

ANÁLISE FUNDAMENTALISTA COM FOCO PARA A RECOMENDAÇÃO DE COMPRA / VENDA DE AÇÕES



- *A análise do desempenho histórico*
- *Análise setorial*
- *Análise de múltiplos*
- *Elaboração de projeções de resultados*
- *Determinação do preço justo*

Autor: Maria Izabel Nunes (izabeln@uol.com.br)

- Administradora de Empresas graduada pela Universidade Mackenzie
- Em 1997, concluiu o CEA – Curso de Especialização de Analista de Mercado de Capitais, realizado pela FIECAFI – ABAMEC
- Analista de Investimentos desde 1991. Foi analista senior do Banco Bradesco e atualmente atua na área de Asset Management do Banco Bandeirantes de Investimentos – Grupo Caixa Geral de Depósitos
- No 15º Congresso da ABAMEC sua monografia “PRINCIPAIS OPERAÇÕES NO MERCADO DE CAPITAIS E SUAS METODOLOGIAS DE AVALIAÇÃO”, recebeu o prêmio de melhor tese na categoria tema livre.

ÍNDICE

	PÁG
◆ APRESENTAÇÃO	3
◆ PRINCIPAIS ELEMENTOS	5
◆ DESEMPENHO HISTÓRICO	5
◆ ANÁLISE SETORIAL	6
◆ ANÁLISE DE MÚLTIPLOS	8
◆ ELABORAÇÃO DE PROJEÇÕES DE RESULTADOS	9
◆ DETERMINAÇÃO DO PREÇO JUSTO	10
◆ CASO PRÁTICO	12
◆ CASO PRÁTICO - SOLUÇÃO	16

APRESENTAÇÃO

“O noticiário econômico dos principais jornais afirma que o processo progressivo de queda das taxas de juros na economia, vem motivando os investidores a trocar aplicações de renda fixa por aplicações em ações com o objetivo de maximizar sua rentabilidade.

A realização desta troca, no entanto, nem sempre é fácil para a maioria das pessoas, exigindo muitas vezes a presença de profissionais.

Por este motivo, aplicações desta natureza costumam ser realizadas através de fundos de investimentos especializados denominados fundos de ações.

Para efetuar a composição destas carteiras, os bancos em geral contam com um departamento técnico composto por profissionais denominados analistas de investimentos.

Estes profissionais realizam a análise detalhada de cada companhia para determinar o melhor momento de compra ou venda de suas ações.

A realização deste estudo minucioso é conhecido no mercado financeiro como análise fundamentalista e leva em consideração os seguintes aspectos:

- ✓ *Desempenho Histórico*
- ✓ *Análise Setorial*
- ✓ *Análise de Múltiplos*
- ✓ *Elaboração de projeções de resultados*
- ✓ *Determinação do preço justo da empresa.*

Neste **Up-To-Date**® vamos discutir cada um destes procedimentos e fornecer um exemplo de como é realizada a análise de uma empresa”.

PRINCIPAIS ELEMENTOS

1. Desempenho Histórico

Consiste na verificação dos demonstrativos financeiros dos últimos anos de forma a identificar pontos como: performance de rentabilidade e geração de caixa, realização de programas de investimentos relevantes bem como seu período de maturação, perfil do endividamento (concentração no curto e longo prazo, custo médio) e a razão pela qual a companhia atingiu um determinado patamar de alavancagem financeira (insuficiência operacional ou investimento).

A realização deste trabalho, no entanto, não deve contemplar períodos excessivamente longos (o recomendável seria no máximo 5 anos). Este limitador ocorre em virtude das constantes modificações ocorridas na economia brasileira na última década (principalmente no que se refere aos níveis de inflação) o que certamente trouxe distorções significativas aos demonstrativos da companhia até 1994.

Como exemplo deste tipo de situação podemos destacar o próprio lucro líquido da companhia (que muitas vezes era proveniente do saldo credor da correção monetária não guardando relação com a performance operacional), custos dos produtos vendidos abaixo do efetivamente realizados (em função do método utilizado para se corrigir a posição dos estoques), etc.

