizado.

Roesch (1999) aponta, ainda, como aspecto limitador na análise de pesquisas qualitativas, o fator tempo, pois, normalmente, o pesquisador depara-se com uma quantidade de notas, depoimentos e informações contábeis, que terão que ser organizados para posteriormente serem analisados.

3 ASPECTOS GERAIS DA EMPRESA

3.1 Caracterização da Empresa

A Fundação Pillar S/A é uma empresa fictícia constituída com capital nacional. Sede localizada em Guaíba - RS, a 20 Km da capital Porto Alegre, o que a coloca numa posição privilegiada, com todos os acessos para distribuição de seus produtos. Ocupa terreno com área de 100.000 m² e possui parque industrial de 60.000 m². Além disso, conta com equipamentos e máquinas de última geração, bem como corpo funcional treinado para atender seus clientes com rapidez e segurança.

3.1.1 Setor e Cadeia Produtiva que pertence a Empresa

A Fundação Pillar S/A atua no setor de metalurgia e siderurgia. Desenvolve, fabrica e comercializa produtos fundidos e usinados em ferro, com elevado conteúdo tecnológico. Tais produtos incluem blocos de motores, cabeçotes e componentes para sistema de transmissão, suspensão, frenagem e direção, destinados à indústria mundial. A empresa fabrica, também, conexões de ferro fundido para aplicações em

redes hidráulicas e de gás, granalhas de aço e ferro, assim como perfis contínuos em ferro, para uso industrial.

4 RESULTADOS

Este capítulo se ocupa da apresentação dos resultados apurados no estudo de caso, para elaboração do valor da Fundação Pillar S/A, considerando três cenários distintos: realista, otimista e o pessimista. A análise foi realizada utilizando o método do Fluxo de Caixa Descontado, a partir da taxa obtida pelo CAPM, como instrumento de avaliação.

Entre as premissas para análise consideraram-se, nos três cenários, a entrada de um novo acionista, que deverá aportar recursos de R\$ 20.000.000,00, pela aquisição de 2.666.667 ações ordinárias nominativas, passando a possuir 10% do Capital Social da empresa, sendo que as ações foram adquiridas por R\$ 7,50 cada uma. Esse aporte (aumento de capital) terá como objetivo captar recursos, que serão destinados a investimentos na área de produção, mais precisamente na aquisição de novas máquinas e equipamentos.

O investimento em máquinas e equipamentos está estimado em R\$ 22.000.000,00, sendo que R\$ 20.000.000,00 advêm do novo acionista e os outros R\$ 2.000.000,00 das disponibilidades da empresa. Esse investimento resultará em um incremento significativo na produção e venda do item “blocos e cabeçotes”, aumentando em 40.000 toneladas anuais, a partir do próximo ano (2007).

Conforme foi descrito anteriormente, projetam-se três cenários distintos:

- **No cenário 1**, mantiveram-se os índices econômicos projetados a partir de novembro de 2006.
- **Para o cenário 2**, projetou-se numa melhora nos números da economia (queda da inflação, juros, risco país) e uma elevação do crescimento na perpetuidade.
- **Para o cenário 3**, simulou-se uma retração econômica, com elevação dos índices inflacionários e baixa do crescimento na perpetuidade.

PARÂMETROS	CENÁRIO 1	CENÁRIO 2	CENÁRIO 3
Crescimento perpetuidade:	3,00%	4,50%	1,50%
Risk Free	4,50%	3,00%	6,00%
Risco País	3,00%	2,00%	4,50%
Inflação	5,00%	4,00%	7,00%
Spreads	9,00% / 7,50%	8,00% / 6,00%	10,00% / 9,00%

Quadro 1: Parâmetros dos Cenários

Fonte: Elaborado pelo Pesquisador

Baseando-se nos parâmetros do Quadro 1 obtêm-se, no Quadro 2, os resultados para cada cenário:

RESULTADOS	CENÁRIO 1	CENÁRIO 2	CENÁRIO 3
Valor da empresa	R\$ 1.162.000	R\$ 1.756.313	R\$ 796.013
Valor dos acionistas	R\$ 416.706	R\$ 552.345	R\$ 312.450
VE / Ebitda 2005	7,5	9,8	6,1
VE / Ebitda 2006	7,7	10,0	6,2
VE / Ebitda 2007	5,6	7,3	4,5

Quadro 2: Resultados dos Cenários

Fonte: Elaborado pelo Pesquisador

Abordam-se, também, as premissas utilizadas para demonstrar a evolução das receitas, despesas operacionais, custos operacionais e financiamentos projetados no Balanço Patrimonial e na Demonstração de Resultados do estudo.

4.1 Receitas

As receitas estimadas pautaram-se nos dados históricos anteriores e o volume de toneladas produzidas, considerando 100% da capacidade instalada da indústria. Cabe salientar que, em 2007, haverá incremento na produção de 40.000 toneladas de blocos e cabeçotes.

Nos ajustes do preço dos produtos elaborados considerou-se a variação anual do IPC – FIPE e do dólar comercial, de acordo com a seguinte proporção: 55% para o índice do IPC – FIPE e 45% para o índice do dólar comercial.

4.2 Despesas Operacionais

As despesas operacionais foram estimadas a partir dos dados históricos anteriores, corrigidos pela variação anual do IPC-FIPE.

4.3 Custos Operacionais

Os custos operacionais foram estimados, considerando os dados históricos anteriores e o volume de toneladas produzidas, para 100% da capacidade instalada da indústria.

Nos ajustes do custo dos produtos elaborados empregou-se a variação anual do IPC – FIPE e do dólar comercial, conforme a seguinte proporção: 65% para o índice do IPC – FIPE e 35% para o índice do dólar comercial.

4.4 Financiamentos

4.4.1 Dos Impostos

Obteve-se da posição apresentada no Balanço de 2005, corrigida pelo índice da Taxa de Juros de Longo Prazo–TJLP.

4.4.2 Dos Empréstimos

Em moeda Nacional: Posição apresentada no Balanço de 2005, corrigida em 107% do CDI;

Em moeda estrangeira: Posição apresentada no Balanço de 2005, calculada com juros de 7,5% a.a. mais a variação do dólar;

Debêntures: Posição apresentada no Balanço de 2005, calculada com juros de 9,0% a.a. mais a variação do IGPM.

As planilhas (dos apêndices) demonstram as simulações citadas anteriormente. Estas são compostas por: Composição acionária, DRE, despesas, custo operacional, receita, balanço, financiamentos, TIR e WACC.

