

Promoção



Realização



21 a 25 de setembro de 2009
Hotel Maksoud Plaza – São Paulo

Avaliação de Empresas de Capital Aberto para fins de Fechamento de Capital, Fusões e Aquisições

Gilson Pereira de Andrade Lima

Comunicados

Os conceitos e opiniões apresentados nesta atividade são de responsabilidade exclusiva do palestrante.

O Congresso não se responsabiliza por opiniões ou pareceres emitidos por terceiros, associados ou não, ou pelo emprego indevido das informações aqui contidas.

É proibida a reprodução total ou parcial deste material sem a aprovação prévia e por escrito do XV COBREAP.



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Base: Laudos de Avaliação Elaborados para Fins de Fechamento de Capital, Fusões e Aquisições

➤ Metodologias utilizadas

- Preço médio ponderado de cotação das ações
- Valor do patrimônio líquido
- Múltiplos de Mercado
- Múltiplos de Transações Comparáveis
- Fluxo de Caixa Descontado

➤ Quem faz as Avaliações

➤ Finalidades das Avaliações

➤ Base Legal

➤ Honorários Praticados



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Principais metodologias de avaliação de empresa utilizadas em bancos e consultorias no Brasil – pesquisa entre julho e agosto de 2004 com 29 profissionais que trabalham no ramo de fusões e aquisições e private equity dos principais bancos de investimento e consultorias financeiras atuantes no Brasil :

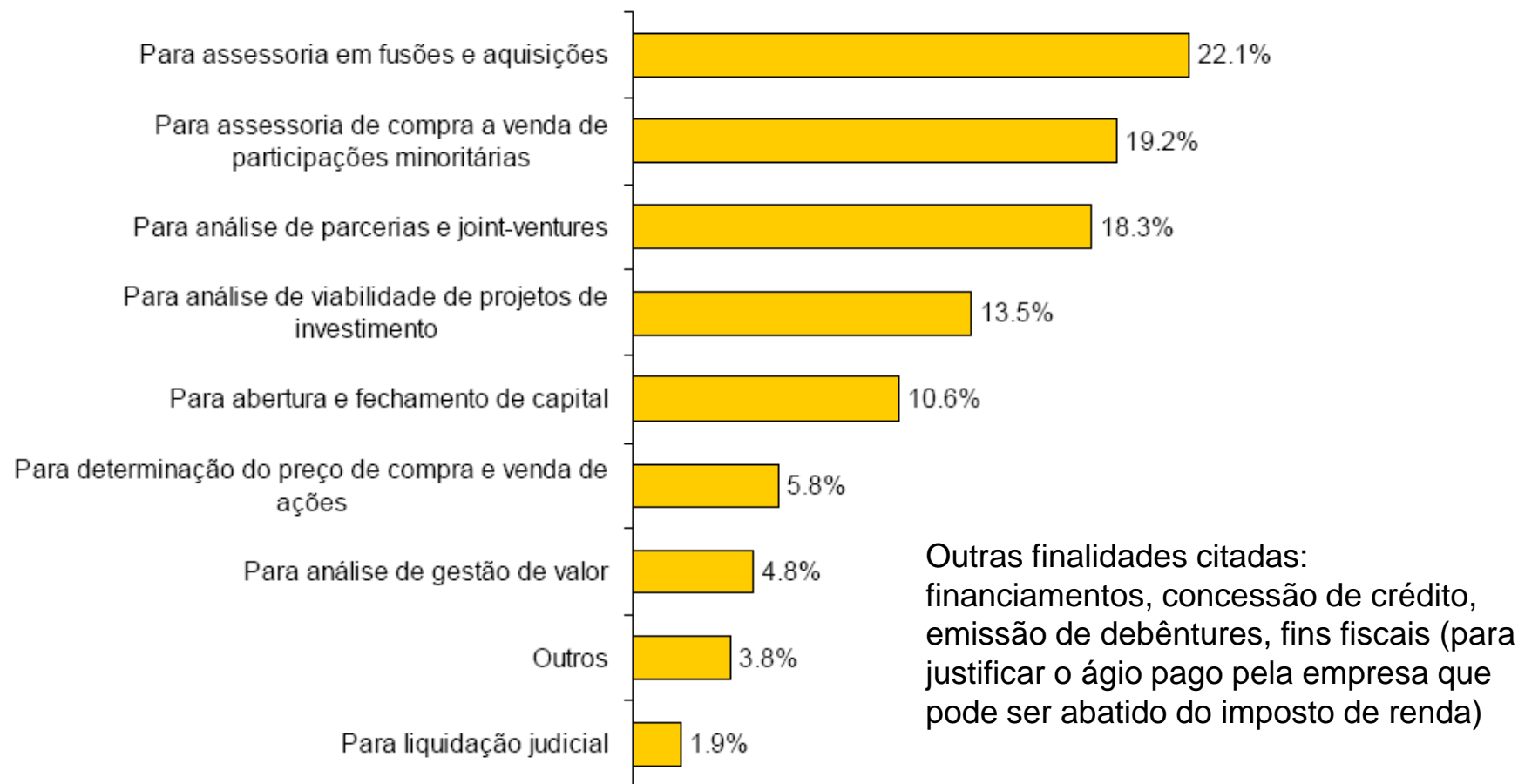
Merrill Lynch - Lehman Brothers - Banco ABC Brasil - Planner Corretora - Banco BBVA - Banco Brascan - Brasilpar Serviços Financeiros - Morgan Stanley - Rio Bravo Investimentos - Axxon Group - ABN AMRO Real - Eccefera - Pactual Electra - FIR Capital Partners LTDA - Patria Advisors - Arnaud & Co - Vergent Partners - Banco HSBC - Credit Suisse First Boston - Unibanco - LatinFinance Advisory & Research - Singular Assessoria Financeira - Banco Santander

