

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

**GIULIO FLORES BRAGA**

**AVALIAÇÃO DE DUAS EMPRESAS DO SEGMENTO  
DE TRANSPORTES AÉREOS: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA DO DESEMPENHO DAS AÇÕES  
PREFERENCIAIS GOLL4 E TAMM4**

**TRABALHO DE CONCLUSÃO DO CURSO  
DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO**

**Porto Alegre  
2006**

**UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL  
ESCOLA DE ADMINISTRAÇÃO (EA)  
DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS ADMINISTRATIVAS (DCA)  
COMISSÃO DE GRADUAÇÃO EM ADMINISTRAÇÃO (COMGRAD-ADM)**

**ADM 01198 – ESTÁGIO FINAL EM FINANÇAS**

**AVALIAÇÃO DE DUAS EMPRESAS DO SEGMENTO  
DE TRANSPORTES AÉREOS: UMA ANÁLISE  
COMPARATIVA DO DESEMPENHO DAS AÇÕES  
PREFERENCIAIS GOLL4 E TAMM4**

POR

**Giulio Flores Braga  
00096529**

Trabalho de conclusão do 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. Oscar Claudino Galli**

**Porto Alegre, 2006**

*Primeiramente, a Deus, pela vida e pela força recebida para enfrentar as adversidades. Ao professor Galli, pela atenção dispensada e por todo o incentivo. À família e aos amigos, por todo o apoio recebido nos momentos de maiores dificuldades. E a todas as demais pessoas que, de alguma forma, contribuíram positivamente para a chegada deste momento.*

## SUMÁRIO

INTRODUÇÃO .....	5
1. O PROBLEMA.....	7
2. OBJETIVOS .....	9
2.1 OBJETIVO GERAL .....	9
2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS .....	9
3. REVISÃO DA LITERATURA .....	10
3.1 MERCADO DE AÇÕES.....	10
3.1.1 Tipos de ações .....	10
3.1.2 Bolsas de valores .....	10
3.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS .....	11
3.2.1 Múltiplos versus Fluxo de Caixa Descontado (FCD) .....	12
3.2.2 Avaliação relativa .....	13
3.3 ABERTURA DE CAPITAL.....	19
3.3.1 Conceito .....	19
3.3.2 Motivações para abrir o capital.....	20
3.3.3 Questões anteriores à abertura de capital.....	23
3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA.....	24
3.4.1 Conceito .....	25
3.4.2 Histórico .....	26
3.4.3 O Novo Mercado .....	26
4. MÉTODO.....	30
5. AS ORGANIZAÇÕES E O AMBIENTE .....	32
5.1 VISÃO GERAL DO SETOR.....	32
5.2 TAM S.A. ....	38
5.2.1 Histórico .....	39
5.3 GOL – LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.....	42
5.3.1 Histórico .....	42
5.4 ESTRUTURA SOCIETÁRIA.....	44
6. ANÁLISE .....	46
6.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS COLETADOS.....	46
6.2 OSCILAÇÃO DAS AÇÕES.....	47
6.3 ÍNDICE PREÇO/LUCRO .....	52
6.4 ÍNDICE PREÇO/VALOR PATRIMONIAL .....	54
6.5 DIVIDEND YELD .....	57
6.6 VOLATILIDADE.....	58
6.7 LIQUIDEZ EM BOLSA.....	61
6.8 COMPARAÇÃO ENTRE OS DADOS OPERACIONAIS .....	63
CONSIDERAÇÕES FINAIS .....	67
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS .....	69

## INTRODUÇÃO

Em uma palestra<sup>1</sup> proferida a empresários no ano de 1971, após receber um convite do Banco Denasa Minas, o ex-presidente Juscelino Kubitschek de Oliveira demonstrou ser um entusiasta do desenvolvimento do mercado de capitais brasileiro. Na ocasião, Juscelino ministrou uma aula sobre história macroeconômica, versando sobre assuntos como a chegada dos corretores ingleses aos Estados Unidos e a conseqüente criação do maior mercado de ações do mundo, a New York Stock Exchange (NYSE), e sobre as atividades de corretagem que desempenhou para atrair o capital privado para os investimentos que o país precisava, tanto quando era Governador do Estado de Minas Gerais, quanto durante o seu mandato na Presidência da República.

É possível perceber nessa palestra que Juscelino salientava, desde já, a necessidade de aumentar a potencialidade do mercado de capitais brasileiro, e acreditava ser uma das principais razões do atraso de nosso desenvolvimento em relação aos Estados Unidos, que perdura até hoje, o fato de os norte-americanos possuírem a NYSE desde o ano de 1801, enquanto que no Brasil o governo teve de penetrar em demasia no campo da realização de indústrias, pela falta de capitais particulares para fazê-lo.

No ano do centenário do nascimento daquele que foi considerado um ícone do desenvolvimentismo nacional, é pertinente verificar que, por mais um motivo, ele pode ser considerado um grande visionário, uma vez que o mercado de capitais brasileiro chega agora a um momento no qual o seu amadurecimento parece estar se consolidando.

Nos últimos anos, o número de empresas que abriram capital no Brasil aumentou sensivelmente. No intervalo compreendido entre os anos de 1995 e 2002, foram captados R\$ 1,1 bilhão com lançamento de ações, entre aberturas de

---

<sup>1</sup> No momento da realização desse trabalho, a palestra estava disponível no site da Bovespa ([www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)), nos formatos áudio e texto.

capital e emissão de ações por empresas já listadas na bolsa. Apenas em 2004, esse número foi de R\$ 7,5 bilhões, sendo que a maioria dos lançamentos de ações foi de empresas listadas nos níveis diferenciados de governança corporativa.

Sendo assim, nota-se que a abertura de capital no país começa a ser vista, não apenas como uma forma de captar recursos a custos menores, mas também como uma maneira de profissionalizar e tornar mais eficiente a gestão financeira da organização que, ao abrir o seu capital, passa a ter, internamente, um processo constante de aperfeiçoamento altamente benéfico para a sua estrutura.

No entanto, o mercado de capitais brasileiro ainda encontra algumas dificuldades, que podem estar sendo gradualmente superadas durante esse processo de consolidação. A primeira delas é a questão do receio em abrir o capital da empresa devido ao fornecimento de informações aos acionistas, em razão da crença de que esse fato pode tornar a empresa vulnerável. Porém, essa idéia já vem sendo desmistificada, tendo em vista estar cada vez mais claro para os gestores que tais informações estão normalmente ligadas ao desempenho financeiro da empresa, e são basicamente as mesmas informações que deverão ser prestadas ao buscar recursos junto a instituições financeiras especializadas.

A segunda barreira enfrentada no desenvolvimento sadio do mercado de capitais brasileiro está ligada às altas taxas de juros, as quais remuneram de maneira elevada papéis praticamente sem risco, o que possibilita ao investidor prever, com um grau considerável de certeza, o seu retorno. No mercado de capitais, que é um mercado de risco, ainda que as aplicações do investidor sejam feitas em empresas consideradas sólidas, o risco é inevitável.

Aliada a essa segunda dificuldade, há ainda a questão de existir uma certa visão milagrosa a respeito do mercado de capitais, de conseguir resultados espetaculares num curto espaço de tempo. E essa visão é completamente errônea, pois o que se deve fazer é projetar um investimento em ações,

selecionando papéis de boa qualidade, esperando retornos a médio e longo prazos.

## 1. O PROBLEMA

É crescente o número de empresas que estão optando pelas práticas de governança corporativa no Brasil, adotando como linhas mestras a transparência, a prestação de contas e a equidade entre os acionistas. E essa maior transparência proporcionada por essas práticas de boa governança é fundamental e um dos motivos principais que explicam o ingresso de novos investidores no nosso mercado de capitais. O Novo Mercado, segmento de listagem destinado à negociação de ações emitidas por essas empresas comprometidas, voluntariamente, com a adoção de tais práticas, é sucesso nas bolsas de valores do mundo todo, e influencia positivamente a valorização e a liquidez das ações devido à qualidade das informações fornecidas. Paralelamente à existência do Novo Mercado na Bovespa, há o Nível 2 de Governança Corporativa, que apresenta como diferença em relação ao primeiro, unicamente, o fato de permitir a emissão de ações preferenciais.

A GOL – Linhas Aéreas Inteligentes S.A. e a TAM S.A. realizaram as suas IPOs (Initial Public Offerings) nos anos de 2004 e 2005, respectivamente, ingressando no Nível 2 de Governança Corporativa, mas oferecendo *tag along* para as ações preferenciais emitidas, protegendo, dessa forma, os acionistas minoritários no caso de uma futura venda da empresa, pois esse direito estende o mesmo preço da oferta dos controladores aos acionistas minoritários.

Essas empresas ingressaram na bolsa convencidas de que a prática de boa governança gera valor para os acionistas, e acesso ao capital dos investidores, desde que o mercado perceba, com confiança, essa prática. Porém, conscientes que de nada adianta implantar a governança corporativa se a empresa não demonstrar solidez nos negócios, vantagens competitivas e taxas de crescimento que satisfaçam o investidor.

Tendo em vista a grande euforia no que tange ao mercado de capitais brasileiro atualmente, visto que cada vez mais empresas, de variados setores e diferentes tamanhos, estão abrindo o seu capital, temos a real necessidade de diferenciar os motivos que levam uma empresa a realizar a oferta pública de suas ações, pois há a possibilidade de estar ocorrendo, em determinados casos, uma espécie de “efeito manada”, onde a empresa acaba incentivada a abrir o capital sem estar adequadamente preparada.

O presente trabalho visa analisar o desempenho dessas companhias desde suas respectivas aberturas de capital, verificando os reflexos do processo no desempenho dessas organizações desde então e comparando o desempenho bursátil dessas empresas.

Ao avaliar essas empresas, será possível responder à seguinte questão: tendo em vista a já conhecida eficácia do processo de abertura de capital dessas companhias, qual seria a melhor oportunidade de compra, atualmente, para um investidor que deseje aplicar recursos em ações de empresas do setor de transportes aéreos, considerando como opções as ações GOLL4 E TAMM4?



## **2. OBJETIVOS**

### **2.1 OBJETIVO GERAL**

Avaliar duas empresas do segmento de transportes aéreos, desde as respectivas ofertas públicas iniciais, utilizando modelos de avaliação por múltiplos, e comparando o desempenho bursátil dessas companhias desde a abertura de capital de ambas.

### **2.2 OBJETIVOS ESPECÍFICOS**

- Verificar a melhor oportunidade de investimento entre as companhias analisadas;
- Ratificar a eficácia do processo de abertura de capital de ambas;
- Compreender o método de avaliação relativa, através do uso de múltiplos;
- Aprofundar o conhecimento através da análise de casos práticos de abertura de capital.

### **3. REVISÃO DA LITERATURA**

Essa seção do trabalho tem o interesse de fornecer o embasamento teórico para sustentar o seu desenvolvimento, e será referência para esclarecer ao leitor sobre quaisquer dúvidas a respeito dos assuntos que serão abordados, desde a introdução até a análise dos dados.

#### **3.1 MERCADO DE AÇÕES**

As ações representam a menor parcela do capital social de uma empresa. Dessa forma, o detentor de uma ação é também um dos proprietários da companhia, possuindo então o direito à participação nos resultados da empresa proporcionalmente à detenção de capital. Por serem objetos de negociação diária, os preços dessas ações podem oscilar, de acordo com o interesse dos investidores.

##### **3.1.1 Tipos de ações**

De acordo com Fortuna (2005), as ações podem ser ordinárias ou preferenciais. As ações ordinárias são aquelas que conferem ao seu titular o direito a voto nas assembleias de acionistas, quando são tomadas algumas das mais importantes decisões a respeito do futuro da empresa. Cada ação ordinária representa um voto, e a disputa pelo controle da companhia pode levar a uma disputa por esse tipo de ações.

As ações preferenciais, por sua vez, não asseguram direito a voto. Para o proprietário desse tipo de ações, a prioridade ocorre quando da distribuição dos lucros (CAVALCANTE, 2001).

##### **3.1.2 Bolsas de valores**

O desenvolvimento das bolsas de valores no Brasil está intimamente ligado ao desenvolvimento da estrutura financeira do país. Fundada em 23 de agosto de

1890, a Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) é o maior centro de negociações com ações da América Latina. A instituição, sempre atenta ao desenvolvimento tecnológico, é responsável por inúmeras iniciativas visando à qualidade dos serviços prestados aos investidores e companhias abertas. Com a finalidade de fortalecer o mercado acionário brasileiro e preparar o país para a globalização dos negócios, a Bovespa concluiu um histórico acordo, após a assinatura de um protocolo de intenções ocorrida no ano de 2001, que integrou todas as bolsas do país, centralizando o mercado de capitais nacional.

Além de proporcionar o crescimento de todo o mercado acionário, essa integração foi fundamental para que o Brasil tivesse um centro único de liquidez e uma representatividade importante dentro do mercado global. Além disso, importantes ganhos de produtividade puderam ser obtidos, em razão de todas as bolsas passarem a ter um único sistema de negociação, telefonia, liquidação e custódia (PINHEIRO, 2005).

Recentemente a Bovespa lançou o Novo Mercado, numa tentativa de melhorar a prática de governança corporativa nas empresas negociadas. O principal objetivo é induzir a adesão das empresas já negociadas aos níveis do Novo Mercado e direcionar os novos lançamentos de ações para serem feitos dentro de um desses níveis. No final desse capítulo esse assunto será abordado com maiores detalhes.

### 3.2 AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

Notícias dão conta, com alguma frequência, de que organizações são compradas e vendidas por valores muitas vezes distintos daqueles existentes no seu patrimônio líquido. A razão disso é o fato de que a avaliação de empresas envolve não apenas variáveis objetivas, como preço de ações e faturamento das empresas, mas também variáveis subjetivas como credibilidade do mercado e valor da marca da empresa.

Por isso, cada vez é maior a necessidade de que os investidores possuam novas ferramentas de avaliação de empresas. No entanto, a aplicação de uma simples equação ou metodologia não pode ser considerada suficiente pelos profissionais que atuam nessa área.

Segundo Damodaran (2000), os modelos de avaliação de ativos podem ser classificados, de maneira ampla, em quatro grandes grupos: modelos de avaliação intrínseca (os quais usam informações financeiras para verificar se o ativo encontra-se avaliado adequadamente), modelos de análise técnica (que usam informações de preço e de volume dos ativos para detectar as tendências nos preços), modelos de informação particular (que tentam obter melhores informações sobre um ativo que esteja disponível para outros investidores) e modelos de avaliação relativa (os quais tentam encontrar ativos que estejam subavaliados em relação a outros ativos tidos como comparáveis).

Os modelos de informação particular são os menos difundidos, e há pouca literatura a respeito deles. Os modelos de análise técnica (ou grafista) são bastante utilizados como método auxiliar, para definir o tempo certo de comprar ou vender uma determinada ação. Os modelos de avaliação intrínseca, representados pela avaliação pelo fluxo de caixa descontado, e de avaliação relativa, ou por múltiplos, são os mais utilizados.

Conforme Martelanc (2005), uma pesquisa foi divulgada em 2001 pela Associação dos Analistas e Profissionais de Investimento do Mercado de Capitais (Apimec), informando que 88% dos avaliadores utilizam o método do fluxo de caixa descontado em suas avaliações e 82% usam o método dos múltiplos.

### **3.2.1 Múltiplos versus Fluxo de Caixa Descontado (FCD)**

Quanto aos direcionadores de valor, esses são implícitos no que se refere à avaliação por múltiplos, e explícitos na avaliação pelo FCD. Enquanto que no primeiro não há necessidade de considerar nada além das bases do múltiplo, no segundo é preciso esclarecer como se comportarão as principais contas do

balanço e da demonstração de resultados até chegar ao fluxo de caixa. O mesmo raciocínio serve para as mudanças ambientais, que impactam diariamente o valor de uma empresa, mas precisam estar evidenciados nas estimativas de fluxo de caixa.

Outra diferença importante entre esses métodos de avaliação diz respeito à aplicabilidade às empresas com diferentes características. Enquanto a análise relativa goza de precisão quando as empresas são consideradas comparáveis, na avaliação pelo FCD a comparação só ocorre com o desempenho bursátil da ação, quando é verificado se a ação está superavaliada, subavaliada ou sendo negociada pelo preço justo (MARTELANC, 2005).

### **3.2.2 Avaliação relativa**

A diferença essencial entre a avaliação relativa e as demais avaliações, em especial em relação à avaliação intrínseca, se dá ao fato de que enquanto nessa última o objetivo do analista é encontrar ativos com preços mais baixos do que deveriam estar, na avaliação relativa a questão principal é encontrar ativos baratos ou caros em relação a como ativos similares estejam sendo precificados pelo mercado em um dado momento. Sendo assim, é possível que um ativo intrinsecamente avaliado seja considerado caro, mas quando avaliado relativamente possa ser considerado um bom investimento.

A avaliação relativa abrange dois componentes. O primeiro é o fato de que os preços precisam ser padronizados. O segundo componente é a busca por empresas similares para realizar as devidas comparações, e trata-se de tarefa difícil tendo em vista que não há duas companhias idênticas e que, mesmo quando são integrantes de um mesmo setor, podem apresentar diferenças quanto a risco, potencial de crescimento e fluxos de caixa (DAMODARAN, 2000).