2. Análise Setorial

Determina fatores provenientes do ramo de atividade da empresa, dentre os quais cabe ressaltar:

- ✓ **Comportamento dos preços em virtude da equação de oferta e demanda:** alguns produtos denominados “commodities”(bens que de forma geral servem de matéria –prima para a fabricação de outros itens e possuem menor valor agregado, como por exemplo a celulose, produtos agrícolas, minério de ferro, aço, etc.) apresentam uma tendência de preços determinadas através de ciclos que variam de acordo com a maturação ou ausência de outros investimentos no setor (atuando nos níveis de oferta), existência de um cenário macroeconômico de crise ou crescimento (capaz de ajustar os patamares de demanda). Este comportamento ocorre em períodos previsíveis de tempo (em média de 7 anos).
- ✓ **Elasticidade de crescimento das vendas físicas comparativamente a performance da economia:**

É necessário verificar se o nível de crescimento de determinado setor ocorre de forma idêntica, superior ou inferior ao do mercado como um todo. Podemos destacar os seguintes exemplos:

- ✓ Setor de bens de consumo apresentam, de forma geral, performance muito similar ao PIB;
- ✓ O setor de telefonia celular pode apresentar crescimento muito superior ao mercado em situações de demanda reprimida, ou muito inferior, caso grande parte dos usuários da região já disponha do serviço;

- ✓ **Atuação e desenvolvimento do mercado competitivo**
- ✓ Identificação dos principais concorrentes da empresa bem como sua estratégia de atuação;
- ✓ Presença de produtos substitutos;
- ✓ Produtos importados: existência de barreiras para sua entrada, como por exemplo alíquotas de importação, custo de frete, subsídios etc.
- ✓ Existência de um mercado maduro o que certamente será propício a uma “guerra de preços”.

3. Análise de Múltiplos

O objetivo desta análise é verificar se a companhia apresenta performance satisfatória se comparada a outras empresas do setor. Este tipo de análise prioriza dois aspectos:

A) Dados Financeiros: com base nas informações apresentadas nos balanços da companhia com destaque para:

PRINCIPAIS MÚLTIPLOS - FINANCEIROS

Indicador	Fórmula	Objetivo
Margem Líquida	Lucro Líquido/ Receita Líquida	Análise de rentabilidade
Margem Bruta	Lucro Bruto/ Receita Líquida	Análise de rentabilidade
Margem Operacional	Lucro Operacional/ Receita Líquida	Análise de rentabilidade
Margem EBITDA #	EBITDA/ Receita Líquida	Análise de geração de caixa
ROE *	Lucro Líquido / PL	Análise de rentabilidade
Despesas Financeiras /EBITDA	Despesas Financeiras /EBITDA	Determina a representatividade das despesas financeiras sobre a geração operacional de caixa
Dívida /PatrimônioLíquido	(Endividamento Oneroso – Caixa) /PL	Representatividade do capital de terceiros sobre o patrimônio

Lucro antes da depreciação, resultado financeiro e impostos

*Do inglês, “return on equity”, ou seja, retorno sobre patrimônio líquido

B) Performance Operacional: determina os níveis de produtividade das atividades da companhia. Pode ser traduzida pelos seguintes indicadores:

PRINCIPAIS MÚLTIPLOS - OPERACIONAIS

- ✓ Vendas Físicas / Funcionário;
- ✓ Receita Líquida / Funcionário;
- ✓ Produção / Funcionário;
- ✓ Índice de Perdas (no caso de setores como energia e saneamento);
- ✓ Terminais instalados / cliente (setor de telecomunicações), etc.

4. Elaboração de Projeções de Resultados

Uma vez efetuados os levantamentos referentes a performance passada da companhia bem como a identificação da sua situação atual é chegado o momento de verificar se a aquisição de suas ações irá proporcionar ganhos para o investidor, principalmente no que se refere à possibilidade de evolução de suas cotações em Bolsa bem como o recebimento de dividendos.