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades da Avaliação de Empresas



Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades da Avaliação de Empresas

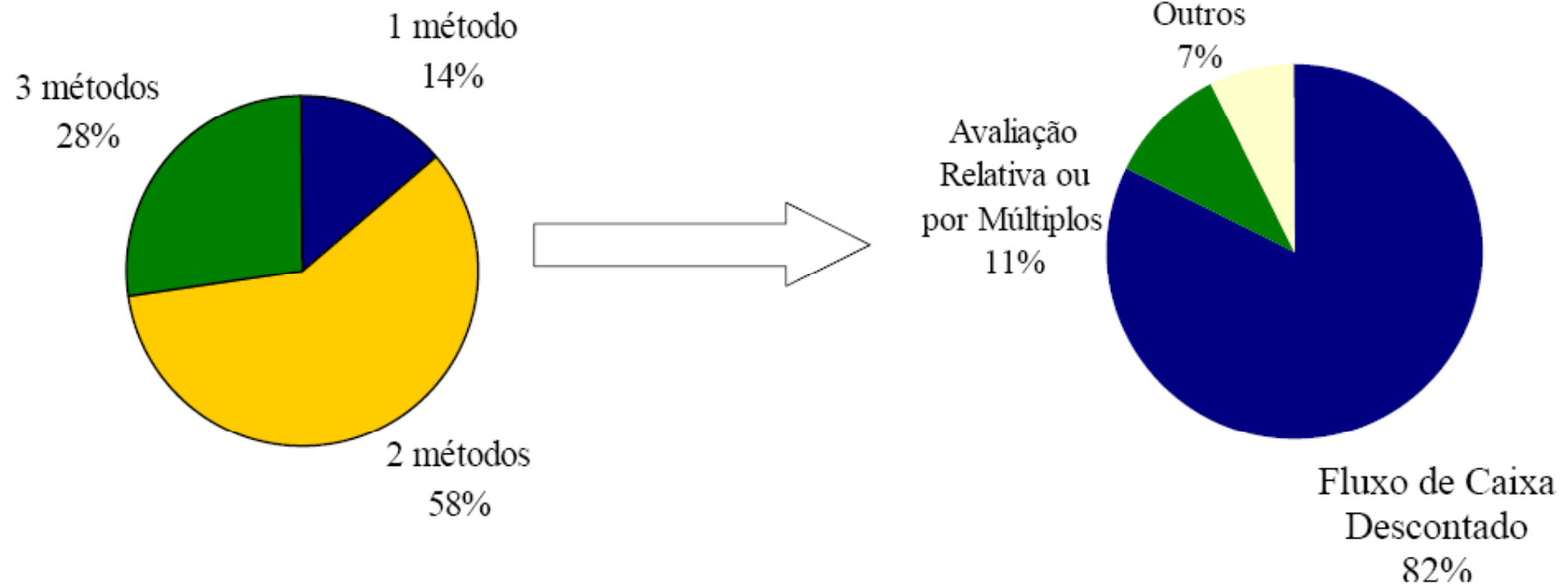
Finalidade	Respostas	
Assessoria em fusões e aquisições	23	22,1%
Assessoria de compra e venda de participações minoritárias	20	19,2%
Abertura e fechamento de capital	11	10,6%
Liquidação judicial	2	1,9%
Reestruturação da empresa		53,8%
Análise de parcerias e joint ventures	19	18,3%
Análise de viabilidade de projetos de investimento	14	13,5%
Financiamento, crédito e emissão de debêntures	3	2,9%
Investimento e financiamento		34,6%
Análise de gestão de valor	5	4,8%
Planejamento fiscal	1	1,0%
Gestão da empresa		5,8%
Determinação de preço de compra e venda de ações	6	5,8%
Mercado secundário		5,8%
TOTAL (mais de uma resposta por respondente)	104	100,0%



Fonte: Trizi, Juliana Sewruk. Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

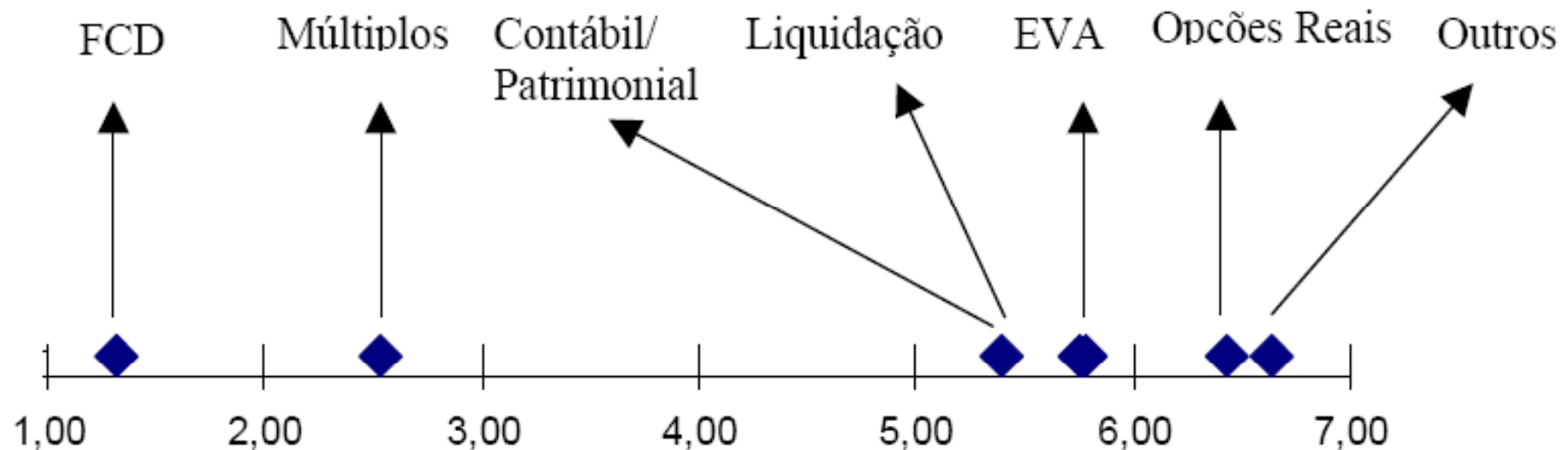
Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Total de Métodos Utilizados e Métodos Mais Confiáveis