4.5 Cenário 1

Fundição Pillar S/A			
Inflacionado		Dados Do Projeto	Fundição Pillar S/A
1 = Sim 2 = Não	1	Taxa de desconto do Projeto	12,4%
		Valor da Empresa	1.162.000
Alíquotas de Imp. e Deduções de Receita		Taxa de Desconto Para o Acion	22,0%
COFINS	7,60%	Valor Para o Acionista	416.706
PIS	1,65%		
CPMF	0,38%		
Crescimento na Perpetuidade	3,00%	Cálculo das Contas Patrimoniais	
		Ativo Circulante	
% de Investimento Sobre Depreciação		Outras Contas a Rec/receita br	4,2%
% da Depreciação a Investir	70%	Passivo Circulante	
		Outras Contas a Pagar/Custos	13,5%
Taxa de Desconto		Prazos médios em meses	
Risk Free (Tbond)	4,5%	Estoque / Custos Diretos - %	13%
Risco País (BR 27)	3,0%	Recebimento - Mês	1,3
Inflação	5,0%	Pagamento Fornecedores - Mês	1,0
Risk Premium	6,1%	Salários - Mês	0,5
Beta Desalavancado	1,0	Pagamento Impostos - Mês	2,4
Custo da Dívida Atual		Imposto de Renda	
Indexador Moeda Nacional	CDI	Alíquota de CS	9%
Spread	9,0%	Alíquota de IR	25%
Indexador Moeda Estrangeira	US\$		
Spread - Libor + 3%	7,5%	Múltiplos	
Indexador Debêntures	IGPM	VE/Ebitda 2005	7,5
Spread	9,0%	VE/Ebitda 2006	7,7
Indexador Contrato de Câmbio e Pré-pgto exp	US\$	VE/Ebitda 2007	5,6
Spread - Libor + 3%	7,5%		
Projeto de Investimento		Margem Ebitda	Fundição Pillar S/A
1 = Sim 2 = Não	1	2006	11,6%
Valor do Investimento	22.000	2007	14,4%
Incremento da Produção de B&C Ton	40.000	2008	14,2%

Quadro 3: Cenário 1

Fonte: Elaborado pelo Pesquisador

4.6 Cenário 2

Fundição Pillar S/A			
Inflacionado		Dados Do Projeto	Fundição Pillar S/A
1 = Sim 2 = Não	1	Taxa de desconto do Projeto	11,1%
		Valor da Empresa	1.756.313
Alíquotas de Imp. e Deduções de Receita		Taxa de Desconto Para o Acionista	18,4%
COFINS	7,60%	Valor Para o Acionista	552.345
PIS	1,65%		
CPMF	0,38%		
		Cálculo das Contas Patrimoniais	
Crescimento na Perpetuidade	4,50%	Ativo Circulante	
		Outras Contas a Rec/receita bruta	4,2%
% de Investimento Sobre Depreciação		Passivo Circulante	
% da Depreciação a Investir	70%	Outras Contas a Pagar/Custos	13,5%
Taxa de Desconto		Prazos médios em meses	
Risk Free (Tbond)	3,0%	Estoque / Custos Diretos - %	13%
Risco País (BR 27)	2,0%	Recebimento - Mês	1,3
Inflação	4,0%	Pagamento Fornecedores - Mês	1,0
Risk Premium	6,1%	Salários - Mês	0,5
Beta Desalavancado	1,0	Pagamento Impostos - Mês	2,4
Custo da Dívida Atual		Imposto de Renda	
Indexador Moeda Nacional	CDI	Alíquota de CS	9%
Spread	7,0%	Alíquota de IR	25%
Indexador Moeda Estrangeira	US\$		
Spread - Libor + 3%	6,0%	Múltiplos	
Indexador Debêntures	IGPM	VE/Ebitda 2005	9,8
Spread	8,0%	VE/Ebitda 2006	10,0
Indexador Contrato de Câmbio e Pré-pgto exp	US\$	VE/Ebitda 2007	7,3
Spread - Libor + 3%	6,0%		
Projeto de Investimento		Margem Ebitda	Fundição Pillar S/A
1 = Sim 2 = Não	1	2006	11,6%
Valor do Investimento	22.000	2007	14,4%
Incremento da Produção de B&C Ton	40.000	2008	14,2%

Quadro 4: Cenário 2

Fonte: Elaborado pelo Pesquisador

4.7 Cenário 3

Fundição Pillar S/A			
Inflacionado		Dados Do Projeto	Fundição Pillar S/A
1 = Sim 2 = Não	1	Taxa de desconto do Projeto	14,1%
Alíquotas de Imp. e Deduções de Receita		Valor da Empresa	796.013
COFINS	7,60%	Taxa de Desconto Para o Acionista	27,1%
PIS	1,65%	Valor Para o Acionista	312.450
CPMF	0,38%	Cálculo das Contas Patrimoniais	
Crescimento na Perpetuidade		Ativo Circulante	
	1,50%	Outras Contas a Rec/receita bruta	4,2%
% de Investimento Sobre Depreciação		Passivo Circulante	
% da Depreciação a Investir	70%	Outras Contas a Pagar/Custos	13,5%
Taxa de Desconto		Prazos médios em meses	
Risk Free (Tbond)	6,0%	Estoque / Custos Diretos - %	13%
Risco País (BR 27)	4,5%	Recebimento - Mês	1,3
Inflação	7,0%	Pagamento Fornecedores - Mês	1,0
Risk Premium	6,1%	Salários - Mês	0,5
Beta Desalavancado	1,0	Pagamento Impostos - Mês	2,4
Custo da Dívida Atual		Imposto de Renda	
Indexador Moeda Nacional	CDI	Alíquota de CS	9%
Spread	10,0%	Alíquota de IR	25%
Indexador Moeda Estrangeira	US\$	Múltiplos	
Spread - Libor + 3%	9,0%	VE/Ebitda 2005	6,1
Indexador Debêntures	IGPM	VE/Ebitda 2006	6,2
Spread	10,0%	VE/Ebitda 2007	4,5
Indexador Contrato de Câmbio e Pré-pgto e:	US\$	Margem Ebitda	
Spread - Libor + 3%	9,0%	Fundição Pillar S/A	
Projeto de Investimento		2006	11,6%
1 = Sim 2 = Não	1	2007	14,4%
Valor do Investimento	22.000	2008	14,2%
Incremento da Produção de B&C Ton	40.000		

Quadro 5: Cenário 3

Fonte: Elaborado pelo Pesquisador

CONSIDERAÇÕES FINAIS

As considerações dos resultados apresentados neste trabalho são comentadas a seguir

O trabalho foi baseado em dados de um estudo de caso de uma empresa fictícia do ramo de fundição. Neste buscou-se avaliar a organização através do método de fluxo de caixa descontado, considerando a entrada de um novo acionista no empreendimento. A análise consistiu na projeção do fluxo de caixa e taxa de desconto em três cenários distintos: realista, otimista e pessimista.