Dentro deste contexto o analista deverá efetuar uma projeção de resultados, que nada mais é do que a determinação do desempenho da empresa no longo prazo. Devem ser levados em consideração os seguintes aspectos:

- ✓ Potencial de crescimento do mercado;
- ✓ Capacidade instalada do parque industrial, o que determinará seus níveis de atendimento a demanda, sem a necessidade de novos investimentos;
- ✓ Programas de investimentos a serem realizados no decorrer do período;
- ✓ Fontes de financiamentos utilizadas para novos projetos;
- ✓ Cronograma de amortização de seu endividamento atual;

Em geral recomenda-se que uma projeção de resultados seja elaborada por um período mínimo de 10 anos, para que todos os efeitos das premissas utilizadas possam estar bem equilibrados.

Por exemplo:

A companhia “Beta” está em fase inicial de um programa de investimentos cujo prazo de maturação deverá ocorrer em dois anos. Num primeiro momento, os reflexos desta decisão serão negativos aos resultados em função dos fortes desembolsos acompanhados pela elevação do endividamento oneroso. A partir da sua consolidação, o novo projeto poderá trazer incremento das receitas, maior produtividade, melhor geração de caixa e conseqüentemente maior valor para o acionista.

5. Determinação do preço justo

Por fim, após elaborar projeções de resultados detalhadas, é chegado o momento do analista de investimentos verificar se as atuais cotações da empresa em Bolsa estão em patamares atrativos para compra.

Para tanto, determina o preço justo deste ativo . É importante destacar que a metodologia utilizada para este evento é voltada para o foco do investidor:

- ✓ Se este procura participação de **controle na empresa**, a análise deverá estar voltada para o **fluxo de caixa operacional da companhia**.
- ✓ Caso o investimento esteja vinculado a aquisição de **ações preferenciais**, deverá ser observado **o fluxo de dividendos**
- ✓ É importante destacar que todos estes valores são ajustados a valor presente por uma taxa de desconto, que nada mais é que a ponderação entre o custo de capital próprio e de terceiros.

Em resumo:

FOCO DO INVESTIDOR	FLUXO DE CAIXA A SER OBSERVADO
Aquisição de Controle Acionário	Fluxo de caixa Operacional *
Aquisição de Ações Preferenciais	Fluxo de Dividendos*
Custo de Capital *	
Próprio	Taxa Livre de Risco + β * (prêmio de mercado)
	Onde;
	Taxa Livre de Risco = Retorno de ativo sem risco (exemplo títulos públicos)
	β = Traduz a relação de risco de um ativo, comparativamente ao mercado
	Prêmio do mercado = Rentabilidade de uma aplicação de mercado (exemplo – Bolsa) menos a rentabilidade do ativo livre de risco
Terceiros	Custo Médio da Dívida

* Estes assuntos foram tratados de forma mais detalhada em outros “Up to Dates”

CASO PRÁTICO

Vamos realizar um caso prático sem pretender esgotar o assunto mas mostrando de forma objetiva o que explicamos até aqui.

Recentemente, as ações preferenciais da empresa “Aços do Sul” apresentaram performance bastante satisfatória, atingindo cotação de R\$ 87,00 / lote de mil ações, o que representou uma rentabilidade acumulada de 30% no ano. Especialistas no setor continuam recomendando a compra das ações sob a argumentação de que ainda existe bom potencial de ganho no curto prazo. Você concorda com este parecer?