Sendo assim, para proceder com esse método de avaliação, lançamos mão da avaliação por múltiplos, que são indicadores padronizados dos valores das

empresas utilizados para avaliar uma companhia por meio de outras comparáveis e para identificar situações onde estejam mal precificadas.

Os dados obtidos são comparados com os de outras empresas similares, atuantes no mesmo mercado. A comparação também pode ser feita entre os parâmetros da empresa e os da média de mercado, sempre considerando empresas similares.

A abordagem por múltiplos está baseada no princípio da teoria econômica que diz que ativos semelhantes devem ter preços semelhantes. Com isso, o primeiro passo para se avaliar uma empresa seria encontrar outras empresas comparáveis, e que possuam, preferencialmente, ações negociadas em bolsas de valores. Dessa forma, o valor de uma empresa será determinado pela comparação com valores de mercado de empresas atuantes no mesmo setor.

Uma das grandes dificuldades encontradas pelos analistas é devida à dificuldade de definição quanto a que empresas podem realmente ser analisadas de maneira comparativa. De acordo com Martelanc (2005), a seleção de empresas comparáveis deve considerar os seguintes itens:

- empresas da mesma indústria e área de atuação;
- empresas do mesmo porte e tamanho;
- empresas com características e fundamentos semelhantes;
- tamanho da amostra das empresas comparáveis.

O método de avaliação de empresas através de múltiplos é bastante popular, e alguns motivos justificam essa popularidade. De acordo com Damodaran (2000), há muitos motivos para o uso da avaliação relativa ser tão difundido:

“Primeiro, uma avaliação com base em um múltiplo e em empresas comparáveis precisa adotar muito menos premissas e ser realizada

muito mais rapidamente do que uma avaliação pelo fluxo de caixa descontado. Em segundo lugar, uma avaliação relativa é mais simples de ser compreendida e de ser apresentada para os clientes do que as avaliações pelo fluxo de caixa descontado. Finalmente, as avaliações relativas têm uma probabilidade maior de refletir o estado atual do mercado por ser uma tentativa de medir o valor relativo e não intrínseco” (Damodaran, 244).

No entanto, apesar dessa popularidade, a avaliação relativa por si só não é capaz de avaliar uma empresa. Essa abordagem tende a funcionar melhor para investidores que tenham horizontes de curto prazo, por se tratar de método simplificado que possibilita tirar vantagem de erros de precificação.

Dessa forma, segundo Damodaran (2000), “os pontos fortes da avaliação relativa são, ao mesmo tempo, seus pontos fracos”. As maiores críticas referentes à avaliação por múltiplos são quanto à possibilidade de estimativas inconsistentes de valor, quando ignoradas variáveis fundamentais, e à falta de transparência para as premissas fundamentais na avaliação relativa, que às torna vulneráveis à manipulação.

Para Martelanc (2005), a simplicidade, a rapidez na precificação de novas informações e a necessidade de uma quantidade relativamente pequena de informações são as principais vantagens da avaliação por múltiplos em relação aos outros métodos. Para esse mesmo autor, as principais desvantagens são a diferença nos fundamentos das empresas comparáveis, a qualidade das informações, as especificidades de cada transação e o efeito manada.

A utilização de múltiplos para avaliar empresas é razoavelmente simples, mas deve haver cuidado para que o uso desse método não se torne abusivo. Cada múltiplo deve ter um numerador, que deve ser um valor patrimonial ou empresarial, e um denominador, que pode ser uma medida patrimonial ou empresarial. Porém, devem ser verificadas consistência e uniformidade na determinação dos valores, pois “se o numerador de um múltiplo for um valor patrimonial, o denominador também precisará ser” (Damodaran, 2002).

Todos os múltiplos, independentemente de se referirem a lucros, receitas ou valor escritural, são função de três variáveis: capacidade de geração de fluxos de caixa, crescimento previsto desses fluxos de caixa e incerteza a eles associada. Sendo assim, “empresas com maiores taxas de crescimento, menor risco e maior potencial de geração de fluxo de caixa devem ser negociadas a múltiplos mais elevados do que outras com menor crescimento, maior risco e baixo potencial de fluxo de caixa” (Damodaran, 2002).

### 3.2.2.1 Índice Preço/Lucro (P/L)

Esse índice representa a cotação da ação dividida pelo lucro por ação, e é o mais conhecido de todos os múltiplos. Mede o quanto os investidores estão dispostos a pagar por unidade monetária de lucro corrente. Empresas com esse índice elevado são vistas como as que possuem uma ótima perspectiva de crescimento futuro. Porém, há necessidade de cuidados ao analisar esse índice, uma vez que empresas que possuam um lucro muito baixo podem apresentar um P/L demasiado elevado.

$$P/L = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Lucro líquido por ação}}$$

De acordo com Pinheiro (2005), trata-se do inverso da rentabilidade da empresa para seus acionistas. No entanto, não leva em conta o valor do dinheiro no tempo e desconsidera o fato de que as empresas não costumam distribuir a totalidade do lucro líquido para os seus acionistas.

A utilização maciça desse índice prende-se a sua facilidade de cálculo e de comparação com o mesmo índice em outras empresas. Sua principal limitação está no pressuposto de que o lucro pode ser inflado por fatores não-recorrentes, como a venda de ativos não-operacionais ou pela rentabilidade de um contrato de vendas extraordinário, podendo provocar distorções na análise. (CAVALCANTE, 2001).



### 3.2.2.2 Índice Preço/Valor patrimonial

Assim como o P/L, esse índice também é de uso bastante difundido entre os profissionais que avaliam as ações de empresas. Representa a cotação da ação dividida pelo patrimônio líquido por ação, e indica a relação existente entre o valor de mercado e o valor contábil do patrimônio líquido da empresa, com a intenção de avaliar como o mercado analisa a companhia.

$$P/VPA = \frac{\text{Preço da ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$$

De acordo com Pinheiro (2005), esse índice é diretamente proporcional à confiança dos investidores em relação a decisões acertadas tomadas pela gestão da empresa.

### 3.2.2.3 Dividend yield

Trata-se de um dos índices de mais fácil entendimento e aplicabilidade na análise relativa, apresentando a rentabilidade direta recebida por ação em determinado período. É um dos dois componentes da rentabilidade global para o acionista, sendo o outro componente o ganho ou perda de capital percebido pelo acionista no momento do desinvestimento (PINHEIRO, 2005).

O dividend yield, ou rentabilidade por dividendo, como também é conhecido o índice, representa a proporção dos lucros que são entregues efetivamente aos acionistas, e é dada pela divisão do último dividendo ou do dividendo esperado pela cotação atual da ação.

$$\text{Dividend yield} = \frac{\text{Dividendo por ação}}{\text{Preço por ação}}$$

#### 3.2.2.4 Volatilidade

Para calcular a volatilidade das ações, são utilizadas medidas estatísticas como a média, o desvio-padrão e a variância. Quanto maior for a variância e, conseqüentemente, o desvio-padrão, que nada mais é do que a raiz quadrada da variância, mais o provável retorno da ação tende a ser diferente da média encontrada. Ou seja, quanto maiores forem esses índices, maior será a dispersão dos retornos.

Segundo Ross (2000), se tivermos T retornos históricos, o cálculo da variância histórica pode ocorrer conforme a fórmula abaixo descrita.

$$Var(R) = \frac{1}{T-1} * \left[ (R_1 - \bar{R})^2 + \dots + (R_T - \bar{R})^2 \right]$$

Essa fórmula expõe que de cada um dos T retornos individuais levantados deve ser subtraído o retorno médio, e o resultado dessa subtração deve ser levado ao quadrado. Após, esses valores devem ser somados e finalmente divididos pelo número total de retornos menos 1. O desvio-padrão será sempre a raiz quadrada de Var (R).

#### 3.2.2.5 Liquidez em bolsa

Conforme visto anteriormente, a bolsa de valores é o local especialmente criado e mantido para a negociação de valores mobiliários. O grau de liquidez de uma ação em bolsa é dado pela possibilidade de comprar e vender esta ação. De acordo com Cavalcante (2001), uma ação de alta liquidez pode ser comprada ou vendida, de imediato, na quantidade desejada, pelo preço próximo ao da última negociação no mercado, ou seja, sem variação significativa.

A Bovespa possui um critério para cálculo da liquidez de uma ação. Por esse critério, a liquidez é dada por três indicadores: índice de negociabilidade (N), índice de negócios (G) e índice de presença (P).

O índice de negociabilidade (N) é dado pelo total de ordens de negócio da ação em relação ao total da bolsa. O índice de negócios (G), por sua vez, é dado pelo volume negociado do título em questão em relação ao volume de títulos total. Já o índice de presença é calculado pelo número de pregões onde houve negociação da ação em relação ao número total de pregões.

$$\text{Índice de liquidez em bolsa} = P * \sqrt{N * G}$$

### 3.3 ABERTURA DE CAPITAL

#### 3.3.1 Conceito

A legislação brasileira define como companhia de capital aberto aquela que pode ter os seus valores mobiliários, tais como ações, debêntures e notas promissórias, negociados de forma pública.

De acordo com Pinheiro (2005), “os lançamentos de “ações novas no mercado, de forma ampla e não restrita à subscrição pelos atuais acionistas, chamam-se lançamentos públicos de ações ou operações de *underwriting*”. Nesse esquema de lançamento, a empresa encarrega uma instituição financeira da colocação desses títulos no mercado.

A simples admissão à negociação de valores mobiliários em mercado de balcão ou em bolsa de valores já oferece à empresa a condição de companhia de capital aberto, independentemente da empresa estar oferecendo ou ter oferecido publicamente seus títulos.

Contudo, o mercado somente considera abertura de capital o processo no qual a empresa realiza um lançamento público de ações, conhecido como IPO (sigla para o significado em inglês, *Initial Public Offering*), ou oferta pública inicial. Esse fato é explicado pelo volume de negócios resultante dessa operação e pelas

transformações que a empresa sofre em função dos ajustes para essa modalidade (PINHEIRO, 2005).

O primeiro procedimento formal para a empresa abrir o capital é entrar com um pedido de registro de companhia aberta na Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que é o órgão regulador e fiscalizador do mercado de capitais brasileiro. É comum que seja feito, juntamente com esse pedido, uma solicitação para que a CVM autorize a realização de uma venda de ações ao público, tecnicamente conhecida como distribuição pública de ações.

Havendo interesse de venda de ações da empresa para o público, essa operação pode ocorrer por meio de uma distribuição primária, de uma distribuição secundária ou de uma combinação entre as duas.

Na distribuição primária, a empresa emite e vende novas ações ao mercado, sendo os recursos captados destinados à própria companhia. Por sua vez, numa distribuição secundária, quem vende as ações é o empreendedor e/ou alguns de seus atuais sócios, sendo os recursos provenientes dessa venda destinados ao vendedor da ação, e não para a empresa (FORTUNA, 2005).

### **3.3.2 Motivações para abrir o capital**

As realidades das empresas diferem muito entre si. Sendo assim, não há uma resposta única para a motivação em abrir o capital de uma empresa. Muitas vezes, uma mesma empresa realiza diversas colocações de ações ao longo de sua vida como companhia aberta, tendo cada uma dessas vendas um objetivo específico.

No entanto, alguns motivos que levam à abertura de capital são mais frequentes, sendo o mais comum de todos a busca pelo maior acesso a recursos para financiar projetos de investimento. Abrindo seu capital, a empresa admite novos sócios e aumenta o capital próprio, e passa a ter uma fonte de recursos que não possui limitação, uma vez que enquanto possuir projetos viáveis e rentáveis, os investidores terão interesse em financiá-los (ROSS, 2000).

Além disso, os riscos são substancialmente menores quando da opção por buscar recursos através de emissão de novas ações, já que a empresa está deixando de aumentar a sua alavancagem financeira para repartir com os investidores interessados parte de sua propriedade, evitando uma maior vulnerabilidade que ocorreria ao buscar capital de terceiros.

A redução dos riscos para a empresa que abre o seu capital é algo que cabe ser salientado. Os recursos dos sócios investidores não possuem prazo de amortização ou resgate, e não exigem um rendimento previamente definido, pois o retorno dos investidores depende do desempenho da empresa. Portanto, uma companhia aberta passa a ser menos afetada pela volatilidade da economia, e seus executivos têm maior facilidade e flexibilidade para planejar, sem que energia e criatividade sejam consumidas totalmente na administração das pressões diárias dos compromissos financeiros (CAVALCANTE, 2001).

Essa redução de risco traz consigo outro efeito benéfico: a redução do custo de capital. Nas empresas que têm certo grau de endividamento, a abertura de capital confere equilíbrio à estrutura de capital, balanceando o uso do crédito e do capital próprio. Com um custo de capital reduzido, o retorno de projetos que anteriormente poderiam não ser atrativos passa a superar os custos da captação, abrindo um leque maior de oportunidades de investimento.

Outra questão que motiva a abertura de capital é a liquidez patrimonial para os empreendedores, que nada mais é do que a possibilidade desses empresários e seus sócios transformarem, a qualquer tempo, parte das ações que possuam na empresa em dinheiro. Além disso, essa liquidez patrimonial pode trazer benefícios para o processo sucessório, em razão da existência de muitas empresas familiares onde os herdeiros nem sempre têm o mesmo interesse dos empreendedores de viver o dia-a-dia da empresa, ou de potenciais conflitos de interesse entre os sucessores, que quando mal administrados podem afetar e paralisar as atividades e projetos da empresa (PINHEIRO, 2005).

Uma companhia de capital aberto apresenta ainda a vantagem de possuir maior projeção e reconhecimento do público com o qual se relaciona, pois passa a ganhar visibilidade, ser regularmente mencionada na mídia e acompanhada pela comunidade financeira. A abertura de capital pode melhorar as condições de negociação com fornecedores, dar maior competitividade e aumentar o comprometimento dos funcionários, ao abrir-lhes a oportunidade de também tornarem-se acionistas (PINHEIRO, 2005).

Além disso, a companhia tem a oportunidade de utilizar opiniões externas à empresa, como de analistas, para melhorar o seu desempenho. O próprio fato de novos investidores, muitas vezes profundos conhecedores de finanças empresariais, exigirem acesso às informações financeiras e garantia de respeito aos direitos societários é positivo para a empresa, que passa a ser mais profissional e com uma imagem institucional cada vez mais forte.

Mas a abertura do capital também apresenta algumas desvantagens para a organização, dependendo do mercado onde ela se encontre inserida. Quando uma empresa estiver em fase de expansão, por exemplo, a distribuição de dividendos pode ser vista como algo indesejável para a companhia.

Além disso, a empresa pode ser muitas vezes impedida de tomar decisões compatíveis com a sua estratégia, devido à forte fiscalização exercida pela CVM no que tange ao cumprimento das obrigações com os acionistas, cuja passa a ter poderes para opinar legalmente sobre assuntos da empresa, podendo inclusive obrigá-la a tomar atitudes que possam ir de encontro aos interesses da companhia.

Uma série de vantagens e desvantagens para a companhia que deseje abrir o seu capital deve ser considerada. O mais importante, portanto, é ter a certeza de que o momento para tal procedimento seja o mais adequado, após analisar tais fatores com a devida atenção e com o preferível auxílio de especialistas.

### **3.3.3 Questões anteriores à abertura de capital**

Uma vez que os sócios julguem que a abertura de capital pode trazer benefícios, a empresa começa a ser preparada para isso. Há um conjunto de etapas a serem percorridas durante e após o processo decisório e, em muitos casos, ocorrem paralelamente.

Primeiramente, a empresa deve proceder com uma análise preliminar sobre a necessidade de abrir o seu capital e as motivações para fazê-lo. Nessa etapa, deve ser averiguada a conveniência em relação a divisão da propriedade, contrapondo os custos e os benefícios que serão proporcionados por essa nova realidade. É necessária uma auto-avaliação da empresa, de sua estratégia, seus planos de investimento e sua situação financeira atual.

Segundo Pinheiro (2005), a partir do momento que a idéia de abrir o capital começa a ficar mais sólida, a discussão passa a ser sobre quais as práticas a serem adotadas durante e após o processo, como por exemplo se a empresa optará por políticas transparentes de comunicação com os novos investidores, adotando boas práticas de governança corporativa. Nesse momento também é aconselhável uma prévia discussão com intermediários financeiros, que poderão contribuir com a sua sensibilidade a respeito da receptividade do mercado às ações da empresa.

Definido o momento como propício para levantar recursos financeiros através de abertura de capital, a empresa deve contratar um intermediário financeiro, cujo irá orientá-la no processo de elaboração da IPO, auxiliando na definição do preço dos papéis que serão vendidos, do volume total da oferta, do marketing de distribuição que será utilizado e da estratégia de colocação dessas ações, analisando qual o melhor perfil de investidores que deve ser buscado pela empresa, de acordo com as particularidades que motivaram a abertura de capital.