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Frequência de Utilização de Métodos de Avaliação de Empresas (1 para maior frequência e 6 para menor)



Obs.: notar a distância que aparece na escala semântica entre FCD e Múltiplos e os demais

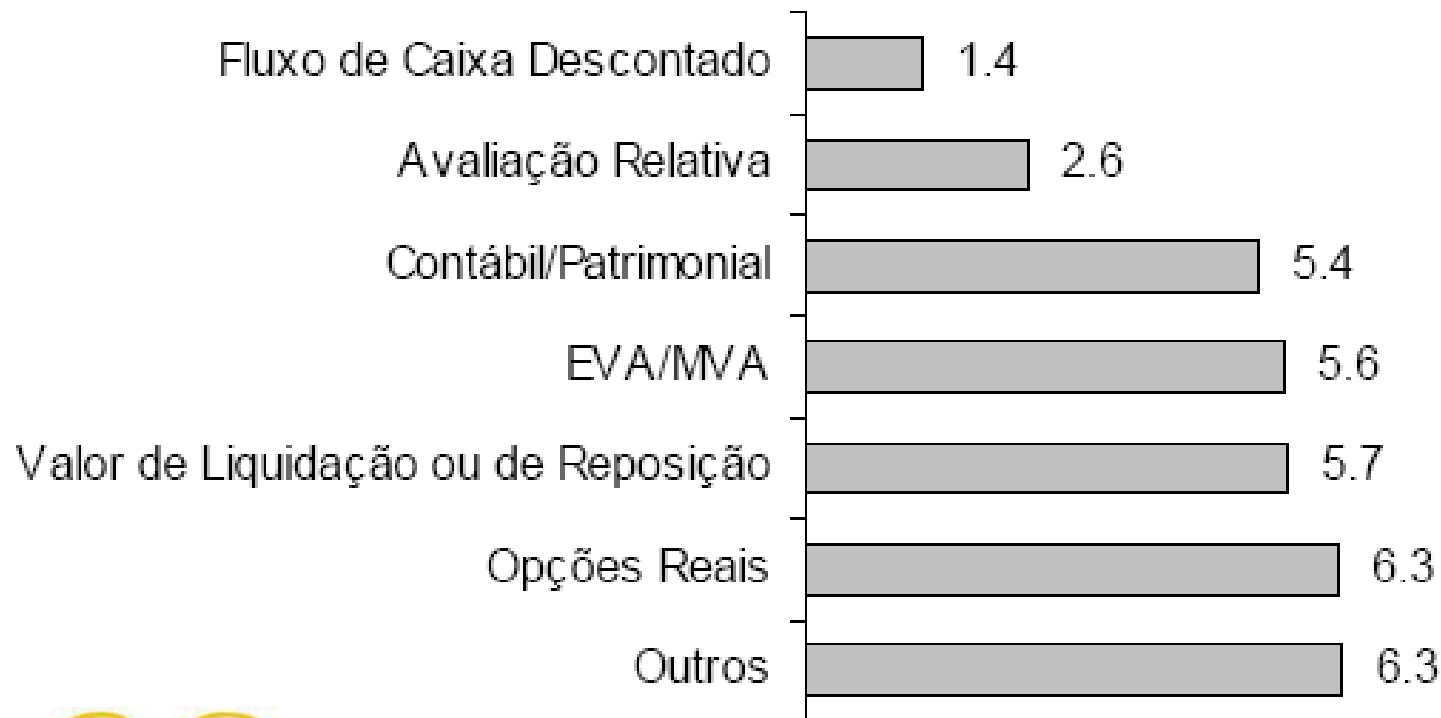


Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

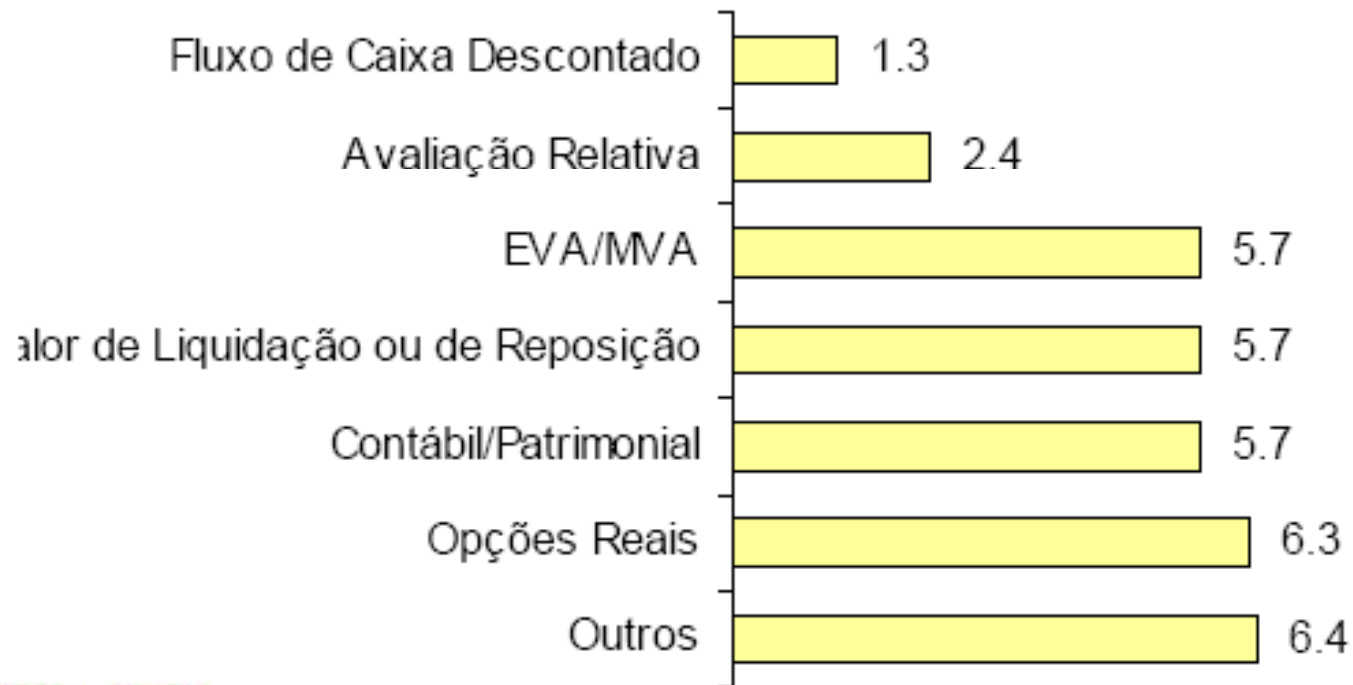
Para análise de parcerias e joint-ventures