Dados Adicionais:

1) Setor de atuação:

- ✓ A empresa produz aços especiais destinados ao setor automobilístico (que apresenta uma elasticidade frente ao PIB de 1,2);
- ✓ Sofre concorrência de empresas de grande porte no mercado interno;
- ✓ O processo de desvalorização cambial tornou pouca atrativa a entrada de produtos similares importados;
- ✓ Com o reaquecimento das economias mundiais existe uma tendência de elevação dos preços médio praticados;

2) A empresa:

- ✓ Apresenta forte posição de endividamento, em função de programas de investimento para ampliação de capacidade e compra de participações em outras empresas;

- ✓ O seu controle acionário foi recentemente adquirido por uma empresa de grande expressão no cenário internacional. Foram realizados aportes de recursos de R\$ 600 milhões;
- ✓ Ocupa cerca de 70% de sua capacidade instalada de 842.544 toneladas /ano de aço;
- ✓ Passou por extenso programa de reestruturação, através do qual efetuou redução do quadro de pessoal e provisionou perdas com investimentos. Para tanto, efetuou recentemente uma “limpeza” de balanço reconhecendo todos estes efeitos negativos de uma única vez,
- ✓ Apresenta a seguinte estrutura de custos: 85% variáveis e 15% fixos (a maior parte representada pela depreciação);
- ✓ De acordo com a análise de preços do setor, as cotações médias de seus produtos deverão apresentar a seguinte evolução: 0% em 99, 5% em 2000, 7% em 2001, 3% ao ano, a partir de 2002.
- ✓ Deverá realizar investimentos apenas a título de manutenção dos equipamentos. Neste caso, pode-se dizer que as inversões deverão estar em linha com os níveis de depreciação;
- ✓ Número de ações em mil : 2.578.960
- ✓ O endividamento oneroso apresenta a seguinte composição:
- ✓ **Curto Prazo:** Dívida de capital de giro – 30% a.a.

Amortização em Abril/99

✓ **Longo Prazo:****60% em moeda estrangeira**

Custo: Variação Cambial + 10% a.a.

Amortizações Anuais: até 2012

40% em moeda nacional

Custo: TJLP + 7,0% a.a.

Amortizações anuais até 2005

- ✓ Efetua pagamentos de dividendos de 25% de seu lucro líquido ajustado.
- ✓ O custo médio ponderado da companhia é de 15% a.a.

3) Demonstrações Econômico – Financeiras – Resumo

Dados em R\$ mil

Ativo	31/12/98	31/12/97	31/12/96
Circulante	265.005	195.843	202.787
Caixa	57.642	764	6.964
Clientes	41.677	60.149	41.869
Estoques	135.612	102.128	103.040
Outros	30.074	32.802	50.914
Realizável a LP	571.033	284.820	157.412
Ativo Permanente	1.744.630	2.217.371	1.967.529
Total do Ativo	2.580.668	2.698.034	2.327.728
Passivo	31/12/98	31/12/97	31/12/96
Circulante	707.405	578.089	479.508
Fornecedores	100.180	58.736	93.111
Endividamento	507.226	420.338	301.680
Outros	99.999	99.015	84.717
Exigível a LP	752.401	947.049	677.305
Endividamento	453.499	747.838	599.882
Outros	298.902	199.211	77.423
Patrimônio Líquido	1.120.862	1.172.896	1.170.915
Total do Passivo	2.580.668	2.698.034	2.327.728

Demonstração Resultados	Dados em R\$ mil		
	31/12/98	31/12/97	31/12/96
Receita Líquida	568.983	583.704	570.349
(-) CPV	-479.665	-472.612	-506.296
(=) Lucro Bruto	89.318	111.092	64.053
(-) Despesas com vendas	-28.904	-26.490	-28.636
(-) Despesas administrativas	-53.257	-61.948	-58.355
(+) Receitas Financeiras	86.823	30.412	37.528
(-) Despesas Financeiras	-317.722	-160.778	-88.188
(-) Outras receitas / despesas operacionais	-57.128	52.674	53.216
(=) Lucro Operacional	-280.870	-55.038	-20.382
(-) Receita Não Operacional	21.594	72.089	46.444
(+) Despesa Não Operacional	-403.700	-40.699	-22.083
(=) LAIR	-662.976	-23.648	3.979
(+/-) Impostos	43.157	22.035	-1.167
(=) Lucro Líquido	-619.819	-1.613	2.812
Depreciação	43.624	33.386	26.501
EBITDA	50.781	56.040	3.563

