

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)

DIEGO WAGNER GARCIA VIALE

AVALIAÇÃO DA MARCOPOLO S.A.

PORTO ALEGRE

2007

Diego Wagner Garcia Viale

AVALIAÇÃO DA MARCOPOLO S.A.

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Orientador: Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner

PORTO ALEGRE

2007

Diego Wagner Garcia Viale

AVALIAÇÃO DA MARCOPOLO S.A.

Trabalho de conclusão de curso de graduação apresentado ao Departamento de Ciências Administrativas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul, como requisito parcial para a obtenção do grau de Bacharel em Administração.

Conceito final
Aprovado em dede

BANCA EXAMINADORA

Orientador – Prof. Dr. Gilberto de Oliveira Kloeckner – UFRGS

Porto Alegre

2007

AGRADECIMENTOS

Ao analista de investimentos Júlio Green Machado, pelo conhecimento que me passou durante meu estágio na Corretora Geral de Valores e Câmbio Ltda., e pelo auxílio fornecido durante a realização do presente trabalho.

À empresa Marcopolo S.A., por aceitar que a tivesse como tema e por colaborar através das informações que colocou à minha disposição para o alcance dos objetivos que me propus alcançar.

Ao professor Gilberto de Oliveira Kloeckner, pela orientação.

SUMÁRIO

| | | |
|---------------|---|----|
| 1. | INTRODUÇÃO | 1 |
| 1.1. | DEFINIÇÃO DO PROBLEMA | 2 |
| 1.2. | OBJETIVO GERAL | 5 |
| 1.3. | OBJETIVOS ESPECÍFICOS | 5 |
| 2. | A EMPRESA | 6 |
| 2.1. | HISTÓRIA | 6 |
| 2.2. | UNIDADES PRODUTIVAS | 10 |
| 2.2.1. | Unidades Produtivas no Brasil | 11 |
| 2.2.2. | Unidades Produtivas no Exterior | 11 |
| 2.3. | ESTRUTURA ORGANIZACIONAL | 13 |
| 2.4. | ESTRUTURA SOCIETÁRIA | 14 |
| 3. | PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS | 15 |
| 3.1. | AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS..... | 16 |
| 3.2. | AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO | 17 |
| 3.2.1. | Taxa de Desconto | 20 |
| 3.2.2. | Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado | 24 |
| 3.2.3. | Avaliação de Empresas em Mercados Emergentes | 25 |
| 3.3. | MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO | 28 |
| 4. | O SETOR DE ÔNIBUS | 29 |
| 4.1. | MERCADO INTERNO..... | 32 |
| 5. | DESEMPENHO RECENTE | 34 |
| 5.1. | PRODUÇÃO E VENDAS | 34 |

| | | |
|---------------|--|-----------|
| 5.2. | RECEITA LÍQUIDA | 36 |
| 5.3. | CUSTOS | 38 |
| 5.4. | LUCRO BRUTO | 38 |
| 5.5. | DESPESAS OPERACIONAIS | 39 |
| 5.6. | RESULTADO FINANCEIRO | 39 |
| 5.7. | GERAÇÃO OPERACIONAL DE CAIXA – EBIT E EBITDA | 41 |
| 5.8. | LUCRO LÍQUIDO | 42 |
| 5.9. | ENDIVIDAMENTO | 43 |
| 5.10. | INVESTIMENTOS/IMOBILIZAÇÕES | 44 |
| 5.11. | POLÍTICA DE DIVIDENDOS E JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO | 45 |
| 6. | MARCOPOLO E O MERCADO DE CAPITAIS | 48 |
| 6.1. | GOVERNANÇA CORPORATIVA..... | 49 |
| 7. | PERSPECTIVAS | 52 |
| 7.1. | PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS | 52 |
| 7.2. | PERSPECTIVAS PARA A COMPANHIA..... | 54 |
| 7.2.1. | Rússia | 55 |
| 7.2.2. | Índia..... | 55 |
| 7.3. | RISCOS RELATIVOS À COMPANHIA | 56 |
| 8. | AVALIAÇÃO DA COMPANHIA | 60 |
| 8.1. | PREMISSAS MACROECONÔMICAS | 60 |
| 8.2. | PREMISSAS DE VENDAS | 61 |
| 8.2.1. | Mercado Interno | 61 |
| 8.2.2. | Mercado Externo | 62 |
| 8.2.3. | Preços | 62 |

| | | |
|---------------|---|-----------|
| 8.2.4. | Outras Receitas | 63 |
| 8.3. | PREMISSAS DE CUSTOS | 63 |
| 8.4. | DESPESAS OPERACIONAIS | 64 |
| 8.5. | RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS | 64 |
| 8.6. | INVESTIMENTOS E DEPRECIAÇÃO/AMORTIZAÇÃO | 65 |
| 8.7. | DRE PROJETADO DA COMPANHIA | 65 |
| 8.8. | BALANÇO PATRIMONIAL..... | 67 |
| 8.9. | FLUXO DE CAIXA | 69 |
| 8.10. | FLUXO DE CAIXA LIVRE | 70 |
| 8.11. | TAXA DE DESCONTO | 71 |
| 8.12. | PERPETUIDADE | 72 |
| 8.13. | VALOR DA EMPRESA | 72 |
| 9. | CONCLUSÕES | 73 |
| 10. | REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS | 74 |

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

| | |
|--|-----------|
| Figura 1 - Desempenho Acionário da Marcopolo PN entre Março/2005 e Março/2006 | 3 |
| Quadro 1 - Concorrentes e Produtos | 29 |
| Figura 2 - Investimentos x Depreciação | 44 |
| Figura 3 - Remuneração Bruta do Acionista..... | 45 |
| Figura 4 – <i>Dividend Payout</i>..... | 46 |
| Figura 5 - <i>Dividend Yield</i>..... | 47 |
| Figura 6 - Desempenho Acionário da Marcopolo PN entre Dezembro/2005 e Dezembro/2006 | 48 |

LISTA DE TABELAS

| | |
|---|----|
| Tabela 1 - Estrutura Organizacional | 13 |
| Tabela 2 - Estrutura Societária..... | 14 |
| Tabela 3 - Produção Brasileira de Carrocerias (unidades) | 32 |
| Tabela 4 - Destino da Produção Brasileira de Carrocerias/Ônibus (Mercado Interno – unidades)..... | 33 |
| Tabela 5 - Destino da Produção Brasileira de Carrocerias/Ônibus (Mercado Externo – unidades)..... | 33 |
| Tabela 6 - Produção Mundial Consolidada - Marcopolo (unidades)..... | 34 |
| Tabela 7 – Produção Mundial da Marcopolo (unidades) | 35 |
| Tabela 8 - Participação na Produção Brasileira - Marcopolo/Ciferal (%) | 36 |
| Tabela 9 - Receita Líquida Total Consolidada - Por Produtos e Mercados (R\$ Mil)..... | 37 |
| Tabela 10 - Lucro Bruto (R\$ mil) e Margem Bruta (%)..... | 38 |
| Tabela 11 - Resultado Financeiro Líquido (R\$ Mil)..... | 40 |
| Tabela 12 - Aplicações Financeiras (R\$ mil)..... | 40 |
| Tabela 13 - EBIT e EBITDA (R\$ mil) | 41 |
| Tabela 14 - Margens EBIT e EBITDA (%) | 42 |
| Tabela 15 - Lucro Líquido (R\$ mil) e Margem Líquida (%) | 42 |
| Tabela 16 - Caixa e Bancos (R\$ mil) | 57 |
| Tabela 17 - Contas a Receber de Clientes (R\$ mil)..... | 57 |
| Tabela 18 - Empréstimos e Financiamentos (R\$ mil) | 58 |
| Tabela 19 - Projeções Macroeconômicas | 60 |
| Tabela 20 – Dólar Médio | 61 |
| Tabela 21 - DRE Projetado | 66 |

| | |
|--|-----------|
| Tabela 22 - Balanço Patrimonial Projetado..... | 67 |
| Tabela 23 - Fluxo de Caixa Projetado..... | 69 |
| Tabela 24 - Fluxo de Caixa Livre Projetado..... | 70 |

1. INTRODUÇÃO

O mercado de capitais é de extrema importância para a economia de um país, especialmente para aqueles que estão em desenvolvimento, já que funciona como um canalizador das poupanças interna e externa e é fundamental para o desenvolvimento das empresas. Nos últimos anos, o mercado acionário brasileiro tem registrado forte crescimento (valorização de 97,3%, 17,8%, 27,7% e 32,9% do Ibovespa nos anos de 2003, 2004, 2005 e 2006, respectivamente, segundo dados divulgados no *site* da Bolsa de Valores de São Paulo), com significativo aumento do fluxo de capital proveniente de investidores estrangeiros, institucionais e pessoas físicas. Diversos fatores contribuem para isso: crescimento mundial, liquidez internacional, bons fundamentos da política econômica brasileira, entre outros. Tal cenário contribui não apenas para o aumento do fluxo de investimentos, pois também estimula as empresas a abrirem capital, captando, através de ofertas públicas de ações, os recursos necessários para a expansão de seus negócios.

Conforme artigo divulgado na Revista Bovespa (2007), muitos gestores de investimentos projetam boa rentabilidade ao mercado acionário brasileiro para os próximos anos, baseando-se na continuidade da queda da taxa de juros, inflação sob controle e crescimento econômico. Considerando esse cenário, os grandes grupos financeiros do país perceberam as oportunidades e colocaram o mercado de ações no centro de suas estratégias em 2007. Desse modo, procuram-se empresas e setores com bons fundamentos e potencial de crescimento.

No ano de 2005, as empresas fabricantes de carrocerias para ônibus tiveram um ano turbulento. Por um lado, observou-se o crescimento da demanda no mercado externo. O segmento de urbanos foi o de maior crescimento, beneficiado principalmente pelo Projeto Transantiago, no Chile, o qual demandou em torno de 1.600 unidades. Por outro lado, a retração ocorrida no mercado doméstico e o reflexo do aumento dos custos dos insumos de produção ocorrido no final de 2004 prejudicaram o desempenho das empresas. Além disso, as empresas exportadoras do setor depararam-se com a

significativa queda do dólar, o que impactou de forma negativa a receita das mesmas. Observando-se o desempenho das ações da Marcopolo no ano citado, verifica-se significativa queda do valor de mercado da empresa, refletindo o cenário resumidamente explicitado.

No ano seguinte, de acordo com a empresa Marcopolo, a continuidade da apreciação cambial prejudicou as empresas exportadoras do setor, o que resultou na perda de mercados – Oriente Médio, por exemplo – e num redirecionamento das vendas para o mercado doméstico. Os segmentos de urbanos e micros foram os que registraram maior crescimento. Com relação aos urbanos, o melhor desempenho teve origem no mercado interno, ao contrário do que havia ocorrido em 2005.

Quanto às expectativas para o setor, deve-se levar em conta diversos fatores: câmbio, crescimento econômico brasileiro e mundial, preço dos insumos, condições de financiamentos, entre outros. É de grande relevância identificar a tendência do setor para a montagem de um cenário futuro que possibilite a correta avaliação das empresas que o compõe.

Considerando as boas perspectivas para o mercado acionário brasileiro, é relevante saber quais empresas possuem maior potencial de valorização, ou seja, quais organizações têm maior capacidade de gerar riqueza aos seus acionistas. Aliando o bom momento do mercado com boas escolhas de investimento em empresas, aumentamos as chances de se alcançar um bom retorno dos investimentos realizados no mercado de capitais.

1.1. DEFINIÇÃO DO PROBLEMA

A Marcopolo é uma empresa que tem como atividade a fabricação de carrocerias para ônibus – modelos rodoviários, urbanos, micros e minis. A organização conta,

atualmente, com 39% de *market share* no Brasil e destina grande parte de sua produção ao mercado externo.

No ano de 2005, as ações preferenciais da empresa, que são negociadas na Bovespa (Bolsa de Valores de São Paulo), sofreram queda de 14,9%, refletindo o cenário adverso enfrentado pela empresa, com queda expressiva do dólar, perda de *market share* no Brasil, entre outros. Já em 2006, as ações da empresa tiveram forte evolução, com aumento de 104,5% no valor. A forte valorização deveu-se à melhora do desempenho operacional da companhia após os fracos resultados em 2005. Além disso, as expectativas dos investidores para a empresa são favoráveis.

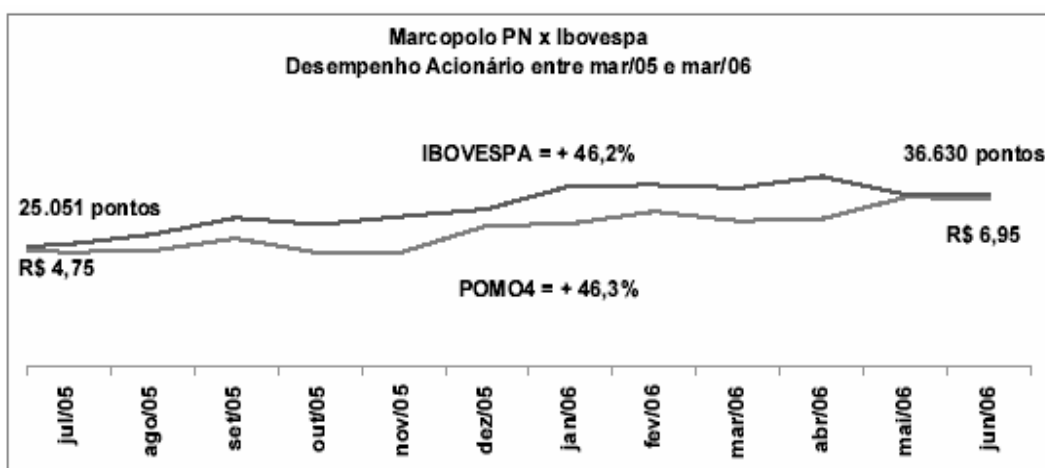


Figura 1 - Desempenho Acionário da Marcopolo PN entre Março/2005 e Março/2006

Fonte: Marcopolo

Apesar do cenário atual e da recuperação apresentada pelas ações da empresa, analistas, gestores de fundos e investidores preocupam-se em saber se as ações da organização representam um bom investimento no longo prazo. Para tanto, os analistas estudam e utilizam diversos métodos para avaliar se o investimento será lucrativo ou não.

Uma forma de análise é o uso de índices financeiros, os quais servem para comparar empresas do mesmo setor. Dessa forma, analistas calculam índices de

solvência, rentabilidade e de valor de mercado e, por meio da comparação entre indicadores de empresas do mesmo setor, determinam quais organizações são as mais atrativas para investimento.

Outra forma de avaliação é o método do Fluxo de Caixa Descontado. Segundo Copeland (2002), primeiramente faz-se uma estimativa dos fluxos de caixa futuros da empresa, os quais, num segundo momento, são descontados a uma taxa que reflita o grau de risco. A soma desses fluxos descontados resulta no valor da empresa.

Um problema da avaliação por indicadores é que os múltiplos de ganhos são calculados com base em lucros contábeis, desconsiderando os fluxos de caixa, os quais são usados para investimentos que adicionarão valor à empresa no futuro. Além disso, a avaliação por meio de indicadores não contempla projeções quanto aos resultados da organização no longo prazo, de forma que foca basicamente o curto prazo.

Considerando as ineficiências da avaliação por meio dos indicadores, a Marcopolo será avaliada pelo método FCD (Fluxo de Caixa Descontado). Entretanto, ambos os métodos serão mais bem explicados durante o trabalho, com o intuito tornar mais claros os motivos que fazem da avaliação por meio do DCF a mais importante e confiável.

Este trabalho baseia-se na seguinte questão: as ações da Marcopolo representam um bom investimento? Essa pergunta só pode ser respondida por meio da avaliação da empresa. Desse modo, avaliando a Marcopolo, espera-se contribuir na decisão quanto à compra ou não das ações da empresa. Portanto, este trabalho destina-se aos investidores que seguem a linha fundamentalista, analistas de mercado e gestores de fundos e de carteiras de investimentos, que buscam obter um retorno satisfatório de suas aplicações sem incorrer em grandes riscos. Espera-se que o resultado a ser obtido auxilie os já citados na tomada de decisão.

1.2. OBJETIVO GERAL

Avaliar a empresa Marcopolo de forma a encontrar o seu valor justo de mercado e, conseqüentemente, o retorno esperado pela aquisição de suas ações.

1.3. OBJETIVOS ESPECÍFICOS

- a) Realizar uma revisão dos métodos de análise tradicionalmente utilizados e escolher o melhor deles para avaliar a empresa;
- b) Coletar dados sobre a empresa e o setor no qual atua e dados macroeconômicos, que servirão de subsídio para a avaliação da empresa;
- c) Projetar os resultados operacionais e financeiros futuros da organização de modo a encontrar o seu valor justo de mercado.

Primeiramente, realizar-se-á uma breve apresentação da organização. Após, será feita uma revisão dos métodos de avaliação tradicionalmente utilizados, com a escolha do mais adequado. A seguir, será realizada uma análise do setor de ônibus no mundo e no Brasil e do desempenho recente da Marcopolo, de modo a coletar dados que serão utilizados nas projeções de resultados da empresa. Por último, far-se-á a avaliação da Marcopolo, encontrando-se o preço justo a ser pago pelas ações da empresa em dezembro de 2007.

2. A EMPRESA

A Marcopolo é uma empresa fabricante de carrocerias para ônibus e componentes. Com uma capacidade de produção de 110 ônibus/dia, a Companhia é hoje líder no mercado brasileiro e uma das maiores fabricantes de carrocerias para ônibus do mundo. Sua linha de produtos abrange os grupos de rodoviários, urbanos, micros, minis e os veículos da linha Volare.