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

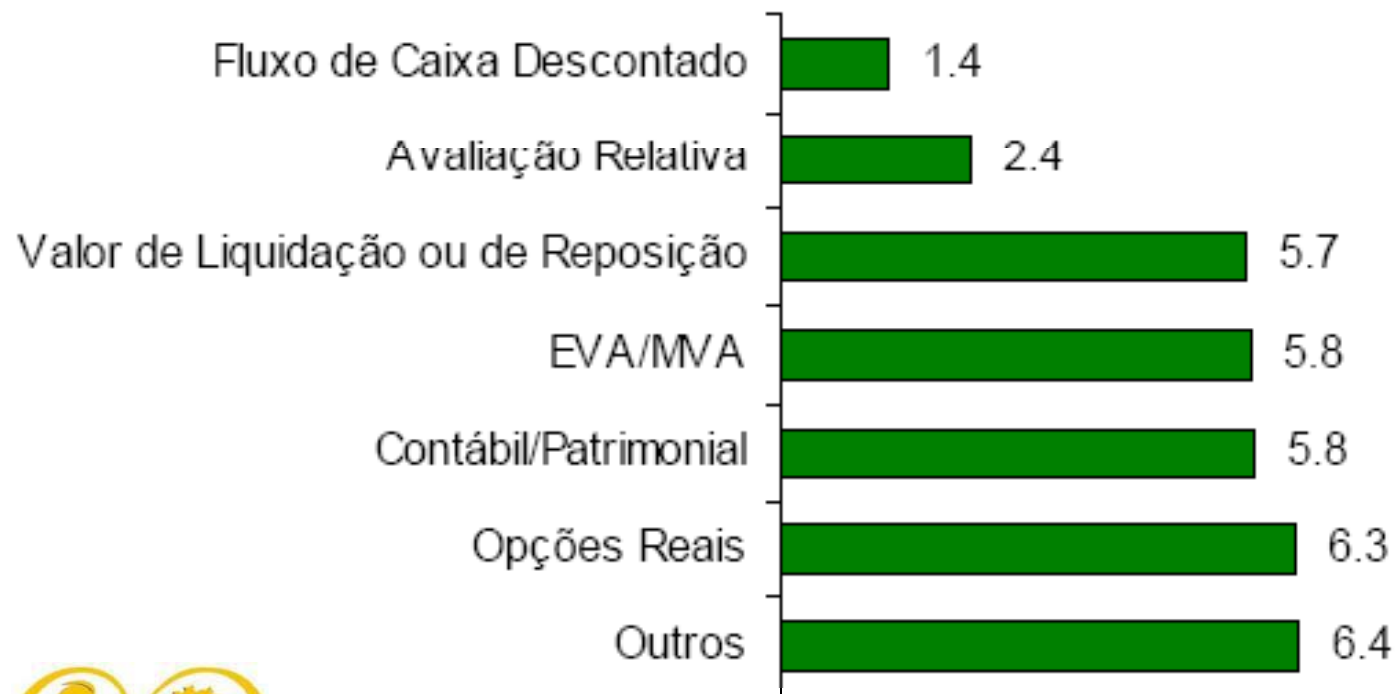
Para assessoria em fusões e aquisições



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

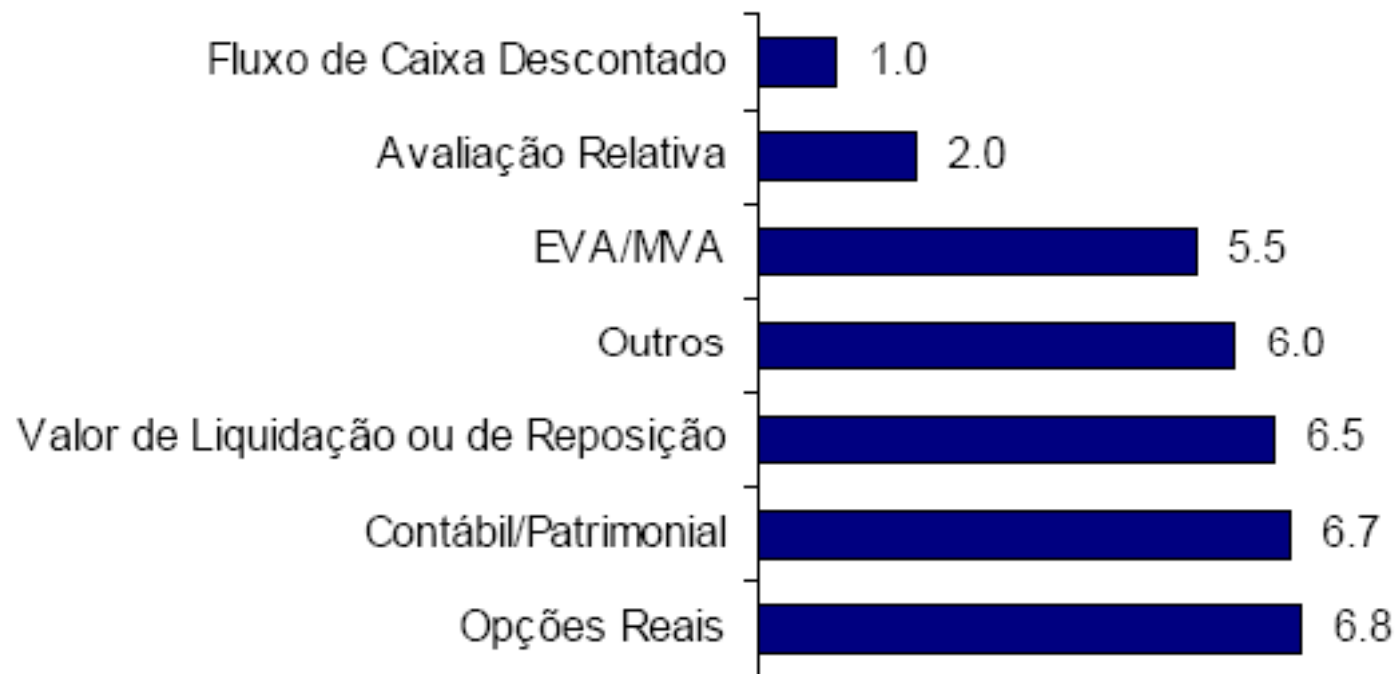
Para assessoria de compra a venda de participações minoritárias



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

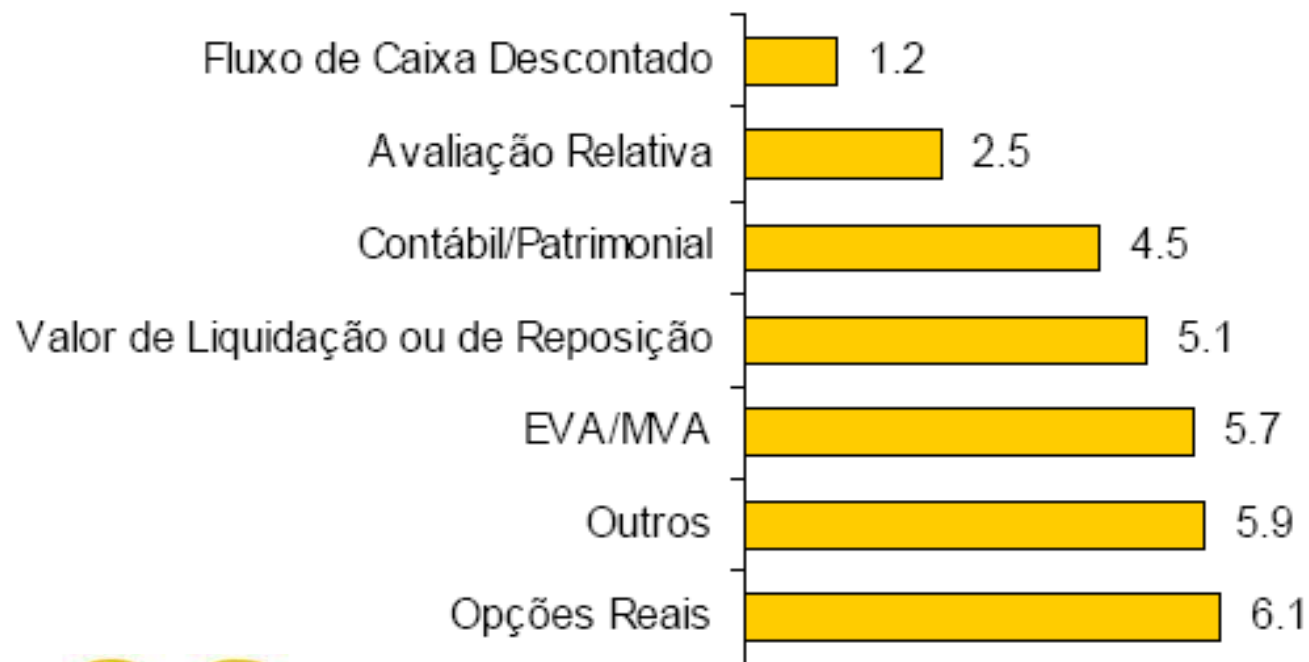
Para determinação do preço de compra e venda de ações