Concomitantemente, a companhia deve realizar algumas transformações em seu estatuto social. A mais importante dessas informações diz respeito à

transformação em sociedade anônima. Nesse momento também as características e direitos proporcionados por cada ação devem ser definidas, assim como as competências e responsabilidades das instâncias decisórias da empresa, como o Conselho de Administração, de existência obrigatória para todas as companhias de capital aberto.

Em seguida, a empresa passa para a trabalhosa e costumeiramente demorada preparação da documentação. Alguns exemplos de tais formalidades que devem ser providenciadas são a ata da reunião do Conselho de Administração ou assembléia geral que tenha designado o diretor de relações com investidores, a declaração de concordância da Bovespa com a negociação de ações, o estatuto social devidamente atualizado e as demonstrações financeiras dos últimos três exercícios, tendo a última delas um parecer de auditoria independente (FORTUNA, 2005).

Outras documentações também imprescindíveis que deverão ser providenciadas dizem respeito ao contrato de distribuição firmado com o intermediário financeiro escolhido e o prospecto que deverá ser elaborado e divulgado amplamente aos investidores, com informações completas sobre a companhia e o processo de abertura de capital, que devem ir desde a estratégia de crescimento da empresa até os riscos que o investidor estará correndo ao adquirir as ações emitidas.

### 3.4 GOVERNANÇA CORPORATIVA

A governança corporativa visa aumentar a probabilidade dos fornecedores de recursos garantirem para si o retorno sobre seu investimento, através de um conjunto de instituições. Esse tema possui importância crescente, por estar sendo difundida a hipótese de que a estrutura de governança afeta o valor da empresa, e teve maior divulgação após a série de escândalos contábeis que abalaram o mercado de capitais norte-americano há alguns anos.



No Brasil, empresários e dirigentes estão consolidando o conceito de governança corporativa, ao perceberem essas práticas de controle, transparência e ética como formas de garantir a perenidade das empresas.

Um ponto chave na governança corporativa está ligado ao conflito de interesses. Problemas decisórios podem provocar conflitos entre os acionistas da empresa. No caso brasileiro, o conflito principal ocorre entre acionistas controladores e acionistas minoritários, onde a principal questão é o controle e a manutenção do poder por parte dos acionistas controladores, principalmente quando os acionistas minoritários não participam ativamente da gestão da empresa.

### **3.4.1 Conceito**

Segundo o Instituto Brasileiro de Governança Corporativa (IBGC), “governança corporativa é o sistema pelo qual as sociedades são dirigidas e monitoradas, envolvendo os relacionamentos entre Acionistas/Cotistas, Conselho de Administração, Diretoria, Auditoria Independente e Conselho Fiscal”.

Conforme Lamb (2000), “governança corporativa diz respeito às formas como os provedores de capital para empresas buscam assegurar o retorno de seu investimento”. Trata-se de um conjunto de instituições e práticas voltadas para o controle da eficiência do capital alocado na empresa, visando minimizar o seu custo de capital.

Os mercados de capitais considerados desenvolvidos, dentre os quais pode ser enquadrado atualmente o mercado de capitais brasileiro, conseguiram criar essas instituições, as quais facilitam o acesso à informação ao mesmo tempo que punem aqueles que distorçam ou omitam informações consideradas relevantes para o processo de tomada de decisão dos investidores.

### **3.4.2 Histórico**

O termo governança corporativa começou a ganhar força no mercado quando Wall Street emitiu, em 1999, o documento Blue Ribbon Report, que alertava sobre o perigo dos relatórios financeiros das empresas com ações cotadas na bolsa, e fazia uma série de recomendações de práticas de transparência que deveriam ser adotadas pelas empresas de modo a permitir que os acionistas tivessem maior controle sobre o capital investido.

Em 2002, quando as fraudes da Enron se tornaram públicas, esse documento transformou-se em lei, que foi denominada Lei Sarbanes-Oxley. Essa nova legislação, além de impor uma série de regras para a prestação de contas corporativas, criou o Comitê de Auditoria, órgão independente, apesar de estar subordinado ao Conselho de Administração. Assim, o mercado americano passou a ser mais regulamentado e menos baseado na confiança (LAMB, 2000).

No Brasil, os debates em torno da governança corporativa já acontecem a mais de 10 anos, através do IBGC. E a legislação nacional é, inclusive, mais rigorosa que a norte-americana. A figura do Conselho Fiscal existe no Código Comercial Brasileiro desde 1850 e prevê poderes até mais amplos, sem limitar sua atuação apenas aos controles e demonstrativos, mas também à administração. No entanto, esse Conselho era apenas uma peça decorativa até pouco tempo atrás, e somente agora vem ganhando força.

### **3.4.3 O Novo Mercado**

Em 2000, a Bovespa introduziu três segmentos especiais para listagem, que foram denominados como Novo Mercado e Níveis 1 e 2 de Governança Corporativa. O objetivo foi criar um mercado secundário para valores mobiliários emitidos por companhias abertas brasileiras que sigam melhores práticas de governança corporativa.

Os segmentos de listagem são destinados à negociação de ações emitidas por companhias que se comprometem voluntariamente a cumprir práticas de boa

governança corporativa e maiores exigências de divulgação de informações, em relação àquelas já impostas pela legislação brasileira. Em linhas gerais, essas regras ampliam os direitos dos acionistas e melhoram a qualidade da informação a eles oferecida.

A valorização e a liquidez das ações são influenciadas positivamente pelo grau de segurança oferecido pelos direitos concedidos aos acionistas e pela qualidade das informações prestadas pelas companhias. Essa é a premissa básica desses novos segmentos de listagem.

A entrada de uma companhia nesses segmentos ocorre por meio da assinatura de um contrato e implica a adesão a um conjunto de regras societárias, genericamente chamadas de "boas práticas de governança corporativa", mais exigentes do que as presentes na legislação brasileira. Essas regras, consolidadas no Regulamento de Listagem do Novo Mercado, ampliam os direitos dos acionistas, melhoram a qualidade das informações usualmente prestadas pelas companhias, bem como a dispersão acionária e, ao determinar a resolução dos conflitos societários por meio de uma Câmara de Arbitragem, oferecem aos investidores a segurança de uma alternativa mais ágil e especializada.

A principal inovação do Novo Mercado, em relação à legislação, é a exigência de que o capital social da companhia seja composto somente por ações ordinárias. Porém, esta não é a única. A companhia aberta participante do Novo Mercado tem como obrigações adicionais, dentre outras, oferecer *tag along* (extensão para todos os acionistas das mesmas condições obtidas pelos controladores quando da venda do controle da companhia), melhorar as informações prestadas, divulgar informações financeiras de acordo com padrões internacionais e adotar mecanismos que favoreçam a dispersão do capital quando da realização de distribuição pública de ações).

Para tornar-se uma companhia de Nível 1, além das obrigações impostas pela legislação brasileira vigente, a empresa emissora deve:

- assegurar que suas ações, representando 25% do seu capital total, estejam em circulação no mercado;
- adotar, sempre que fizer uma oferta pública, procedimentos que favoreçam a dispersão acionária;
- cumprir padrões mínimos de divulgação trimestral de informações;
- seguir políticas mais rígidas de divulgação com relação às negociações que envolvam valores mobiliários emitidos pela companhia, realizadas por acionistas controladores, conselheiros e diretores;
- divulgar a existência de quaisquer acordos de acionistas e programas de *stock options*;
- disponibilizar aos acionistas um calendário de eventos societários.

Para que a companhia possa ser listada no Nível 2 de Governança Corporativa, além das obrigações impostas pela legislação vigente, deve, além de cumprir todos os requisitos para listagem no Nível 1 acima mencionados:

- conceder o direito a todos os acionistas de participar da oferta pública de aquisição de ações em decorrência de uma alienação do controle da companhia, oferecendo para cada ação ordinária o mesmo preço pago por ação do bloco de controle e para cada ação preferencial ao menos 70% do preço pago por ação desse mesmo bloco;
- conceder direito de voto a detentores de ações preferenciais com relação a determinadas matérias, como transformação, cisão e fusão da companhia; aprovação de contratos entre a companhia e o acionista controlador; e aprovação da avaliação de bens destinados à integralização de aumento de capital da companhia.
- limitar o mandato de todos os membros do Conselho de Administração a um ano;

- limitar a cinco o número mínimo de membros desse Conselho;
- preparar demonstrações financeiras trimestrais e anuais, incluindo demonstrações de fluxo de caixa, em idioma inglês, de acordo com padrões internacionais de contabilidade, como US GAAP ou IFRS;
- no caso de a companhia optar por ser retirada da listagem no Nível 2, seu acionista controlador deverá fazer uma oferta pública de aquisição de ações, sendo o preço mínimo das ações a serem oferecidas determinado por laudo de avaliação a ser produzido por perito;
- aderir ao Regulamento da Câmara de Arbitragem do Mercado para a resolução de disputas entre a companhia, os controladores e seus investidores.

Por fim, para ser listada no Novo Mercado, uma empresa deve, além de cumprir todos os requisitos descritos acima:

- emitir somente ações ordinárias;
- conceder direito de participar da oferta pública de aquisição de ações para todos os acionistas, em decorrência de uma alienação do controle da companhia, oferecendo para cada ação ordinária o mesmo preço pago por ação do bloco de controle.

#### 4. MÉTODO

O presente trabalho tem a finalidade de avaliar o desempenho de duas empresas brasileiras do setor de transportes aéreos, desde as respectivas aberturas de capital até o final do mês de maio de 2006. Foram utilizados dados secundários, obtidos lançando mão do sistema Economática<sup>2</sup>, além de pesquisas na Internet nas páginas dessas empresas e do Departamento de Aviação Civil (DAC). Segundo Roesch (1999), são considerados dados secundários aqueles já existentes, e que tenham sido coletados para outros propósitos que não os da finalidade para a qual estejam sendo utilizados.

A rentabilidade dessas companhias, apesar de relevante critério para avaliação, não foi o único parâmetro considerado. O levantamento utilizou critérios técnicos que procuram traduzir a expectativa do investidor em relação às ações preferenciais dessas empresas.

Para determinar a melhor oportunidade de investimento entre as empresas analisadas, foram selecionados critérios que pudessem ser aplicados a ambas as companhias, e tornassem possível avaliar a possibilidade de crescimento das ações estudadas através da análise de dados referentes ao período anterior à finalização do estudo.

O primeiro indicador verificado foi a oscilação das ações, com o intuito de mensurar o desempenho bursátil histórico desde a data da abertura de capital.

Os três indicadores seguintes são múltiplos de mercado, calculados relacionando o valor de mercado das empresas analisadas e elementos dos demonstrativos financeiros dessas empresas. Foram escolhidos o índice preço/lucro, que mede a relação entre a cotação das ações em bolsa e o lucro obtido pela companhia, o índice preço/valor patrimonial da ação, que mostra o quanto o mercado está disposto a pagar por cada unidade monetária que os

---

<sup>2</sup> Disponível em [www.economatica.com.br](http://www.economatica.com.br)

acionistas tenham investido na companhia, e o *dividend yield*, que mede o retorno do investidor com distribuição de dividendos por parte da empresa.

A seguir, é analisada a volatilidade dos papéis, que assim como a análise da oscilação em bolsa, também utiliza informações sobre o desempenho bursátil histórico das ações. Esse indicador visa mensurar o risco de investir nessas ações. O último indicador analisado mede a concentração do capital da empresa, através do cálculo da liquidez de suas ações na bolsa de valores.

Para complementar a análise, um comparativo entre os dados operacionais das duas companhias também é realizado, considerando informações como taxas de ocupação e utilização das aeronaves e tarifa média cobrada, tendo como referência os últimos cinco semestres encerrados.

A transparência em relação às informações necessárias para a devida avaliação, tendo em vista se tratarem de duas empresas com nível diferenciado de governança corporativa, contribuiu como questão facilitadora para a realização do trabalho.

Os resultados obtidos devem ser avaliados como um mapeamento do desempenho passado desses papéis. Assim como em outros estudos que consideram séries históricas, os números são uma referência de como essas ações se comportaram desde a oferta pública inicial, mas não devem ser utilizados como garantia do seu comportamento bursátil futuro.

Esse estudo parte de considerações *a priori*, e utiliza de alguns conhecimentos adquiridos durante o curso para, através de método confirmatório, somar à teoria a experiência adquirida através da avaliação de casos reais.

A análise dos dados obtidos possibilita concluir qual a melhor oportunidade de investimento entre as empresas analisadas, e verificar se a entrada dessas empresas na bolsa de valores aconteceu em momento oportuno, proporcionando resultados satisfatórios para seus gestores e acionistas.

## 5. AS ORGANIZAÇÕES E O AMBIENTE

### 5.1 VISÃO GERAL DO SETOR

O Brasil é o quinto maior mercado doméstico mundial de aviação, de acordo com o IBGE, cobrindo uma área maior que os Estados Unidos continental, e com uma população que se aproxima dos 200 milhões de habitantes.

De acordo com a International Air Transport Association (IATA)<sup>3</sup>, a ponte aérea entre São Paulo e o Rio de Janeiro é uma das mais movimentadas do mundo, atrás apenas das pontes New York-Washington e Londres-Paris.

De acordo com dados do Departamento de Aviação Civil (DAC), o crescimento do mercado de aviação comercial brasileiro nos primeiros cinco meses de 2006, medido em RPK, foi de 21,2%. O nível de ocupação das aeronaves cresceu um ponto percentual, passando de 69% de janeiro a maio de 2005 para 70% no mesmo período em 2006.

A aviação brasileira segue os mais elevados padrões de segurança do mundo. O Brasil é classificado na Categoria 1 de padrões de segurança de vôo estabelecidos pela International Civil Aviation Organization, a mesma classificação atribuída aos Estados Unidos e ao Canadá.

O mercado de aviação comercial do Brasil pode ser dividido da seguinte maneira:

- linhas aéreas domésticas, que fornecem serviços de transporte público regular dentro do Brasil e operam principalmente com grandes aeronaves entre as maiores cidades;
- linhas aéreas regionais, que fornecem serviços de transporte público regular dentro do Brasil, geralmente conectando cidades menores com cidades maiores. Tipicamente, companhias aéreas regionais operam com aeronaves menores, tais como turboélices;

---

<sup>3</sup> Disponível em [www.iata.org.br](http://www.iata.org.br)



- linhas aéreas de vôos fretados (charter), que fornecem serviços de transporte não regular;
- e linhas aéreas internacionais, que operam serviços de transporte aéreo internacional regular para e a partir do Brasil.

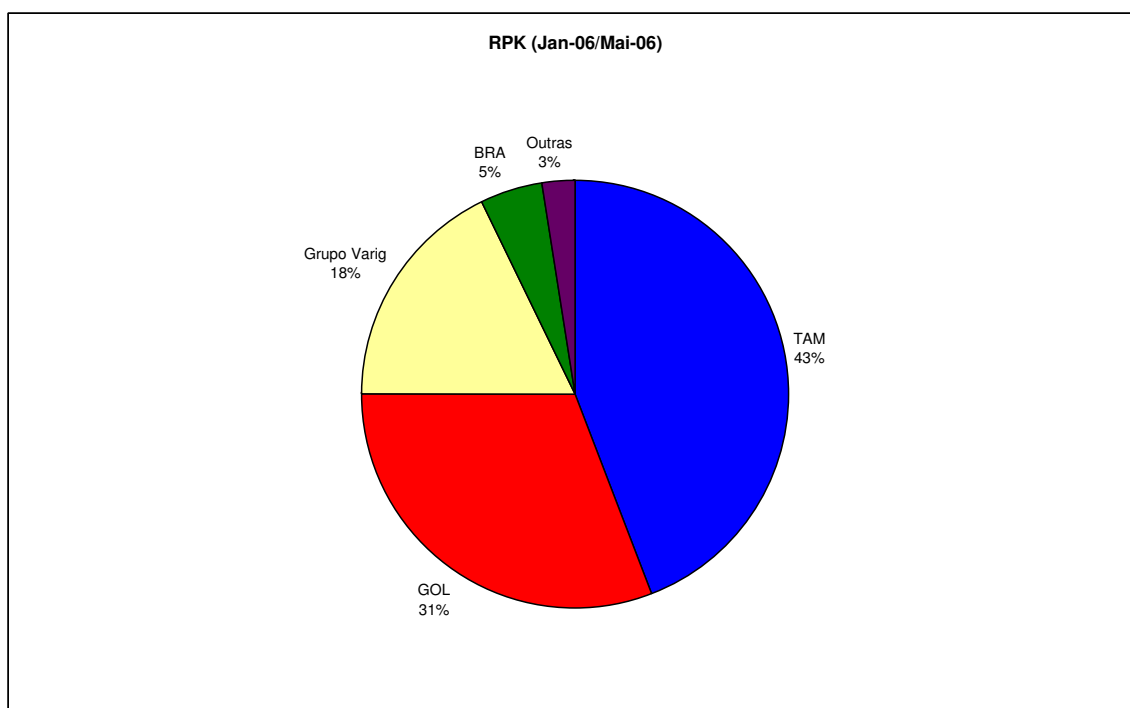
O mercado de linhas aéreas regulares no Brasil compreende dois principais tipos de passageiros: os passageiros em viagens de negócios e os passageiros em viagens de lazer. Passageiros em viagens de negócios geralmente dão valor a fatores como frequência dos vôos, confiabilidade, pontualidade, disponibilidade de vôos diretos, extensão da área servida e diferencial dos serviços, e são cada vez mais sensíveis a preços. Passageiros em viagens de lazer geralmente dão mais importância aos preços e tendem a ser mais flexíveis ao programar suas viagens.