2.1. HISTÓRIA

A Marcopolo S.A. foi fundada no dia 6 de agosto de 1949, em Caxias do Sul, Rio Grande do Sul (RS), sob a denominação Nicola & Cia Ltda. As operações da empresa envolviam a produção de carrocerias e a pintura e chapeação de automóveis. A produção era artesanal, não havia chassis para ônibus e a madeira era a principal matéria-prima. A produção de uma carroceria podia durar até 90 dias.

Em 1953, a Marcopolo iniciou a produção de estruturas de aço, as quais traziam a vantagem de reduzir o peso dos veículos. As novas estruturas e o surgimento de chassis especiais para ônibus na metade daquela década agilizaram o processo produtivo. Vale ressaltar os efeitos benéficos da política “crescer 50 anos em 5” do presidente Juscelino Kubitschek, a qual estimulou a indústria automotiva do país. Em 1954, a Marcopolo transformou-se numa empresa de capital aberto e sua denominação foi alterada para Carrocerias Nicola S.A. No mesmo ano, a empresa deu início à construção de uma nova fábrica, concluída em 1957, quando a empresa iniciava a fabricação de ônibus com chassi brasileiro.

Em 1960, a empresa já produzia 240 unidades/ano. Por meio da atualização dos processos produtivos e da implantação de programas de treinamento, a Marcopolo duplicou sua produção até o final da década de 1950. Além disso, a reestruturação de todo o sistema de fabricação de carrocerias trouxe benefícios como a maior durabilidade, resistência, segurança e economia dos produtos. Em 1961, a empresa celebrou seu primeiro contrato de exportação, com a *Compañia Omnibus Pando*, do Uruguai. Em 1963, a Marcopolo exportou pela primeira vez para o Paraguai.

No ano de 1967, a família Nicola retirou-se da empresa. No ano seguinte, a empresa alcançou grande sucesso com o ônibus Marcopolo, o qual fora produzido com modernas técnicas e avançado *design*. Em 1966, a empresa conquistou o “*Gran Premio*” na classe de veículos motorizados, concedido pela Feira Internacional de Santiago, no Chile. Já em 1970, a Marcopolo adquiriu a Carrocerias Elizário, montadora porto-alegrense.

Como consequência do sucesso do modelo Marcopolo, a empresa alterou, em 1971, sua denominação para Marcopolo S.A. Carrocerias e Ônibus. Nessa época, a companhia deu início à exportação de unidades completamente desmontadas (*Completely Knocked Down – CKD*), conjugada com o fornecimento de tecnologia para a Venezuela.

No ano seguinte, teve início a fabricação de microônibus com o modelo Marcopolo Jr. O sucesso do modelo levou a companhia a receber o prêmio “Distinção Indústria” da Fiergs – Federação das Indústrias do Estado do Rio Grande do Sul. Em 1974, a Marcopolo foi contemplada com o “Prêmio Exportação” da ADVB – Associação dos Dirigentes de Marketing e Vendas do Brasil. No mesmo ano, a companhia passou a exportar tecnologia e carrocerias desmontadas para a Gana, África. Em 1974, a empresa adquiriu a Nimbus, fabricante de carrocerias localizada em Caxias do Sul. No ano seguinte, enviou técnicos ao Equador para a montagem de carrocerias urbanas. Em 1978, as ações da companhia estrearam na Bovespa. No final da década de 70, a empresa instalou uma unidade em Betim, Minas Gerais (MG).

No ano de 1981 a companhia inaugurou a unidade Ana Rech em Caxias do Sul, a qual centralizou a produção de ônibus. No ano seguinte, devido a uma crise nacional,

o setor foi prejudicado, afetando negativamente as vendas e a produção. Em 1984, foram suspensas as atividades fabris em Minas Gerais. Na segunda metade da década, a empresa passou a utilizar técnicas japonesas de administração e produção nas suas unidades fabris. Já em 1987, foi inaugurada a MVC Componentes Plásticos, em São José dos Pinhais, Paraná (PR). No início, o objetivo da MVC era a produção de peças e componentes plásticos para a Marcopolo, conforme a estratégia da empresa de garantir tecnologia própria e inovadora. Mais tarde, a MVC passou a produzir uma grande quantidade de produtos para diversas indústrias. Em 1988, a companhia passou a exportar microônibus para o mercado norte-americano.

No que diz respeito a prêmios e certificações, a companhia recebeu, em 1983, o prêmio “Os Bem Sucedidos” da revista Bolsa. Dois anos depois, a empresa recebeu o certificado “As Maiores do Transporte” da Editora TM Ltda. Em 1986, a empresa foi contemplada pela segunda vez com o prêmio “Distinção Indústria” da Fiergs.

Em 1991, a companhia constituiu a Marcopolo Indústria de Carroçarias em Coimbra, Portugal, ingressando no Mercado Comum Europeu e dando início ao seu processo de internacionalização. Além disso, inaugurou a primeira Escola de Formação Profissional Marcopolo. No ano seguinte, a denominação social da empresa foi alterada para Marcopolo S.A. Na mesma época, foi celebrado contrato de exportação e venda de tecnologia com a empresa *Dina Autobuses*, do México.

Na metade da década de 1990, a companhia encaminhou registro no programa ADR's (*American Depositary Receipts*) em Nível 1. Na mesma época, a companhia produziu seu primeiro ônibus de dois andares para o mercado rodoviário. Em 1996, a empresa instituiu o programa ADR's Nível 1 e recebeu a certificação internacional ISO 9002 e, um ano depois, a ISO 9001.

Em 1998, a empresa inaugurou a Marcopolo Latinoamérica em Rio Cuarto, Córdoba, Argentina. No mesmo período, a empresa chegou à marca de 100 mil ônibus produzidos. No ano seguinte, comemoração do 50º aniversário da companhia, foi constituída a Polomex S.A. em Aguascalientes, México. Além disso, a empresa adquiriu 50% das cotas sociais da empresa Ciferal, localizada em Duque de Caxias, Rio de

Janeiro (RJ), uma das maiores concorrentes, assim como seu controle administrativo produtivo.

Quanto às premiações na década de 90, a companhia recebeu, em 1992, pela segunda vez, o “Prêmio Exportação” da ADVB. No ano seguinte, a empresa foi contemplada com o diploma de “Empresa do Ano”, da revista Exame e, em 1994, recebeu o prêmio “Destaque Empresarial” da Federasul – Federação das Associações Comerciais do Rio Grande do Sul. No mesmo ano, a companhia integrou a lista das “100 Melhores Pequenas Empresas do Mundo” da Revista Forbes. Em 1996 e 1999, a Marcopolo foi contemplada pela terceira e quarta vez com o prêmio “Distinção Indústria” da Fiergs.

No ano 2000, a companhia constituiu as empresas Superpolo S.A., em Bogotá, Colômbia, e Marcopolo South Africa, em Pietesburg, África do Sul. A Superpolo foi criada no contexto do projeto Transmilênio – sistema de transporte coletivo desenvolvido para solucionar os problemas de transporte em Bogotá. A *joint venture* foi formada com a *Carrocerias Superior* (ou *Superbus*), maior fabricante de carrocerias da Colômbia. Na África, a empresa constituiu uma *joint venture* com a *Scania South Africa Pty Ltd*. A parceria visava o fornecimento de tecnologia e gestão industrial na produção de ônibus urbano. Em 2001, a Ciferal tornou-se uma empresa controlada exclusivamente pela Marcopolo. No mesmo ano, a empresa iniciou um projeto de transferência de tecnologia com a cidade de Changzson, na China. O projeto foi celebrado por um contrato de 5 anos. Além disso, a Companhia transferiu as instalações da Polomex para Monterrey, no México, e as da Marcopolo South Africa para Johannesburgo. Ainda em 2001, foi constituído o CEMEC – Centro Marcopolo de Educação Corporativa.

A adesão da empresa ao Nível 2 de Governança Corporativa ocorreu em 2002. Dois anos depois, inaugurou nova linha de montagem da unidade Ana Rech, em Caxias do Sul, RS. Além disso, a companhia sofreu uma reestruturação em 4 unidades de negócios independentes: Negócio Ônibus, com as marcas Marcopolo e Ciferal; Negócio LCV, com a marca Volare; Negócio Peças e Componentes, com as marcas já consagradas; e Negócio Produtos Plásticos, com a marca MVC.

A companhia ficou, em 2003, no quarto lugar entre as “10 Mais” do Guia Exame – As Melhores Empresas Para Você Trabalhar. Além disso, a empresa integrou, de 1999 a 2003, a lista do “Guia Exame das 100 Melhores”. Recebeu, em 2004, o troféu “*Busbuilder of the year*” na *Busworld*, Bélgica. No mesmo ano, a companhia figurou novamente como uma das “100 Melhores Empresas Para Você Trabalhar no Brasil” e integrou a lista “As 100 Melhores Empresas Para Trabalhar na América Latina”.

2.2. UNIDADES PRODUTIVAS

A fabricação de carrocerias é realizada em oito unidades fabris, além das instalações das *joint ventures* na Rússia e Índia. No Brasil, a produção é realizada em três unidades, duas localizadas no Rio Grande do Sul e outra no Rio de Janeiro. No exterior, a companhia possui unidades fabris no México, Colômbia, Portugal, África do Sul e Argentina (atualmente desativada). Além disso, a Marcopolo controla a MVC (fabricante de componentes plásticos), a qual possui três unidades fabris no Brasil e uma no México.

A maior parte da produção da companhia é realizada no Brasil. Parte dessa produção é exportada das seguintes formas: CBU (*completely built unit*) – veículo completo (carroceria e chassi); PKD (*partially knocked down*) – carroceria totalmente montada, porém sem chassi; SKD (*semi knocked down*) – carroceria montada parcialmente; e CKD (*completely knocked down*) – carroceria completamente desmontada, sem chassi. Nos subitens a seguir são colocadas algumas características das unidades fabris da empresa.

2.2.1. Unidades Produtivas no Brasil

- a) Marcopolo S.A. Unidade Planalto: localiza-se no bairro Planalto, em Caxias do Sul, RS. Essa unidade centraliza a fabricação de microônibus e veículos leves. A capacidade de produção é de 4.800 unidades/ano.
- b) Marcopolo Unidade S.A. Unidade Ana Rech: localiza-se no bairro Ana Rech em Caxias do Sul, RS. Produz ônibus rodoviários e urbanos. Sua capacidade de produção é de 5.000 unidades/ano.
- c) Ciferal Indústria de Ônibus Ltda.: localiza-se em Duque de Caxias, RJ. Produz ônibus e microônibus destinados ao transporte de passageiros em centros urbanos. Sua capacidade de produção é de 3.000 unidades/ano.
- d) MVC Componentes Plásticos Ltda.: suas fábricas localizam-se em Caxias do Sul, RS, São José dos Pinhais, PR, e Catalão, GO. Produz componentes plásticos.

2.2.2. Unidades Produtivas no Exterior

- a) Marcopolo Indústria de Carroçarias S.A.: localizada na cidade de Coimbra, Portugal. Produz ônibus rodoviários e urbanos e microônibus. A capacidade de produção é de 250 unidades/ano. Exporta para países como Bélgica, Holanda, Inglaterra, Islândia, Escócia, França, Espanha.
- b) Marcopolo South Africa: localizada em Johannesburgo, África do Sul. Produz ônibus rodoviários e urbanos e microônibus. Sua capacidade de produção é de 700 unidades/ano.

- c) Polomex S.A. de CV: localiza-se em Monterrey, no México. Produz ônibus rodoviários e urbanos e microônibus. Sua capacidade de produção é de 2.000 unidades/ano.
- d) Poloplast Componentes S.A. de CV: localiza-se na cidade de Monterrey, no México. Produz componentes plásticos.
- e) Superpolo S.A.: localiza-se na zona industrial ao sul de Bogotá, Colômbia. Produz ônibus rodoviários e urbanos, microônibus e miniônibus. Sua capacidade de produção é de 2.800 unidades/ano.

Além das unidades acima expostas, a companhia formou duas *joint ventures* no exterior. Na Rússia, a empresa firmou contrato com a Ruspromauto, maior montadora russa de veículos. Na Índia, a parceria foi firmada com a Tata Motors Limited. As duas *joint ventures* serão detalhadas no sétimo capítulo, que versa sobre as perspectivas da companhia.

A organização trabalha com outras 4 marcas: Ciferal, Volare, MVC e Moneo. Adquirida em 2001, a Ciferal produz veículos para transporte coletivo de passageiros em centros urbanos. A Volare surgiu em 1998 e tem como foco a produção de miniônibus. As carrocerias da companhia são utilizadas sobre chassis produzidos pelas montadoras. Entretanto, a empresa, por meio da Volare, produz unidades completas de miniônibus. Já a MVC está voltada para a produção de produtos plásticos para os mercados automotivo e veicular, indústria leve, infra-estrutura e construção civil. Quanto ao Banco Moneo, atua no mercado financeiro nacional, nas carteiras de investimentos, arrendamento mercantil e crédito, financiamento e investimento. O banco foi constituído com o objetivo de reduzir a dependência dos clientes da Marcopolo por financiamento de terceiros.

2.3. ESTRUTURA ORGANIZACIONAL

Conforme mostra o quadro a seguir, a companhia possui 100% do capital social de suas controladas, com exceção da Polomex (México). Na empresa mexicana, a participação é de 74%.

Tabela 1 - Estrutura Organizacional

| Controladas | Participação (%) | |
|--|-------------------------|-----------------|
| | Direta | Indireta |
| Banco Moneo S.A | - | 100,00 |
| Brasa Middle East FZE (1) | - | 100,00 |
| Ciferal Indústria de Ônibus Ltda. | 99,99 | 0,01 |
| Ilmot International Corporation S.A. (1) | 100,00 | - |
| Laureano S.A. (1) | - | 100,00 |
| Marcopolo Auto Components Co. (1) | 100,00 | - |
| Marcopolo Indústria de Carroçarias S.A. (1) | - | 100,00 |
| Marcopolo International Corp. (1) | - | 100,00 |
| Marcopolo Latinoamérica S.A. (1) | 99,99 | 0,01 |
| Marcopolo Of América (1) | - | 100,00 |
| Marcopolo South Africa Pty Ltd (1) | - | 100,00 |
| Marcopolo Trading S.A. | 99,99 | 0,01 |
| Moneo Investimentos S.A. | 100,00 | - |
| MVC Componentes Plásticos Ltda. | 99,99 | 0,01 |
| Polo Serviços em Plásticos Ltda. | 99,00 | 1,00 |
| Polomex S.A. de C.V. (1) | 3,61 | 70,39 |
| Poloplast Componentes S.A. de C.V. (1) | - | 100,00 |
| Pólo Plastic Component (1) | - | 50,00 |
| Russkie Avtobusi Marcopolo (1) | - | 50,00 |
| Superpolo S.A. (1) | - | 50,00 |
| Syncroparts Com. e Dist. de Peças Ltda. | 99,99 | 0,01 |
| Fundos de Investimentos Exclusivos | | |
| Fundo de Investimento Paradiso Multimercado | 100 | - |
| Fundo de Investimento Renda Fixa Andare | 100 | - |
| Gran – Vialle Fundo de Investimento Multimercado | 100 | - |
| FIDC – Marcopolo Financeiro | 100 | - |

(1) Controladas no exterior

Fonte: Marcopolo

2.4. ESTRUTURA SOCIETÁRIA

Atualmente, a companhia tem um capital social de R\$ 450 milhões dividido em 224.225.021 ações – 85.406.436 ordinárias e 138.818.585 preferenciais, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal.

Tabela 2 - Estrutura Societária

| Item | Nome/ Razão Social: | Ações Ordinárias (Milhares): | Percentual: | Ações Preferenciais (Milhares): | Percentual: | Ações/ Cotas Total (Milhares): | Percentual: |
|------|---------------------------------------|------------------------------|----------------|---------------------------------|----------------|--------------------------------|----------------|
| 1 | PAULO PEDRO BELLINI | 24.625 | 28,83% | 5.880 | 4,24% | 30.505 | 13,60% |
| 2 | JOSÉ ANTÔNIO FERNANDES MARTINS | 10.483 | 12,27% | 1.663 | 1,20% | 12.146 | 5,42% |
| 3 | VALTER ANTÔNIO GOMES PINTO | 9.372 | 10,98% | 247 | 0,18% | 9.619 | 4,29% |
| 4 | FUNDO FR TEM VALOR LIQ II FIA | 6.802 | 7,96% | 0 | 0,00% | 6.802 | 3,03% |
| 5 | HSBC GLOBAL INVESTMENT FUNDS | 0 | 0,00% | 13.193 | 9,50% | 13.193 | 5,88% |
| 6 | FUNDO BCO CENTRAL PREV.PRIVADA - | 12.981 | 15,20% | 0 | 0,00% | 12.981 | 5,79% |
| 7 | PARTIBELL - PARTICIPAÇÕES E ADM. LTDA | 5.841 | 6,84% | 0 | 0,00% | 5.841 | 2,60% |
| 8 | CAIXA PREV. BCO BRASIL - PREVI | 0 | 0,00% | 7.553 | 5,44% | 7.553 | 3,37% |
| 9 | FRANKLIN TEMPL INV FUNDS | 0 | 0,00% | 13.580 | 9,78% | 13.580 | 6,06% |
| 10 | AÇÕES EM TESOURARIA | 0 | 0,00% | 185 | 0,13% | 185 | 0,08% |
| 11 | OUTROS | 15.302 | 17,92% | 96.518 | 69,53% | 111.820 | 49,87% |
| | TOTAL | 85.406 | 100,00% | 138.819 | 100,00% | 224.225 | 100,00% |

Fonte: Marcopolo

3. PROCEDIMENTOS METODOLÓGICOS

Com a crescente importância do mercado de capitais, analistas procuram os melhores métodos para avaliar uma empresa. Além disso, buscam constantemente o aperfeiçoamento dos métodos e, por vezes, acabam criando novas formas de avaliar um investimento.