Pode-se concluir, após análise das planilhas, que as oscilações do mercado influenciam fortemente no valor da empresa. Caso a situação da economia mantenha-se nos patamares atuais, o valor da empresa seria de R\$ 1,16 bilhões e de R\$ 416,71 milhões para os acionistas. Com a melhora desses índices, os valores poderiam chegar a R\$ 1,76 bilhões e R\$ 552,35 milhões, ou seja, uma valorização de 51,15% e 32,55%, respectivamente. Já numa situação adversa, a empresa desvalorizaria 31,50% e 25,02% para os acionistas.

Quanto às limitações, pode-se afirmar que o fator tempo foi a maior delas, pois no decorrer de sua execução foram surgindo muitos dados que, caso fossem correlacionados, poderiam oferecer uma compreensão mais aprofundada do tema. Além disso, o subjetivismo do pesquisador, que ao interpretar, por vezes impôs muitos questionamentos, no sentido de realmente apurar as idéias centrais, podem ser alvo de novas discussões. Menciona-se, ainda, a confecção do método, que na análise de conteúdo segue padrões de análise quantitativa, razão que exigiu do pesquisador maior esclarecimentos sobre a melhor maneira de construí-lo.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BOONE, Louis E; KURTZ, David L. **Marketing Contemporâneo**. 8. ed. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos Editora S/A, 1998.

FURASTÊ, Pedro Augusto. **Normas Técnicas para o Trabalho Científico**. 11. ed. Porto alegre: Dáctilo Plus, 2002.

MATTAR, Fause Najib. **Pesquisa de Marketing**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 1996.

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de Estágio e de Pesquisa em Administração**. 2ª ed. São Paulo: Editora Atlas S.A., 1999.

SAMARA, Beatriz Santos; BARROS, José Carlos. **Pesquisa de Marketing: Conceitos e Metodologia**. São Paulo: Printice Hall, 2002.

DAMODARAN, Aswath. **Avaliação de Investimentos: Ferramentas e Técnicas para a Determinação do Valor de Qualquer Ativo**. Rio de Janeiro: Qualitymark Editora Ltda., 1999.

MARTELANC, Roy; PASIN, Rodrigo; CAVALCANTE, Francisco. **Avaliação de Empresas: Um Guia para Fusões & Aquisições e Gestão de Valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

NICKELS, William G.; WOOD, Marian B. **Marketing, Relacionamentos, Qualidade e Valor**. 1. Rio de Janeiro: LTC – Livros Técnicos e Científicos, 1999.

PÓVOA, Alexandre. **Valuation Como Precificar Ações**. São Paulo: Editora Globo S.A., 2004.

APÊNDICES

APÊNDICE A: Composição Acionária

Composição Acionária Atual

	Nº de Ações PN	%	Nº de Ações ON	%	Nº Total de Ações	%
Acionista A	-	0,0%	7.200.000	30,0%	7.200.000	30,0%
Acionista B	-	0,0%	6.000.000	25,0%	6.000.000	25,0%
Acionista C	-	0,0%	5.280.000	22,0%	5.280.000	22,0%
Acionista D	-	0,0%	4.800.000	20,0%	4.800.000	20,0%
Outros	-	0,0%	720.000	3,0%	720.000	3,0%
TOTAL	-	0,0%	24.000.000	100,0%	24.000.000	100,0%

Composição Acionária Pós Operação

	5,50 Nº de Ações PN	%	Nº de Ações ON	%	Nº Total de Ações	%
Acionista A	-	0,0%	7.200.000	26,1%	7.200.000	26,1%
Acionista B	-	0,0%	6.000.000	21,7%	6.000.000	21,7%
Acionista C	-	0,0%	5.280.000	19,1%	5.280.000	19,1%
Acionista D	-	0,0%	4.800.000	17,4%	4.800.000	17,4%
Novo Acionista	-	0,0%	3.636.364	13,2%	3.636.364	13,2%
Outros	-	0,0%	720.000	2,6%	720.000	2,6%
TOTAL	-	0,0%	27.636.364	100,0%	27.636.364	100,0%

	5,50	6,50	7,50
Aumento de Ações	3.636.364	3.076.923	2.666.667

Composição Acionária Pós Operação

	6,50 Nº de Ações PN	%	Nº de Ações ON	%	Nº Total de Ações	%
Acionista A	-	0,0%	7.200.000	26,6%	7.200.000	26,6%
Acionista B	-	0,0%	6.000.000	22,2%	6.000.000	22,2%
Acionista C	-	0,0%	5.280.000	19,5%	5.280.000	19,5%
Acionista D	-	0,0%	4.800.000	17,7%	4.800.000	17,7%
Novo Acionista	-	0,0%	3.076.923	11,4%	3.076.923	11,4%
Outros	-	0,0%	720.000	2,7%	720.000	2,7%
TOTAL	-	0,0%	27.076.923	100,0%	27.076.923	100,0%

Composição Acionária Pós Operação

	7,50 Nº de Ações PN	%	Nº de Ações ON	%	Nº Total de Ações	%
Acionista A	-	0,0%	7.200.000	27,0%	7.200.000	27,0%
Acionista B	-	0,0%	6.000.000	22,5%	6.000.000	22,5%
Acionista C	-	0,0%	5.280.000	19,8%	5.280.000	19,8%
Acionista D	-	0,0%	4.800.000	18,0%	4.800.000	18,0%
Novo Acionista	-	0,0%	2.666.667	10,0%	2.666.667	10,0%
Outros	-	0,0%	720.000	2,7%	720.000	2,7%
TOTAL	-	0,0%	26.666.667	100,0%	26.666.667	100,0%