O setor de viagens de negócios é o maior e mais lucrativo segmento do setor de transporte aéreo no Brasil. De acordo com o DAC, as viagens de negócios representaram, aproximadamente, 70% do total da demanda no Brasil para vôos aéreos domésticos em 2004. Pequenas e médias empresas, que abrangem um grande segmento da base de clientes das companhias aéreas brasileiras, valorizam o recebimento de bons serviços de sua companhia aérea, equilibrando qualidade e frequência com baixas tarifas.

De acordo com dados coletados junto ao DAC, os vôos entre Rio de Janeiro e São Paulo responderam por 11,3% e 11,0% de todos os passageiros domésticos (em termos de embarques e desembarques) em 2003 e 2004, respectivamente. As seis rotas de maior tráfego entre pares de cidades, responderam por 25,3% e 22,5% de todos os passageiros transportados em vôos domésticos no Brasil (em termos de embarques e desembarques) em 2003 e 2004, respectivamente. Os dez aeroportos de maior tráfego responderam por 74,9% e 69,6% de todo o tráfego doméstico em termos de embarques e desembarques em 2003 e 2004, respectivamente.

Atualmente, a aviação civil brasileira é atendida por cerca de vinte empresas, mas apenas quatro delas detêm um *market share* superior a 97%, conforme ilustra o gráfico abaixo, com valores arredondados.

**Figura 5.1 - Market share de vôos domésticos, medido em RPK**

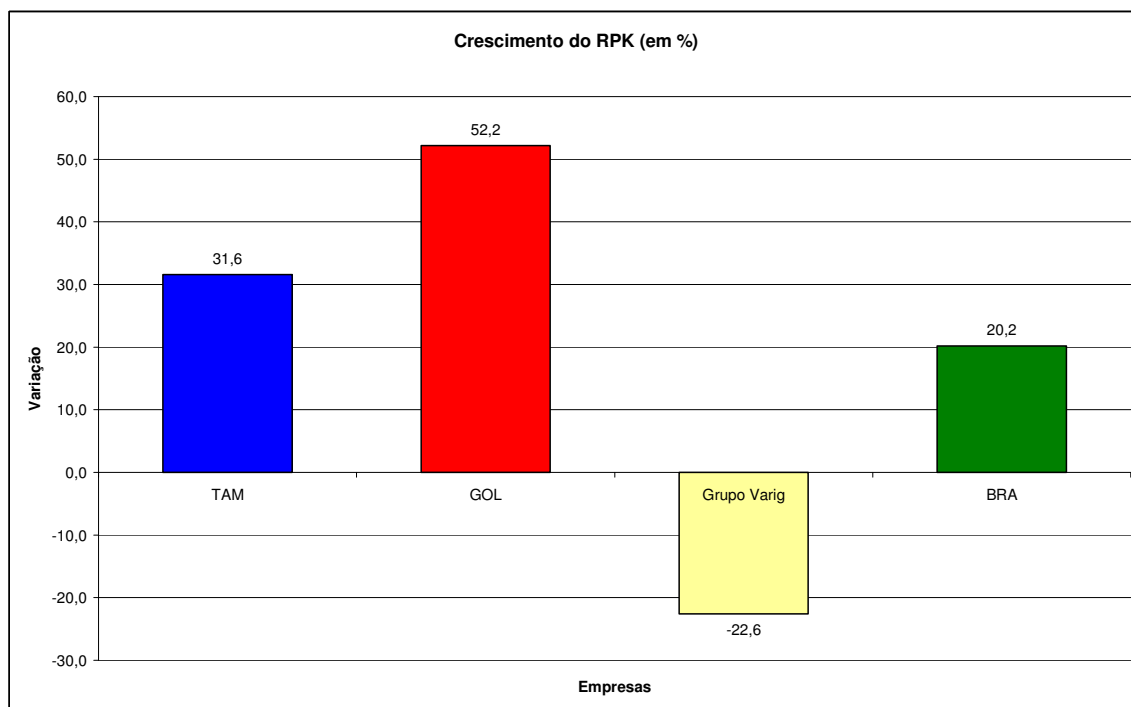


A participação remanescente, de 2,6%, é detida por onze diferentes companhias aéreas. Esse perfil é consistente com a história do mercado doméstico brasileiro que, tradicionalmente, mantém um pequeno número de companhias aéreas com uma ampla participação de mercado e um elevado número de companhias aéreas detendo a fatia remanescente.

O gráfico seguinte mostra o crescimento dessas empresas nos cinco primeiros meses de 2006 tendo como base o mesmo período em 2005. Como destaque positivo, a variação da GOL, que teve um substancial aumento de 52,2% no número de passageiros-kilômetros transportados (RPK). O destaque negativo fica por conta do Grupo Varig (que compreende as empresas Varig, Rio-Sul e

Nordeste), que era o segundo maior na aviação civil doméstica, e perdeu essa posição após uma queda de 22,6% medida em RPK.

**Figura 5.2 - Variação em relação ao ano de 2005 (janeiro a maio)**

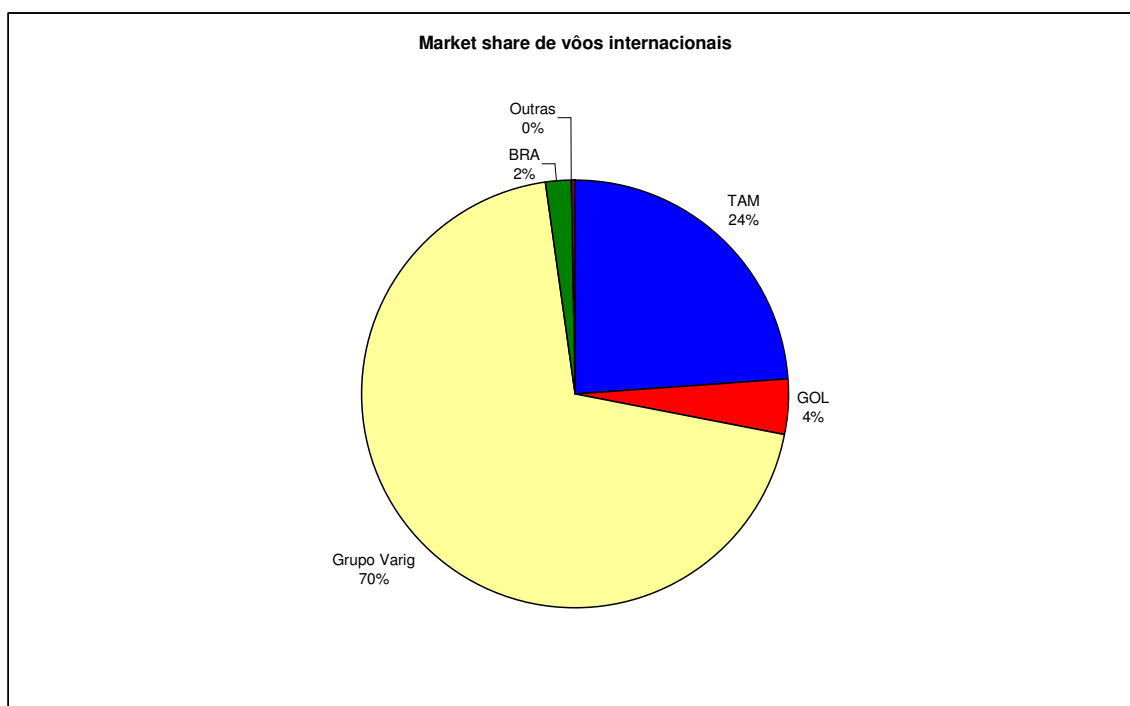


De acordo com o DAC, cerca de 31,7 milhões de passageiros foram transportados em vôos domésticos e 5,1 milhões de passageiros foram transportados em vôos internacionais no Brasil em 2004, considerando uma população que, conforme dados do IBGE, totalizava aproximadamente 182 milhões de pessoas. A título de comparação, de acordo com o Departamento de Transporte dos Estados Unidos da América, os Estados Unidos da América, com uma população total de aproximadamente 293 milhões de pessoas, de acordo com o censo populacional norte-americano mais recente, registrou 587,5 milhões de embarques domésticos e 57,1 milhões de embarques internacionais em 2003.

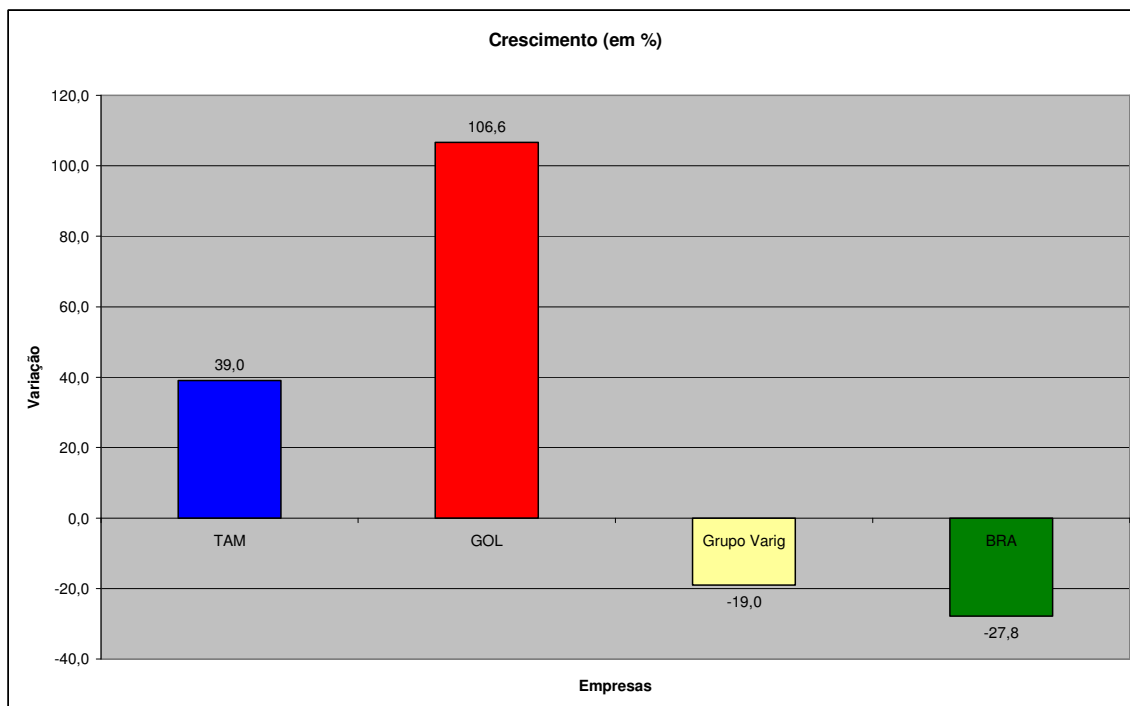
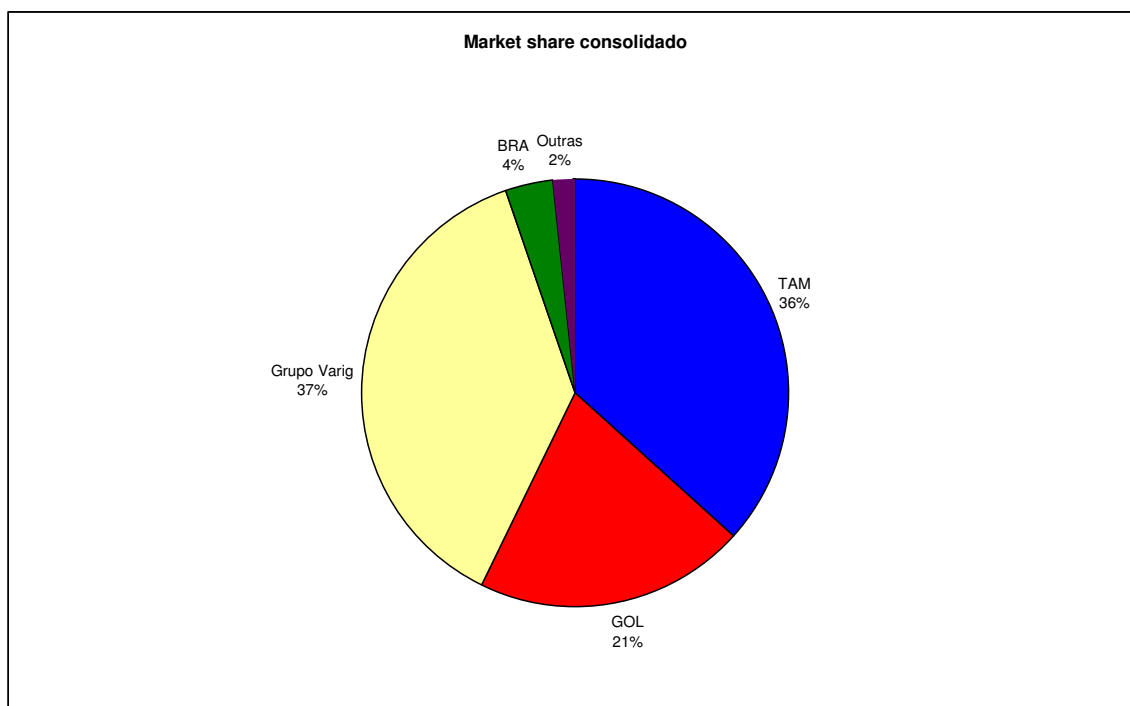
No mercado de vôos internacionais, o domínio é do Grupo Varig, como fica claro na Figura 5.3 exibida abaixo. Apesar de sua participação ter caído de quase 80% no início de 2005 para 69,6% em 2006, a sua liderança nesse segmento

ainda é indiscutível. Porém, os resultados a respeito da situação financeira da empresa, que estavam sendo avaliados quando do término do presente trabalho, pode modificar ainda mais o market share da aviação brasileira, e principalmente o referente a vôos internacionais.

**Figura 5.3 - Market share do mercado de vôos internacionais**



A seguir, a Figura 5.4 apresenta a variação percentual do segmento de vôos internacionais no mesmo período em questão. Apesar da considerável diminuição da fatia de mercado apresentada pelo grupo Varig mostrada na Figura 5.3, o grande destaque do mercado de vôos internacionais no início de 2006 ficou por conta da GOL. Mesmo apresentando um market share ainda pequeno quando comparado com as duas líderes do mercado de vôos internacionais, a companhia mais que dobrou o seu desempenho, aferido em RPK. Em seguida, a Figura 5.5 apresenta os dados consolidados (vôos domésticos mais vôos internacionais).

**Figura 5.4 - Variação em relação ao ano de 2005 (janeiro a maio)****Figura 5.5 - Market share consolidado da aviação civil brasileira**

É importante salientar que, apesar de normalmente as viagens internacionais percorrerem uma maior distância, o volume de RPKs do mercado de vôos domésticos representa cerca de 62% do total, ante apenas 38% do mercado de vôos internacionais. Devido à relevância para esse trabalho, as linhas de vôos fretados e de vôos regionais não são consideradas.

## 5.2 TAM S.A.

A TAM S.A. é uma companhia que, por meio de suas subsidiárias operacionais TAM Linhas Aéreas e TAM Mercosur, presta serviços de transporte aéreo regular no Brasil e no exterior. De acordo com dados do Departamento de Aviação Civil (DAC), a companhia é líder no mercado doméstico de aviação, com um *market share* de 45,6% em maio de 2006, medido em RPK.

A TAM cobre toda a extensão do território nacional, atendendo o maior número de destinos no Brasil e operando linhas regulares de transporte aéreo de passageiros e cargas para 46 cidades, além de outros 27 destinos nacionais que atinge por meio de alianças regionais com outras companhias aéreas. A TAM ainda atende diretamente 11 destinos internacionais, e fornece conexões para diversos outros destinos fora do Brasil por meio de acordos comerciais com companhias como a American Airlines e a Air France.

A Companhia oferece maior conveniência aos seus passageiros em termos de frequência e vôos diretos entre os principais aeroportos a preços competitivos. Em 2005 a TAM transportou aproximadamente 18,2 milhões de passageiros em vôos domésticos e aproximadamente 1,8 milhão de passageiros em vôos internacionais. Em 31 de dezembro de 2005 a Companhia realizou uma média de 636 decolagens diárias.

Com o objetivo de atender a demanda do mercado brasileiro, A TAM atendeu primordialmente o mercado executivo, mas também desenvolveu atividades de turismo, lazer e cargas como complemento de suas atividades, visando ao melhor aproveitamento de suas aeronaves. A Companhia opera

atualmente com uma frota de 84 aeronaves arrendadas, composta predominantemente por aeronaves Airbus modelos A330, A320 e A319, bem como aeronaves modelo Fokker 100, e conta atualmente com 9.669 funcionários.