Atualmente, existe um vasto número de métodos que podem ser utilizados com o intuito de mensurar o valor de um investimento. Segundo Damodaran (2002), há dois métodos básicos de avaliação. No primeiro, a avaliação de fluxo de caixa descontado, o valor de qualquer ativo é estimado ao se calcular o valor presente dos fluxos de caixa esperados deste ativo redescontados a uma taxa que reflete o risco dos fluxos de caixa. Na segunda, o valor de um ativo é calculado em relação à precificação de ativos similares no mercado.

Outros métodos incluem o Valor Econômico da Empresa, Avaliação por Dividendos, Avaliação pelo Valor de Mercado, etc. No mercado de capitais, os mais utilizados são o FCD (Fluxo de Caixa Descontado) e a Avaliação por Múltiplos. Não se pode afirmar que um método é melhor do que o outro, pois cada um pode mostrar-se mais adequado, conforme as características da empresa a ser avaliada, do seu setor de atuação, das variáveis macroeconômicas, da disponibilidade de informações, entre outros fatores.

Pode-se também utilizar mais de um método para avaliar uma empresa, de forma que um complemente o outro. O importante é que as metodologias ajudem na tomada de decisão e que o gestor ou investidor transforme os dados disponíveis em informação útil para a avaliação de um investimento.

Como o objetivo deste trabalho é avaliar uma empresa fabricante de carrocerias para ônibus focando o mercado de capitais, é importante explicar as metodologias mais utilizadas. Além disso, através da análise dos métodos, deve-se escolher o mais adequado para a avaliação da empresa.

3.1. AVALIAÇÃO POR MÚLTIPLOS

Por meio da avaliação relativa, busca-se encontrar ativos que são baratos em relação a ativos similares. Para tornar possível a comparação de ativos diferentes, é necessário que os valores envolvidos sejam primeiramente padronizados. A padronização pode ocorrer de diversas maneiras:

a) múltiplos de lucro

- Preço/Lucro por Ação
- Preço/LAJIR
- Preço/EBIT
- Preço/EBITDA

b) múltiplos de valor contábil ou de reposição

- Preço/Valor Patrimonial do Ativo
- Preço/Custo de Reposição do Ativo

c) múltiplos de receita

- Preço/Vendas

Depois de calculados os índices de todos os ativos similares, faz-se uma média dos valores encontrados. Dessa forma, quando for realizada a avaliação de uma empresa em particular, comparamos os múltiplos calculados para a mesma com as médias encontradas. De acordo com Damodaran (2002), caso um ou mais múltiplos sejam muito diferentes das médias, faz-se um julgamento sobre características específicas da empresa que possam explicar o porquê das discrepâncias. Essas variáveis podem incluir crescimento, risco, retorno sobre o patrimônio líquido, retorno sobre o ativo operacional, entre outros. Considerando os múltiplos acima, pode-se observar que, ao avaliarmos um ativo, podemos considerá-lo barato caso seus múltiplos

sejam menores do que os da média dos ativos similares e não haja características específicas que justifiquem a diferença.

É relevante a escolha de empresas que sejam similares à empresa a ser avaliada. De acordo com Damodaran (2002), de uma perspectiva de avaliação, uma empresa similar é a que tem fluxos de caixa, potencial de crescimento e risco semelhantes. Geralmente, uma empresa é definida como similar quando faz parte do setor de atuação da companhia que é objeto de avaliação. Entretanto, podem existir empecilhos que prejudicam a aplicação do método: pequeno número de empresas em um setor e grandes diferenças entre o risco, crescimento e fluxo de caixa das empresas envolvidas.

Muitas são as críticas feitas à análise por meio dos múltiplos. Para Copeland (2002, p. 71), apesar da avaliação por múltiplos funcionar em situações simplificadas, pode mostrar-se falha em determinadas situações:

- a) diferentes tratamentos contábeis dados a estoques, depreciação e outros itens dificultam a mensuração do retorno incremental sobre o investimento de forma constante entre empresas;
- b) a inflação distorce a relação dos ganhos contábeis com o fluxo de caixa;
- c) o modelo contábil procura captar cada ciclo em uma razão de Preço/Lucro, deixando, assim, de considerar variações internas de cada período;
- d) o padrão de investimentos e seus respectivos retornos não é simples ao ponto de serem os investimentos feitos em um ano e proporcionarem retornos constantes em todos os anos subsequentes;
- e) o nível-base de ganhos precisa ser normalizado para eliminar todos os itens que não sejam recorrentes.

3.2. AVALIAÇÃO PELO FLUXO DE CAIXA DESCONTADO

Baseia-se na teoria de que o valor de um investimento é função da sua geração de fluxos de caixa, quando esses fluxos ocorrem e o grau de risco existente. De acordo com Copeland (2002), a abordagem do FCD se baseia no conceito de que um

investimento agrega valor se gerar retorno superior sobre o investimento ao que se poderia obter em outros investimentos com risco semelhante. Isso significa que uma empresa com maior retorno sobre o investimento precisa investir menos capital para gerar mais fluxos de caixa e maiores valores.

Característica importante do modelo FCD é que o mesmo não se limita aos fluxos gerados no curto prazo, pois não servem para medir o desempenho da companhia. Isso, porque as empresas podem, por exemplo, postergar investimentos em ativos fixos para melhorar o fluxo de caixa no curto prazo. Desse modo, o FCD contempla os fluxos futuros visando o longo prazo. Essa característica do modelo está de acordo com o foco do mercado em relação às empresas. Para Copeland (2002), o mercado de capitais tem o foco muito concentrado sobre os investimentos de longo prazo. Prova disso, segundo o autor, são os elevados valores atribuídos pelo mercado às companhias da Internet, que em muitos casos não possuem lucros, ou produtos à venda.

De modo a calcular o valor dos fluxos de caixa descontados, deve-se, primeiramente, realizar a projeção dos resultados da empresa. Para tanto, é importante determinar a duração do número de anos da previsão e o seu detalhamento. Geralmente, faz-se uma previsão detalhada para alguns anos e, para o restante da vida da empresa, é usada uma fórmula simplificada.

$$\text{Valor da empresa} = \begin{array}{l} \text{Valor presente dos fluxos} \\ \text{de caixa durante o período} \\ \text{de previsão explícita} \end{array} + \begin{array}{l} \text{Valor presente dos fluxos} \\ \text{de caixa após o período} \\ \text{de previsão explícita} \end{array}$$

Copeland (2002) afirma que o período de previsão explícita deve ser longo o bastante para que a companhia tenha chegado à estabilidade ao fim dele. Tal estabilidade pode ser caracterizada, segundo o autor, quando a empresa:

- a) obtém uma taxa constante de retorno sobre todo o novo capital investido no decorrer do período;

- b) gera retorno constante sobre seu nível básico de capital investido;
- c) cresce a uma taxa constante e reinveste em si mesma, todo ano, uma proporção constante de seus lucros operacionais.

Além disso, Copeland (2002) afirma que a previsão deve ser longa o bastante para que se possa projetar o crescimento do período do valor contínuo como sendo próximo da taxa de crescimento da economia. Evita-se, dessa forma, que a empresa adquira um porte irreal em relação à economia como um todo.

A previsão dos resultados da companhia pode ser feita por meio do desenvolvimento de uma perspectiva estratégica para a empresa, a qual deve estar baseada numa análise estratégica detalhada da empresa e do setor no qual atua. Em seguida, elabora-se a demonstração de resultados e o balanço com base nas perspectivas e, por meio desses instrumentos, obtém-se o fluxo de caixa livre e o ROIC. A projeção dos resultados deve levar em conta diversas variáveis, entre elas o crescimento do volume de vendas, as variações de preços, custos operacionais, capital de giro, investimentos, endividamento, política de dividendos, etc.

Depois de realizada a projeção dos resultados, encontra-se o fluxo de caixa operacional da empresa, que é o fluxo de caixa gerado pelas operações da companhia após os impostos e que está disponível para credores e acionistas. Deve-se ressaltar que o cálculo do fluxo de caixa operacional é feito antes do pagamento das dívidas e após as variações nos investimentos em ativos permanentes e capital de giro.

= Receitas Operacionais Líquidas

(-) Custo do Produto Vendido e outras Despesas Operacionais

= EBIT (ou Lucro Operacional)

(-) Impostos sobre o EBIT (Imposto de Renda)

= NOPLAT

(+) Depreciação

= Geração de Caixa Operacional

(+/-) Variação nos Investimentos Permanentes e no Capital Circulante Líquido

= Fluxo de Caixa Livre (FCL)

3.2.1. Taxa de Desconto

Depois de encontrados os valores dos fluxos de caixa livre, é necessário que se encontre a taxa que irá converter esses fluxos em valor presente. O custo médio ponderado de capital (WACC) é a taxa usualmente utilizada para essa conversão. Segundo Copeland (2002, p. 205), a estimativa do custo de capital deve:

- a) compreender uma média ponderada dos custos de todas as fontes de capital – endividamento, capital social, etc. –, uma vez que o fluxo de caixa livre representa o caixa disponível para todos os fornecedores de capital;
- b) ser computada após os impostos devidos pela empresa, uma vez que o fluxo de caixa livre é declarado após os impostos;
- c) utilizar taxas nominais de retorno construídas a partir das taxas reais e da inflação previstas, já que o fluxo de caixa livre previsto é expresso em termos nominais (ou reais, se os efeitos inflacionários forem corretamente removidos dos fluxos de caixa que estão sendo previstos);
- d) ajustar para o risco sistêmico suportado por cada fornecedor de capital, uma vez que cada um deles espera um retorno que remunere o risco assumido;
- e) empregar as ponderações de valor de mercado para cada elemento de financiamento porque o valor de mercado reflete os reais efeitos econômicos de cada tipo de financiamento, ao passo que os valores escriturais não costumam fazê-lo;
- f) estar sujeita a mudanças durante o período de previsão do fluxo de caixa, por causa de mudanças previstas da inflação, do risco sistêmico ou da estrutura de capital.

Fórmula para cálculo do WACC

$$\text{WACC} = K_b (1-T_c) (B/V) + K_p (P/V) + K_s (S/V)$$

Onde,

K_b = rendimento antes de impostos esperado pelo mercado até o vencimento do endividamento irretratável e não-conversível

T_c = a alíquota tributária marginal da entidade objeto da avaliação

B = valor de mercado do endividamento e juros

V = valor de mercado da entidade objeto de avaliação ($V = B + P + S$)

K_p = custo após impostos do capital no que toca ao capital preferencial não resgatável e não-conversível (o que é igual ao custo antes de impostos do capital preferencial na ausência de deduções relativas a impostos devidos pela empresa sobre dividendos preferenciais)

P = valor de mercado das ações preferenciais

K_s = custo de oportunidade do capital social tal como determinado pelo mercado

S = valor de mercado das ações ordinárias

Segundo Copeland (2002), o cálculo do WACC deve seguir três passos: desenvolvimento das ponderações de valor do mercado para a estrutura de capital; estimativa do custo de oportunidade do financiamento não-acionário; e estimativa do custo de oportunidade do financiamento acionário. O terceiro passo merece atenção especial por ser de mais difícil estimativa, já que não pode ser observado diretamente no mercado. Os modelos recomendados por Copeland para realizar essa estimativa são o de precificação de bens de capital (CAPM), que será utilizado nesse trabalho, e o de precificação de arbitragem (APM).

O modelo CAPM está baseado em três aspectos: valor puro do dinheiro no tempo; recompensa por assumir o risco sistemático; e o nível de risco sistemático. O valor puro dinheiro no tempo é medido pela taxa livre de risco, que é a recompensa exigida por simplesmente aguardar pelo retorno sem assumir risco. Já a recompensa por assumir risco sistemático é medida pelo prêmio por risco de mercado, que é a recompensa para se um nível médio de risco sistemático. O nível de risco sistemático é medido pelo Beta, que mostra o nível de risco sistemático presente em determinado ativo comparado a um ativo médio.

Fórmula para cálculo do CAPM

$$E(R_f) = R_f + [E(R_m) - R_f] \times B$$

Onde,

R_f = taxa livre de risco

$E(R_m)$ = retorno esperado sobre o índice de mercado

B = beta

Percebe-se, pela fórmula acima, que o modelo CAPM considera que o custo de oportunidade do capital ordinário é igual ao retorno sobre ativos livres de risco mais o ágio pelo risco multiplicado pelo risco sistêmico da empresa. Desse modo, o custo do capital ordinário aumenta linearmente em função do risco não-diversificável.

A taxa livre de risco pode ser determinada utilizando-se títulos do governo americano: *Treasury bills*, *Treasury bonds* de 10 anos e *Treasury bonds* de 30 anos. Copeland (2002) recomenda o uso da taxa dos *T-bonds* de 10 anos por diversos motivos: taxa de longo prazo que se aproxima da duração do fluxo de caixa da empresa a ser avaliada; aproxima-se da duração da carteira índice no mercado de capitais; e é

menos suscetível a mudanças imprevistas da taxa de inflação e o ágio pela liquidez embutido nas taxas de 10 anos pode ser um pouco menor do existente em títulos de 30 anos.

O ágio pelo risco de mercado pode ser baseado em dados históricos ou em estimativas que procuram prever o futuro. Copeland (2002) recomenda o uso de um ágio pelo risco no mercado entre 4,5% e 5% para empresas norte-americanas. O autor também recomenda esse prêmio para empresas de países emergentes.

Conforme explica Damodaran (2000,71), o Beta é resultado da divisão da covariância de determinado ativo pela variância da carteira de mercado. Pode-se chegar ao Beta por meio da regressão entre os retornos passados de um ativo e os retornos passados da carteira de mercado ou algum parâmetro semelhante como o índice de uma ação. Ativos com Beta alto são os que oscilam mais com a carteira de mercado e, por isso, são mais arriscados. Para Copeland (2002), no que se refere às empresas com cotações em bolsa, a utilização de estimativas de beta publicadas é a melhor abordagem. Pode-se utilizar também o beta médio setorial, o qual costuma ser mais estável e confiável. Também importante é a remoção da alavancagem do beta publicado antes de utilizá-lo na avaliação.

Uma crítica que pode ser feita ao método WACC é que pressupõe que a estrutura de capital e seus custos decorrentes se manterão constantes durante toda a avaliação. Desse modo, o ideal seria calcular a taxa de desconto correta para cada ano. Entretanto, por tornar difícil e complicada em demasia a avaliação, usa-se uma meta para estrutura de capital, a qual deve ser considerada a ideal para a empresa.

3.2.2. Cálculo do Fluxo de Caixa Descontado

Depois de encontrados os valores dos fluxos de caixa futuros e a taxa de desconto, parte-se para o cálculo final, que nos dará o valor presente dos fluxos de caixa futuros. Segue abaixo a fórmula para o cálculo do FCD:

$$VP_{FC} = \sum_{t=1}^{t=n} \frac{FC_t}{(1+r)^t}$$

Onde,

VPFC = valor presente dos fluxos de caixa

n = período projetado

FC_t = fluxo de caixa no período

r = taxa de desconto

Como já explicado anteriormente, o valor de uma empresa é calculado em duas etapas. Na primeira, encontra-se o valor presente dos fluxos de caixa durante o período explícito, conforme fórmula acima. Num segundo momento, calcula-se o valor presente dos fluxos de caixa após o período explícito, conforme a fórmula a seguir:

$$VR = \frac{FC_{n+1}}{r'}$$

Onde,

VR = valor presente dos fluxos de caixa após o período explícito (valor residual)

FC_{n+1} = fluxo de caixa durante o período contínuo

r' = taxa de desconto para após o período explícito

3.2.3. Avaliação de Empresas em Mercados Emergentes

Com a globalização do mundo e a maior mobilidade do capital, a avaliação de empresas vem ganhando importância em mercados emergentes para privatizações, *joint ventures*, fusões e aquisições, entre outros. Entretanto, a avaliação de empresas é muito mais difícil nestes ambientes devido aos maiores riscos e obstáculos enfrentados pelas empresas. Entre os grandes riscos e desafios estão altos níveis de incerteza macroeconômica, mercado de capitais ilíquidos, controles sobre a entrada e saída de capital e níveis elevados de risco político. (Copeland, 2002)

Existem diversas formas de tratar os aspectos que diferenciam os mercados desenvolvidos dos emergentes. Entretanto, não há um método considerado ideal. Isso porque, devido às diferentes características de cada país, os ajustes necessários para a correta avaliação são realizados, muitas vezes, com base em evidências empíricas e no instinto.

Copeland (2002) coloca que as bases de uma estimativa de fluxo de caixa descontado são as mesmas em países desenvolvidos e emergentes. Entretanto, quatro aspectos devem receber atenção especial no que diz respeito aos mercados emergentes: efeitos da inflação sobre a análise financeira; diferenças entre taxas de câmbio e inflação; incorporação dos riscos especiais na avaliação; e cálculo do custo do capital.

O primeiro fator é importante a partir do momento em que países em desenvolvimento podem ter níveis altos e até imprevisíveis de inflação, distorcendo as demonstrações financeiras. Desse modo, torna-se difícil a comparação entre períodos e a realização de projeções. O tratamento dado para a inflação nas demonstrações ainda pode variar conforme o país. Na maioria, as demonstrações não são ajustadas, ou seja, ativos e passivos são lançados ao seu custo histórico, levando a distorções de ativo fixo e estoque em relação aos demais itens.

Para Copeland (2002), a avaliação de empresas em mercados emergentes com inflação elevada deve ser realizada tanto em termos nominais quanto reais. O valor resultante das duas avaliações deve ser idêntico, mostrando que o tratamento dado à inflação foi correto. No caso do Brasil, as taxas de inflação já são consideradas baixas e previsíveis, o que facilita o processo de avaliação.