APÊNDICE B: DRE Cenário 1

Fundação Pillar S/A

Demonstração do Resultado - R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Líquida	1.467.383	1.674.194	1.677.282	1.982.503	2.036.095	2.091.136	2.147.664	2.205.721
CPV	(1.128.240)	(1.292.545)	(1.304.000)	(1.511.189)	(1.554.730)	(1.599.526)	(1.645.613)	(1.693.028)
Margem Bruta	339.143	381.649	373.282	471.314	481.365	491.609	502.051	512.694
Margem Bruta - %	23,1%	22,8%	22,3%	23,8%	23,6%	23,5%	23,4%	23,2%
Despesas Operacionais	(121.194)	(126.194)	(123.000)	(129.210)	(135.715)	(142.448)	(149.416)	(156.629)
Despesas Administrativas	(35.861)	(36.969)	(36.000)	(37.541)	(38.857)	(40.218)	(41.628)	(43.087)
Despesas com Vendas	(135.333)	(143.225)	(142.000)	(148.079)	(153.269)	(158.640)	(164.199)	(169.953)
Depreciação e Amortização	50.000	54.000	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411
EBITDA	217.949	255.455	250.282	342.104	345.650	349.162	352.635	356.065
Margem EBITDA - %	14,9%	15,3%	14,9%	17,3%	17,0%	16,7%	16,4%	16,1%
Depreciação e Amortização	(50.000)	(54.000)	(55.000)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)
EBIT	167.949	201.455	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654
Margem EBIT - %	11,4%	12,0%	11,6%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%
Resultado Não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Despesa não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro e Outros	(111.761)	(120.532)	(106.867)	(120.442)	(76.548)	(63.792)	(51.508)	(38.899)
Despesas Financeiras	(214.351)	(226.607)	(122.000)	(142.167)	(84.143)	(74.248)	(67.100)	(59.581)
Outras Receitas/Despesas	102.590	106.075	15.133	21.725	7.595	10.456	15.592	20.682
Res antes de Imp e Juros s/ Capital	40.715	(176.792)	88.415	165.251	212.692	228.959	244.716	260.755
Juros sobre Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Imposto de Renda e CS	(25.799)	46.792	(30.061)	(56.185)	(72.315)	(77.846)	(83.204)	(88.657)
Contribuição Social	-	-	-	-	-	-	-	1
Reversão de Juros s/ Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Resultado do Exercício	14.916	(130.000)	58.354	109.066	140.376	151.113	161.513	172.099
Dividendos a pagar - %	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Dividendos a pagar - R\$ mil	-	-	14.588	27.266	35.094	37.778	40.378	43.025

APÊNDICE C: DRE Cenário 2

Fundação Pillar S/A

Demonstração do Resultado - R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Líquida	1.467.383	1.674.194	1.677.282	1.982.503	2.036.095	2.091.136	2.147.664	2.205.721
CPV	(1.128.240)	(1.292.545)	(1.304.000)	(1.511.189)	(1.554.730)	(1.599.526)	(1.645.613)	(1.693.028)
Margem Bruta	339.143	381.649	373.282	471.314	481.365	491.609	502.051	512.694
Margem Bruta - %	23,1%	22,8%	22,3%	23,8%	23,6%	23,5%	23,4%	23,2%
Despesas Operacionais	(121.194)	(126.194)	(123.000)	(129.210)	(135.715)	(142.448)	(149.416)	(156.629)
Despesas Administrativas	(35.861)	(36.969)	(36.000)	(37.541)	(38.857)	(40.218)	(41.628)	(43.087)
Despesas com Vendas	(135.333)	(143.225)	(142.000)	(148.079)	(153.269)	(158.640)	(164.199)	(169.953)
Depreciação e Amortização	50.000	54.000	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411
EBITDA	217.949	255.455	250.282	342.104	345.650	349.162	352.635	356.065
Margem EBITDA - %	14,9%	15,3%	14,9%	17,3%	17,0%	16,7%	16,4%	16,1%
Depreciação e Amortização	(50.000)	(54.000)	(55.000)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)
EBIT	167.949	201.455	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654
Margem EBIT - %	11,4%	12,0%	11,6%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%
Resultado Não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Despesa não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro e Outros	(111.761)	(120.532)	(106.867)	(113.654)	(70.298)	(57.755)	(45.679)	(33.322)
Despesas Financeiras	(214.351)	(226.607)	(122.000)	(135.380)	(78.287)	(68.847)	(62.154)	(55.089)
Outras Receitas/Despesas	102.590	106.075	15.133	21.725	7.989	11.092	16.475	21.768
Res antes de Imp e Juros s/ Capital	40.715	(176.792)	88.415	172.039	218.941	234.996	250.545	266.332
Juros sobre Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Imposto de Renda e CS	(25.799)	46.792	(30.061)	(58.493)	(74.440)	(79.899)	(85.185)	(90.553)
Contribuição Social	-	-	-	-	-	-	-	1
Reversão de Juros s/ Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Resultado do Exercício	14.916	(130.000)	58.354	113.546	144.501	155.098	165.360	175.780
Dividendos a pagar - %	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Dividendos a pagar - R\$ mil	-	-	14.588	28.386	36.125	38.774	41.340	43.945

APÊNDICE D: DRE Cenário 3

Fundição Pillar S/A

Demonstração do Resultado - R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Receita Líquida	1.467.383	1.674.194	1.677.282	1.982.503	2.036.095	2.091.136	2.147.664	2.205.721
CPV	(1.128.240)	(1.292.545)	(1.304.000)	(1.511.189)	(1.554.730)	(1.599.526)	(1.645.613)	(1.693.028)
Margem Bruta	339.143	381.649	373.282	471.314	481.365	491.609	502.051	512.694
Margem Bruta - %	23,1%	22,8%	22,3%	23,8%	23,6%	23,5%	23,4%	23,2%
Despesas Operacionais	(121.194)	(126.194)	(123.000)	(129.210)	(135.715)	(142.448)	(149.416)	(156.629)
Despesas Administrativas	(35.861)	(36.969)	(36.000)	(37.541)	(38.857)	(40.218)	(41.628)	(43.087)
Despesas com Vendas	(135.333)	(143.225)	(142.000)	(148.079)	(153.269)	(158.640)	(164.199)	(169.953)
Depreciação e Amortização	50.000	54.000	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411
EBITDA	217.949	255.455	250.282	342.104	345.650	349.162	352.635	356.065
Margem EBITDA - %	14,9%	15,3%	14,9%	17,3%	17,0%	16,7%	16,4%	16,1%
Depreciação e Amortização	(50.000)	(54.000)	(55.000)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)	(56.411)
EBIT	167.949	201.455	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654
Margem EBIT - %	11,4%	12,0%	11,6%	14,4%	14,2%	14,0%	13,8%	13,6%
Resultado Não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Despesa não Operacional	(15.473)	(257.715)	-	-	-	-	-	-
Resultado Financeiro e Outros	(111.761)	(120.532)	(106.867)	(127.229)	(82.797)	(69.829)	(57.337)	(44.476)
Despesas Financeiras	(214.351)	(226.607)	(122.000)	(148.955)	(89.998)	(79.649)	(72.046)	(64.072)
Outras Receitas/Despesas	102.590	106.075	15.133	21.725	7.201	9.820	14.709	19.596
Res antes de Imp e Juros s/ Capital	40.715	(176.792)	88.415	158.464	206.442	222.922	238.887	255.178
Juros sobre Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Imposto de Renda e CS	(25.799)	46.792	(30.061)	(53.878)	(70.190)	(75.794)	(81.222)	(86.761)
Contribuição Social	-	-	-	-	-	-	-	1
Reversão de Juros s/ Capital Próprio	-	-	-	-	-	-	-	1
Resultado do Exercício	14.916	(130.000)	58.354	104.586	136.252	147.129	157.666	168.419
Dividendos a pagar - %	0%	0%	25%	25%	25%	25%	25%	25%
Dividendos a pagar - R\$ mil	-	-	14.588	26.147	34.063	36.782	39.416	42.105