CASO PRÁTICO - SOLUÇÃO

Solução:

1. Identificar eventos relevantes na análise histórica
2. Utilização da análise por múltiplos

Dados da Empresa

Tabela de Múltiplos	31/12/98	31/12/97	31/12/96
Margem Líquida	-108,93%	-0,28%	0,49%
Margem Bruta	15,70%	19,03%	11,23%
Margem Operacional	-49,36%	-9,43%	-3,57%
Margem EBITDA	8,92%	9,60%	0,62%
Endividamento Líquido / PL	80,57%	99,53%	76,40%
Receita Líquida / Funcionário	R\$ 168,00	R\$143,00	R\$ 135,00
ROE	-55,30%	-0,14%	0,24%

Dados do Setor

Tabela de Múltiplos	31/12/98	31/12/97	31/12/96
Margem Líquida	5,37%	3,35%	1,25%
Margem Bruta	16,07%	20,25%	11,00%
Margem Operacional	7,00%	6,34%	3,45%
Margem EBITDA	10,01%	12,30%	5,67%
Endividamento Líquido / PL	45,00%	54,67%	63,09%
Receita Líquida / Funcionário	R\$ 175,00	R\$160,00	R\$ 156,00
ROE	3,45%	-3,00%	-2,70%

Conclusões:

O cenário setorial marcado pelo período de queda de preços trouxe impactos negativos para as companhia no período de 96/98;

A Aços do Sul apresenta boa performance operacional (traduzidos por margem bruta e níveis de geração de caixa operacional em linha com a média das empresas do setor). Outro ponto que merece ressalva é o indicador receita líquida / funcionário que após programa de reestruturação também apresentou progressiva melhora

Sua política agressiva de investimentos num período pouco favorável a expansão da capacidade instalada se traduziu em elevação de seu nível de alavancagem financeira (representada pela relação dívida líquida / Patrimônio Líquido de 80% contra 45% em média do setor). Logo, o principal fator que proporciona queda na rentabilidade da companhia é o elevado nível de despesas financeiras.

Elaboração das projeções financeiras

1. Definir os principais pontos da performance operacional da companhia (como por exemplo receitas e custos)
2. Ao se considerar premissas para o crescimento da companhia, dois pontos devem ser considerados:
 - ✓ As vendas físicas devem acompanhar a capacidade instalada da empresa (ou seja ela comercializa apenas o que está apta a produzir);
 - ✓ As atividades da companhia possuem crescimento similar ao do mercado (nunca superior).
 - ✓ Dentro deste contexto, temos o seguinte quadro de receitas:

EVOLUÇÃO DAS RECEITAS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Crescimento do PIB	0	3,0%	4,0%	5,0%	3%	3%	3%	3%	3%	3%	3%
Fator de elasticidade	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
Cresc. - Empresa	0,00%	3,60%	4,80%	6,00%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%
Capacidade Instalada	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544	842.544
Produção atual -A	589.781	611.013	640.342	678.762	703.198	728.513	754.739	781.910	810.058	839.221	842.544
Nível de Ocupação	70,00%	72,52%	76,00%	80,56%	83,46%	86,47%	89,58%	92,80%	96,14%	99,61%	100,00%
Crescimento Efetivo		3,60%	4,80%	6,00%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	3,60%	0,40%
Preço Médio - B	993	1.043	1.116	1.149	1.184	1.219	1.256	1.293	1.332	1.372	1.413
Receita Líquida A*B	585.652	637.073	714.388	779.969	832.289	888.119	947.694	1.011.265	1.079.101	1.151.487	1.190.729