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

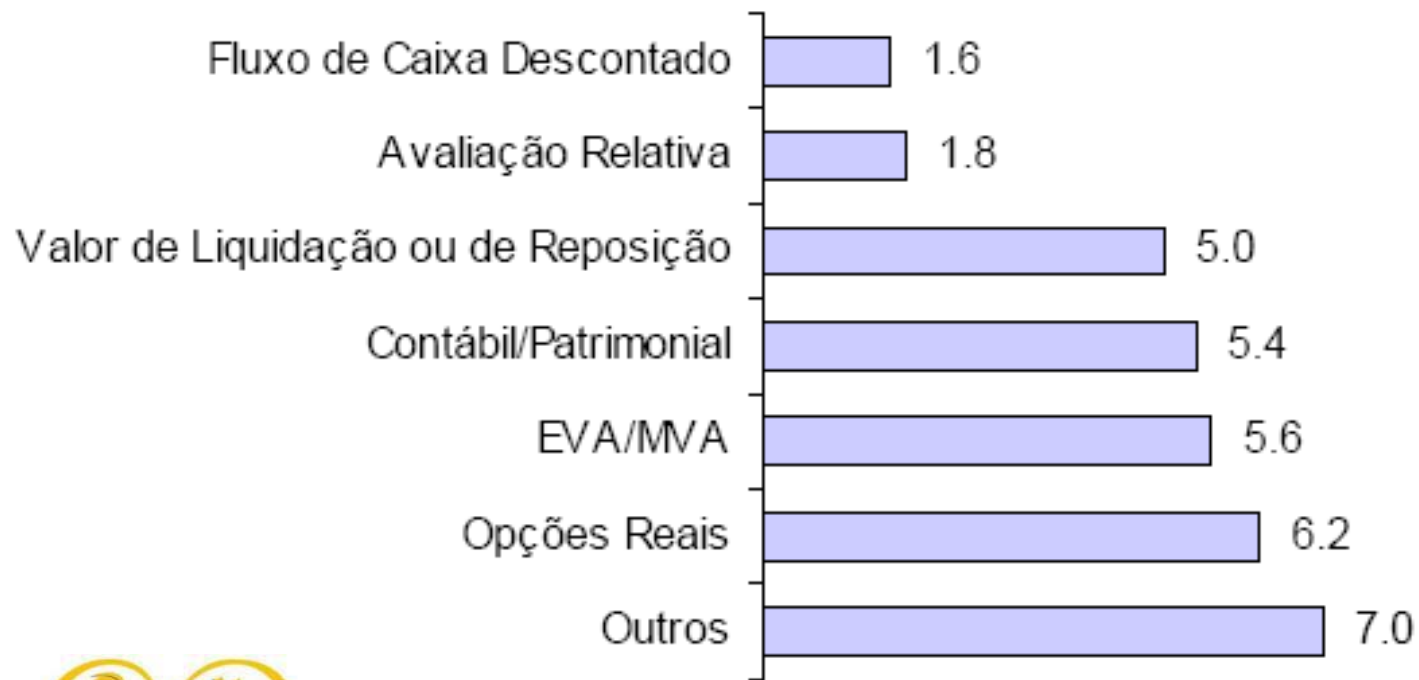
Para análise de viabilidade de projetos de investimento