APÊNDICE E: Despesas Operacionais

Despesas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Administrativa	36.969	36.000	37.541	38.857	40.218	41.628	43.087	
Vendas	143.225	142.000	148.079	153.269	158.640	164.199	169.953	
Total	0,0%	180.194	178.000	185.621	192.125	198.858	205.827	213.040
R\$/Ton Produzidas	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Administrativa	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	0,08	
Vendas	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	0,30	
Reajustes	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	
Administrativa	4,53	2,50	4,28	3,50	3,50	3,50	3,50	
Vendas	4,53	2,50	4,28	3,50	3,50	3,50	3,50	

APÊNDICE F: Custos Operacionais

Despesas		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ferro Gusa - Pig Iron	6,0%	77.663	78.351	90.800	93.416	96.108	98.877	101.726
Eletricidade	6,0%	77.663	78.351	90.800	93.416	96.108	98.877	101.726
Coke	6,0%	77.663	78.351	90.800	93.416	96.108	98.877	101.726
Resinas	3,4%	44.379	44.772	51.886	53.381	54.919	56.501	58.129
Sucata	15,5%	199.704	201.474	233.486	240.213	247.134	254.255	261.581
Iron Alloy	6,9%	88.757	89.544	103.771	106.761	109.837	113.002	116.258
Mão de Obra	10,0%	128.608	129.748	150.363	154.696	159.153	163.738	168.456
Outros	46,3%	598.108	603.409	699.283	719.431	740.160	761.486	783.426
Total	100,0%	1.292.545	1.304.000	1.511.189	1.554.730	1.599.526	1.645.613	1.693.028
R\$/Ton Produzidas		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ferro Gusa - Pig Iron		0,16	0,17	0,18	0,18	0,19	0,19	0,20
Eletricidade		0,16	0,17	0,18	0,18	0,19	0,19	0,20
Coke		0,16	0,17	0,18	0,18	0,19	0,19	0,20
Resinas		0,09	0,09	0,10	0,10	0,11	0,11	0,11
Sucata		0,42	0,43	0,46	0,47	0,48	0,50	0,51
Iron Alloy		0,19	0,19	0,20	0,21	0,21	0,22	0,23
Mão de Obra		0,27	0,27	0,29	0,30	0,31	0,32	0,33
Outros		1,26	1,28	1,36	1,40	1,44	1,48	1,53
Reajustes (%)		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Ferro Gusa - Pig Iron		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Eletricidade		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Coke		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Resinas		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Sucata		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Iron Alloy		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Mão de Obra		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88
Outros		-	-	6,85	2,88	2,88	2,88	2,88

APÊNDICE G: Receitas Operacionais

Volume (000 Ton)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Blocos e Cabeçotes	228,6	253,8	255	295	295	295	295	295
Peças	152,4	169,2	170	170	170	170	170	170
Conexões	13	12	12	12	12	12	12	12
Barras de Ferro	18	17	16	16	16	16	16	16
Granalhas	24	24	20	20	20	20	20	20
TOTAL	436	476	473	513	513	513	513	513
<hr/>								
Receita Líquida (R\$ 000)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Blocos e Cabeçotes	-	1.039.674	1.054.498	1.312.467	1.347.946	1.384.384	1.421.808	1.460.243
Peças	-	470.449	471.908	507.713	521.438	535.533	550.010	564.878
Conexões	-	45.203	45.130	48.554	49.867	51.215	52.599	54.021
Barras de Ferro	-	63.619	59.780	64.316	66.054	67.840	69.674	71.557
Granalhas	-	55.248	45.966	49.453	50.790	52.163	53.573	55.022
TOTAL	-	1.674.194	1.677.282	1.982.503	2.036.095	2.091.136	2.147.664	2.205.721

APÊNDICE H: Índices Macro

ÍNDICES ANUAIS	2.004	2.005	2.006	2.007	2.008	2.009	2.010	2.011
IGP DI	354,121	359,091	371,921	391,143	405,024	419,397	434,280	449,691
IPC - FIPE	253,906	265,397	272,032	282,081	291,966	302,198	312,788	323,749
IGP M	498,456	504,442	522,187	548,901	568,380	588,549	609,435	631,062
DÓLAR	2,654	2,341	2,150	2,400	2,441	2,483	2,526	2,570
DÓLAR - médio	2,925	2,426	2,174	2,271	2,423	2,465	2,507	2,569
CDI	5,991	7,129	8,197	9,174	10,182	11,264	12,455	13,727
TR	1,571	1,613	1,645	1,674	1,693	1,710	1,727	1,744
TJLP	2,636	2,893	3,120	3,311	3,509	3,720	3,943	4,180
VARIAÇÕES ANUAIS (%)	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
IGP DI	12,186	1,40	3,57	5,17	3,55	3,55	3,55	3,55
IPC - FIPE	6,57	4,53	2,50	4,28	3,50	3,50	3,50	3,50
IGP M	12,42	1,20	3,52	5,12	3,55	3,55	3,55	3,55
DÓLAR	(8,13)	(11,82)	(8,15)	11,63	1,72	1,72	1,72	1,72
DÓLAR - Médio	(4,96)	(17,09)	(10,35)	4,43	6,70	1,72	1,72	2,47
CDI Acumulado	16,17	18,99	14,99	11,91	10,99	10,63	10,57	10,21
TR	1,77	2,68	2,00	1,73	1,13	1,02	1,01	0,98
TJLP	9,81	9,75	7,83	6,12	6,00	6,00	6,00	6,00
PIB	4,90	2,30	2,70	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00
Risco Brasil	600	400	250	250	200	200	200,000	150,000
Risk Free	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000	5,000
CDI Médio	16,129	18,937	14,879	11,861	10,934	10,554	10,452	10,107
Infacionado	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
IGP DI	12,19	1,40	3,57	5,17	3,55	3,55	3,55	3,55
IPC - FIPE	6,57	4,53	2,50	4,28	3,50	3,50	3,50	3,50
IGP M	12,42	1,20	3,52	5,12	3,55	3,55	3,55	3,55
DÓLAR	(8,13)	(11,82)	(8,15)	11,63	1,72	1,72	1,72	1,72
DÓLAR - Médio	(4,96)	(17,09)	(10,35)	4,43	6,70	1,72	1,72	2,47
CDI Acumulado	16,17	18,99	14,99	11,91	10,99	10,63	10,57	10,21
TR	1,77	2,68	2,00	1,73	1,13	1,02	1,01	0,98
TJLP	9,81	9,75	7,83	6,12	6,00	6,00	6,00	6,00
PIB	4,90	2,30	2,70	3,50	3,75	3,75	4,00	4,00