EVOLUÇÃO DOS CUSTOS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Custos	486.260	502.089	523.929	552.498	570.637	589.411	608.841	628.951	649.766	671.310	673.764
Variáveis -85%	419.707	434.816	455.688	483.029	500.418	518.433	537.096	556.432	576.463	597.216	599.581
Fixos -15%	66.554	67.272	68.241	69.469	70.220	70.978	71.745	72.519	73.303	74.094	74.182
Lucro Bruto	99.392	134.984	190.459	227.470	261.651	298.708	338.853	382.314	429.335	480.177	516.965
Margem Bruta	16,97%	21,19%	26,66%	29,16%	31,44%	33,63%	35,76%	37,81%	39,79%	41,70%	43,42%

3) Neste momento, devemos determinar os níveis de despesas / receitas financeiras da empresa

- ✓ Cronogramas de amortização de endividamento devem ser respeitados
- ✓ Lembre-se: Dívidas com capital de giro sempre são amortizadas no curto prazo
- ✓ Para determinar os níveis de receitas financeiras deve-se, de forma simplista, aplicar o caixa inicial da companhia por um período de 6 meses (uma vez que estes valores são utilizados no decorrer do exercício). O propósito é utilizar-se de um “rendimento médio”.

- ✓ Ao se obter o saldo de caixa do período alguns cuidados devem ser tomados:
- ✓ Se positivo, o saldo irá compor a posição inicial de caixa do período posterior;
- ✓ Se negativo, supõem-se que a companhia irá suprir esta deficiência com linhas de capital de giro, que são mais caras;
- ✓ Não esquecer de avaliar da necessidade de capital de giro, a qual é obtida através dos prazos médios de clientes, fornecedores e estoques.

FLUXO DE CAIXA

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
EBITDA	58.448	86.615	130.926	158.467	185.093	214.088	245.630	279.911	317.137	357.526	388.648
(-) Investimentos	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624	-43.624
(-) Amortização de dívida	-552.576	-57.220	-46.789	-40.751	-34.713	-28.675	-22.636	-16.598	-14.227	-11.856	-9.485
(+) Aporte de Capital	600.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
(-) Despesa Financeira	-114.974	-57.220	-46.789	-40.751	-34.713	-28.675	-22.636	-16.598	-14.227	-11.856	-9.485
(+) Receita Financeira	77.624	11.834	5.673	4.921	6.458	10.968	18.723	30.105	45.536	64.784	88.405
(+) Caixa Inicial	57.642	123.989	59.438	51.557	67.664	114.919	196.165	315.413	477.096	678.753	926.242
(+/-) Necessidade de Capital de Giro	-1.708	-4.936	-7.276	-6.914	-5.172	-5.476	-5.799	-6.142	-6.506	-6.894	-3.056
(+/-) Pagto ou Reversão de IR	43.157	0	0	-15.241	-26.074	-37.361	-50.410	-65.371	-82.432	-100.591	-121.054
Saldo de Caixa Final *	123.989	59.438	51.557	67.664	114.919	196.165	315.413	477.096	678.753	926.242	1.216.593

*Obs: Em virtude dos reduzidos níveis de investimentos aliado ao progressivo cronograma de amortização de dívidas da empresa, a tendência natural é que ocorram incrementos substanciais nos níveis de caixa no longo prazo.