A TAM é uma companhia que demonstra, ao longo de seus 29 anos, uma história de crescimento sustentado e capacidade de adaptação comprovada aos diversos momentos pelos quais passou a aviação civil no Brasil e no mundo.

A Companhia acredita ter uma forte cultura corporativa, legado de seu fundador, Comandante Rolim Adolfo Amaro, que permeia todos os níveis da Companhia e continua a nortear as ações da Administração em seu dia-a-dia. Essa cultura é evidenciada por toda sua linha de frente e integra os treinamentos oferecidos aos novos colaboradores de forma que toda a Companhia atue em consonância com as melhores práticas e seu diferencial de serviços. A TAM transmite continuamente aos seus funcionários sua missão de ser a mais rentável e maior empresa de transportes aéreos da América Latina, com uma reputação de excelência operacional, gerencial e ética.

A TAM é uma *holding* constituída em maio de 1997 com a denominação de CIT – Companhia de Investimentos em Transportes, com o objetivo específico de participar, administrar e concentrar as suas participações em empresas de transporte aéreo. Em novembro de 1997, a Companhia implementou uma reestruturação acionária com conseqüente aumento da participação acionária da TAM Marília em seu capital e a alteração de sua denominação social para TAM - Companhia de Investimentos em Transportes. Em setembro de 2002, a Companhia alterou novamente sua denominação social para TAM S.A. A Companhia detém atualmente participação acionária na TAM Linhas Aéreas e na TAM Mercosur. A TAM Linhas Aéreas detém participação acionária na TAM Viagens.

### **5.2.1 Histórico**

Em janeiro de 1961 foi fundada a TAM Marília no interior do Estado de São Paulo, onde o falecido Comandante Rolim Amaro foi contratado como piloto. Em

1971, o Comandante Rolim Amaro tornou-se principal executivo e um dos acionistas minoritários da TAM Marília. Em maio de 1976 foi fundada a TAM Regionais, primeira empresa de transporte aéreo regular do grupo, com 67% do seu capital detido pelo Comandante Rolim Amaro. Em 1978, o Comandante Rolim Amaro passou a ser o principal acionista da TAM Marília, com 98% de participação acionária.

Em 1986, o Comandante Rolim Amaro constituiu a TAM Linhas Aéreas, a qual iniciou suas atividades por meio da Brasil-Central Linha Aérea Regional S.A., criada para atuar nas regiões norte e centro oeste do País. No mesmo ano, foi obtida a concessão para operar no Aeroporto Internacional de Guarulhos e a Brasil-Central Linha Aérea Regional S.A. foi transformada em TAM Transportes Aéreos Meridionais S.A., segunda maior empresa aérea nacional.

Em 1993, com o objetivo de atrair mais passageiros e fidelizar sua base de clientes, foi introduzido o Programa Fidelidade TAM, o primeiro programa de fidelidade no setor do Brasil. Em 1998, a Companhia inaugurou seu primeiro voo internacional, entre São Paulo e Miami. Em 1999, iniciou seus voos para Paris, por meio de um acordo de compartilhamento de voo (code-share) com a Air France.

Em 1998, a TAM adquiriu a Itapemirim Transportes Aéreos Regionais, que teve sua denominação social alterada para Interexpress Transportes Aéreos Regionais S/A e logo após adquiriu a Helisul Linhas Aéreas S/A, que alterou sua denominação social para TAM Express S/A.

Em 1999, a TAM Express S.A. e a Interexpress Transportes Aéreos Regionais S.A. foram incorporadas à TAM Linhas Aéreas, obtendo-se com isso maior integração e eficiência operacional, e conseqüente redução de custos. Dando continuidade ao processo de reestruturação, em novembro de 2000 a TAM Transportes Aéreos Regionais S.A. foi incorporada pela TAM Linhas Aéreas, incorporação essa que ocorreu devido à necessidade de unificação das atividades nas linhas regionais, nacionais e internacionais.



Em 6 de fevereiro de 2003, a Companhia firmou um protocolo de entendimentos com a Varig para operações de vôos compartilhados (*code share*) como etapa preliminar a uma possível fusão entre as duas companhias. A medida buscou, principalmente, a eliminação de sobreposição de vôos e a racionalização da oferta. Essa operação propiciou implementar a reorganização da sua frota de aeronaves, resultando na negociação para a devolução de 19 aeronaves modelo Fokker F-100 e conseqüente redução de custos operacionais.

Em 15 de fevereiro de 2005, TAM e Varig apresentaram ao CADE um plano detalhado para rompimento do compartilhamento de vôos, uma vez que ficou evidenciado que a fusão não seria concretizada. Em 23 de fevereiro de 2005 foi celebrado o distrato do contrato de associação, com a devida aprovação do CADE, que concedeu à TAM o prazo de 24 de maio de 2005 para encerrar os efeitos dos vôos compartilhados com a Varig. A Companhia deixou de operar qualquer vôo compartilhado com a Varig desde 2 de maio de 2005.

Em 17 de junho de 2005, a Companhia concluiu a oferta pública de distribuição primária e secundária de suas ações preferenciais, de acordo com a qual a TAM (e os seus acionistas que venderam suas ações preferenciais) oferece um total de 30.190.000 ações preferenciais a investidores no Brasil, Estados Unidos e outros países. Em 19 de julho de 2005, a Companhia e tais acionistas vendedores emitiram e venderam, respectivamente, 281.600 ações preferenciais, em virtude do exercício da opção de distribuição de lote suplementar pelos respectivos coordenadores no âmbito daquela oferta pública.

A TAM Mercosur é uma empresa aérea de vôo regular sediada em Assunção, no Paraguai, que opera naquele país, na Argentina, Brasil, Chile, Uruguai e Bolívia, constituída em março de 1993, com a denominação Líneas Aéreas Paraguayas S.A. – LAPSA, com a totalidade do seu capital social detido pelo Governo do Paraguai. A partir de janeiro de 1997, a denominação social da LAPSA foi alterada para Transportes Aéreos del Mercosur S.A. Em setembro de 2003, com a aprovação da dissolução e liquidação da TransAmérica, a

Companhia adquiriu a totalidade das ações da TAM Mercosur então detidas pela TransAmérica, correspondentes a 94,98% do capital total votante.

A Fidelidade Viagens e Turismo Ltda., ou TAM Viagens, é uma sociedade empresária limitada operadora de viagens e turismo controlada pela TAM Linhas Aéreas por meio da qual desenvolve-se atividades de montagem e venda de pacotes turísticos e eventos corporativos no Brasil e no exterior.

### 5.3 GOL – LINHAS AÉREAS INTELIGENTES S.A.

A GOL – Linhas Aéreas Inteligentes S.A. é a principal empresa aérea de baixo custo e baixa tarifa operando no Brasil, oferecendo serviços aéreos regulares em rotas entre as maiores cidades brasileiras e também entre importantes cidades da América Latina. Os negócios da companhia são destinados a atender demandas por viagens simplificadas, seguras e a preços acessíveis, voltadas tanto para passageiros em viagens de negócios como para aqueles que estejam buscando viagens de lazer.

#### 5.3.1 Histórico

A primeira empresa a oferecer esse tipo de serviço foi a norte-americana Southwest Airlines, no final dos anos 70, a qual iniciou suas atividades operando uma frota de modelo único de aeronaves com alto índice de utilização. O modelo de gestão dessa empresa incluía a otimização de seus recursos humanos e ativos operacionais e uma estrutura de tarifas simples, com uma única classe de serviço. Este modelo possibilitou à Southwest praticar tarifas substancialmente inferiores às cobradas pelas companhias americanas tradicionais que estavam em atividade.

Esse modelo de baixo custo e baixa tarifa se beneficiou da crise da aviação civil no início dos anos 90, com o surgimento de uma nova geração de companhias de baixo custo, aproveitando a disponibilidade de aeronaves em ociosidade, de profissionais de aviação experientes e de espaço não utilizado nos aeroportos. Atualmente, o conceito de transporte aéreo com baixo custo e baixa tarifa é cada vez mais difundido na aviação civil internacional.

A GOL – Linhas Aéreas Inteligentes iniciou as suas operações em janeiro de 2001 e, de acordo com o DAC, a participação de mercado no mês de maio de 2006 foi de 33,6% no mercado de vôos domésticos. As operações da empresa tiveram início com seis aeronaves Boeing 737-700 *Next Generation*, com uma única classe de serviços, atendendo a cinco cidades brasileiras.

Os serviços da companhia são considerados confiáveis e com preços acessíveis, e o foco da empresa são mercados não atendidos suficientemente ou que não possuam uma alternativa de tarifas economicamente acessíveis. Isso tem resultado em um forte reconhecimento da marca desde o início das operações e também em uma substancial participação de mercado. Os baixos custos operacionais que a companhia pratica permite que sejam fixadas tarifas em níveis significativamente inferiores às tarifas das companhias aéreas concorrentes.

Essa estratégia tem possibilitado à GOL conquistar a lealdade de seus clientes, muitos dos quais anteriormente utilizavam outros meios de locomoção ou viajavam com menor frequência devido às mais altas tarifas da concorrência, de acordo com o seu Departamento de Relações com Investidores.

Uma das razões para a empresa manter seus custos operacionais mais baixos é devida ao fato de operar uma frota homogênea de aeronaves, uma das mais novas do setor, reduzindo dessa forma os custos com manutenção e combustível, e possibilitando uma alta taxa de utilização das aeronaves.

A companhia oferece um serviço simplificado aos seus clientes, com uma única classe de serviços e lanches leves, acompanhados de serviço de bebidas. Não oferece aos passageiros programas de fidelização ou salas de espera com serviços diferenciados em aeroportos. Utiliza tecnologia de ponta e estimula as vendas através da Internet para reduzir custos de distribuição e aprimorar a sua eficiência operacional.

O modelo operacional da companhia é baseado em uma estratégia “ponto-a-ponto” usada por outras companhias aéreas de baixo custo bem-sucedidas

internacionalmente. Em mercados altamente competitivos como o de passageiros usuários da rota interligando São Paulo e Rio de Janeiro, a empresa opera vôos diretos a baixas tarifas. Nos demais mercados, as aeronaves fazem múltiplas escalas interligando destinos diversos, o que atrai passageiros que preferem pagar tarifas menores ainda que isso signifique fazer uma ou mais escalas ou conexões antes do destino final.

#### 5.4 ESTRUTURA SOCIETÁRIA

Antes de analisar as companhias que fazem parte do escopo desse trabalho, cabe verificar a composição acionária de cada uma delas. A tabela abaixo mostra como estavam distribuídas as suas ações de acordo com as últimas informações disponíveis:

**Tabela 5.1 - Composição acionária das companhias**

<b>TAM S.A. (em 06/04/2006)</b>			
	<b>Com voto</b>	<b>Sem voto</b>	<b>Todas</b>
TAM Empreendimentos e Participações Ltda.	97,40%	22,50%	52,20%
Aerosystem S/A Empreendimentos e Participações	2,50%	2,30%	2,40%
Agropecuária Nova Fronteira	0,10%	0	0,10%
Free Float	0	75,20%	45,30%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

<b>GOL – Linhas Aéreas Inteligentes (em 31/12/2005)</b>			
	<b>Com voto</b>	<b>Sem voto</b>	<b>Todas</b>
Aeropar Participações S/A	100,00%	0,00%	55,80%
Fundo de Investimentos em Participações ASAS	0,00%	40,30%	17,80%
Free Float	0,00%	59,70%	26,40%
<b>TOTAL</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>	<b>100,00%</b>

Fonte: Economática, elaborado pelo autor

Essas empresas não possuem ações ordinárias negociadas em bolsa, e esse é o único motivo que as impede de participarem do Novo Mercado. O motivo para tal é a exigência da legislação brasileira de que 80% do controle acionário da empresa de transportes aéreos pertença ao capital nacional, quando pelas normas

do Novo Mercado um mínimo de 25% das ações devem ter livre negociação em bolsa.

As ações preferenciais da TAM S.A. estão distribuídas de forma mais agradável para os investidores. Enquanto a GOL possui algo em torno de 60% desse tipo de ações com livre flutuação no mercado, esse percentual referente às ações da TAM é maior que 75%, ou seja, é mais de uma quarta parte das ações preferenciais em *free float*, em termos percentuais.

Isso ocorre devido ao grande número de ações da GOL em poder do Fundo de Investimento ASAS. Sendo assim, se formos considerar a totalidade do capital dessas companhias, a vantagem é ainda maior para a TAM S.A., pois o percentual do consolidado das ações é maior em cerca de 70% na comparação com a sua principal concorrente no mercado de vôos domésticos.

## 6. ANÁLISE

### 6.1 DESCRIÇÃO DOS DADOS COLETADOS

Com o intuito de descobrir a melhor oportunidade de investimento dentre as duas ações analisadas nesse trabalho, foram utilizadas algumas ferramentas teóricas da escola fundamentalista.

Como a matéria-prima desse modo de trabalho é a informação, foi utilizado o sistema Económica, ferramenta de uso difundido entre as diversas corretoras espalhadas pelo país, e também utilizada por bancos, investidores institucionais e universidades. O fato de GOL – Linhas Aéreas Inteligentes e TAM S.A. serem companhias com compromisso assumido de governança corporativa diferenciada se traduz em facilitador para essa análise, devido à maior transparência no que tange aos dados dessas empresas.

Foram buscadas informações que embasassem uma análise das finanças dessas empresas, de modo a possibilitar a escolha pela oportunidade de investimento mais rentável, seja através de ganho de capital com uma possível valorização da ação adquirida, ou através de remuneração percebida com os resultados operacionais gerados pela companhia e distribuídos aos seus acionistas. Tais informações precisavam ser obtidas com a finalidade de avaliar as empresas sob diferentes parâmetros, cada qual com a sua relevância.

A oscilação das ações que fazem parte do escopo desse trabalho foi analisada como forma de mensurar o desempenho dos papéis desde o início das negociações em bolsa, tornando possível verificar a eficácia da IPO dessas ações.

A análise por múltiplos é um instrumento bastante útil para estudos fundamentalistas, e com ela é possível comparar os resultados de empresas com outras do mesmo segmento e que estejam listadas em bolsa.

Alguns dos múltiplos mais utilizados pelos especialistas em avaliação de empresas são o índice preço/lucro (P/L), o índice preço/valor patrimonial (P/VPA)

e o dividend yield. Os primeiros são importantes indicadores das expectativas do mercado em relação ao desempenho futuro das empresas, e o último serve para averiguar como estão sendo distribuídos os resultados das companhias em relação ao preço corrente de suas ações.

Também é considerado importante fator na escolha de uma ação para investir a liquidez desse papel em bolsa de valores. Ainda que muitos investidores considerem sem maiores problemas a aquisição de papéis de baixa liquidez, o investidor sempre irá optar, todos os demais fatores permanecendo constantes, por títulos que possam ser transformados novamente em moeda no momento em que houver necessidade.

A volatilidade dos papéis foi outro fator preponderante nessa análise, tendo em vista que, por mais agressiva que seja a estratégia do investidor na busca por lucros nas suas aplicações, uma ação com um desempenho mais irregular será preterida em relação a outra com uma variação mais brusca dos seus preços.

## 6.2 OSCILAÇÃO DAS AÇÕES

Para iniciar a análise, foi verificada a variação ocorrida na cotação das ações na bolsa de valores desde a abertura de capital. O gráfico abaixo mostra o comportamento bursátil da GOLL4, ação preferencial da companhia, desde a data da oferta pública inicial até o último dia do mês de maio do presente ano.

**Figura 6.1 - Oscilação da ação GOLL4**



As ações da GOL ingressaram com uma breve desvalorização de aproximadamente 11% na primeira semana de negociação, e não tiveram um bom desempenho até o final da primeira quinzena de setembro de 2004, cerca de três meses após a IPO, sendo que na segunda quinzena do mês de outubro desse mesmo ano as ações da empresa ainda estavam com a cotação negativa em relação à abertura de capital.

A ação conseguiu superar a cotação de R\$ 30,00 apenas perto da metade do mês de novembro, e teve um bom desempenho até o final do ano, quando a valorização em relação ao valor em 24 de junho de 2006 ultrapassava 50%. Porém, a ação da empresa teve uma oscilação negativa no início do ano de 2005, chegando a uma desvalorização de 24,26% no início do mês de abril em relação ao fechamento do ano de 2004.