APÊNDICE I: Financiamento de Impostos

Moeda Nacional		2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros								
Índice	TJLP							
Saldo Inicial		63.918	70.150	65.229	59.492	54.699	49.618	44.494
(+) Adições		-	-	-	-	-	-	-
Juros calculados		6.232	5.496	3.995	3.570	3.282	2.977	2.670
Juros pagos		-	-	-	-	-	-	-
Amortização		-	(10.417)	(9.732)	(8.363)	(8.363)	(8.101)	(7.577)
Saldo Final		70.150	65.229	59.492	54.699	49.618	44.494	39.586
Carência								
Contas Reserva								
TIR dos Empréstimos								
Custo da Dívida		9,7%	7,8%	6,1%	6,0%	6,0%	6,0%	6,0%

APÊNDICE J: Financiamentos Cenário 1

Fundação Pillar S/A

Empréstimos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total							
Contador							
Saldo Inicial	880.466	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870
(+) Adições	-	-	-	-	-	-	-
Juros calculados	86.358	88.530	132.435	75.780	65.885	58.999	52.004
Juros pagos	(86.358)	(88.530)	(132.435)	(75.780)	(65.885)	(58.999)	(52.004)
Amortização	-	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.738)
Saldo Final	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Carência							
Contas Reserva							
Taxa Média Real do Custo da Dívida							10,1%
Empréstimos							
Moeda Nacional	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	107% CDI						
Saldo Inicial	327.958	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451
Juros calculados	66.654	52.606	41.790	20.570	13.472	9.384	5.186
Juros pagos	(66.654)	(52.606)	(41.790)	(20.570)	(13.472)	(9.384)	(5.186)
Amortização	-	-	(153.067)	(56.393)	(35.561)	(35.486)	(35.411)
Saldo Final	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451	12.040
Custo da Dívida	20,3%	16,0%	12,7%	11,8%	11,4%	11,3%	10,9%
Moeda Estrangeira	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	7,5% Dólar						
Saldo Inicial	252.475	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386
Juros calculados	(10.902)	(1.634)	48.293	17.560	14.762	11.965	9.168
Juros pagos	10.902	1.634	(48.293)	(17.560)	(14.762)	(11.965)	(9.168)
Amortização	-	-	(62.108)	(30.327)	(30.327)	(30.327)	(30.327)
Saldo Final	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386	69.059
Custo da Dívida	-4,3%	-0,6%	19,1%	9,2%	9,2%	9,2%	9,2%
Debênture	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	9,0% IGPM						
Saldo Inicial	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Juros calculados	30.606	37.557	42.352	37.650	37.650	37.650	37.650
Juros pagos	(30.606)	(37.557)	(42.352)	(37.650)	(37.650)	(37.650)	(37.650)
Amortização	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Final	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Custo da Dívida	10,2%	12,5%	14,1%	12,5%	12,5%	12,5%	12,5%

APÊNDICE K: Financiamentos Cenário 2

Fundição Pillar S/A							
Empréstimos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total							
Contador							
Saldo Inicial	880.466	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870
(+) Adições	-	-	-	-	-	-	-
Juros calculados	79.570	81.742	125.648	69.924	60.484	54.053	47.512
Juros pagos	(79.570)	(81.742)	(125.648)	(69.924)	(60.484)	(54.053)	(47.512)
Amortização	-	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.738)
Saldo Final	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Carência							
Contas Reserva							
Taxa Média Real do Custo da Dívida							
						9,3%	
Empréstimos							
Moeda Nacional	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
Índice	107% CDI						
Saldo Inicial	327.958	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451
Juros calculados	66.654	52.606	41.790	20.570	13.472	9.384	5.186
Juros pagos	(66.654)	(52.606)	(41.790)	(20.570)	(13.472)	(9.384)	(5.186)
Amortização	-	-	(153.067)	(56.393)	(35.561)	(35.486)	(35.411)
Saldo Final	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451	12.040
Custo da Dívida	20,3%	16,0%	12,7%	11,8%	11,4%	11,3%	10,9%
Moeda Estrangeira	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
Índice	6,0% Dólar						
Saldo Inicial	252.475	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386
Juros calculados	(14.689)	(5.421)	44.506	14.704	12.362	10.019	7.677
Juros pagos	14.689	5.421	(44.506)	(14.704)	(12.362)	(10.019)	(7.677)
Amortização	-	-	(62.108)	(30.327)	(30.327)	(30.327)	(30.327)
Saldo Final	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386	69.059
Custo da Dívida	-5,8%	-2,1%	17,6%	7,7%	7,7%	7,7%	7,7%
Debênture	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
Índice	8,0% IGPM						
Saldo Inicial	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Juros calculados	27.605	34.557	39.352	34.650	34.650	34.650	34.650
Juros pagos	(27.605)	(34.557)	(39.352)	(34.650)	(34.650)	(34.650)	(34.650)
Amortização	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Final	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Custo da Dívida	9,2%	11,5%	13,1%	11,5%	11,5%	11,5%	11,5%