CÁLCULO DE DESPESAS FINANCEIRAS – LONGO PRAZO

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Moeda Estrangeira											
Varição Cambial	1,04	1,03	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02	1,02
Juros	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Custo Total	1,14	1,13	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12	1,12
Valor Inicial	272.099	252.664	233.228	213.792	194.357	174.921	155.485	136.050	116.614	97.178	77.743
Juros	39.182	33.604	28.454	26.083	23.712	21.340	18.969	16.598	14.227	11.856	9.485
Amortização	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436	19.436
Saldo Final	252.664	233.228	213.792	194.357	174.921	155.485	136.050	116.614	97.178	77.743	58.307
Moeda Nacional											
TJLP	1,12	1,11	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Redutor	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06	1,06
Custo Final	1,06	1,05	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04	1,04
Juros	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10	1,10
Custo Total	1,16	1,15	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14	1,14
Valor Inicial	181.400	155.485	129.571	103.657	77.743	51.828	25.914	0	0	0	0
Juros	29.435	23.616	18.336	14.668	11.001	7.334	3.667	0	0	0	0
Amortização	25.914	25.914	25.914	25.914	25.914	25.914	25.914	0	0	0	0
Saldo Final	155.485	129.571	103.657	77.743	51.828	25.914	0	0	0	0	0
Total de despesas	114.974	57.220	46.789	40.751	34.713	28.675	22.636	16.598	14.227	11.856	9.485
Total de Amortizações	552.576	57.220	46.789	40.751	34.713	28.675	22.636	16.598	14.227	11.856	9.485

CÁLCULO DAS RECEITAS FINANCEIRAS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Caixa Inicial	57.642	123.989	59.438	51.557	75.400	136.628	238.790	387.356	588.425	841.433	1.153.780
Juros	1,25	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Receita Financeira	6.804	11.834	5.673	4.921	7.197	13.040	22.791	36.971	56.162	80.311	110.123
Aporte de Recursos	600.000	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
Juros	1,25	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20	1,20
Receita Financeira	70.820	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0

4) Por fim, todas estas informações podem ser traduzidas na demonstração de resultados da companhia:

DEMONSTRAÇÃO DE RESULTADOS PROJETADA

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Receita Líquida	585.652	637.073	714.388	779.969	832.289	888.119	947.694	1.011.265	1.079.101	1.151.487	1.190.729
Custos	486.260	502.089	523.929	552.498	570.637	589.411	608.841	628.951	649.766	671.310	673.764
Lucro Bruto	99.392	134.984	190.459	227.470	261.651	298.708	338.853	382.314	429.335	480.177	516.965
(-) Despesas Com Vendas	-29.751	-32.363	-36.290	-39.622	-42.280	-45.116	-48.142	-51.372	-54.818	-58.495	-60.488
(-) DGA's	-54.817	-59.630	-66.867	-73.005	-77.903	-83.128	-88.704	-94.655	-101.004	-107.780	-111.453
(=) EBIT	14.824	42.991	87.302	114.843	141.469	170.464	202.006	236.287	273.513	313.902	345.024
(-) Despesas Financeiras	-114.974	-57.220	-46.789	-40.751	-34.713	-28.675	-22.636	-16.598	-14.227	-11.856	-9.485
(+) Receitas Financeiras	77.624	11.834	5.673	4.921	7.197	13.040	22.791	36.971	56.162	80.311	110.123
(=) Lucro Operacional	-22.526	-2.395	46.186	79.013	113.953	154.830	202.161	256.661	315.448	382.357	445.662
(-) Pgto de IR	0	0	-15.241	-26.074	-37.604	-51.094	-66.713	-84.698	-104.098	-126.178	-147.069
(=) Lucro / Prejuízo Líquido	-22.526	-2.395	30.944	52.939	76.348	103.736	135.448	171.963	211.350	256.179	298.594

5) Neste momento, já é possível determinar o preço justo. Como se tratam de ações preferenciais, o método mais adequado refere-se ao fluxo dos dividendos descontados, conforme segue:

FLUXO DE DIVIDENDOS

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Dividendos (25%)	0	0	7.736	13.235	19.087	25.934	33.862	42.991	52.838	64.045	74.648

Custo Médio de Capital	15%
Valor Presente dos Fluxos	R\$107.034,71
Perpetuidade	R\$191.867,95
Valor Final	R\$298.902,66
Número de Ações (em mil)	2.578.960
Preço Unitário	R\$0,1159
Preço por lote de mil	R\$115,90

Conclusões:

As ações da empresa deverão apresentar uma valorização média de 33,5% (o preço atual é R\$ 87,00 por mil ações) o que justifica uma recomendação de compra.