No que diz respeito ao tratamento das diferenças entre taxas de câmbio e inflação, Copeland (2002) cita dois aspectos importantes: o poder aquisitivo se mantém no longo prazo, ou seja, as taxas de câmbio eventualmente se ajustam às diferenças inflacionárias entre países, e as taxas de câmbio podem se desviar da paridade do poder aquisitivo em até 20% ou 25% por dez ou mais anos. Além disso, ao desenvolver as previsões, é necessário verificar se a taxa de câmbio atual está super ou subestimada em termos de paridade do poder aquisitivo e em quanto, tornando possível que seu impacto na lucratividade da empresa seja estimado. Por último, deve-se realizar uma análise de sensibilidade para avaliar o impacto do momento do retorno em relação à paridade do poder aquisitivo.

Quanto aos riscos dos mercados emergentes, deve-se levar em conta, além dos riscos existentes em mercados desenvolvidos, os ligados à maior volatilidade do mercado de capitais e ao ambiente macroeconômico e político. Copeland (2002) cita os fatores que devem ser avaliados: inflação, volatilidade macroeconômica, controles sobre o capital, risco político, guerras ou distúrbios civis, alterações da regulamentação, direitos contratuais ou de investimentos mal definidos ou de difícil aplicação e corrupção. Conforme o autor, esses riscos devem ser incorporados ao fluxo de caixa em cenários probabilisticamente ponderados.

Por último, é importante analisar como é calculado o custo de capital em mercados emergentes. As principais premissas para realização desse processo são (i) a adoção da posição de um investidor global, (ii) a economia global se tornará totalmente integrada e a maioria dos mercados emergentes se tornará aberta e eficiente e (iii) a maioria dos riscos nacionais é diversificável, considerando o investidor global. Desse modo, conforme explica Copeland (2002, p. 392), “o custo do capital em

mercados emergentes deve, em geral, estar próximo do custo global do capital ajustado para a inflação e a estrutura de capital locais“.

Considerando os riscos existentes nos mercados emergentes, a estimativa do custo do capital social deve ser realizada atentando para alguns fatores. No que concerne à taxa livre de risco, existem três formas básicas para sua determinação. Na primeira, pega-se a dívida em moeda local de vencimento mais longo e estima-se o seu rendimento até o vencimento. Após, subtrai-se o ágio pelo risco soberano. Por último, ajusta-se o bônus para que se assemelhe a um título de dez anos. Na segunda, utiliza-se um título de longo prazo em moeda estrangeira. Estima-se seu rendimento simples e subtrai-se o ágio pelo risco soberano. Caso o fluxo de caixa esteja em moeda local nominal, inclui-se a inflação na taxa livre de risco. A última forma dá-se pela escolha do rendimento de um título de dez anos norte-americano, ao qual é somada a diferença entre a inflação local e a americana de modo a chegar a uma taxa livre de risco nominal local.

Para o Beta, a melhor alternativa para mercados emergentes em geral é o uso de um Beta setorial global realavancada para a estrutura de capital da empresa em questão. Já o ágio pelo risco de mercado pode ser calculado da mesma forma como em mercados desenvolvidos, utilizando-se uma estimativa global.

De acordo com Copeland (2002), o ágio pelo risco nacional não deve se considerado, em função das premissas já mostradas. Entretanto, caso o analista tenha interesse em considerar o risco nacional, deve partir do risco soberano, o qual pode ser calculado subtraindo-se o rendimento de um título de dez anos norte-americano do rendimento simples de um título local em dólares. Caso não haja um título em dólares, subtrai-se a diferença entre a inflação local e a dos Estados Unidos. A seguir, deve-se subtrair o risco de crédito embutido no rendimento.

3.3. MÉTODO DE AVALIAÇÃO UTILIZADO

Considerando a revisão bibliográfica realizada acerca dos principais métodos de avaliação utilizados no mercado, decidiu-se pelo uso do FCD como instrumento apropriado para encontrar o retorno que um gestor ou investidor poderá ter caso adquira ações da empresa Marcopolo. Dentre os motivos para a escolha, pode-se citar o fato de o FCD fornecer uma medida do valor intrínseco do investimento, já que, segundo Copeland (2002), a criação de valor para o acionista no mercado de capitais pode ligar-se a alguma medida de valor intrínseco.

Cabe salientar, ainda, que as mudanças de valor ocorridas nos preços das ações estão mais relacionadas às mudanças das expectativas em relação ao futuro. Como a avaliação por meio de múltiplos trabalha com valores absolutos, a utilização desse método pode levar a uma avaliação incorreta do investimento. Pode-se citar, também, que o mercado foca os resultados econômicos das empresas e não apenas os lucros contábeis e concentra-se principalmente nos resultados de longo prazo. Tais premissas corroboram a escolha do método do FCD, o qual trabalha com expectativas, fluxos de caixa e foca os resultados de longo prazo.

4. O SETOR DE ÔNIBUS

Uma das formas de caracterizar a indústria mundial de ônibus é dividi-la em dois grupos de fabricantes: os de chassis – parte mecânica, compreendendo a plataforma de sustentação e o sistema motriz – e os de carrocerias, que também realizam a montagem final. No Brasil, destacam-se na fabricação de chassis as empresas Agrale, Ford, Mercedes-Benz, Scania e Volkswagen. Já o setor de fabricantes de carrocerias para ônibus brasileiro tem, como participantes, além da Marcopolo e sua controlada Ciferal, as empresas Busscar, Caio/Induscar, Comil, Irizar, Mascarello, Maxibus e Neobus. A tabela a seguir mostra os produtos fabricados por cada concorrente:

| Empresas/Produtos | Rodoviários | Urbanos | Micros | Mini |
|---------------------------------|--------------------|----------------|---------------|-------------|
| Busscar Ônibus S.A. | Produz | Produz | Produz | Não Produz |
| Comil Carroceria e Ônibus Ltda. | Produz | Produz | Produz | Produz |
| Maxibus | Produz | Produz | Produz | Não Produz |
| Neobus | Produz | Produz | Produz | Produz |
| Caio/Induscar | Não Produz | Produz | Produz | Não Produz |
| Irizar | Produz | Não Produz | Não Produz | Não Produz |
| Mascarello | Não Produz | Produz | Produz | Produz |

Quadro 1 - Concorrentes e Produtos

Fonte: Marcopolo

As carrocerias para ônibus podem ser classificadas como rodoviárias, urbanas e micro/mini, tendo sido desenvolvidas para atender às especificidades das diversas necessidades de locomoção (turismo, negócios, escolar, etc.). As carrocerias rodoviárias têm como público alvo as companhias de transporte rodoviário interestadual e internacional, as operadoras de turismo e de fretamento. Nesse nicho são ofertados os produtos de maior valor agregado dentro do setor de carrocerias. Já o segmento de urbanos é muito influenciado pela política de transporte dos municípios, pois as

carrocerias urbanas são utilizadas pelas concessionárias de transporte urbano local e intermunicipal. (ROSA, 2006)

Uma característica da indústria de ônibus mundial é a sua pulverização no que se refere à produção. Desse modo, tem-se um grande número de pequenos fabricantes. Entretanto, no Brasil a produção é concentrada por um número reduzido de empresas de grande porte. Já com relação à demanda, observa-se que o maior crescimento ocorre em regiões em desenvolvimento e com alta densidade demográfica. Além disso, é importante ressaltar que as regiões com forte crescimento populacional tendem a demandar transporte coletivo, impulsionando as vendas do setor.

Os principais clientes da indústria de ônibus são os empresários de transporte voltados ao segmento de passageiros e que utilizam o produto ônibus como bem de capital. Como os ônibus têm participação significativa nos custos das empresas de transporte de passageiros, existe grande sensibilidade ao preço de aquisição do produto. Quando renovam suas frotas, as empresas normalmente compram grandes lotes, tornando muito forte seu poder de negociação com as montadoras. Dessa forma, conseguem negociar desde preços até o estabelecimento de prazos e características do produto. (BERNARDES, 2000)

No Brasil, o setor de ônibus é muito importante, devido ao papel que desempenha no transporte coletivo da população em geral. De acordo com o SIMEFRE, 90% da movimentação e transporte de pessoas são realizados por ônibus. Isso ocorre devido a diversos fatores, entre eles a grande extensão territorial brasileira e o baixo poder aquisitivo médio da população. Segundo dados divulgados pela ANTT (Agência Nacional de Transportes Terrestres), o número de passageiros passou de 135 milhões em 2002 para 141 milhões em 2005. De acordo com o SIMEFRE, a frota nacional está envelhecida, possuindo baixo índice de renovação.

As encarroçadoras de ônibus apresentam características distintas, que variam de acordo com a localização da indústria da qual fazem parte. Brasil, Estados Unidos e Europa concentram os principais fabricantes. A indústria mais desenvolvida na concepção e *design* é a européia, servindo de *benchmarking* para as demais. Sua

estrutura é bastante horizontalizada, com ampla gama de fornecedores de todos os componentes. As principais melhorias e inovações tecnológicas são normalmente concebidas nessa região. Na indústria brasileira, o enfoque inicial foi dado ao desenvolvimento e melhoria dos métodos, processos e tecnologia da produção, sendo o mercado caracterizado pela maior demanda por variedade de produtos e maiores volumes. A indústria apresenta considerável grau de verticalização. Além das montadoras de carrocerias, as empresas também são fabricantes de peças e componentes que são utilizados na produção de ônibus. Já a indústria americana é caracterizada pela estabilidade de seus produtos. O mercado é bastante tradicional, os modelos não sofrem muitas atualizações e os volumes são pequenos e normalmente padronizados. No entanto, é bastante rígido e regulamentado, sendo necessário que todos os componentes utilizados nos ônibus estejam homologados pelo DOT (*Department of Transportation*). (BERNARDES, 2000)

As barreiras de entrada no setor são a economia de escala, segurança e tradição da marca, distribuição e *know-how*. As margens das montadoras nacionais são pequenas devido à intensa competição, o que torna o preço um fator determinante de pedidos, ressaltando a importância do conhecimento do mercado nacional e o desenvolvimento de técnicas gerenciais e produtivas adequadas a essa realidade. Entre as características das empresas brasileiras é importante lembrar a produção customizada, diferenciando-se os produtos. A flexibilidade na composição das carrocerias implica em um tipo de organização produtiva diferente da mecanização e produção seriada que se adota nos demais segmentos da indústria automotiva. (BERNARDES, 2000)

4.1. MERCADO INTERNO

Segundo o SIMEFRE (Sindicato Interestadual da Indústria de Materiais e Equipamentos Ferroviários e Rodoviários), a produção brasileira de carrocerias em 2006 foi de 27.952 unidades. Considerando a produção de 26.983 unidades em 2005, observa-se um aumento de 3,6%, mostrando uma diminuição no crescimento da produção, já que de 2004 para 2005, o acréscimo foi de 6,7%. Destaca-se, na produção de 2006, o considerável aumento da fabricação de micros com relação ao ano anterior. Esse crescimento foi resultado de um expressivo aumento na demanda doméstica, reflexo da regularização do transporte alternativo em determinadas cidades do Brasil. No segmento de urbanos, o aumento foi de 2,2%. Segundo a empresa Marcopolo, as seguintes condições foram responsáveis pelo incremento: crescente uso de novos motores eletrônicos (mais econômicos e menos poluentes); reajustes menores nos preços dos insumos; ampliação das linhas de crédito no a partir do 4º trimestre; e estabilização no número de passageiros. Já com relação aos rodoviários, percebe-se uma leve queda após os aumentos ocorridos em 2004 e 2005 – 34% e 11,8%, respectivamente. As tabelas a seguir mostram a produção brasileira de carrocerias para ônibus e sua destinação em 2006:

Tabela 3 - Produção Brasileira de Carrocerias (unidades)

| Produtos | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Rodoviários | 6.937 | 6.989 | 6.251 | 4.662 | 5.140 |
| Urbanos | 16.155 | 15.804 | 12.727 | 10.643 | 11.528 |
| Micros | 4.217 | 3.473 | 5.074 | 4.613 | 3.330 |
| Subtotal | 27.309 | 26.266 | 24.052 | 19.918 | 19.998 |
| Minis (LCV) | 643 | 717 | 1.228 | 1.463 | 1.789 |
| Total | 27.952 | 26.983 | 25.280 | 21.381 | 21.787 |

Fonte: Marcopolo, FABUS, SIMEFRE

Tabela 4 - Destino da Produção Brasileira de Carrocerias/Ônibus (Mercado Interno – unidades)

| Produtos | 2.006 | 2.005 | 2.004 | 2.003 | 2.002 |
|-----------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Rodoviários | 3.312 | 3.463 | 2.635 | 2.053 | 2.597 |
| Urbanos | 12.005 | 8.493 | 9.338 | 7.619 | 8.299 |
| Micros | 2.452 | 1.734 | 3.211 | 3.248 | 2.620 |
| Subtotal | 17.769 | 13.690 | 15.184 | 12.920 | 13.516 |
| Minis (LCV) | 639 | 630 | 1.149 | 1.448 | 1.783 |
| Total | 18.408 | 14.320 | 16.333 | 14.368 | 15.299 |

Fonte: Marcopolo, FABUS e SIMEFRE

Tabela 5 - Destino da Produção Brasileira de Carrocerias/Ônibus (Mercado Externo – unidades)

| Produtos | 2.006 | 2.005 | 2.004 | 2.003 | 2.002 |
|-----------------|--------------|---------------|--------------|--------------|--------------|
| Rodoviários | 3.625 | 3.526 | 3.616 | 2.609 | 2.543 |
| Urbanos | 4.150 | 7.311 | 3.389 | 3.024 | 3.229 |
| Micros | 1.765 | 1.739 | 1.863 | 1.365 | 710 |
| Subtotal | 9.540 | 12.576 | 8.868 | 6.998 | 6.482 |
| Minis (LCV) | 4 | 87 | 79 | 15 | 6 |
| Total | 9.544 | 12.663 | 8.947 | 7.013 | 6.488 |

Fonte: Marcopolo, FABUS e SIMEFRE

Percebe-se, pela tabela anterior, uma diminuição significativa da destinação da produção ao mercado externo entre os anos de 2006 e 2005. Isso ocorreu devido a dois fatores: desvalorização do dólar, o que prejudicou de forma significativa a exportação, resultando na perda de competitividade; e a significativa diminuição da exportação de urbanos, favorecida em 2005 pelo Projeto Transantiago, no Chile.

5. DESEMPENHO RECENTE

Neste capítulo é realizada a apresentação do desempenho da Marcopolo em 2006, comparando-o com o ano anterior. Com o intuito de analisar adequadamente os resultados da empresa, em alguns momentos serão apresentados dados de anos anteriores a 2005.

5.1. PRODUÇÃO E VENDAS

Em 2006, a produção da Marcopolo atingiu 15.670 unidades, 4,5% menor do que em 2005. Em unidades, o decréscimo foi de 786 unidades. Contribuiu, de forma significativa, a diminuição de 10,6% - ou 722 unidades – de urbanos. Cabe salientar, mais uma vez, a ausência do pedido pontual do Chile por urbanos como ocorreu em 2005 – cerca de 1.000 unidades. A tabela a seguir mostra a produção mundial consolidada da empresa separada por mercados em 2006:

Tabela 6 - Produção Mundial Consolidada - Marcopolo (unidades)

| Produtos/Mercados | 2006 | | | 2005 | | |
|-------------------|---------|---------|--------|---------|---------|--------|
| | Interno | Externo | Total | Interno | Externo | Total |
| Rodoviários | 1.615 | 1.956 | 3.571 | 1.559 | 1.925 | 3.484 |
| Urbanos | 3.690 | 3.086 | 6.776 | 2.809 | 4.689 | 7.498 |
| Micros | 558 | 1.276 | 1.834 | 347 | 1.576 | 1.923 |
| Minis (LCV) | 117 | 517 | 634 | 161 | 511 | 672 |
| Subtotal | 5.980 | 6.835 | 12.815 | 4.876 | 8.701 | 13.577 |
| Volares e Furgões | 2.607 | 248 | 2.855 | 2.435 | 444 | 2.879 |
| Total | 8.587 | 7.083 | 15.670 | 7.311 | 9.145 | 16.456 |

Fonte: Marcopolo

No que diz respeito à produção no mercado externo, verificou-se uma significativa queda de produção em três países: México, Portugal (número baixo de unidades) e Colômbia. A principal causa foi a perda da competitividade resultante do efeito negativo do câmbio. Segundo a empresa, a diminuição da produção na Colômbia é “aparente”, pois o *mix* contou com veículos de maior porte. A produção mundial da empresa pode ser mais bem visualizada na tabela a seguir:

Tabela 7 – Produção Mundial da Marcopolo (unidades)

| Empresas | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|-----------------------------|---------------|---------------|---------------|---------------|---------------|
| Brasil | | | | | |
| Marcopolo | 10.576 | 11.301 | 11.494 | 10.723 | 11.350 |
| Ciferal | 3.243 | 3.123 | 3.085 | 2.368 | 2.630 |
| Subtotal | 13.819 | 14.424 | 14.579 | 13.091 | 13.980 |
| Eliminações KD's exportados | 3.244 | 3.586 | 2.990 | 2.409 | 2.601 |
| Total no Brasil | 10.575 | 10.838 | 11.589 | 10.682 | 11.379 |
| Exterior | | | | | |
| México | 2.898 | 3.200 | 2.102 | 1.687 | 1.964 |
| Portugal | 190 | 224 | 176 | 119 | 96 |
| África do Sul | 314 | 300 | 406 | 399 | 204 |
| Colômbia | 1.693 | 1.894 | 1.665 | 1.475 | 1.134 |
| Total no Exterior | 5.095 | 5.618 | 4.349 | 3.680 | 3.398 |
| Total Geral | 15.670 | 16.456 | 15.938 | 14.362 | 14.777 |

Fonte: Marcopolo

Pela tabela acima, pode-se observar que a empresa produziu 523 unidades a menos no exterior – ou 9,3%. Em números absolutos, o decréscimo foi significativo no México e na Colômbia. No primeiro, verifica-se uma queda de 302 unidades. Já no segundo, a diminuição foi 201 unidades. Comparando-se com 2002, a produção da companhia no exterior aumentou substancialmente – em torno de 50%. Os maiores aumentos em unidades ocorreram no México e na Colômbia – 47,5% e 49,2%, respectivamente. Já a produção no Brasil tem se mantido estável nos últimos anos. O maior crescimento da produção no mercado externo mostra claramente a evolução da política de internacionalização praticada pela empresa.