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

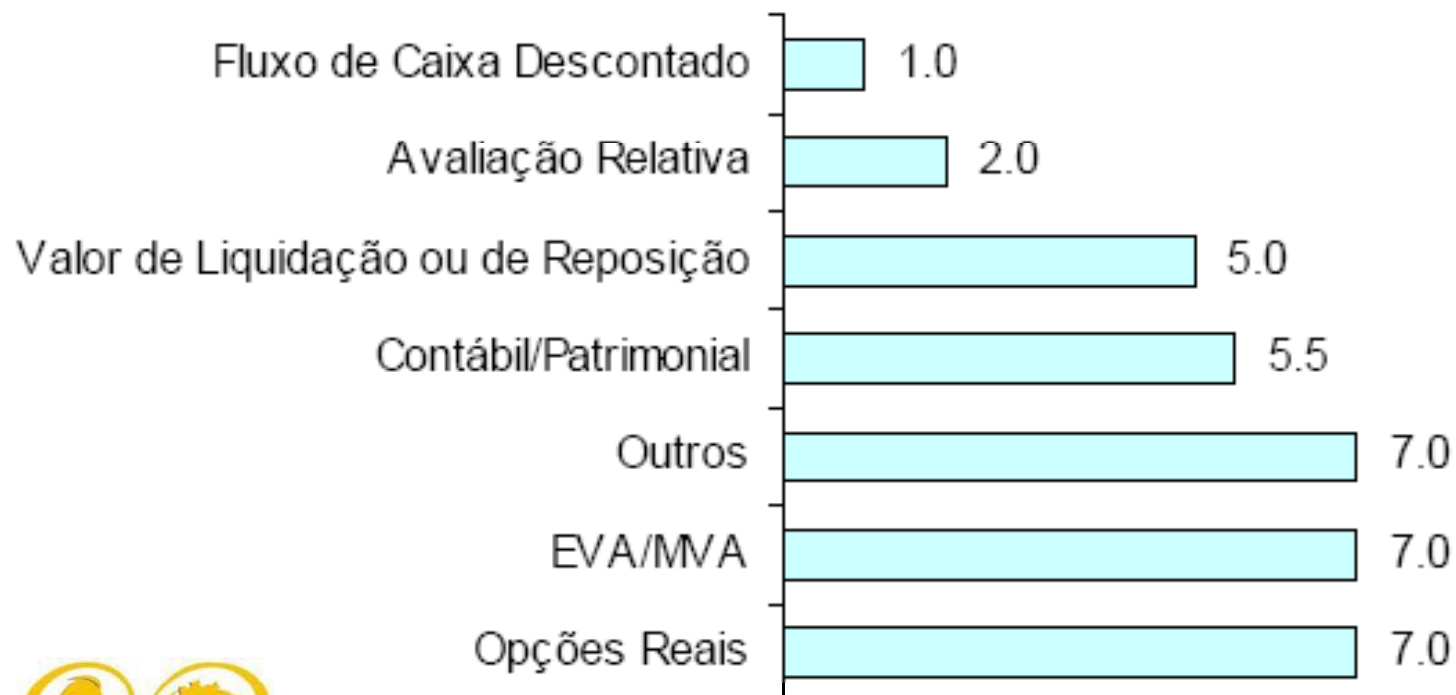
Para análise de gestão de valor



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

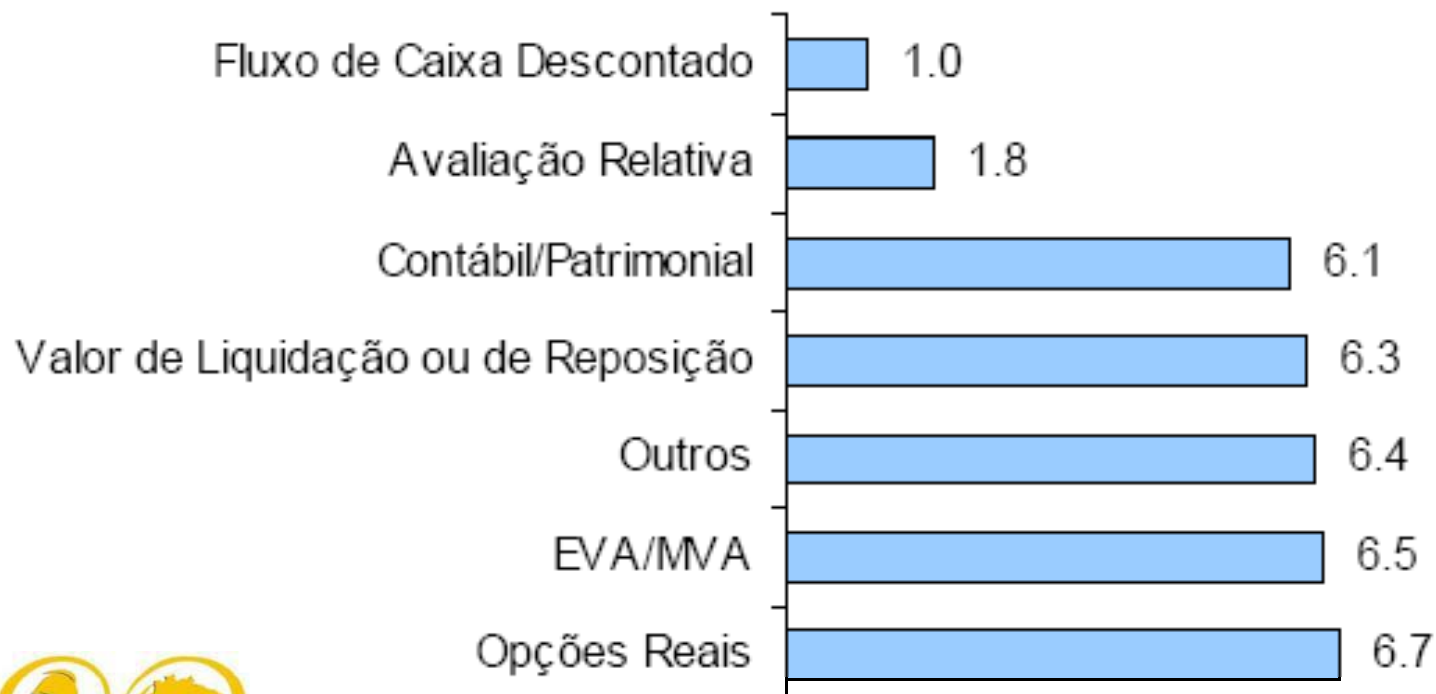
Para liquidação judicial



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Finalidades e Métodos de Avaliação Utilizados (1 para mais e 5 para menos)

Para abertura e fechamento de capital



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Situações em que os Métodos de Avaliação são Indicados ou Não

Método	Indicado	Não Indicado
Fluxo de Caixa Descontado (FDC)	Indicado na maioria das situações	Empresas que estão começando
	Abertura ou fechamento de capital	Empresas com situação financeira ruim
	Para projetos de fusões e aquisições	Projetos novos, sem precedentes, situações muito imprevisíveis
	Análise de gestão de valor	
	Preferido para fazer uma análise mais detalhada da empresa	
	Quando empresa terá continuidade em suas operações	

Método	Indicado	Não Indicado
Avaliação Relativa ou de Múltiplos	Empresa com muitos comparáveis em bolsa	Empresa com pouco ou nenhum comparáveis
	Para identificar preço justo de ação de uma empresa (IPO)	Não é indicado para situações de crescimento em que a maior parte do valor da empresa está na perpetuidade
	Para projetos de fusões e aquisições	
	Em indústrias em que ocorreram muitos deals e que criam histórico confiável	
	Para empresas em estágios iniciais de desenvolvimento	
	Útil para comparar de maneira rápida empresas que atuam no mesmo setor	