APÊNDICE L: Financiamentos Cenário 3

Fundação Pillar S/A

Empréstimos	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Total							
Contador							
Saldo Inicial	880.466	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870
(+) Adições	-	-	-	-	-	-	-
Juros calculados	93.145	95.317	139.223	81.635	71.286	63.945	56.495
Juros pagos	(93.145)	(95.317)	(139.223)	(81.635)	(71.286)	(63.945)	(56.495)
Amortização	-	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.738)
Saldo Final	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Carência							
Contas Reserva							
Taxa Média Real do Custo da Dívida							10,8%
Empréstimos							
Moeda Nacional	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	107% CDI						
Saldo Inicial	327.958	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451
Juros calculados	66.654	52.606	41.790	20.570	13.472	9.384	5.186
Juros pagos	(66.654)	(52.606)	(41.790)	(20.570)	(13.472)	(9.384)	(5.186)
Amortização	-	-	(153.067)	(56.393)	(35.561)	(35.486)	(35.411)
Saldo Final	327.958	327.958	174.891	118.498	82.937	47.451	12.040
Custo da Dívida	20,3%	16,0%	12,7%	11,8%	11,4%	11,3%	10,9%
Moeda Estrangeira	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	9,0%						
	Dólar						
Saldo Inicial	252.475	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386
Juros calculados	(7.115)	2.153	52.080	20.415	17.163	13.911	10.658
Juros pagos	7.115	(2.153)	(52.080)	(20.415)	(17.163)	(13.911)	(10.658)
Amortização	-	-	(62.108)	(30.327)	(30.327)	(30.327)	(30.327)
Saldo Final	252.475	252.475	190.367	160.040	129.713	99.386	69.059
Custo da Dívida	-2,8%	0,9%	20,6%	10,7%	10,7%	10,7%	10,7%
Debênture	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
Juros							
índice	10,0%						
	IGPM						
Saldo Inicial	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Juros calculados	33.606	40.558	45.353	40.650	40.650	40.650	40.650
Juros pagos	(33.606)	(40.558)	(45.353)	(40.650)	(40.650)	(40.650)	(40.650)
Amortização	-	-	-	-	-	-	-
Saldo Final	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033	300.033
Custo da Dívida	11,2%	13,5%	15,1%	13,5%	13,5%	13,5%	13,5%

APÊNDICE M: Balanço Patrimonial Cenário 1

Fundação Pillar S/A

Balanço Patrimonial em R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATIVO								
Ativo Circulante	924.908	971.342	1.074.898	1.005.438	1.055.683	1.130.976	1.214.145	1.305.718
Aplicações Financeiras	107.877	126.182	228.038	86.369	123.004	184.309	253.102	329.899
Contas a Receber	197.166	179.801	181.706	214.771	220.577	226.540	232.664	238.953
Estoques	157.831	165.712	169.520	196.455	202.115	207.938	213.930	220.094
Impostos a Recuperar	256.584	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166
Imposto de Renda Diferido	109.832	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764
Crédito Eletrobrás	63.000	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613
Outros	32.618	71.104	67.091	79.300	81.444	83.645	85.907	88.229
Ativo Permanente	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.050	763.127
Imobilizado	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.050	763.127
Diferido	-	-	-	-	-	-	-	-
Total do Ativo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.836.258	1.869.580	1.927.950	1.994.196	2.068.845
PASSIVO								
Passivo Circulante	336.041	710.239	733.530	802.522	817.282	828.204	839.129	850.442
Empréstimos e Financiamentos	98.298	-	-	-	-	-	-	-
Fornecedores	118.517	112.275	108.667	125.932	129.561	133.294	137.134	141.086
Salários	50.910	57.793	57.793	66.976	68.905	70.891	72.933	75.035
Impostos a Pagar	25.079	31.617	31.765	37.545	38.560	39.602	40.673	41.772
Dividendos a Pagar	4.276	12	14.588	27.266	35.094	37.778	40.378	43.025
Refis	-	63.918	70.150	65.229	59.492	54.699	49.618	44.494
Provisões	-	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007
Outras Contas a Pagar	38.961	176.617	182.560	211.566	217.662	223.934	230.386	237.024
Exigível a Longo Prazo	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Empréstimos e Financiamentos	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Patrimônio líquido	155.722	222.880	286.645	368.445	473.727	587.062	708.197	837.271
Capital Social	93.721	93.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721
Reserva de Reavaliação	46.618	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354
Resultados Acumulados	15.383	(110.195)	(66.430)	15.370	120.652	233.987	355.122	484.196
Total do Passivo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.836.258	1.869.580	1.927.950	1.994.196	2.068.845

APÊNDICE N: Balanço Patrimonial Cenário 2

Fundição Pillar S/A

Balanço Patrimonial em R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATIVO								
Ativo Circulante	924.908	971.342	1.074.898	1.009.918	1.063.168	1.141.414	1.227.434	1.321.726
Aplicações Financeiras	107.877	126.182	228.038	90.849	130.489	194.747	266.391	345.907
Contas a Receber	197.166	179.801	181.706	214.771	220.577	226.540	232.664	238.953
Estoques	157.831	165.712	169.520	196.455	202.115	207.938	213.930	220.094
Impostos a Recuperar	256.584	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166
Imposto de Renda Diferido	109.832	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764
Crédito Eletrobrás	63.000	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613
Outros	32.618	71.104	67.091	79.300	81.444	83.645	85.907	88.229
Ativo Permanente	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.050	763.127
Imobilizado	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.050	763.127
Diferido	-	-	-	-	-	-	-	-
Total do Ativo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.840.737	1.877.064	1.938.387	2.007.485	2.084.853
PASSIVO								
Passivo Circulante	336.041	710.239	733.530	803.642	818.313	829.201	840.091	851.362
Empréstimos e Financiamentos	98.298	-	-	-	-	-	-	-
Fornecedores	118.517	112.275	108.667	125.932	129.561	133.294	137.134	141.086
Salários	50.910	57.793	57.793	66.976	68.905	70.891	72.933	75.035
Impostos a Pagar	25.079	31.617	31.765	37.545	38.560	39.602	40.673	41.772
Dividendos a Pagar	4.276	12	14.588	28.386	36.125	38.774	41.340	43.945
Refis	-	63.918	70.150	65.229	59.492	54.699	49.618	44.494
Provisões	-	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007
Outras Contas a Pagar	38.961	176.617	182.560	211.566	217.662	223.934	230.386	237.024
Exigível a Longo Prazo	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Empréstimos e Financiamentos	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Patrimônio líquido	155.722	222.880	286.645	371.805	480.181	596.504	720.524	852.359
Capital Social	93.721	93.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721
Reserva de Reavaliação	46.618	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354
Resultados Acumulados	15.383	(110.195)	(66.430)	18.730	127.106	243.429	367.449	499.284
Total do Passivo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.840.737	1.877.064	1.938.387	2.007.485	2.084.853