Segundo dados da FABUS (Associação Nacional dos Fabricantes de ônibus), a participação da Marcopolo na produção nacional em 2006 foi de 39,2%. Desse modo, observa-se uma diminuição de 3,6 p.p em relação ao ano anterior. É importante observar que a participação da empresa na produção nacional vem caindo todo ano. Em 2002, a empresa produzia 49,8% do total, 10,2 p.p acima da produção atual. Essa diminuição é devida principalmente ao acirramento da concorrência no setor. Cabe salientar a volta da concorrente Busscar no final de 2005, que havia paralisado sua produção desde 2003 devido a dificuldades financeiras, e o surgimento da Mascarello. A situação explicitada pode ser mais bem observada na tabela abaixo:

Tabela 8 - Participação na Produção Brasileira - Marcopolo/Ciferal (%)

| Produtos | 2.006 | 2.005 | 2.004 | 2.003 | 2.002 |
|-----------------|--------------|--------------|--------------|--------------|--------------|
| Rodoviários | 46,4 | 47,2 | 56,4 | 64,9 | 64,9 |
| Urbanos | 41,3 | 45,7 | 48,2 | 44,9 | 46,5 |
| Micros | 22,5 | 23,6 | 33,4 | 38,5 | 40,9 |
| Minis (LCV) | 18,5 | 27,8 | 18,9 | 31,7 | 43,8 |
| Total | 39,2 | 42,8 | 45,8 | 47,0 | 49,8 |

Nota: o Volare e os furgões não são computados para efeito de participação de mercado
 Fonte: Marcopolo, FABUS e SIMEFRE

5.2. RECEITA LÍQUIDA

No ano de 2006, a companhia registrou receita líquida consolidada de R\$ 1.750 milhões, valor 2,4% superior ao do ano anterior. Analisando por mercados, observa-se um considerável aumento na receita líquida proveniente do mercado interno – 22,2% maior – e uma queda na auferida no mercado externo – 13,4% menor. O fator de maior importância que afetou a receita de exportação foi a desvalorização do dólar. Desse modo, comparando-se a composição da receita líquida por mercados de 2006 e 2005, nota-se que a participação do mercado interno no valor total da receita líquida subiu de

44,5% para 53,1%, o que representa um aumento de 8,6 p.p. Já a participação do mercado externo caiu de 55,4% para 46,8%.

Tabela 9 - Receita Líquida Total Consolidada - Por Produtos e Mercados (R\$ Mil)

| Produtos | 2006 | | 2005 | | Total | |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|------------------|------------------|
| | MI | ME | MI | ME | 2006 | 2005 |
| Rodoviários | 250.417 | 356.270 | 239.564 | 354.208 | 606.687 | 593.772 |
| Urbanos | 268.069 | 271.376 | 180.033 | 362.517 | 539.445 | 542.550 |
| Micros | 34.298 | 51.371 | 20.213 | 66.014 | 85.669 | 86.227 |
| Minis (LCV) | 6.556 | 13.854 | 6.776 | 20.003 | 20.410 | 26.779 |
| Subtotal Carrocerias | 559.340 | 692.871 | 446.586 | 802.742 | 1.252.211 | 1.249.328 |
| Volares e Furgões | 276.551 | 20.121 | 227.780 | 22.368 | 296.672 | 250.148 |
| Total Carrocer./Volares/Furgões | 835.891 | 712.992 | 674.366 | 825.110 | 1.548.883 | 1.499.476 |
| Chassis | 1.090 | 24.237 | 4.225 | 48.018 | 25.327 | 52.243 |
| Peças e Outros | 92.475 | 83.600 | 82.179 | 75.180 | 176.075 | 157.359 |
| Total Chassis/Peças/Outros | 93.565 | 107.837 | 86.404 | 123.198 | 201.402 | 209.602 |
| Total | 929.456 | 820.829 | 760.770 | 948.308 | 1.750.285 | 1.709.078 |

Nota: MI = mercado interno; ME = mercado externo

Fonte: Marcopolo

No que concerne à composição da receita líquida por produtos, pode-se verificar, pela tabela acima, que os rodoviários e os urbanos responderam por mais de 60% do valor total – 34,7% e 30,8%, respectivamente. Já a linha Volare contribuiu com 16,9% e a venda de peças com 10,1%. Comparando com 2005, observa-se uma estabilidade na composição, considerando que os rodoviários e os urbanos responderam por 34,7% e 31,7%, respectivamente, na receita líquida. Com relação aos veículos da linha Volare e à venda de peças, a contribuição foi de 14,6% e 9,2%, respectivamente.

5.3. CUSTOS

Quanto ao Custo dos Produtos Vendidos (CPV), percebe-se, pela comparação anual, um menor crescimento em face dos seguintes fatores: redução nos custos operacionais e estabilidade no custo dos insumos. Vale ressaltar a prática do *global sourcing*, a qual prioriza a compra de insumos de fornecedores que os vendem pelo preço mais baixo, independente de sua localização – mercado interno ou externo. Em 2006, o CPV da companhia atingiu o valor de R\$ 1.420 mil, decréscimo de 2,1% em relação ao ano anterior – R\$ 1.451 mil. Entre as matérias-primas utilizadas na fabricação dos produtos encontram-se chapas de aço, alumínio, peças de fibra e plástico, espumas, tecidos.

5.4. LUCRO BRUTO

Com o aumento da receita líquida e diminuição do CPV, a companhia registrou um significativo aumento do lucro bruto – 28,1%. Em termos absolutos, o acréscimo foi de R\$ 72.504, passando de R\$ 257.236 em 2005 para R\$ 329.740 no ano seguinte. A tabela a seguir mostra a variação do lucro bruto e da margem bruta nos últimos anos:

Tabela 10 - Lucro Bruto (R\$ mil) e Margem Bruta (%)

| Contas | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|---------------|-------------|-------------|-------------|-------------|-------------|
| Lucro Bruto | 329.740 | 257.236 | 273.435 | 249.820 | 372.221 |
| Margem Bruta | 18,8% | 15,1% | 17,0% | 19,4% | 25,1% |

Fonte: pesquisa própria

5.5. DESPESAS OPERACIONAIS

Quanto às despesas, a empresa teve aumento tanto das despesas com vendas como das gerais e administrativas. Além disso, elas consumiram mais da receita líquida em 2006 do que no ano anterior. De acordo com a empresa, o maior valor das despesas com vendas deveu-se ao maior volume gasto com comissões. O valor em 2006 foi R\$ 112 milhões, representando 6,4% da receita líquida, contra 5,6% em 2005. Já as despesas gerais e administrativas foram de R\$ 72 milhões em 2006, 4,2% da receita líquida. No ano anterior, elas consumiram 3,6% da receita líquida.

5.6. RESULTADO FINANCEIRO

No que se refere ao resultado financeiro da companhia em 2006, verifica-se uma estabilidade. Em 2006, o resultado foi de R\$ 38 milhões, ficando um pouco acima do registrado em 2005 – R\$ 37 milhões. O ganho financeiro deve-se ao *hedge* natural da empresa baseado nas receitas de exportação. Como a companhia tem quase metade de sua receita advinda do mercado externo, obtém financiamentos atrelados em moeda estrangeira sem risco. Desse modo, quando o dólar cai, a receita líquida diminui, mas ocorre ganho financeiro devido à diminuição do passivo atrelado ao dólar. De acordo com a empresa, esses financiamentos ainda são aplicados a taxas superiores ao seu custo. A tabela a seguir mostra a formação do resultado financeiro:

Tabela 11 - Resultado Financeiro Líquido (R\$ Mil)

| Contas | 2006 | 2005 |
|--|----------------|----------------|
| Receitas Financeiras | | |
| Juros e variações monetárias recebidos | 9.421 | 24.180 |
| Rendas de aplicações financeiras | 48.179 | 52.315 |
| Variação cambial | 128.757 | 90.349 |
| Outras | - | 963 |
| Total Receitas Financeiras | 186.357 | 167.807 |
| Despesas Financeiras | | |
| Juros sobre empréstimos e financiamentos | 48.202 | 58.683 |
| Variação cambial | 88.550 | 59.775 |
| Despesas bancárias | 2.425 | 2.470 |
| CPMF/IOF | 8.848 | 9.285 |
| Outras | - | 520 |
| Total Despesas Financeiras | 148.025 | 130.733 |
| Resultado Financeiro Líquido | 38.332 | 37.074 |

Fonte: Marcopolo

Com relações às aplicações financeiras, a companhia possui a maior parte no Brasil, as quais são, em maioria, certificados de depósitos bancários e fundos de renda fixa. A taxa média de suas remunerações é de 100,66% do CDI. Já as aplicações no exterior são remuneradas na média em 3,37%, além da variação do dólar.

Tabela 12 - Aplicações Financeiras (R\$ mil)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|-------------------|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Moeda Nacional | 379.663 | 319.347 | 181.535 | 299.482 | - |
| Moeda Estrangeira | 20.816 | 50.940 | 44.873 | 53.838 | - |
| Total | 400.479 | 370.287 | 226.408 | 353.320 | 392.134 |

Fonte: pesquisa própria

5.7. GERAÇÃO OPERACIONAL DE CAIXA – EBIT E EBITDA

No ano de 2006, o EBITDA da companhia atingiu R\$ 206 milhões, 47,3% maior do que no ano anterior – R\$ 111 milhões. Em termos de margens, verifica-se que a margem EBITDA em 2006 foi de 9,3%, contra 6,5% do ano anterior – aumento de 2,8 p.p. É importante ressaltar que esses valores foram calculados pelo método tradicional, o qual, segundo a empresa, não mostra o verdadeiro resultado das operações da companhia por não contemplar as variações cambiais, que influenciam de forma direta os resultados operacionais. Com relação ao EBIT, verifica-se um aumento de 63,8%. Já a margem EBIT sofreu variação positiva de 3 p.p. As tabelas a seguir mostram a variação do EBITDA, EBIT e de suas margens nos últimos anos, bem como o “EBITDA ajustado” calculado pela companhia, o qual contempla as variações cambiais:

Tabela 13 - EBIT e EBITDA (R\$ mil)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|---|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| Resultado Operacional | 172.404 | 118.905 | 114.732 | 104.526 | 90.714 |
| Receitas Financeiras | 186.357 | 167.807 | 110.419 | 114.596 | 122.924 |
| Despesas Financeiras | 148.025 | 130.733 | 112.634 | 87.965 | 244.950 |
| EBIT | 134.072 | 81.831 | 116.947 | 77.895 | 212.740 |
| Depreciações/Amortizações | 29.863 | 29.413 | 28.928 | 24.623 | 24.983 |
| EBITDA | 163.935 | 111.244 | 145.875 | 102.518 | 237.723 |
| Variação cambial sobre investimentos em controladas | 4.225 | 9.118 | 2.792 | 8.635 | (37.545) |
| variação cambial vinculada às exportações | 38.146 | 30.574 | 7.298 | 31.295 | (75.078) |
| EBITDA (ajustado) | 206.306 | 150.936 | 155.965 | 142.448 | 125.100 |

Fonte: Marcopolo

Tabela 14 - Margens EBIT e EBITDA (%)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|--------------------------|-------|------|------|-------|-------|
| Margem EBIT | 7,7% | 4,8% | 7,3% | 6,0% | 14,4% |
| Margem EBITDA | 9,4% | 6,5% | 9,1% | 8,0% | 16,0% |
| Margem EBITDA (ajustado) | 11,8% | 8,8% | 9,7% | 11,1% | 8,4% |

Fonte: pesquisa própria

5.8. LUCRO LÍQUIDO

Quanto ao lucro líquido de 2006, a companhia registrou o significativo aumento de 46,6% em relação ao ano anterior. Em valores, o lucro líquido da empresa atingiu R\$ 120,8 milhões em 2006, contra R\$ 82,4 milhões no ano anterior – aumento de R\$ 38,4 milhões. Desse modo, a margem líquida em 2006 foi de 6,9%, 2,1 p.p acima da margem de 2005 – 4,8%. A tabela a seguir mostra o lucro líquido e a margem líquida da empresa nos últimos anos:

Tabela 15 - Lucro Líquido (R\$ mil) e Margem Líquida (%)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|----------------|---------|--------|--------|--------|--------|
| Lucro Líquido | 120.841 | 82.401 | 85.022 | 80.936 | 53.809 |
| Margem Líquida | 6,9% | 4,8% | 5,3% | 6,3% | 3,6% |

Fonte: pesquisa própria

5.9. ENDIVIDAMENTO

Em 2006, a dívida bruta da companhia atingiu R\$ 525 milhões, valor 16% maior do que o registrado no ano anterior – R\$ 453 milhões. Considerando as disponibilidades e aplicações financeiras, a dívida líquida da Marcopolo ficou em R\$ 85 milhões, o que representa um aumento de 66% em relação a 2005 - R\$ 51 milhões. O considerável aumento dos financiamentos FINAME foi o maior responsável pelo aumento da dívida. Além disso, cabe salientar as captações realizadas no mercado aberto – FIDC (CDI + 1,4% a.a.). Segundo a companhia, as captações são efetuadas pelo Banco Moneo, junto ao BNDES, para financiamento de operações de FINAME. Sobre as mesmas incidem encargos financeiros de 1% a.a. mais a variação da TJLP.

Em torno de 42% (R\$ 221 milhões) do endividamento total da companhia é de curto prazo, enquanto que os 58% restantes (R\$ 304 milhões) são de longo prazo. No ano anterior, a dívida de curto prazo representava 31% (R\$ 143 milhões); e a de longo, 69% (R\$ 310 milhões). Desse modo observa-se que o endividamento de curto prazo aumentou tanto em termos absolutos como em participação na dívida total.

Dividindo o endividamento total da companhia com o EBITDA , que serve como medida de geração operacional de caixa, verificamos que a relação diminuiu. Em 2006, a relação dívida bruta/EBITDA ficou em 3,22, contra 4,08 do ano anterior. Dividindo o endividamento total pelo EBITDA ajustado, observa-se que em 2006 a relação foi de 2,54, contra 3,02 em 2005. A divisão feita pela dívida líquida também mostra resultados melhores.

5.10. INVESTIMENTOS/IMOBILIZAÇÕES

Em 2006, a Companhia destinou R\$ 40 milhões às suas unidades – R\$ 23 milhões para máquinas e equipamentos e R\$ 11 milhões para equipamentos de computação e *software*. Comparando-se com o ano anterior, a companhia investiu um valor em torno de R\$ 16 milhões maior, representando um aumento de 63,5%. Em 2005, os investimentos foram aplicados basicamente em máquinas e equipamentos e novo *layout*. O restante foi alocado em instalações industriais. Desde 2002, a companhia já destinou mais de R\$ 197 milhões às suas unidades. A maior parte dos recursos foi direcionada para máquinas e equipamentos e novo *layout*.

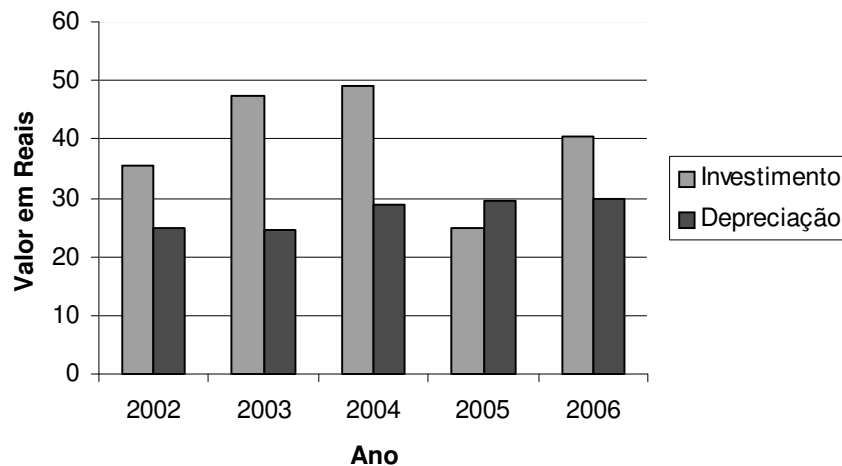


Figura 2 - Investimentos x Depreciação

Fonte: pesquisa própria

Pode-se perceber, pela análise da figura, que os investimentos da Marcopolo foram maiores do que a depreciação nos últimos anos, com exceção de 2005. Os maiores investimentos com relação à depreciação dão suporte para o crescimento da

empresa. A redução ocorrida em 2005 está relacionada ao desempenho da companhia no ano, afetado, como já explicitado, pela apreciação cambial.