Somente no mês de outubro de 2005, dezesseis meses após a IPO, as ações da companhia começaram a ganhar força. Até o início desse mês, um investidor que tivesse comprado esses papéis na data em que a empresa abriu o



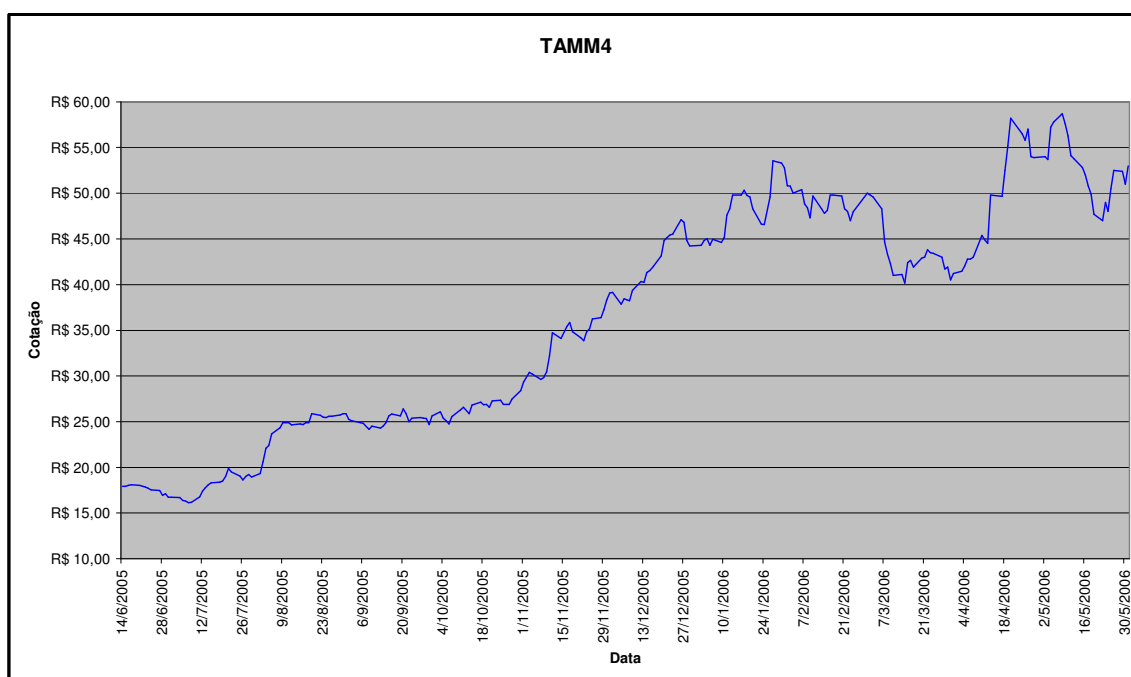
seu capital teria um ganho de aproximadamente 30%, que devido ao risco incorrido não compensaria a opção, tendo em vista a proximidade com os ganhos nesse mesmo período se tivesse aplicado seus recursos em títulos de renda fixa e livres de risco.

A partir do dia 10 de outubro de 2005, a ação teve grande valorização até o final do ano. Um investidor que tenha comprado a ação nessa data obteve um ganho de capital até o final do ano de quase 90% num período inferior a três meses.

No início desse ano, a ação esteve bastante volátil, e chegou a estar cotada a R\$ 71,27 no dia 22 de fevereiro, quando iniciou uma queda de quase 24% em apenas dezesseis dias. Depois disso, mais um período alternado de altas e quedas na cotação até a metade de abril, quando a ação valorizou quase 40% em menos de um mês, atingindo o seu pico histórico de R\$ 82,80 no dia 9 de maio, seguida de uma brusca queda de 17,31% em apenas nove dias.

Desde então, a cotação desse papel vem sendo cotada em torno de R\$ 70,00 e fechou o período de análise valendo R\$ 70,61. Uma variação acumulada de aproximadamente 157% em quase dois anos de negociação em bolsa de valores.

**Figura 6.2 - Oscilação da ação TAMM4**



As ações da TAM, a exemplo da GOLL4, também não tiveram um bom desempenho imediatamente após a oferta pública inicial ocorrida na metade do mês de junho de 2005. Após vinte e três dias de negociação, a desvalorização chegava a exatos 10%. No entanto, logo já esboçava uma reação, chegando a uma valorização de 11% em relação ao preço inicial depois de pouco mais de um mês de capital aberto.

Nos primeiros dez dias do mês de agosto, o papel teve uma oscilação positiva superior a 30%. A partir de então, a cotação se manteve estável por dois meses, até o início do mês de outubro, quando iniciou uma valorização com pouca volatilidade até o final de janeiro de 2006, quando obteve uma cotação quase 200% superior a de IPO, atingindo R\$ 53,53.

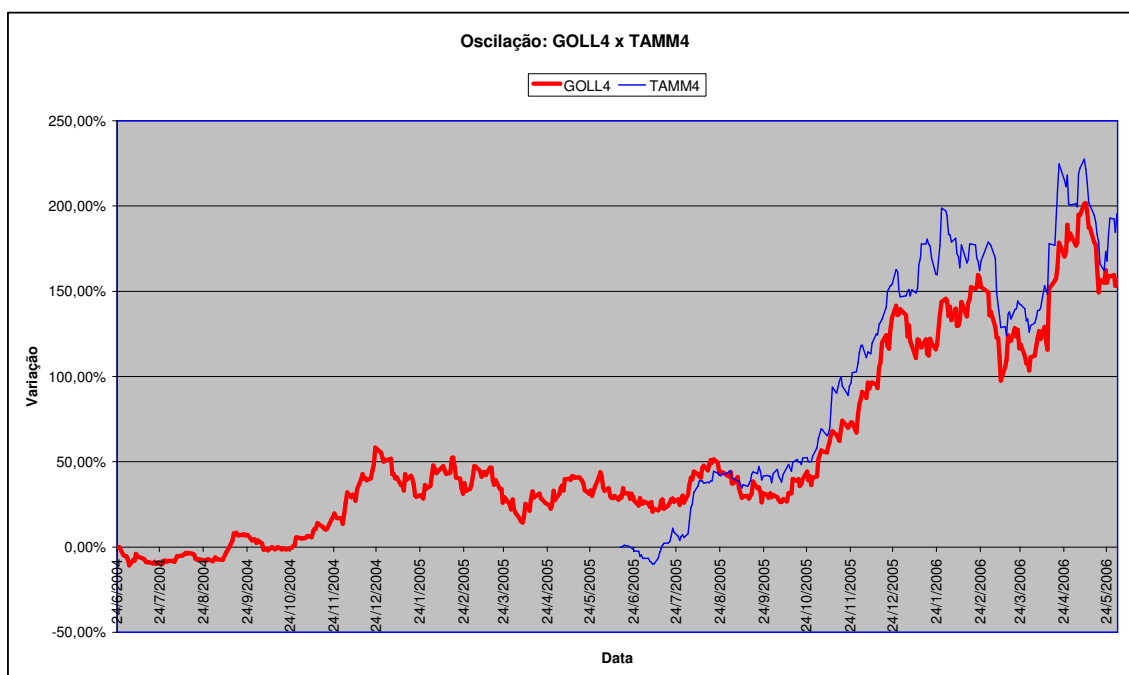
No entanto, a ação perdeu fôlego e caiu consideravelmente, até atingir a cotação de R\$ 40,15 na metade do mês de março, uma queda de 25% no preço em pouco mais de dois meses. No final do mês, a cotação permanecia nessa faixa, ainda que tivesse esboçado uma recuperação durante esse período.

A seguir, a ação da empresa teve uma excepcional valorização de 50% em apenas vinte dias e, após uma pequena queda, alcançou o seu valor máximo histórico de R\$ 58,70. Esse valor representava para o investidor que tivesse adquirido a ação TAMM4 na data da IPO um excepcional ganho de capital de 227,45%.

Entre os dias 8 e 22 de maio, a TAMM4 teve uma desvalorização de quase 20%, e no final do mês havia recuperado parte dessa perda, estando cotada na faixa dos R\$ 53,00. A variação acumulada passado quase um ano da oferta pública inicial chegava a 195,60% nesse momento.

O gráfico seguinte ilustra um comparativo entre as oscilações das cotações dessas duas ações. Ao analisá-lo, é possível extrair algumas conclusões a respeito do desempenho bursátil dessas empresas.

**Figura 6.3 – Oscilação GOLL4 x TAMM4**



A primeira conclusão possível se refere ao momento escolhido para a IPO. Basta verificar que no final do mês de agosto de 2005 as ações TAMM4 já

estavam mais valorizadas do que as ações GOLL4. Ou seja, em cerca de dois meses e meio a TAM alcançou uma oscilação positiva de seus papéis superior à oscilação acumulada alcançada pela concorrente em mais de um ano. Se for considerada como base para a análise a data da IPO da TAM, essa diferença é ainda mais impressionante. Desde o dia 14 de junho de 2005 até o final de maio de 2006, a GOLL4 havia acumulado uma valorização de 98,15% ante os já verificados 195,60% da TAMM4.

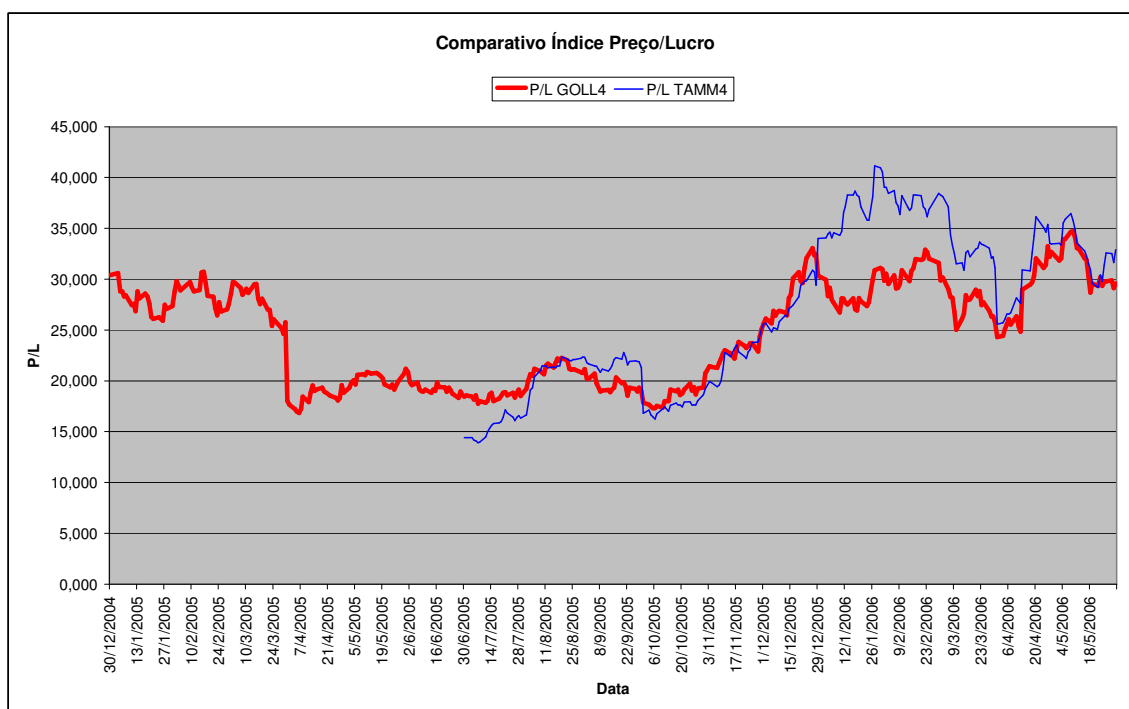
Com exceção do momento em que a TAM realizou a sua oferta pública inicial, o sua oscilação sempre foi mais considerável do que a das ações da GOL. A diferença atingiu o seu máximo no início da segunda quinzena de janeiro, quando a valorização da TAMM4 acumulava 180,56% ante 113,29% acumulados pela GOLL4, após um período concomitante de alta da primeira e de queda da segunda.

### 6.3 ÍNDICE PREÇO/LUCRO

Quando se fala em avaliação por múltiplos, logo vem à cabeça o índice preço/lucro, ou P/L. Talvez seja o mais difundido de todos os índices utilizados na comparação entre empresas, devido a sua simplicidade e praticidade. Apesar de não ser adequada a sua utilização sem o auxílio de outros dados comparativos, é um indicador das expectativas futuras do mercado em relação ao papel.

O gráfico mostra um desempenho semelhante no índice P/L de ambas as ações até o final do ano de 2005. Porém, a partir do início de 2006 há uma considerável diferença, quando o P/L da TAMM4 chegou em um momento a ultrapassar os 41 pontos, um valor que pode ser considerado demasiado alto, insinuando uma expectativa bastante positiva relacionada a essa ação.

**Figura 6.4 – Evolução do índice P/L**



São duas as principais razões dessa grande diferença encontrada no período. A primeira delas é a diferença entre o lucro por ação (LPA) informado referente ao último trimestre de 2005. A diferença entre o LPA no período em questão aumentou aproximadamente 80% a favor da GOL, uma vez que chegou a R\$ 0,86 a mais que os R\$ 1,30 por ação pagos pela TAM. No final do trimestre anterior, essa diferença era de R\$ 0,48.

O segundo fator preponderante foi a diferença entre a valorização dessas ações no mês de janeiro. Enquanto as ações da GOL tiveram uma valorização inferior a 3% nesse mês, a TAMM4 teve uma valorização de quase 20%, contribuindo fortemente para a grande diferença verificada entre o P/L dessas ações naquele momento.

No final do mês de março de 2006, GOL e TAM informaram, respectivamente, lucros por ação de R\$ 2,38 e R\$ 1,61. O P/L da TAM com o aumento do lucro teve uma queda bem maior que o índice da GOL, o que é

explicado por uma variação positiva do LPA da TAM mais de duas vezes maior do que o aumento de cerca de 10% do LPA da GOL.

Desde então, o lucro por ação da TAM tem permanecido maior do que o da GOL, porém sem o nível de significância encontrado anteriormente. Dessa forma, pode ser considerada precipitada uma análise que conclua que a TAM apresenta uma maior expectativa de crescimento sem utilizar de informações que possam corroborar com essa.

De qualquer forma, são ações que estão sendo há algum tempo negociadas com um P/L bastante alto se comparado ao que podemos considerar como próximo do normal no setor de transporte e logística. O quadro abaixo compara o P/L dessas ações com o de outras empresas no final do ano de 2005.

**Tabela 6.1 - Comparativo com empresas do setor (índice P/L)**

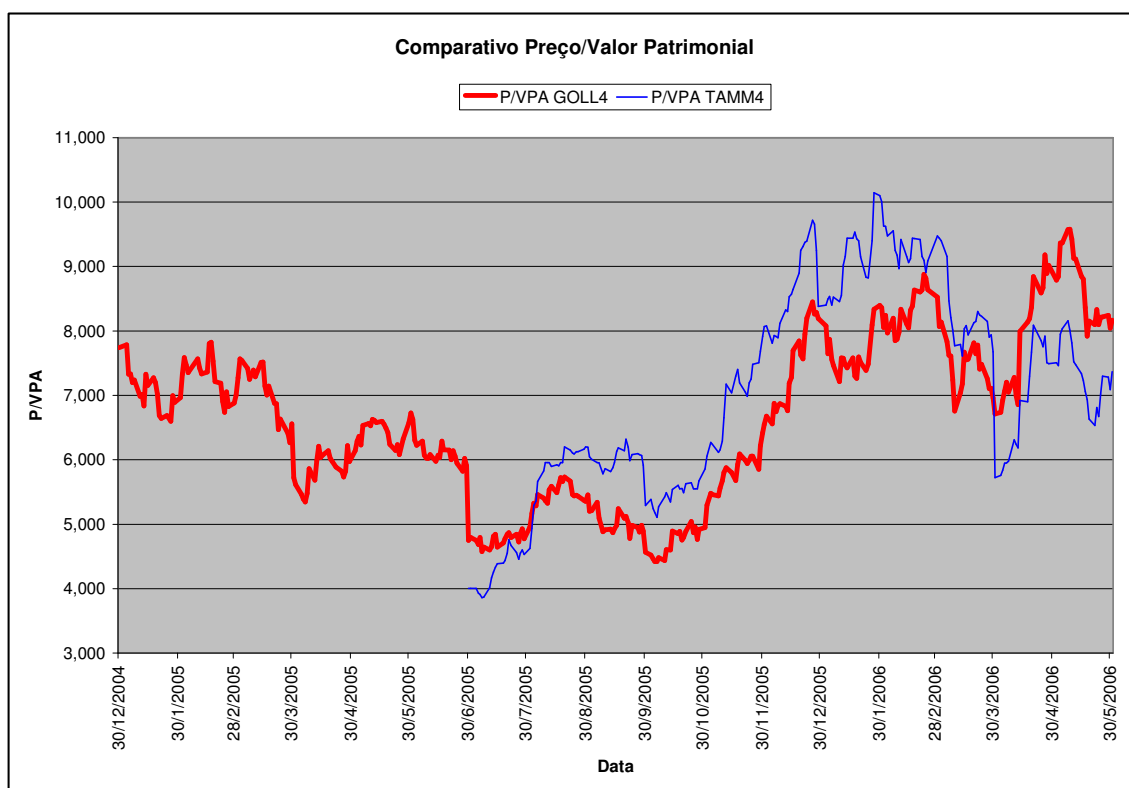
<b>Empresa</b>	<b>P/L</b>
CCR Rodovias ON	14,9
GOL PN	30,7
Embraer PN	23,4
Weg PN	12,5
ALL América Latina PN	24,9
TAM PN	34,1
Marcopolo PN	7,9

Fonte: Economática, elaborado pelo autor

#### 6.4 ÍNDICE PREÇO/VALOR PATRIMONIAL

Esse índice também é bastante utilizado quando queremos descobrir qual a expectativa do mercado referente ao desempenho futuro de uma determinada ação. Conforme é possível notar ao analisar o gráfico, a TAM logo depois da sua IPO já tinha uma avaliação melhor baseada nesse indicador quando comparada a GOL.