APÊNDICE O: Balanço Patrimonial Cenário 3

Fundição Pillar S/A								
Balanço Patrimonial em R\$ mil	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011
ATIVO								
Ativo Circulante	924.908	971.342	1.074.898	1.000.958	1.048.198	1.120.538	1.200.856	1.289.710
Aplicações Financeiras	107.877	126.182	228.038	81.889	115.520	173.871	239.813	313.891
Contas a Receber	197.166	179.801	181.706	214.771	220.577	226.540	232.664	238.953
Estoques	157.831	165.712	169.520	196.455	202.115	207.938	213.930	220.094
Impostos a Recuperar	256.584	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166	200.166
Imposto de Renda Diferido	109.832	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764	159.764
Crédito Eletrobrás	63.000	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613	68.613
Outros	32.618	71.104	67.091	79.300	81.444	83.645	85.907	88.229
Ativo Permanente	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.051	763.127
Imobilizado	522.071	842.243	825.743	830.820	813.897	796.974	780.051	763.127
Diferido	-	-	-	-	-	-	-	-
Total do Ativo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.831.778	1.862.095	1.917.512	1.980.907	2.052.837
PASSIVO								
Passivo Circulante	336.041	710.239	733.530	801.402	816.250	827.208	838.167	849.522
Empréstimos e Financiamentos	98.298	-	-	-	-	-	-	-
Fornecedores	118.517	112.275	108.667	125.932	129.561	133.294	137.134	141.086
Salários	50.910	57.793	57.793	66.976	68.905	70.891	72.933	75.035
Impostos a Pagar	25.079	31.617	31.765	37.545	38.560	39.602	40.673	41.772
Dividendos a Pagar	4.276	12	14.588	26.147	34.063	36.782	39.416	42.105
Refis	-	63.918	70.150	65.229	59.492	54.699	49.618	44.494
Provisões	-	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007	268.007
Outras Contas a Pagar	38.961	176.617	182.560	211.566	217.662	223.934	230.386	237.024
Exigível a Longo Prazo	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Empréstimos e Financiamentos	955.216	880.466	880.466	665.291	578.571	512.683	446.870	381.132
Patrimônio líquido	155.722	222.880	286.645	365.085	467.274	577.620	695.870	822.184
Capital Social	93.721	93.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721	113.721
Reserva de Reavaliação	46.618	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354	239.354
Resultados Acumulados	15.383	(110.195)	(66.430)	12.010	114.199	224.545	342.795	469.109
Total do Passivo	1.446.979	1.813.585	1.900.641	1.831.778	1.862.095	1.917.512	1.980.907	2.052.837

APÊNDICEP: Fluxo do Projeto Cenário 1

Fluxo do Projeto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(56.185)	(72.315)	(77.846)	(83.204)	(88.657)	-
Lucro Operacional	165.221	229.508	216.924	214.905	213.021	210.997	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	204.275	230.977	228.887	226.931	224.834	2.382.955
VP dos Fluxos (1)	162.319	161.589	162.503	143.224	126.295	111.288	1.049.067
Soma VP dos Fluxos (1)	1.916.284						
Dívida Bruta	(880.466)						
Caixa	126.182						
VPL (1)	1.162.000						
Taxa de desconto	12,4%						

Fluxo de Dividendos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(56.185)	(72.315)	(77.846)	(83.204)	(88.657)	-
Lucro Operacional	165.221	229.508	216.924	214.905	213.021	210.997	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	204.275	230.977	228.887	226.931	224.834	
Amortizações	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.813)	
Redução do Caixa Existente	-	228.038	86.369	-	-	-	
Despesa Financeira	(122.000)	(142.167)	(84.143)	(74.248)	(67.100)	(59.581)	
Fluxo de Caixa Para o Acionista	60.503	74.971	146.483	88.751	94.018	99.440	524.589
VP dos Fluxos (1)	49.611	50.406	80.757	40.120	34.850	30.224	130.738
Soma VP dos Fluxos (1)	416.706						
VPL (1)	416.706						
Taxa de desconto	22,0%						

APÊNDICE Q: Fluxo do Projeto Cenário 2

Fluxo do Projeto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(58.493)	(74.440)	(79.899)	(85.185)	(90.553)	-
Lucro Operacional	165.221	227.200	214.799	212.853	211.039	209.101	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	201.967	228.852	226.835	224.949	222.937	3.376.120
VP dos Fluxos (1)	164.264	163.616	166.868	148.868	132.877	118.528	1.615.577
Soma VP dos Fluxos (1)	2.510.597						
Dívida Bruta	(880.466)						
Caixa	126.182						
VPL (1)	1.756.313						
Taxa de desconto	11,1%						

Fluxo de Dividendos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(58.493)	(74.440)	(79.899)	(85.185)	(90.553)	-
Lucro Operacional	165.221	227.200	214.799	212.853	211.039	209.101	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	201.967	228.852	226.835	224.949	222.937	
Amortizações	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.813)	
Redução do Caixa Existente	-	228.038	90.849	-	-	-	
Despesa Financeira	(122.000)	(135.380)	(78.287)	(68.847)	(62.154)	(55.089)	
Fluxo de Caixa Para o Acionista	60.503	79.450	154.694	92.100	96.982	102.035	735.079
VP dos Fluxos (1)	51.109	56.693	93.246	46.896	41.714	37.073	225.614
Soma VP dos Fluxos (1)	552.345						
VPL (1)	552.345						
Taxa de desconto	18,4%						

APÊNDICE R: Fluxo do Projeto Cenário 3

Fluxo do Projeto	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(53.878)	(70.190)	(75.794)	(81.222)	(86.761)	-
Lucro Operacional	165.221	231.816	219.049	216.958	215.003	212.894	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	206.582	233.101	230.940	228.913	226.730	1.802.477
VP dos Fluxos (1)	159.980	158.739	157.011	136.358	118.480	102.868	716.862
Soma VP dos Fluxos (1)	1.550.297						
Dívida Bruta	(880.466)						
Caixa	126.182						
VPL (1)	796.013						
Taxa de desconto	14,1%						

Fluxo de Dividendos	2006	2007	2008	2009	2010	2011	Perpetuidade
EBIT	195.282	285.693	289.239	292.751	296.225	299.654	-
Impostos s/ EBIT	(30.061)	(53.878)	(70.190)	(75.794)	(81.222)	(86.761)	-
Lucro Operacional	165.221	231.816	219.049	216.958	215.003	212.894	-
Depreciação/Amortização	55.000	56.411	56.411	56.411	56.411	56.411	-
Investimento	(38.500)	(61.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	(39.487)	-
Capital de Giro	782	(20.156)	(2.871)	(2.941)	(3.013)	(3.087)	-
Fluxo de Caixa do Projeto (1)	182.503	206.582	233.101	230.940	228.913	226.730	
Amortizações	-	(215.175)	(86.720)	(65.888)	(65.813)	(65.813)	
Redução do Caixa Existente	-	228.038	81.889	-	-	-	
Despesa Financeira	(122.000)	(148.955)	(89.998)	(79.649)	(72.046)	(64.072)	
Fluxo de Caixa Para o Acionista	60.503	70.491	138.272	85.403	91.054	96.845	378.437
VP dos Fluxos (1)	47.606	43.642	67.359	32.735	27.462	22.982	70.663
Soma VP dos Fluxos (1)	312.450						
VPL (1)	312.450						
Taxa de desconto	27,1%						