5.11. POLÍTICA DE DIVIDENDOS E JUROS SOBRE O CAPITAL PRÓPRIO

Em 2006, a Marcopolo aprovou o pagamento de R\$ 50,4 milhões em dividendos e juros sobre o capital próprio, representando o valor de R\$ 0,22 por ação. Do valor total, R\$ 13,4 milhões são relativos a dividendos (R\$ 0,06 por ação) e R\$ 37 milhões (R\$ 0,16 por ação) a juros sobre o capital próprio. No ano anterior, a companhia aprovou o pagamento de R\$ 42,4 milhões a título de juros sobre o capital próprio (R\$ 0,38 por ação). O gráfico a seguir mostra a evolução da remuneração bruta do acionista desde 2002:

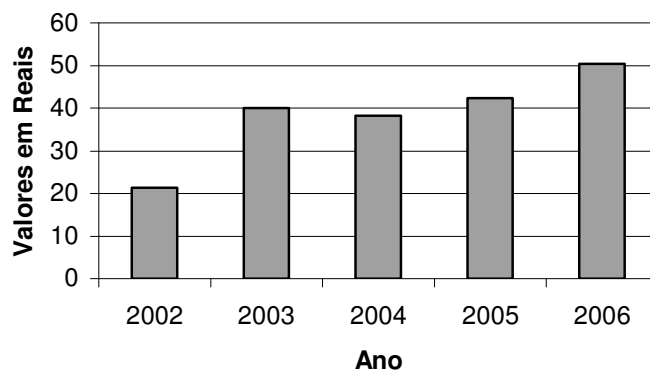


Figura 3 - Remuneração Bruta do Acionista

Fonte: pesquisa própria

Relacionando os dividendos e juros sobre o capital próprio da companhia com o lucro líquido (*dividend payout*), verifica-se que, em 2006, a remuneração bruta do acionista representou 41,8% do lucro líquido. No ano anterior, a relação ficou em 46,8%. A figura abaixo mostra a relação da remuneração bruta do acionista com o lucro líquido desde 2002:

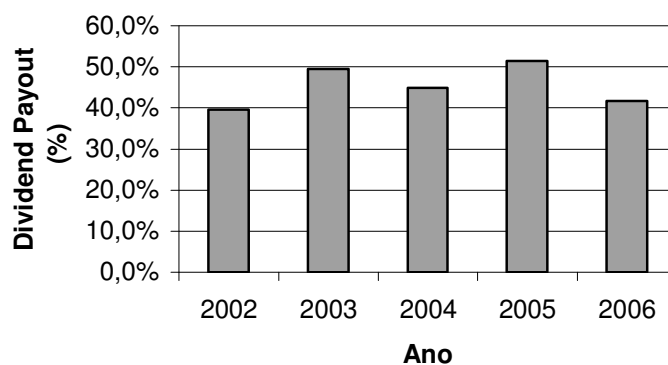


Figura 4 - Dividend Payout

Fonte: pesquisa própria

Em geral, o *dividend payout* varia conforme o estágio de evolução de uma empresa. Organizações que distribuem boa parte dos lucros em dividendos são maduras e têm menor necessidade de investimentos. Já empresas em expansão costumam pagar uma parcela menor, pois utilizam os recursos em seus planos de investimento. Já o *dividend yield* da Marcopolo ao final de 2006 ficou em 3,7%, contra 6,5% no ano anterior. A figura a seguir mostra a variação do indicador nos últimos anos:

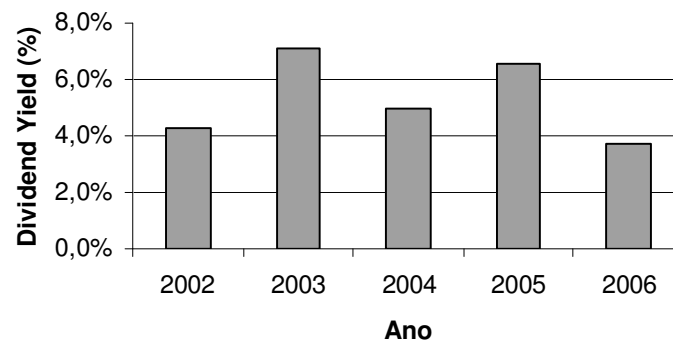


Figura 5 - Dividend Yield

Fonte: pesquisa própria

Historicamente, a companhia costuma remunerar seus acionistas por meio dos juros sobre o capital próprio. A preferência por esse tipo de pagamento decorre do fato de existir um benefício fiscal, já que os juros sobre o capital próprio são considerados como despesa financeira. Em 2006, a redução do Imposto de Renda e da Contribuição Social em decorrência dos juros sobre o capital próprio foi de R\$ 12,5 milhões, contra R\$ 14,4 milhões no ano anterior.

6. MARCOPOLO E O MERCADO DE CAPITALIS

Conforme já citado, a companhia tem, atualmente, um capital social de R\$ 450 milhões dividido em 224.225.021 ações – 85.406.436 ordinárias e 138.818.585 preferenciais, todas nominativas, escriturais e sem valor nominal. Os códigos das ações são POMO3 (ordinárias) e POMO4 (preferenciais). Do total de ações, em torno de 111 milhões de ações preferenciais são negociadas no mercado, representando cerca de 50% de *free float*.

No que diz respeito ao valor de mercado, a empresa valia, ao final de 2006, R\$ 1.334 milhões, com a ação preferencial cotada a R\$ 5,95. Comparando-se com 2005, a companhia mais que dobrou seu valor de mercado, já que, ao final do ano anterior, seu valor era de R\$ 654 milhões, com a cotação das ações preferenciais em R\$ 2,91.

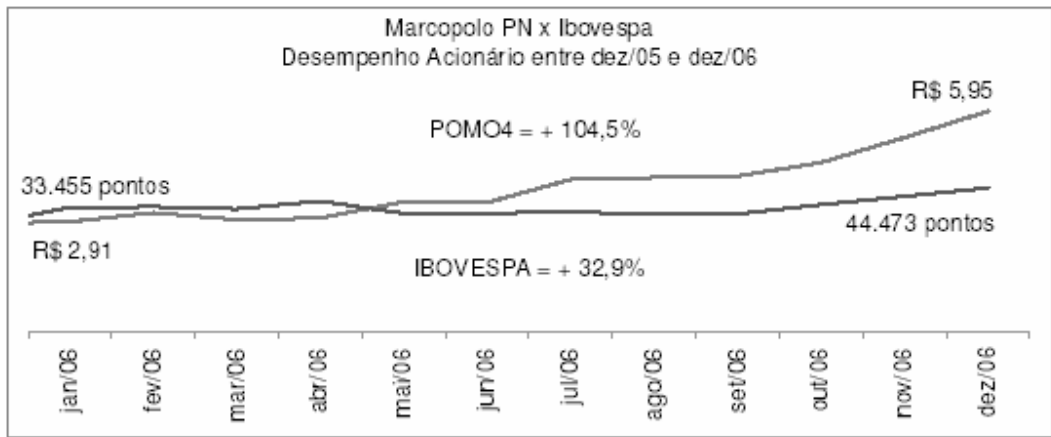


Figura 6 - Desempenho Acionário da Marcopolo PN entre Dezembro/2005 e Dezembro/2006

Fonte: Marcopolo

Nos últimos anos, com exceção de 2005, o valor de mercado da empresa aumentou. Desde o final de 2002, a Companhia valorizou-se em 180,25%, contra 294,68% do Ibovespa. A desvalorização ocorrida em 2005 deveu-se aos resultados

apresentados pela empresa durante o ano, prejudicados principalmente pela apreciação cambial – valorização do real.

6.1. GOVERNANÇA CORPORATIVA

Governança Corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são geridas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho fiscal. No que diz respeito ao mercado acionário, entre as finalidades das práticas de Governança Corporativa estão aumentar o valor da sociedade, proteger os acionistas minoritários, aumentar a transparência. O aumento do valor da sociedade ocorre a partir do momento em que, por meio das práticas de governança, a organização ganha a confiança dos investidores, o que aumenta o interesse na compra de suas ações. Desse modo, os investidores se dispõem a pagar um preço melhor pelas ações da empresa, elevando seu valor de mercado.

Uma empresa pode estar listada em três níveis de Governança Corporativa – Nível 1, Nível 2 ou Novo Mercado – ou em nenhum deles. Segundo a Bovespa, “empresas listadas nesses segmentos oferecem aos seus acionistas investidores melhorias nas práticas de governança corporativa que ampliam os direitos societários dos acionistas minoritários e aumentam a transparência das companhias, com divulgação de maior volume de informações e de melhor qualidade, facilitando o acompanhamento de sua performance” (retirado do site da Bovespa/Governança 2/paragrafo 2). Por meio da adesão das empresas aos níveis de Governança Corporativa, o mercado acionário ganha credibilidade.

A Marcopolo encontra-se no Nível 2 de Governança Corporativa desde setembro de 2002, devendo preencher alguns requisitos adicionais à legislação para tanto. Esses requisitos são os mesmos do Nível 1 adicionados de um conjunto mais amplo de práticas relacionadas aos direitos dos minoritários. Obrigações do Nível 1:

- a) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Trimestrais (ITRs) – documento que contém demonstrações financeiras trimestrais – entre outras: demonstrações financeiras consolidadas e a demonstração dos fluxos de caixa;
- b) melhoria nas informações relativas a cada exercício social, adicionando às Demonstrações Financeiras Padronizadas (DFPs) – documento disponibilizado ao público e que contém demonstrações financeiras anuais – entre outras, a demonstração dos fluxos de caixa;
- c) melhoria nas informações prestadas, adicionando às Informações Anuais (IANs) – documento disponibilizado ao público e que contém informações corporativas – entre outras: a quantidade e características dos valores mobiliários de emissão da companhia detidos pelos grupos de acionistas controladores, membros do Conselho de Administração, diretores e membros do Conselho Fiscal, bem como a evolução dessas posições;
- d) realização de reuniões públicas com analistas e investidores, ao menos uma vez por ano;
- e) apresentação de um calendário anual, no qual deve constar e a programação dos eventos corporativos, tais como assembléias, divulgação de resultados etc;
- f) divulgação dos termos dos contratos firmados entre a companhia e partes relacionadas;
- g) divulgação, em bases mensais, das negociações de valores mobiliários e derivativos de emissão da companhia por parte dos acionistas controladores;
- h) manutenção em circulação de uma parcela mínima de ações – 25% do capital social da companhia;
- i) adoção de mecanismos que favoreçam a dispersão do capital na realização de distribuições públicas de ações.

Como já explicado, além das obrigações do Nível 1, a companhia deve se adequar a outras para ingressar no nível 2:

- a) divulgação de demonstrações financeiras de acordo com padrões internacionais IFRS ou US GAAP;
- b) Conselho de Administração com mínimo de 5 membros e mandato unificado de até 2 anos, sendo permitida a reeleição. No mínimo, 20% dos membros deverão ser conselheiros independentes;
- c) direito de voto às ações preferenciais em algumas matérias – transformação, incorporação, fusão ou cisão da companhia e aprovação de contratos entre a companhia e empresas do mesmo grupo sempre que, por força de disposição legal ou estatutária, sejam deliberados em assembléia geral;
- d) extensão para todos os acionistas detentores de ações ordinárias das mesmas condições obtidas pelos controladores quando ocorre a venda do controle da companhia e de, no mínimo, 80% deste valor para os detentores de ações preferenciais (*tag along*);
- e) realização de uma oferta pública de aquisição de todas as ações em circulação, no mínimo, pelo valor econômico, quando do fechamento de capital ou cancelamento do registro de negociação neste Nível;
- f) adesão à Câmara de Arbitragem do Mercado para resolução de conflitos societários.

7. PERSPECTIVAS

No presente capítulo serão apresentadas tanto as perspectivas macroeconômicas quanto às referentes a Marcopolo. Além disso, alguns aspectos importantes relativos à empresa serão explicados com mais detalhes para melhor entendimento de como podem afetar os resultados futuros da Companhia.

7.1. PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS

No que tange ao mercado interno, acredita-se que o Brasil registrará um crescimento um pouco maior do que os anos anteriores. Dentre os fatores que compõem tal cenário, destaca-se a queda da taxa de juros (Selic), com a inflação controlada e a existência de pressão cambial, aumento do investimento direto – principalmente o oriundo de fontes externas. Com relação ao investimento direto, vale ressaltar que caso o Brasil alcance o *investment grade*, seu aumento poderá ser substancial, já que os investidores estrangeiros se sentirão mais seguros para realizar aportes de capital no país.

Conforme o Relatório Focus divulgado pelo Banco Central em 05 de janeiro de 2007, o mercado espera, para o final de 2007, os seguintes números para os principais índices de inflação: 4%, 4,3%, 4,29% e 3,97% para o IPCA, IGP-DI, IGP-M e IPC-Fipe, respectivamente. Comparando-se as projeções atuais com as de 27 de janeiro de 2006 (primeiro relatório do ano que contemplou projeções para 2007), verifica-se uma queda nas expectativas. Em janeiro do ano anterior, o mercado acreditava que, ao final de 2007, os números da inflação seriam de 4,50%, 4,55%, 4,50% e 4,40% para o IPCA, o IGP-DI, o IGP-M e o IPC-Fipe, respectivamente. Isso mostra que o consenso do mercado que a pressão inflacionária tende a diminuir, o que dará espaço para mais quedas da taxa básica de juros – Selic. Segundo o relatório de janeiro de 2007, a taxa

de juros ao final do ano será de 11,75% a.a., representando uma diminuição de 1,88 p.p. em relação às expectativas do início de 2006. Logo, também sofreu diminuição a Selic média de 2007 – de 14,30% para 12,22% a.a.

Com relação ao câmbio, é importante compreender que a pressão continuará, ou seja, existe a possibilidade de o real manter-se valorizado em relação ao dólar, prejudicando as receitas de exportação. Desse modo, algumas empresas acabam voltando-se para o mercado interno, até mesmo abandonando o externo. Além disso, um dólar mais barato permite a entrada de determinados produtos estrangeiros, os quais passam a fazer concorrência com os nacionais no mercado interno. Por outro lado, a desvalorização da moeda norte-americana acaba por ter reflexos sobre a inflação, já que os preços dos produtos estrangeiros sofrem redução, diminuindo ainda mais as pressões inflacionárias. Conforme o Relatório Focus de 2007 anteriormente citado, as projeções das principais instituições financeiras para dólar também sofreram reduções desde janeiro de 2006. Para o final de 2007, por exemplo, a comparação dos relatórios mostra que as expectativas caíram de R\$ 2,50 para R\$ 2,20 – queda de 12%. No que diz respeito ao dólar médio em 2007, as projeções caíram de R\$ 2,45 para R\$ 2,20. Acredita-se, ainda, que mesmo que o Banco Central continue realizando operações no mercado cambial (compra de dólares), a pressão cambial permanecerá.

Quanto à perspectiva de que o *rating* da dívida brasileira possa chegar a *investment grade*, é importante ressaltar os fatores que tornaram o Brasil um país no qual os investidores estrangeiros confiam mais. Um dos aspectos é o ajuste das contas externas ocorrido nos últimos anos, com redução do endividamento externo e aumento das reservas internacionais. Como consequência, o país tornou-se menos vulnerável às intempéries dos mercados internacionais e o risco-país alcançou 193 pontos no final de 2006. No ano anterior, o indicador ficou em 303 pontos. Como o governo brasileiro manterá sua política econômica, acredita-se que o cenário é propício para o alcance do *investment grade*.

Com relação ao mercado externo, para 2007 o cenário carrega um pouco de incerteza, principalmente no que tange ao crescimento econômico norte-americano. Isso porque se teme que o *Federal Reserve* volte a aumentar a taxa de juros, a

exemplo do que ocorreu em 2006. Esse possível aumento reflete as incertezas com relação à inflação e teria, como conseqüência, o arrefecimento do crescimento econômico. Como os EUA são grandes consumidores mundiais de *commodities*, a queda na demanda por esses produtos acarretaria na queda de preços, o que afetaria grandes empresas, principalmente de países emergentes.

No que se refere às economias européias, também existe a preocupação quanto à inflação, o que levou o Banco Central Europeu a elevar a taxa de juros em 2006. Na China, o temor com relação ao crescimento descontrolado tem levado o governo a discutir formas de frear a economia. Entretanto, no longo prazo, as instituições financeiras acreditam na continuidade do crescimento econômico mundial, mesmo que ocorra desaceleração econômica dos EUA.

7.2. PERSPECTIVAS PARA A COMPANHIA

Devido à perspectiva de que o câmbio continuará pressionado em 2007, a Marcopolo terá sua receita de exportação prejudicada, mesmo com a continuidade do crescimento mundial. Além disso, a continuidade de um crescimento interno moderado leva a empresa a crer que seus resultados não sofrerão grandes impactos. A companhia estima que, em 2007, sua receita líquida atinja R\$ 1.850 milhões e uma produção de 16.800 carrocerias, representando um crescimento de 5,7% e 7,2%, respectivamente. Um fator que pode impulsionar as vendas nos próximos anos é o envelhecimento da frota brasileira e dos demais países da América Latina importadores de carrocerias. Desse modo, pode-se prever que a frota comece a ser substituída em ambos os mercados daqui alguns anos.

Outros fatores podem vir a beneficiar as vendas da empresa: avanços tecnológicos, crescimento vegetativo da população, continuidade do processo de internacionalização da produção, melhoria das estradas devido ao Programa de

Aceleração do Crescimento (PAC), entre outros. Especialmente em 2007, a companhia pode ser beneficiada pela crise do setor aéreo e pela renovação das concessões das transportadoras. Com relação ao processo de internacionalização, é importante ressaltar a expansão da companhia na Índia e na Rússia.

7.2.1. Rússia

Em fevereiro de 2006, a Marcopolo anunciou, por meio de Fato Relevante, que, por meio de sua controlada Ciferal Indústria de Ônibus Ltda., assinou contrato para a formação de uma *joint venture* com a maior montadora russa de veículos, a Ruspromauto. O objetivo é a montagem de ônibus rodoviários para comercialização no mercado russo e externo. A Marcopolo comprometeu-se em aportar tecnologia visando a montagem das carrocerias, enquanto que a empresa russa ficou responsável pelo fornecimento de chassis e pela disponibilização das instalações industriais. A Ciferal e a Ruspromauto participam, cada uma, com 50% do capital social e o investimento previsto foi de U\$ 6,5 bilhões. As expectativas são de que a *joint venture* produzirá entre 750 e 1.000 unidades/ano.