**Figura 6.5 – Evolução do índice P/VPA**



A partir do momento em que o P/VPA da TAM passa a ser maior que o da GOL, no dia 4 de agosto de 2005, o desempenho desse índice para ambas as ações passa a ter basicamente a mesma variação. Isso perdura até o final do mês de março de 2006, quando o índice P/VPA cai bruscamente, de 8,2 para 5,7 em apenas uma semana. Nesse mesmo período, a GOL também tem um decréscimo no seu P/VPA, mas bem menos significativa.

Foram utilizados para o denominador desse índice, o valor patrimonial por ação (VPA), informações extraídas do sistema Econômica, e disponibilizadas pelas demonstrações financeiras trimestrais divulgadas pelas empresas. Foi possível notar um decréscimo da diferença percentual entre o VPA da GOL e da TAM.

Ao final do segundo trimestre de 2005, o VPA da GOL era superior em aproximadamente 73,5% em relação ao da TAM. No terceiro e no último trimestres

de 2005, essa diferença já havia caído para algo em torno de 62% e 52%, respectivamente. No primeiro semestre de 2006, o último finalizado antes da conclusão do presente trabalho, essa diferença já havia caído para 20%. O quadro abaixo demonstra tais valores.

**Tabela 6.2 - Evolução do índice P/VPA**

	<b>GOL</b>	<b>Variação</b>	<b>TAM</b>	<b>Variação</b>	<b>Diferença pró-GOL (em %)</b>
<b>30/06/05</b>	7,249964	-	4,177576	-	73,5
<b>30/09/05</b>	7,848105	8,25%	4,845223	15,98%	62,0
<b>31/12/05</b>	8,026223	2,27%	5,27622	8,90%	52,1
<b>31/03/06</b>	8,644704	7,71%	7,194527	36,36%	20,2

Fonte: Economática, elaborada pelo autor

O quadro também mostra o crescimento acelerado do valor patrimonial por ação da TAM, em especial no primeiro trimestre de 2006. Sendo assim, pelos motivos expostos, o que ocorre com esse indicador desde a partir do início do segundo trimestre de 2006 é diferente do índice P/L, ou seja, o P/VPA da GOL é cerca de um ponto superior durante esse período.

O quadro seguinte compara esse índice com o de algumas empresas do setor de transportes e logística no final do ano de 2005. Cabe lembrar que nesse momento o índice P/VPA da TAM ainda era superior ao da GOL, diferentemente da situação no final do mês de maio, período de referência desse trabalho. No entanto, é possível comparar o desempenho das empresas analisadas com o de outras classificadas no mesmo setor em bolsa de valores.

**Tabela 6.3 - Comparativo com empresas do setor (índice P/VPA)**

<b>Empresa</b>	<b>P/VPA</b>
CCR Rodovias ON	5,4
GOL PN	8,3
Embraer PN	3,5
Weg PN	3,4
ALL América Latina PN	4,6
TAM PN	8,4
Marcopolo PN	1,4

Fonte: Economática, elaborada pelo autor



Os dados indicam que o investidor, ao final do mês de maio de 2006, está disposto a pagar pouco mais de R\$ 8,00 por cada R\$ 1,00 do patrimônio da GOL. Da mesma forma, o investidor que adquire ações da TAM está pagando R\$ 7,00 para cada R\$ 1,00 do patrimônio dessa companhia.

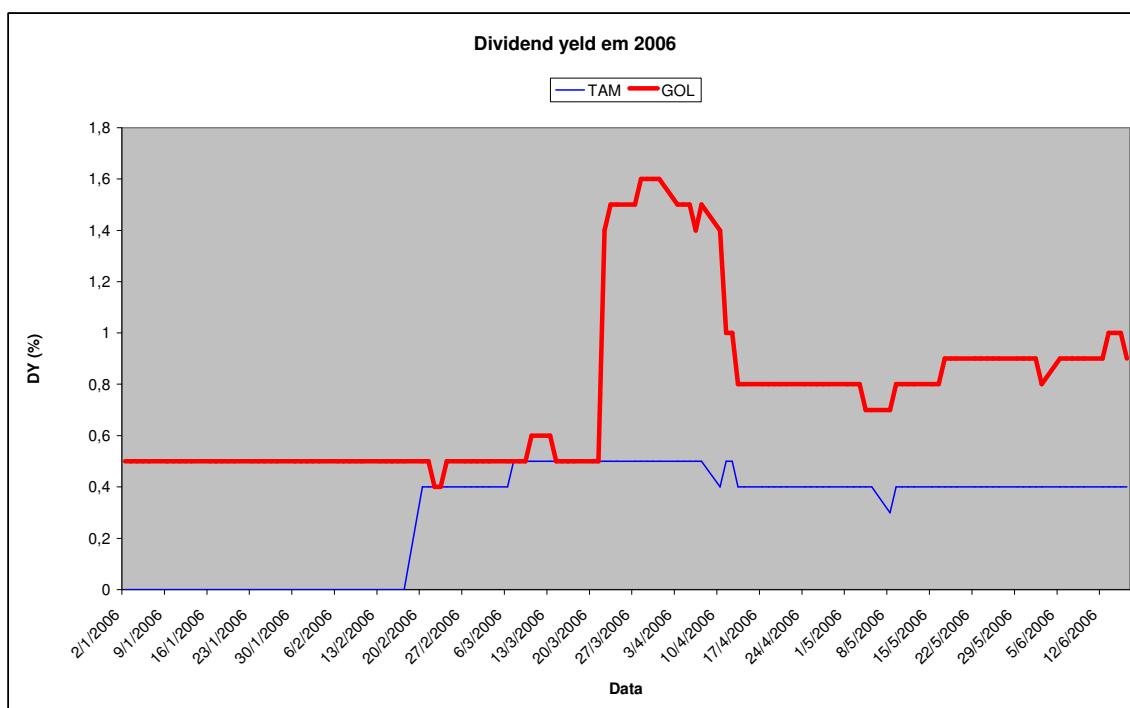
## 6.5 DIVIDEND YELD

Alguns investidores preferem investir em empresas que paguem bons dividendos, sendo uma das principais razões para fazerem essa opção o fato de não haver incidência tributária sobre o recebimento de parte dos lucros da empresa, diferentemente dos ganhos auferidos com a valorização dos títulos, os denominados ganhos de capital.

A figura a seguir mostra um maior retorno da ação GOLL4 referente a pagamento de dividendos, com destaque para a grande diferença ocorrida a partir do dia 21 de março, quando a GOL pagou um dividendo de R\$ 0,90 por cada ação, fazendo saltar a sua taxa de dividendo.

A TAM, desde a abertura de capital, realizou o pagamento de apenas um dividendo, no valor de R\$ 0,204 por ação. Contudo, o mercado aguarda para breve o pagamento de um novo dividendo (sendo essa uma das possíveis causas da elevação do P/L da empresa), em razão de um crescimento nos lucros superior a 100% em comparação com o primeiro trimestre de 2005.

Figura 6.4 – Dividend yield



## 6.6 VOLATILIDADE

Para comparar a volatilidade das ações analisadas por esse trabalho, foi realizado um cálculo estatístico com as oscilações diárias no pregão, de onde foram extraídos a média, a variância e o desvio-padrão de cada uma delas.

A média encontrada de todas as variações diárias da GOLL4 foi de +0,23%, enquanto da TAMM4 foi de +0,48%. O desvio-padrão encontrado na ação da TAM foi menor que o de sua concorrente, indicando ser um papel com menor volatilidade. O quadro abaixo descreve os valores encontrados.

**Tabela 6.5 - Cálculo da volatilidade das ações**

Ação	Média	Variância	Desvio-padrão (em %)
GOLL4	0,23%	0,00073158	2,70
TAMM4	0,48%	0,00067935	2,60

Fonte: Econômica, elaborada pelo autor

A diferença encontrada é pouco significativa, apesar de indicar um risco levemente maior da ação GOLL4. O quadro seguinte e o seu respectivo gráfico mostram a volatilidade dessas ações de uma outra forma, lançando mão de distribuição de frequência, de acordo com o número de vezes em que cada ação teve uma oscilação diária dentro de cada faixa previamente determinada. No gráfico foram utilizados valores percentuais, devido á diferença do número de pregões nos quais participaram essas ações.

**Tabela 6.6 - Distribuição de frequência das oscilações diárias**

<b>Variação diária</b>	<b>GOLL4</b>	<b>TAMM4</b>
<-15%	0	0
<-10%	0	0
<-5%	7	2
<-4%	16	2
<-3%	24	10
<-2%	36	23
<-1%	69	26
< 0%	88	52
> 0%	78	42
>1%	58	25
>2%	33	22
>3%	27	17
>4%	20	3
>5%	24	16
>10%	0	1
>15%	1	0
<b>Número de pregões</b>	<b>481</b>	<b>241</b>

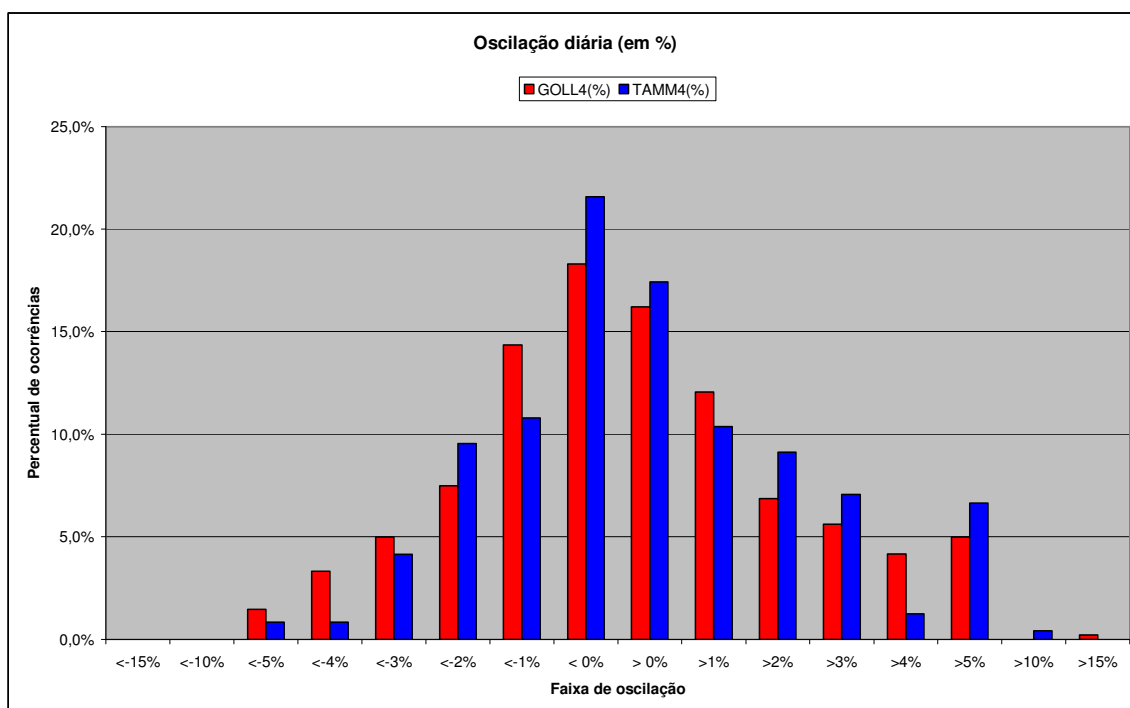
Fonte: Econômica, elaborada pelo autor

Se considerarmos o número de pregões em que a GOL participou no período analisado como o dobro do número de pregões com participação da TAM, podemos tirar algumas conclusões do quadro acima.

O número de variações entre 5% e 10% ocorre com grande frequência de forma negativa para a GOLL4 e com maior frequência na forma positiva para a TAMM4. Em um primeiro momento, seria possível imaginar que a ação da GOL teria baixas consideráveis com uma frequência muito superior à de sua concorrente. No entanto, ao analisar o momento em que ocorreram tais

oscilações, foi possível perceber que apenas duas das sete ocorrências aconteceram após a abertura de capital da TAM. O mesmo pode ser dito quanto à variação positiva entre 5% e 10%, quando apenas metade das 24 variações nessa faixa verificadas na GOLL4 foram após a IPO da TAMM4.

**Figura 6.5 - Volatilidade (distribuição de frequência)**



A figura acima mostra de forma mais clara essas informações, pois está na forma percentual. É importante salientar que o gráfico considera um intervalo até o limite com o próximo. Por exemplo, nos eixos que representam “>3%”, estão contidas as oscilações entre 3% e 4%. Como foram consideradas quatro casas decimais, foi possível distribuir dentro dos intervalos de frequência todos os valores, não havendo ocorrência de oscilações iguais aos limites desses intervalos.

É interessante o grande número de oscilações entre 4% e 5% verificado na ação GOLL4, representando 7,5% do total dos pregões em que participou. Outra conclusão que pode ser tirada ao analisar o gráfico é a maior concentração das

ações da TAM com variação entre -1% e 1%, enquanto que a GOL tem um índice de ocorrências maior, relativamente, nas faixas entre 1% e 2%, tanto positiva como negativamente. Essa conclusão vai ao encontro da conclusão verificada referente ao desvio-padrão, indicando uma menor volatilidade da ação TAMM4.

## 6.7 LIQUIDEZ EM BOLSA

Para calcular esse índice de acordo com o critério da Bovespa foram utilizados valores médios, tendo como referência o período da abertura de capital da TAM até o final de maio de 2006. Dessa forma, foi possível estabelecer como total em bolsa, tanto na quantidade de negócios quanto no volume negociado, um valor fictício, uma vez que não representaria diferença no resultado comparativo entre as empresas. O Índice de Presença também foi idêntico, em razão de ter havido negociação de ambas as ações em todos os pregões no período analisado.

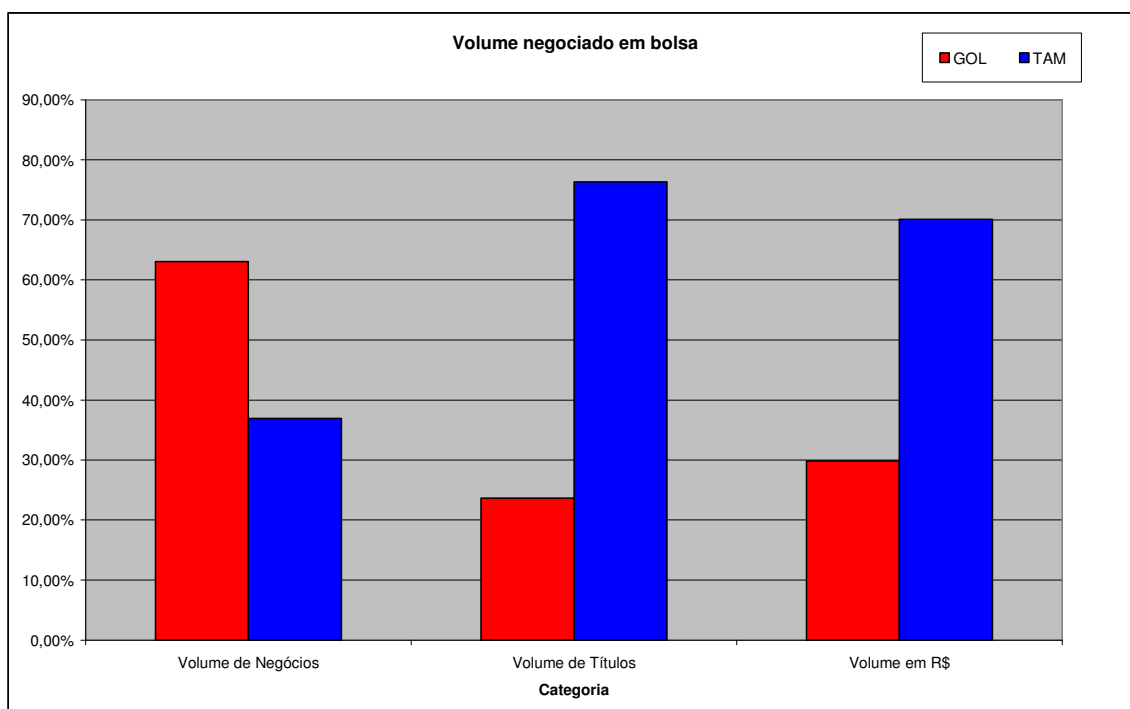
$$\text{Índice de liquidez em bolsa} = P * \sqrt{N * G}$$

Os resultados encontrados constam do quadro abaixo. Os valores utilizados foram 1.000.000 e R\$ 1.000.000.000,00 para volume total de títulos negociados e volume total de negócios em reais. É possível concluir que há maior liquidez na negociação da ação TAMM4, e essa conclusão é corroborada pelo gráfico logo a seguir.