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Situações em que os Métodos de Avaliação são Indicados ou Não

Método	Indicado	Não Indicado
Contábil/Patrimonial	Análise de crédito	Para maioria das situações
	Empresa em situação financeira ruim	No Brasil nunca é indicado devido à inflação que faz com que o valor contábil nunca reflita o valor real da empresa
	Quando existe pouca informação relativa a empresas comparáveis	Quando o valor do ativo fixo é muito baixo comparado com o valor da empresa
	Empresa com fluxo de caixa pouco previsível	Não reflete o valor econômico-financeiro

Método	Indicado	Não Indicado
Valor de Liquidação ou Reposição	Liquidação de empresa: ativo fixo tem maior valor	Quando o intangível da empresa é grande
	Quando é fácil identificar o valor de mercado dos ativos utilizados	Não reflete potencial de geração futura
	Para empresas recém criadas que passaram por grandes investimentos (ex: cervejaria)	
	Quando há exigência jurídica	
	Empresa com DCF negativo	

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Situações em que os Métodos de Avaliação são Indicados ou Não

Método	Indicado	Não Indicado
Opções Reais	Novos negócios, novos projetos com alta flexibilidade	Dificuldade de implementação
	Empresa em mercado de derivativos ativo	Dificuldade de determinar parâmetros realistas
	Empresas/projetos cujos resultados podem ser melhor analisados através de uma árvore de decisões	

Método	Indicado	Não Indicado
EVA ou Lucro Residual	Análise da gestão de valor Empresa de capital intensivo	