7.2.2. Índia

Em 05 de maio de 2006, a companhia firmou contrato para formação de uma *joint venture* com a maior montadora de veículos da Índia, a Tata Motors Limited. O objetivo da *joint venture* é a montagem e a comercialização de ônibus rodoviários, urbanos, mini e microônibus e visa o mercado indiano e o externo. A Marcopolo ficou

responsável pelo aporte de tecnologia para a montagem das carrocerias, e a Tata, pelo fornecimento de chassis e pela comercialização dos ônibus completos. A participação da Marcopolo na *joint venture* é de 49% do capital social. Já a Tata tem participação de 51%.

Quanto às expectativas, a Marcopolo estima que a receita da *joint venture* no primeiro ano será de U\$ 98 milhões e de U\$ 395 milhões no quinto. Cabe ressaltar que o investimento inicial da *joint venture* foi acordado em U\$ 13,3 bilhões.

O processo de internacionalização praticado pela Marcopolo está de acordo com a evolução da tendência das empresas nacionais. Um dos principais motivos para isso é a garantia e complementação de suas exportações. Desse modo, as empresas ficam mais próximas de seus mercados consumidores e consolidam sua posição. Além disso, a internacionalização surge como uma forma de driblar barreiras comerciais, a partir do momento em que a maior parte das empresas nacionais realiza esse processo investindo por meio de associações com grupos locais. Outro motivo para a internacionalização das empresas brasileiras está na necessidade de proximidade com fornecedores.

7.3. RISCOS RELATIVOS À COMPANHIA

Conforme se observa nos demonstrativos da Marcopolo, a companhia possui contas atreladas à moeda norte-americana. Deve-se atentar para as seguintes contas que estão ligadas ao dólar: caixa, contas a receber, empréstimos e financiamentos e resultado operacional.

No que diz respeito ao caixa, em 31 de dezembro a companhia possuía mais de R\$ 31 milhões das contas caixa e bancos no exterior. Comparando-se com o ano

anterior, percebe-se que ocorreu substancial aumento da participação da moeda estrangeira.

Tabela 16 - Caixa e Bancos (R\$ mil)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 |
|------------------------------|--------|--------|--------|--------|
| No Brasil | 9.036 | 14.121 | 10.798 | 11.306 |
| No Exterior | 31.029 | 18.199 | 20.381 | 18.604 |
| Total | 40.065 | 32.320 | 31.179 | 29.910 |
| Moeda Nacional (%) | 22,6% | 43,7% | 34,6% | 37,8% |
| Moeda Estrangeira (%) | 77,4% | 56,3% | 65,4% | 62,2% |

Fonte: pesquisa própria

Entretanto, deve-se atentar para as contas a receber de clientes, cuja composição mostra grande participação proveniente do mercado externo, comprovando a existência do risco em relação ao dólar, de modo que uma apreciação do real pode prejudicar o Ativo da empresa.

Tabela 17 - Contas a Receber de Clientes (R\$ mil)

| | 2006 | 2005 |
|-------------------------------------|---------|---------|
| Circulante | | |
| No Mercado Nacional | 181.947 | 182.686 |
| No Mercado Externo | 128.792 | 169.513 |
| FIDC – Marcopolo Financeiro | 34.386 | |
| Relações Interfinanceiras | 30.315 | |
| Deduções | | |
| Cambiais Descontadas | -1.936 | -66.329 |
| PCLD | -28.956 | -31.185 |
| Total Circulante | 344.548 | 254.685 |
| Realizável Longo prazo | | |
| No Mercado Externo | 15.471 | 29.808 |
| Relações Interfinanceiras | 63.076 | |
| Total Realizável Longo Prazo | 78.547 | 29.808 |
| Total | 423.095 | 284.493 |

Fonte: Marcopolo

Já com relação aos empréstimos e financiamentos, observa-se que a maior parte está atrelada à moeda nacional. Entretanto, a parcela ligada à moeda norte-americana é considerável. Nos últimos anos, a relação entre financiamentos em moeda estrangeira e nacional sofreu grandes alterações, de modo que a parcela em moeda nacional cresceu consideravelmente, em detrimento da atrelada à moeda estrangeira, conforme mostra a tabela a seguir:

Tabela 18 - Empréstimos e Financiamentos (R\$ mil)

| | 2006 | 2005 | 2004 | 2003 | 2002 |
|-----------------------|---------|---------|---------|---------|---------|
| Moeda Nacional | 399.603 | 296.384 | 187.488 | 166.661 | 84.444 |
| Moeda Estrangeira | 125.551 | 157.222 | 200.680 | 247.642 | 368.358 |
| Total | 525.154 | 453.606 | 388.168 | 414.303 | 452.802 |
| Curto Prazo | 221.304 | 143.548 | 212.899 | 310.648 | 239.076 |
| Longo Prazo | 303.850 | 310.058 | 175.269 | 103.655 | 213.726 |
| Moeda Nacional (%) | 76,1% | 65,3% | 48,3% | 40,2% | 18,6% |
| Moeda Estrangeira (%) | 23,9% | 34,7% | 51,7% | 59,8% | 81,4% |

Fonte: pesquisa própria

A companhia procura, por meio de derivativos, proteger seus ativos e passivos das oscilações cambiais. Realiza, por exemplo, *swaps* com taxas pré-fixadas em instituições financeiras. Os contratos futuros de dólar são utilizados principalmente como instrumentos de *hedge* de taxas de financiamentos. Há, ainda, que citar as operações de *forward* (contrato a termo) no Brasil.

Existe também o risco relativo à confiança no mercado brasileiro e mundial. Incertezas quanto ao rumo da economia interna e externa podem afetar de forma negativa as empresas. Além disso, é importante a questão relativa ao crédito. No Brasil, as altas taxas de juros praticadas há anos reduzem a oferta de crédito, pressionando, dessa forma, o crescimento econômico. Como já citado anteriormente, a Marcopolo constituiu o Banco Moneo com o intuito de diminuir o risco relacionado à oferta de crédito. Além disso, a Marcopolo realiza vendas com reserva de domínio, com garantias reais e avais pessoais dos clientes. Com relação às exportações, a garantia dá-se

basicamente por operações através de carta de crédito. Também são estipulados limites de crédito por país e cliente. Adicionalmente, a pulverização das vendas diminuiu o risco de crédito da Companhia.

Há ainda que ressaltar a regulamentação do setor de ônibus. Considerando que a Marcopolo possui, como principais clientes, as empresas de transporte público, alterações na legislação podem reduzir a demanda por esse tipo de veículo.

8. AVALIAÇÃO DA COMPANHIA

No decorrer deste capítulo, serão apresentadas as premissas utilizadas para a realização das projeções. A seguir, são apresentadas as estimativas para o DRE, Balanço Patrimonial, Fluxo de Caixa e Fluxo de Caixa Livre até 2014. Por último, são demonstrados os cálculos da taxa de desconto e do preço justo a ser pago pelas ações da empresa em dezembro de 2007. As projeções foram realizadas em unidades nominais.

8.1. PREMISSAS MACROECONÔMICAS

Tabela 19 - Projeções Macroeconômicas

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------|-------|-------|------|------|------|------|------|------|
| LIBOR (%) | 5,20 | 5,02 | 4,82 | 4,62 | 4,42 | 4,42 | 4,42 | 4,42 |
| Selic (média %) | 12,00 | 10,81 | 9,87 | 8,87 | 7,87 | 7,87 | 7,87 | 7,87 |
| TJLP (%) | 6,40 | 6,00 | 5,60 | 5,32 | 5,12 | 5,12 | 5,12 | 5,12 |
| PIB (%) | 4,20 | 4,00 | 4,20 | 4,60 | 4,80 | 1,05 | 1,05 | 1,05 |
| IGP-M (%) | 3,31 | 4,20 | 3,47 | 3,20 | 3,00 | 1,03 | 1,03 | 1,03 |
| IPCA (%) | 3,92 | 3,98 | 3,66 | 3,29 | 3,30 | 1,03 | 1,03 | 1,02 |
| Dólar (R\$) | 2,07 | 2,14 | 2,18 | 2,22 | 2,26 | 2,33 | 2,41 | 2,47 |

Fonte: Lopes Filho e Associados

As projeções da Lopes Filho & Associados foram calculadas até o ano 2011. Para os anos seguintes, por falta de projeções, adotou-se taxas iguais ao do último ano projetado pela instituição, com exceção do dólar, cuja variação anual foi atrelada ao IPCA. O dólar médio não foi informado pela instituição e foi calculado dividindo pela metade a soma do dólar estimado para o ano com o do ano anterior.

Tabela 20 – Dólar Médio

| | | | | | | | | |
|-------------|------|------|------|------|------|------|------|------|
| Dólar (R\$) | 2,07 | 2,14 | 2,18 | 2,22 | 2,26 | 2,33 | 2,41 | 2,47 |
| Dólar Médio | 2,10 | 2,11 | 2,16 | 2,20 | 2,24 | 2,30 | 2,37 | 2,44 |

8.2. PREMISSAS DE VENDAS

8.2.1. Mercado Interno

Apesar da expectativa de crescimento econômico moderado do país para os próximos anos, alguns fatores que podem beneficiar a empresa devem ser destacados. Os financiamentos com taxas atrativas concedidos pelo BNDES para a aquisição de ônibus urbanos devem beneficiar as vendas. Além de reduzir as taxas em 2006, o BNDES também ampliou o prazo e aumentou o percentual financiado para até 100% do valor do veículo. Outro aspecto a considerar é o envelhecimento da frota nacional em alguns anos, o que deve levar a um aumento das vendas em razão da necessidade de substituição. Além disso, existe a necessidade de diminuir o déficit existente de transporte coletivo brasileiro. Por outro lado, deve-se levar em conta o acirramento da concorrência. Para 2007, espera-se um aumento das vendas levemente acima do crescimento do PIB para todos os produtos. Para os anos 2008 e 2009, as vendas foram estimadas tomando-se um crescimento um pouco superior ao PIB, com expectativas de que consiga a empresa recuperar seu *market share* de forma gradual, já que possui grandes vantagens competitivas. Nos anos seguintes, espera-se redução do crescimento, ficando novamente em linha com o crescimento do PIB, e levemente inferior nos últimos dois anos.

8.2.2. Mercado Externo

As estimativas de vendas têm de levar em consideração as características dos locais onde a empresa atua, a tendência do setor e o cenário macroeconômico esperado. De um modo geral, o crescimento econômico mundial e a continuidade do processo de internacionalização será benéfico para as vendas da companhia no longo prazo. Por meio de parcerias com empresas fabricantes de chassis com participações significativas nos seus respectivos mercados, espera-se a conquista de novos mercados e a consolidação de mercados já atendidos. Entretanto, acredita-se na persistência da pressão do dólar, o que diminuiu a competitividade das controladas no exterior.

Para 2007, adotou-se um crescimento equivalente ao do mercado interno. Para o período compreendido entre 2008 e 2010, devido à política de internacionalização, tomou-se como premissa um aumento de produção duas vezes maior do que o projetado para o mercado interno no que se refere ao segmento de rodoviários. O crescimento para o segmento de urbanos foi estimado a uma taxa levemente inferior ao dos rodoviários – em torno de 1% menor - e aumento dos outros cerca de 2% menor. Após 2010, espera-se gradual diminuição do ritmo de crescimento do mercado externo, de modo que a empresa passe a ter um aumento proporcional ao crescimento no mercado interno. Não foram consideradas novas expansões para o exterior relativas ao processo de internacionalização além das que estão ocorrendo na Rússia e na Índia.

8.2.3. Preços

No mercado interno, a expectativa é de que os preços tendam ao equilíbrio. Para

fins de projeção, adotaram-se reajustes iguais à inflação. Já no mercado externo, acredita-se que a empresa consiga manter os preços em dólar. Desse modo, para as vendas externas, os preços foram indexados ao dólar médio projetado.

8.2.4. Outras Receitas

Para a receita com chassis, tomou-se como critério a variação nas vendas de mini-ônibus. Já com relação às vendas de peças, adotou-se como critério a variação de acordo com o crescimento de vendas de unidades.

Considerando o já exposto, projeta-se um aumento em torno de 6% da receita líquida da Companhia para 2007, com participação de 46% do mercado externo. Para os anos seguintes, a expectativa é de que a empresa tenha bom desempenho devido à manutenção do crescimento das vendas principalmente no mercado externo, aliado a uma desvalorização cambial.

8.3. PREMISSAS DE CUSTOS

Os custos da companhia são, em maioria, variáveis, e representou em torno de 76% da receita líquida em 2006. Têm relevante participação nos custos itens como aço, alumínio e derivados de plástico. Cabe salientar a política de *global sourcing* da Companhia, a qual prioriza a compra de insumos de fornecedores com preços mais

baixos. Os preços dos insumos deverão se manter estabilizados. É importante ressaltar que em torno de 15% dos custos da companhia estão atrelados ao dólar. Os custos variáveis foram indexados de acordo com a variação da receita da Companhia. Já com relação aos custos atrelados ao dólar, foram indexados de acordo com o dólar médio esperado para os próximos anos.

8.4. DESPESAS OPERACIONAIS

No que diz respeito às despesas com vendas, toma-se como princípio que seu aumento será diretamente proporcional ao aumento da receita líquida. Já para as despesas gerais e administrativas, espera-se um moderado crescimento para os próximos anos.

8.5. RECEITAS E DESPESAS FINANCEIRAS

No cálculo das receitas e despesas financeiras, considerando os dados disponíveis, foram consideradas apenas as disponibilidades, aplicações financeiras e empréstimos e financiamentos. Conforme já demonstrado, a companhia possui atualmente um endividamento total de R\$ 525 milhões, com R\$ 125 milhões atrelados à moeda estrangeira e R\$ 399 milhões à nacional. Além disso, 42% são de curto prazo e 56% de longo prazo. A dívida interna é, em grande parte, atrelada à TJLP, além de taxas fixas anuais. Já boa parte da dívida estrangeira é atrelada à Libor, além de taxas fixas anuais.

A companhia possui R\$ 400 milhões em aplicações financeiras. A maior parte – R\$ 379 milhões – é em moeda nacional e está atrelada ao CDI + 0,66% , enquanto que as aplicações em moeda estrangeira – R\$ 20 milhões – têm remuneração média de 3,37% mais a variação cambial.

8.6. INVESTIMENTOS E DEPRECIAÇÃO/AMORTIZAÇÃO

Para 2007, a companhia tem Capex de R\$ 67 milhões. Nos anos seguintes, os investimentos foram corrigidos de acordo com o aumento de vendas esperado. Já a depreciação tem uma taxa média de 8,5%. A relação investimentos/depreciação foi prevista segundo o crescimento esperado da empresa.

8.7. DRE PROJETADO DA COMPANHIA

Considerando as premissas expostas neste capítulo, projetou-se o DRE da Marcopolo até o ano 2014. O cálculo do EBIT foi realizado conforme o método tradicional, sem levar as variações cambiais consideradas na composição do EBITDA “ajustado” divulgado pela Companhia. Na tabela a seguir pode-se verificar a evolução dos resultados da companhia:

Tabela 21 - DRE Projetado

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-----------------------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| Receita Líquida | 1.750.285,0 | 1.857.603 | 2.046.220 | 2.275.629 | 2.503.776 |
| (-) CPV | (1.420.545) | (1.493.838) | (1.636.916) | (1.817.259) | (1.995.963) |
| (=) Lucro Bruto | 329.740 | 363.765 | 409.304 | 458.369 | 507.812 |
| Despesas Operacionais | 184.808 | 193.906 | 209.784 | 228.882 | 247.653 |
| (-) Despesas com Vendas | (111.971) | (118.836) | (130.903) | (145.579) | (160.174) |
| (-) Despesas Gerais e Adm. | (72.837) | (75.070) | (78.881) | (83.303) | (87.479) |
| (=) EBIT | 144.932 | 169.858 | 199.520 | 229.487 | 260.159 |
| Resultado Financeiro | 38.332 | 3.464 | 879 | (1.050) | (3.599) |
| Receitas Financeiras | 186.357 | 51.460 | 46.846 | 43.295 | 39.611 |
| (-) Despesas Financeiras | (148.025) | (47.997) | (45.967) | (44.345) | (43.210) |
| (+/-) Outras Rec./Desp. Oper. | (12.329) | - | - | - | - |
| (=) Lucro Operacional | 172.404 | 173.322 | 200.399 | 228.438 | 256.560 |
| (+/-) Resultado Não Operac. | (1.041) | - | - | - | - |
| (=) LAIR | 171.363 | 173.322 | 200.399 | 228.438 | 256.560 |
| (-) Provisao para I.R. e C.S. | (21.634) | (58.929) | (68.136) | (77.669) | (87.231) |
| (-) I.R. Diferido | (5.118) | - | - | - | - |
| (-) Particip./Contrib. Estat. | (6.031) | (10.867) | (12.565) | (14.323) | (16.086) |
| (-) Particip. Acionistas Min. | (50) | - | - | - | - |
| Lucro Líquido do Exercício | 120.841 | 103.525 | 119.699 | 136.446 | 153.244 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-----------------------------------|--------------------|------------------|------------------|------------------|
| Receita Líquida | 2.731.105,2 | 2.968.082 | 3.216.651 | 3.422.801 |
| (-) CPV | (2.175.063) | (2.365.419) | (2.569.529) | (2.741.055) |
| (=) Lucro Bruto | 556.043 | 602.663 | 647.122 | 681.746 |
| Despesas Operacionais | 266.167 | 285.295 | 305.192 | 321.566 |
| (-) Despesas com Vendas | (174.717) | (189.877) | (205.779) | (218.967) |
| (-) Despesas Gerais e Adm. | (91.450) | (95.418) | (99.413) | (102.599) |
| (=) EBIT | 289.875 | 317.369 | 341.930 | 360.181 |
| Resultado Financeiro | (5.942) | (4.610) | (2.753) | (444) |
| Receitas Financeiras | 36.457 | 37.788 | 39.645 | 41.955 |
| (-) Despesas Financeiras | (42.398) | (42.398) | (42.398) | (42.398) |
| (+/-) Outras Rec./Desp. Oper. | - | - | - | - |
| (=) Lucro Operacional | 283.934 | 312.759 | 339.177 | 359.737 |
| (+/-) Resultado Não Operac. | - | - | - | - |
| (=) LAIR | 283.934 | 312.759 | 339.177 | 359.737 |
| (-) Provisao para I.R. e C.S. | (96.537) | (106.338) | (115.320) | (122.311) |
| (-) I.R. Diferido | - | - | - | - |
| (-) Particip./Contrib. Estat. | (17.803) | (19.610) | (21.266) | (22.556) |
| (-) Particip. Acionistas Min. | - | - | - | - |
| Lucro Líquido do Exercício | 169.594 | 186.811 | 202.590 | 214.871 |

8.8. BALANÇO PATRIMONIAL

Com relação ao Balanço Patrimonial, deve-se atentar para alguns aspectos. No que diz respeito às disponibilidades, foram projetadas em consonância com a geração de caixa projetada da companhia. As contas clientes e estoques não sofreram alterações em seus prazos durante a projeção. Para cálculo do imobilizado, utilizaram-se as projeções de investimentos e de depreciação. Já com relação ao Passivo, manteve-se o prazo referente à conta fornecedores. Quanto aos financiamentos, respeitou-se o custo da dívida da companhia e levou-se em conta a variação cambial. Além disso, optou-se pela manutenção de um nível de endividamento de forma a deixar a empresa com um certo grau de alavancagem.