**Tabela 6.7 - Cálculo de liquidez em bolsa**

	<b>GOL</b>	<b>TAM</b>
Quantidade média de negócios	228,9	203,4
Quantidade média de títulos	124.508,3	337.044,4
Volume médio negociado	R\$ 6.520.329,50	R\$ 12.844.571,63
IN	0,006520	0,012845
IG	0,124508	0,337044
IP	1,00	1,00
<b>Liquidez</b>	<b>0,0285</b>	<b>0,0658</b>

Fonte: Economática, elaborada pelo autor

**Figura 6.6 – Volumes**

O gráfico mostra o percentual de vezes que cada uma das ações levou vantagem sob três diferentes aspectos. Apesar de as ações da GOL terem uma quantidade maior de negócios em mais de 60% dos pregões analisados, quando esse número é transformado em número de títulos essa proporção cai abaixo de 25%. Ou seja, em menos de um quarto dos pregões verificados o número de títulos negociados da GOL é superior ao da TAM. De forma semelhante, em apenas 30% dos casos o volume financeiro negociado da GOLL4 supera o da TAMM4.

A razão para toda essa diferença é o volume médio de títulos negociados em cada ordem de compra e venda. Enquanto cada negociação da GOLL4 movimenta uma média de 613 ações, o volume médio de títulos em cada negociação da TAMM4 é mais de três vezes maior. Para reforçar ainda mais o que parece ser uma característica dos investidores que adquirem a ação TAMM4, em

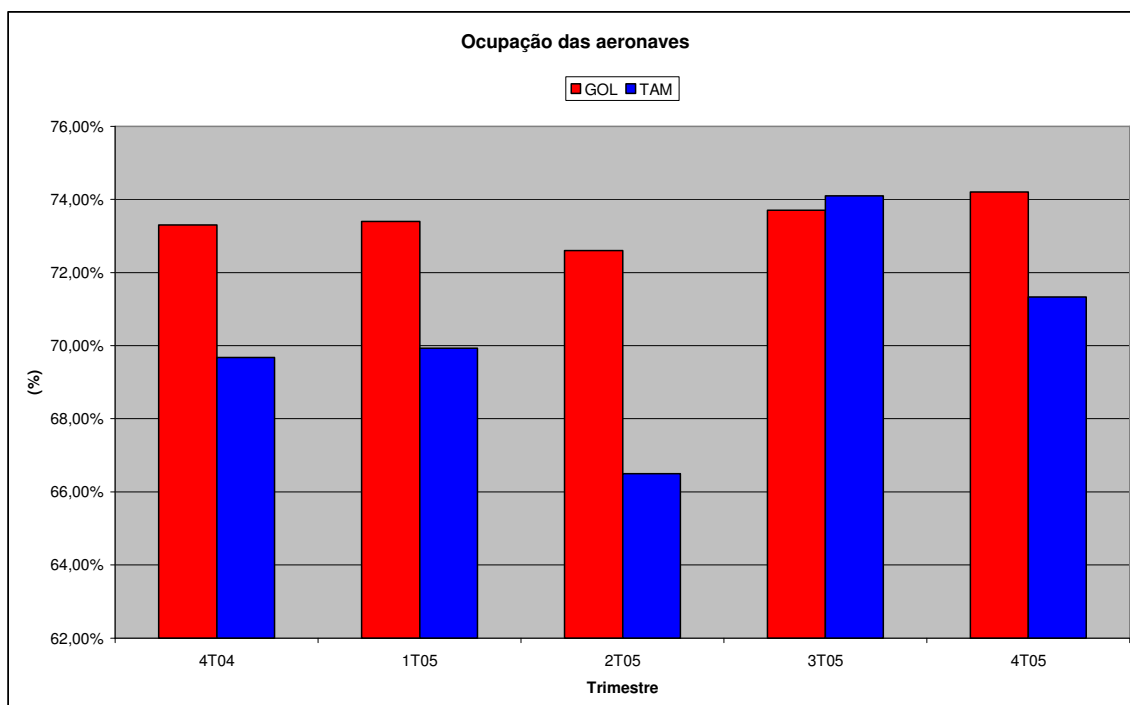
apenas quinze dos 241 pregões o volume de títulos por negociação dessa ação foi superado pela GOLL4.

## 6.8 COMPARAÇÃO ENTRE OS DADOS OPERACIONAIS

Para tornar mais completa a análise comparativa dessas duas companhias, foram verificados os desempenhos operacionais de ambas tendo como base os dados dos cinco últimos trimestres, ou seja, o último trimestre de 2004 e os quatro trimestres de 2005.

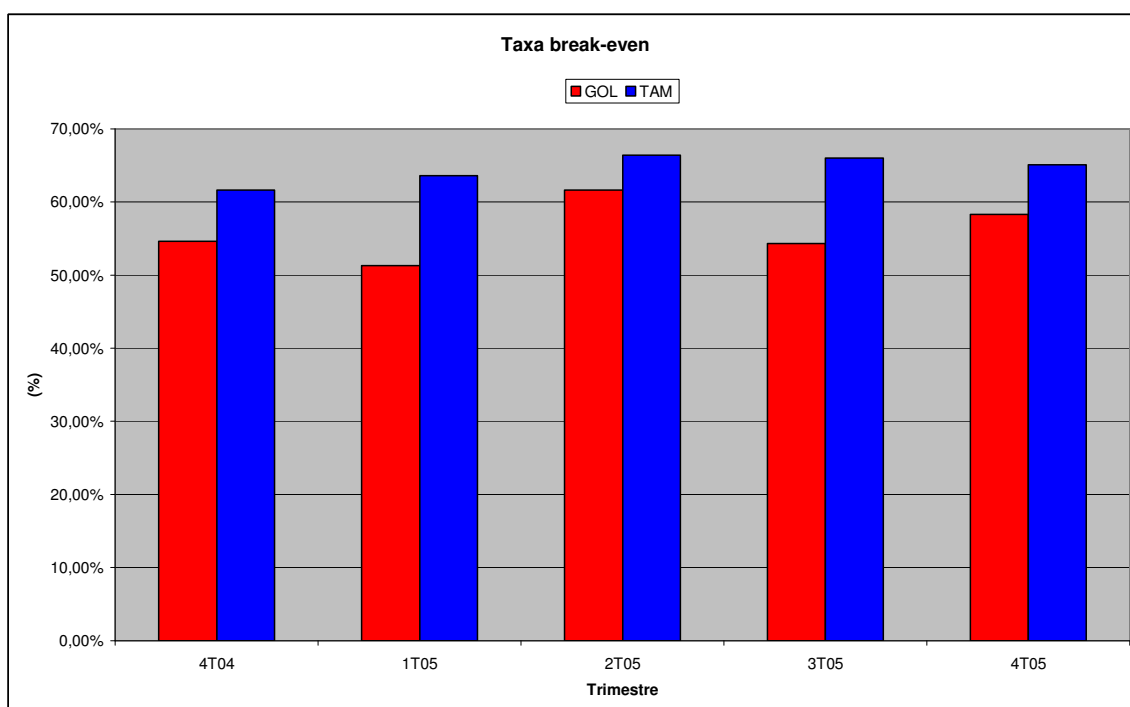
Quanto à taxa de ocupação das aeronaves, que mede a capacidade efetivamente utilizada de assentos por aeronave, com exceção do terceiro trimestre de 2005, a GOL apresentou superioridade em todos os demais. A ocupação média das aeronaves da GOL no período ficou em 73,44% enquanto a média da TAM nesse mesmo período foi de 70,31%.

**Figura 6.7 – Taxa de ocupação (*load factor*)**



No item que mede a taxa de ocupação necessária para que as receitas operacionais auferidas correspondam as despesas operacionais, denominado taxa de ocupação break-even, novamente vantagem para a GOL, teve uma taxa menor em todos os trimestres analisados, com um índice médio de 56% ante 64,5% da TAM, sendo que no primeiro trimestre de 2005 essa diferença foi substancial, chegando a mais de 12%.

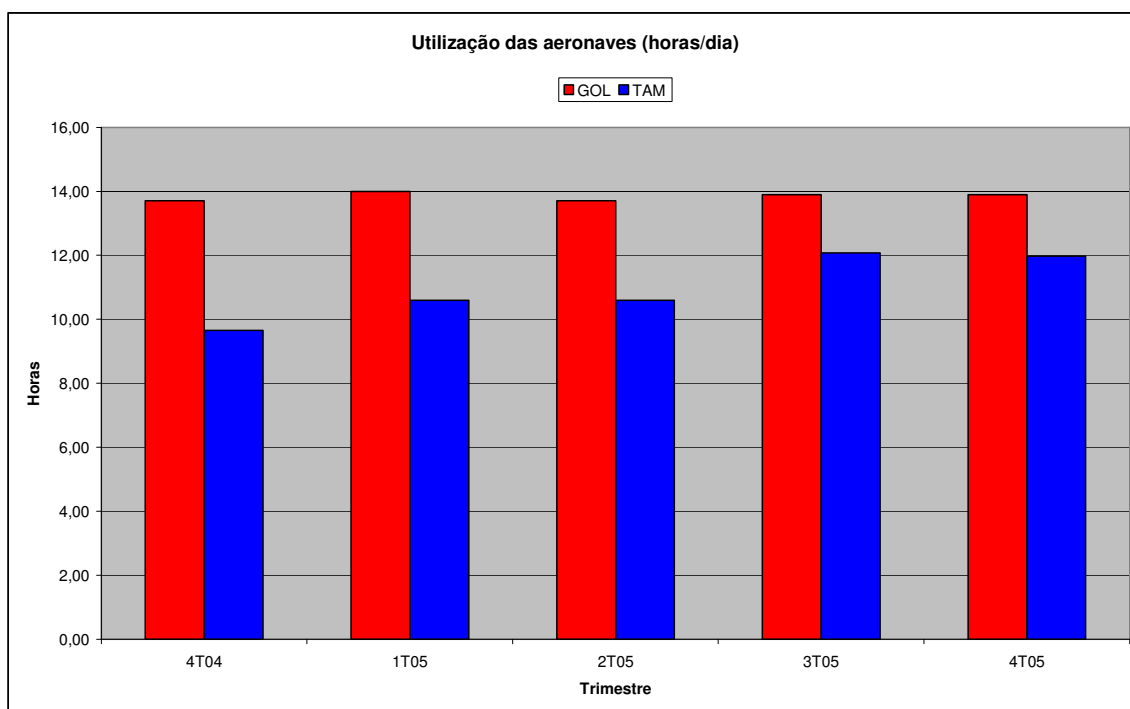
**Figura 6.8 – Taxa de ocupação *break-even***



Quanto à taxa de utilização das aeronaves, que calcula o número médio de horas por dia em que cada aeronave permanece em operação, também há vantagem da GOL, ainda que a TAM venha apresentando um crescimento nesse item. A diferença, que era de mais de quatro horas pró-GOL no último trimestre de 2004, ficou abaixo de duas horas nos dois últimos trimestres analisados. A média de horas em que as aeronaves da GOL estiveram sendo efetivamente utilizadas nos cinco períodos foi de 14, enquanto as aeronaves da TAM foram utilizadas, em média, por 11 horas diárias desde o final de setembro de 2004.

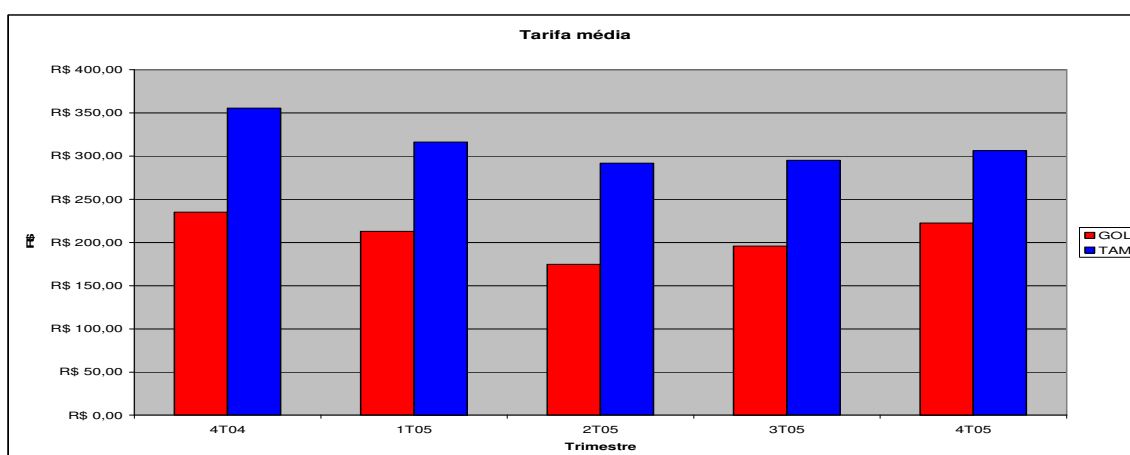


**Figura 6.9 – Utilização diária das aeronaves**



O gráfico a seguir apresenta a tarifa média cobrada por cada uma das companhias no período.

**Figura 6.10 – Tarifa média cobrada**



A tarifa média cobrada pelas empresas também apresenta uma substancial diferença, indo ao encontro das diferentes políticas de preços praticadas pelas duas companhias. As tarifas médias cobradas no período foram de R\$ 313,02 e R\$ 208,15 para TAM e GOL, respectivamente.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

O presente trabalho analisou duas empresas que obtiveram bastante sucesso em suas estratégias de abertura de capital, principalmente ao escolher o momento favorável em que se encontrava a economia mundial. Poucas vezes enfrentaram turbulências causadas por crises financeiras internacionais ou quaisquer outras razões que pudessem motivar uma fuga de capitais estrangeiros do país, ou seja, a exposição aos riscos sistemáticos foi pequena se comparada com a existente em diversos outros momentos que poderiam ter sido escolhidos como adequados para buscar recursos junto a novos investidores.

Os resultados encontrados com esse estudo mostram um desempenho bursátil da ação TMM4 muitas vezes superior ao da outra ação analisada, a GOLL4. Enquanto que a primeira teve um melhor desempenho referente à oscilação ocorrida desde a IPO, à liquidez em bolsa e ao risco, calculado nesse trabalho pela volatilidade do título, a segunda apresentou vantagens no que tange ao pagamento de dividendos, ao índice P/VPA e em todos os quatro aspectos operacionais verificados.

Esses resultados, apesar de parecerem contraditórios, mostram um grande equilíbrio entre essas duas empresas e suas ações preferenciais negociadas em bolsa. A opção do investidor por uma ou por outra ação não parece ter, no curto prazo, uma chance de erro considerável, quando consideramos apenas esses dois papéis como as opções para tal investimento.

O índice P/L das empresas, o múltiplo mais difundido para comparação entre empresas do mesmo setor, corrobora com essa idéia de equilíbrio. Conforme mostrou a análise desse item, apesar de haver diferença na comparação entre as ações em um curto período, de maneira geral não é correto afirmar com segurança a melhor possibilidade de investimento tomando ele como base.

O estudo foi concluído antes do término dos julgamentos e negociações envolvendo a Varig. Os resultados dessa decisão deverão impactar fortemente as ações analisadas nesse trabalho, pelo potencial crescimento da participação no mercado de vôos domésticos e, em especial, quanto à grande fatia do mercado internacional de vôos.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

BERNSTEIN, Peter L., DAMODARAN, Aswath. **Administração de Investimentos**. Porto Alegre: Bookman, 2000.

CAVALCANTE FILHO, Francisco e MISUMI, Jorge Y. **Mercado de Capitais**. Rio de Janeiro: Campus, 2001.

DAMODARAN, Aswath. **A Face Oculta da Avaliação**. 1. ed. São Paulo: Makron Books, 2002.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: produtos e serviços**. 16. ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2005.

LAMB, Roberto. **Governança corporativa: arena e contexto**. XVI Congresso da ABAMEC. São Paulo, 2000.

MARTELANC, Roy. **Avaliação de empresas: um guia para fusões e aquisições e gestão de valor**. São Paulo: Pearson Prentice Hall, 2005.

PINHEIRO, Juliano L. **Mercado de Capitais: fundamentos e técnicas**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2005.

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

ROESCH, Sylvia Maria Azevedo. **Projetos de Estágio do Curso de Administração: guia prático para pesquisas, projetos, estágios e trabalhos de conclusão de curso**. São Paulo: Atlas, 1996.

ROSS, Stephen A., WESERFIELD, Randolph W., JORDAN, Bradford D. **Princípios de Administração Financeira**. 2. ed. São Paulo: Atlas, 2000.

BOVESPA. Bolsa de Valores de São Paulo. Disponível em [www.bovespa.com.br](http://www.bovespa.com.br)

DAC. Departamento de Aviação Civil. Disponível em [www.dac.gov.br](http://www.dac.gov.br)

GOL. Linhas Aéreas Inteligentes. Disponível em [www.voegol.com.br/ri](http://www.voegol.com.br/ri)

IBGC. Instituto Brasileiro de Governança Corporativa. Disponível em [www.ibgc.org.br](http://www.ibgc.org.br)

TAM. Tam S/A. Disponível em [www.tam.com.br](http://www.tam.com.br)