Tabela 22 - Balanço Patrimonial Projetado

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ATIVO | 1.439.542 | 1.506.922 | 1.596.339 | 1.698.932 | 1.811.496 |
| Ativo Circulante | 1.162.336 | 1.193.524 | 1.247.965 | 1.316.856 | 1.397.497 |
| Disponibilidades | 40.065 | 50.000 | 52.483 | 57.318 | 74.343 |
| Clientes | 279.847 | 289.029 | 321.513 | 361.022 | 400.314 |
| Estoques | 191.257 | 203.328 | 222.802 | 247.349 | 271.673 |
| Aplicações Financeiras | 400.479 | 400.479 | 400.479 | 400.479 | 400.479 |
| Outros | 250.688 | 250.688 | 250.688 | 250.688 | 250.688 |
| Realizável a Longo Prazo | 87.204 | 87.204 | 87.204 | 87.204 | 87.204 |
| Permanente | 190.002 | 226.195 | 261.169 | 294.872 | 326.796 |
| Investimentos | 5.385 | 5.385 | 5.385 | 5.385 | 5.385 |
| Imobilizado Líquido | 178.789 | 214.982 | 249.956 | 283.659 | 315.583 |
| Diferido Líquido | 5.828 | 5.828 | 5.828 | 5.828 | 5.828 |

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PASSIVO | 1.439.542 | 1.506.922 | 1.596.339 | 1.698.932 | 1.811.496 |
| Passivo Circulante | 563.934 | 576.125 | 587.253 | 601.280 | 615.179 |
| Fornecedores | 109.885 | 116.187 | 127.316 | 141.342 | 155.242 |
| Financiamentos | 221.304 | 227.193 | 227.193 | 227.193 | 227.193 |
| Outros | 232.745 | 232.745 | 232.745 | 232.745 | 232.745 |
| Exigível a Longo Prazo | 332.332 | 332.332 | 332.332 | 332.332 | 332.332 |
| Financiamentos | 303.850 | 303.850 | 303.850 | 303.850 | 303.850 |
| Outros | 28.482 | 28.482 | 28.482 | 28.482 | 28.482 |
| Participação Acion. Min. | 7.295 | 7.295 | 7.295 | 7.295 | 7.295 |
| Patrimônio Líquido | 535.981 | 591.170 | 669.458 | 758.025 | 856.690 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|---------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| ATIVO | 1.933.722 | 2.067.501 | 2.211.242 | 2.358.418 |
| Ativo Circulante | 1.490.401 | 1.598.083 | 1.719.608 | 1.849.551 |
| Disponibilidades | 103.719 | 144.678 | 195.612 | 266.706 |
| Clientes | 439.465 | 480.278 | 523.087 | 558.590 |
| Estoques | 296.050 | 321.960 | 349.742 | 373.088 |
| Aplicações Financeiras | 400.479 | 400.479 | 400.479 | 400.479 |
| Outros | 250.688 | 250.688 | 250.688 | 250.688 |
| Realizável a Longo Prazo | 87.204 | 87.204 | 87.204 | 87.204 |
| Permanente | 356.118 | 382.214 | 404.431 | 421.662 |
| Investimentos | 5.385 | 5.385 | 5.385 | 5.385 |
| Imobilizado Líquido | 344.905 | 371.001 | 393.218 | 410.449 |
| Diferido Líquido | 5.828 | 5.828 | 5.828 | 5.828 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|-------------------------------|------------------|------------------|------------------|------------------|
| PASSIVO | 1.933.722 | 2.067.501 | 2.211.242 | 2.358.418 |
| Passivo Circulante | 629.109 | 643.915 | 659.790 | 673.131 |
| Fornecedores | 169.172 | 183.977 | 199.852 | 213.193 |
| Financiamentos | 227.193 | 227.193 | 227.193 | 227.193 |
| Outros | 232.745 | 232.745 | 232.745 | 232.745 |
| Exigível a Longo Prazo | 332.332 | 332.332 | 332.332 | 332.332 |
| Financiamentos | 303.850 | 303.850 | 303.850 | 303.850 |
| Outros | 28.482 | 28.482 | 28.482 | 28.482 |
| Participação Acion. Min. | 7.295 | 7.295 | 7.295 | 7.295 |
| Patrimônio Líquido | 964.986 | 1.083.959 | 1.211.825 | 1.345.660 |

8.9. FLUXO DE CAIXA

Considerando as projeções realizadas para a Marcopolo, estimou-se o fluxo de caixa da companhia. A tabela a seguir mostra o fluxo de caixa projetado até o ano de 2014:

Tabela 23 - Fluxo de Caixa Projetado

| | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 169.858 | 199.520 | 229.487 | 260.159 |
| (+/-) Variação do IOG | (14.950) | (40.830) | (50.029) | (49.716) |
| (+) Depreciação e Amortização | 30.807 | 36.583 | 42.751 | 49.341 |
| Geração Caixa Atividade | 185.716 | 195.273 | 222.209 | 259.784 |
| (-) Dividendos Pagos / JSCP | 48.336 | 41.410 | 47.879 | 54.578 |
| (+/-) Despesas Financeiras Líquidas | 3.464 | 879 | (1.050) | (3.599) |
| (+/-) Result. Equivalência Patrimonial | - | - | - | - |
| (-) IR/CS | (58.929) | (68.136) | (77.669) | (87.231) |
| (-) Part. Minoritárias | - | - | - | - |
| (-) Part. Estatutárias | (10.867) | (12.565) | (14.323) | (16.086) |
| (+/-) Aumento / Redução Capital | - | - | - | - |
| Geração Operacional de Caixa | 71.046 | 74.041 | 81.288 | 98.290 |
| (-) Investimentos | 67.000 | 71.558 | 76.454 | 81.265 |
| (-) Amortizações | - | - | - | - |
| (+) Novas Captações | - | - | - | - |
| Fluxo de Caixa Após Investimentos | 4.046 | 2.483 | 4.835 | 17.025 |
| (+) Possible new debt | 5.889 | - | - | - |
| Fluxo de Caixa do Período | 9.935 | 2.483 | 4.835 | 17.025 |
| Caixa Inicial | 40.065 | 50.000 | 52.483 | 57.318 |
| Caixa Final | 50.000 | 52.483 | 57.318 | 74.343 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 289.875 | 317.369 | 341.930 | 360.181 |
| (+/-) Variação do IOG | (49.599) | (51.917) | (54.716) | (45.509) |
| (+) Depreciação e Amortização | 56.346 | 63.731 | 71.474 | 79.550 |
| Geração Caixa Atividade | 296.623 | 329.183 | 358.688 | 394.222 |
| (-) Dividendos Pagos / JSCP | 61.297 | 67.837 | 74.724 | 81.036 |
| (+/-) Despesas Financeiras Líquidas | (5.942) | (4.610) | (2.753) | (444) |
| (+/-) Result. Equivalência Patrimonial | - | - | - | - |
| (-) IR/CS | (96.537) | (106.338) | (115.320) | (122.311) |
| (-) Part. Minoritárias | - | - | - | - |
| (-) Part. Estatutárias | (17.803) | (19.610) | (21.266) | (22.556) |
| (+/-) Aumento / Redução Capital | - | - | - | - |
| Geração Operacional de Caixa | 115.044 | 130.788 | 144.625 | 167.876 |
| (-) Investimentos | 85.668 | 89.828 | 93.691 | 96.782 |
| (-) Amortizações | - | - | - | - |
| (+) Novas Captações | - | - | - | - |
| Fluxo de Caixa Após Investimentos | 29.375 | 40.960 | 50.934 | 71.094 |
| (+) Possible new debt | - | - | - | - |
| Fluxo de Caixa do Período | 29.375 | 40.960 | 50.934 | 71.094 |
| Caixa Inicial | 74.343 | 103.719 | 144.678 | 195.612 |
| Caixa Final | 103.719 | 144.678 | 195.612 | 266.706 |

8.10. FLUXO DE CAIXA LIVRE

De forma a encontrar o valor justo a ser pago pelas ações da empresa em dezembro de 2007, deve-se realizar o cálculo do fluxo de caixa livre. A tabela a seguir mostra o cálculo do fluxo de caixa livre:

Tabela 24 - Fluxo de Caixa Livre Projetado

| | 2006 | 2007 | 2008 | 2009 | 2010 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 144.932 | 169.858 | 199.520 | 229.487 | 260.159 |
| (-) I.R e C.S. | (49.277) | (57.752) | (67.837) | (78.026) | (88.454) |
| (=) NOPLAT | 95.655 | 112.107 | 131.683 | 151.462 | 171.705 |
| (+) Depreciação e Amortização | 29.863 | 30.807 | 36.583 | 42.751 | 49.341 |
| (+/-) Variação na Necessidade de Capital de Giro | 68.837 | (14.950) | (40.830) | (50.029) | (49.716) |
| (-) Investimentos | (40.445) | (67.000) | (71.558) | (76.454) | (81.265) |
| (-) Participações Estatutárias | (5.357) | (10.867) | (12.565) | (14.323) | (16.086) |
| (=) Free Cash Flow | 148.553 | 50.097 | 43.313 | 53.407 | 73.979 |

| | 2011 | 2012 | 2013 | 2014 |
|--|----------------|----------------|----------------|----------------|
| EBIT | 289.875 | 317.369 | 341.930 | 360.181 |
| (-) I.R e C.S. | (98.558) | (107.905) | (116.256) | (122.461) |
| (=) NOPLAT | 191.318 | 209.463 | 225.674 | 237.719 |
| (+) Depreciação e Amortização | 56.346 | 63.731 | 71.474 | 79.550 |
| (+/-) Variação na Necessidade de Capital de Giro | (49.599) | (51.917) | (54.716) | (45.509) |
| (-) Investimentos | (85.668) | (89.828) | (93.691) | (96.782) |
| (-) Participações Estatutárias | (17.803) | (19.610) | (21.266) | (22.556) |
| (=) Free Cash Flow | 94.594 | 111.840 | 127.475 | 152.423 |

8.11. TAXA DE DESCONTO

A taxa de desconto foi calculada com base em um dos métodos defendidos por Copeland (2002), conforme já explicado. Utilizou-se o título norte-americano *T-bond* de 10 anos (4,5% a.a.), o risco soberano (2%) e a diferença de inflação entre o Brasil e os Estados Unidos (-0,51% no final de 2006) para cálculo da taxa livre de risco. Levando-se em conta que o beta da companhia publicado pela Economática é de 0,46, utilizou-se um beta médio geral de 0,8, de modo a não distorcer o cálculo dos fluxos descontados. O prêmio pelo risco foi estipulado em 6%.

$$\text{CAPM} = R_f + B \times (R_m - R_f)$$

$$\text{CAPM} = 0,06 + 0,8 \times 0,06$$

$$\text{CAPM} = 0,108$$

Para cálculo do WACC, utilizaram-se os seguintes dados: R\$ 525 milhões de endividamento financeiro, 9,1% de custo de capital de terceiros, R\$ 1.334 milhões de capital próprio, custo de capital próprio de 10,8% e impostos com alíquota total de 34%. Desse modo, chegou-se a um WACC de 9,43%.

$$WACC = (1.334.139/1.859.293) \times 0,108 + (525.154/1.859.293) \times 0,091 \times (1 - 0,34)$$

$$WACC = 0,943$$

8.12. PERPETUIDADE

Para cálculo da perpetuidade, utilizou-se uma taxa de 4% para o crescimento esperado do NOPLAT na perpetuidade. Dessa forma, a taxa de desconto na perpetuidade ficou em 6%. No ano de 2015, o fluxo de caixa livre ficou em R\$ 171 milhões.

8.13. VALOR DA EMPRESA

Considerando os fluxos de caixa calculados e a taxa de desconto e a perpetuidade utilizadas, chegou-se a um valor de mercado de R\$ 1.971 milhões para dezembro de 2007. Desse modo, o preço justo a ser pago pelas ações da Marcopolo ao final de 2007 é de R\$ 8,38, representando um potencial de valorização de 40,92% em relação ao preço em dezembro de 2006 – R\$ 5,95.

9. CONCLUSÕES

O presente trabalho teve como objetivo avaliar a empresa Marcopolo de modo a determinar se a aquisição de suas ações constitui ou não um bom investimento para o ano de 2007. Foram apresentados dois métodos tradicionais de avaliação de empresas que procuram identificar empresas cujas ações representam bons investimentos. O método escolhido foi o Fluxo de Caixa Descontado (FCD), que consiste na projeção de fluxos futuros de caixa, os quais são descontados a uma taxa que reflete seu risco. As estimativas foram realizadas seguindo um cenário projetado para a empresa, seu setor de atuação e para a economia.

Por meio do FCD, encontrou-se um valor justo de R\$ 1.971 milhões para a empresa ao final de 2007. Desse modo, recomenda-se a aquisição das ações da companhia, já que possuem potencial de valorização de 40,92% se comparadas com o valor de mercado da empresa em dezembro de 2006. Deve-se levar em conta a possível continuidade do processo de internacionalização da empresa, o que ocasionaria um maior crescimento de suas vendas no futuro, beneficiando seu desempenho. Entretanto, é importante ressaltar o risco envolvido nos investimentos em ações. Crises políticas, econômicas, setoriais ou desempenho da empresa aquém das expectativas podem afetar negativamente o valor de mercado da companhia.

Espera-se que o presente trabalho contribua na tomada de decisão de gestores de fundos e investidores quanto à compra das ações da companhia e que auxilie analistas de mercado. Além disso, a avaliação realizada pode ser utilizada para outros fins, como, por exemplo, em processos de fusão ou aquisição.

10. REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

ANÔNIMO. Mercado tem fôlego para crescer mais. Revista Bovespa, v.101, Janeiro/Março, 2007. Disponível em :
<<http://www.bovespa.com.br/InstSites/RevistaBovespa/101/Mercado.shtml>>.

ANTT – Agência Nacional de Transportes Terrestres. Disponível em <www.antt.gov.br>. Acesso em: 10 de abril de 2007.

BC – Banco Central do Brasil. Disponível em <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 25 de março de 2007.

BERNARDES, EDNILSON S. **Configuração internacional da atividade produtiva** : estudo de caso de uma montadora de carrocerias para ônibus. 2000. 79 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2000.

BOVESPA – Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em <www.bovespa.com.br> Acesso em: 10 de março de 2007.

COPELAND, TOM; MURRIN, JACK; KOLLER, TIM. **Avaliação de Empresas Valuation**: calculando e gerenciando o valor das empresas. 3° ed. São Paulo: Makron Books, 2002. 516 p.

CVM – Comissão de Valores Mobiliários. Disponível em <www.cvm.gov.br> Acesso em: 20 de março de 2007

DAMODARAN, ASWATH. **Finanças Corporativas Aplicadas**: manual do usuário. São Paulo: Bookman, 2002. 576 p.

DAMODARAN, ASWATH; BERNSTEIN, PETER L. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000. 423 p.

FABUS – Associação Nacional dos Fabricantes de Ônibus. Disponível em <www.fabus.com.br>. Acesso em: 25 de março de 2007.

MARCOPOLO S.A.. Disponível em <www.marcopolo.com.br>. Acesso em: 20 de março de 2007.

MATARAZZO, D.C; PESTANA, A..O. **Análise Financeira de Balanços**: abordagem básica e gerencial. 3º ed. São Paulo: Atlas, 1995. 216 p.

OICA - *Organisation Internationale Des Constructeurs D'automobiles*. Disponível em <www.oica.net>. Acesso em: 23 de abril de 2007.

ROSA, PATRICIA R. **Internacionalização da empresa Marcopolo S.A.**: um estudo de caso. 2006. 160 f. Dissertação (Mestrado em Administração) – Programa de Pós-graduação em Administração, Escola de Administração, Universidade Federal do Rio Grande do Sul, Porto Alegre, 2006.

SIMEFRE - Sindicato Interestadual da Indústria de Materiais e Equipamentos Ferroviários e Rodoviários. Disponível em <www.simefre.org.br>. Acesso em: 20 de março de 2007.