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

Horizonte de Projeto => Período de Projeção = n

A maior parte das respostas se situou entre os cinco e os dez anos, exceto no caso das concessões e PPPs

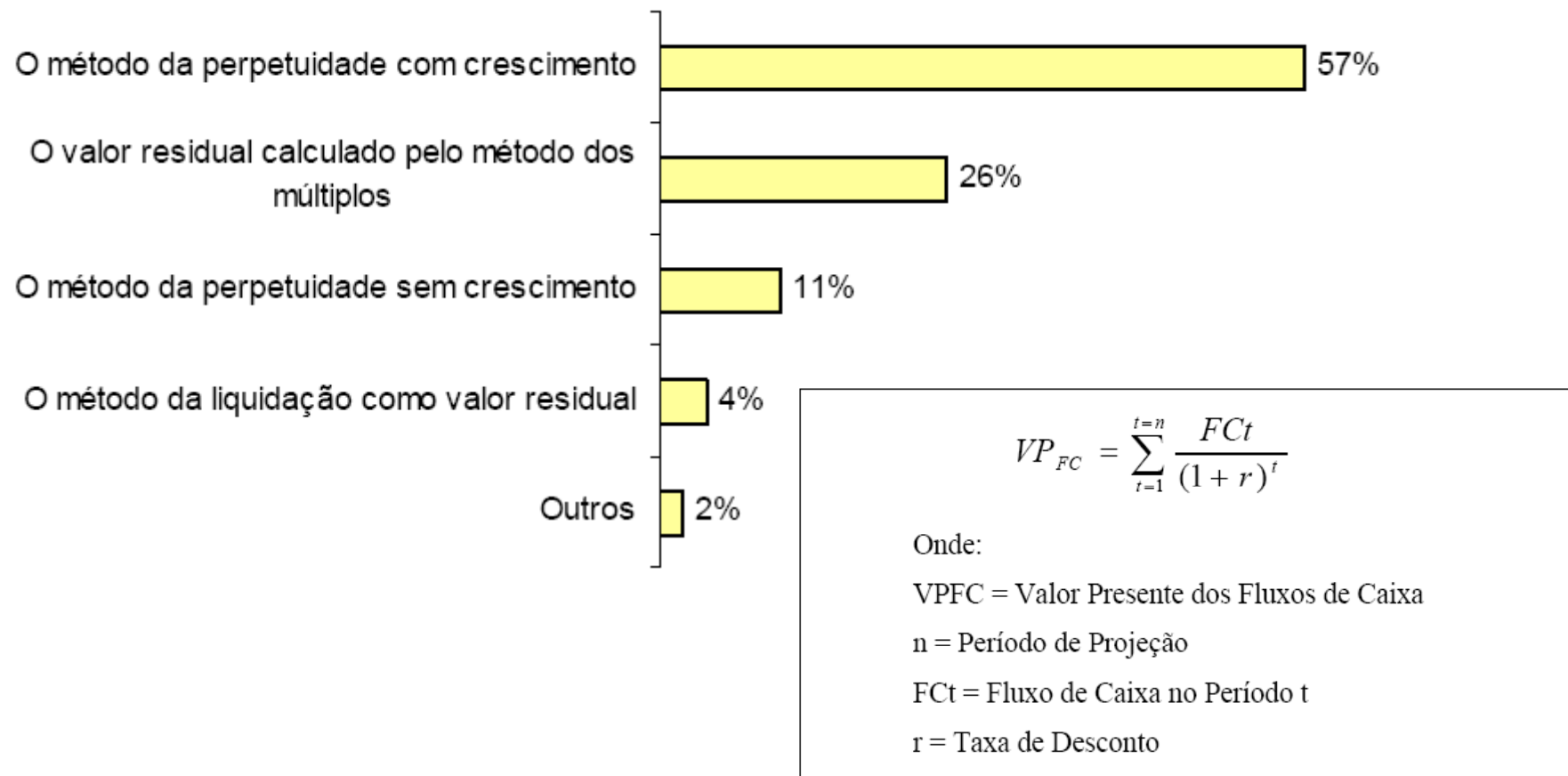


Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:
Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Métodos Utilizados para calcular o Valor Residual no FCD



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Estimação do valor residual ao final do Horizonte de Projeto

Método	Respostas		
Perpetuidade com crescimento	27	57,4%	84,4%
Perpetuidade sem crescimento	5	10,6%	15,6%
Valor presente da perpetuidade		68,1%	100,0%
Múltiplo	12	25,5%	
Valor de liquidação	2	4,3%	
Outros	1	2,1%	
Outras abordagens		31,9%	
TOTAL (mais de uma resposta por respondente)	47	100,0%	

Após 5 a 10 anos, o múltiplo possivelmente não será mais o mesmo da atualidade, devendo refletir as condições do mercado da época, em especial o crescimento da receita a margem operacional. Tendo sido a projeção do fluxo de caixa adequadamente feita, os fluxos dos últimos anos refletem mais essa realidade do que os múltiplos atualmente em vigor.



Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre dos Sócios
= participação acionária do negócio (*equity valuation*)

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

$$VP(FCLS) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLS_t}{(1+CCP)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLS) = \frac{FCLS}{CCP}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLS_t = FCLS \forall$$

CCP = taxa de retorno exigida pelos acionistas sobre o capital próprio

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre dos Sócios
= participação acionária do negócio (*equity valuation*)

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

(Rm - Rf) = Prêmio pelo Risco de Mercado

$$VP(FCLS) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLS_t}{(1+CCP)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLS) = \frac{FCLS}{CCP}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLS_t = FCLS \forall$$

CCP = Re = taxa de retorno exigida pelos acionistas sobre o capital próprio

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre da Empresa
= valor da empresa como um todo (*enterprise valuation*)

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

$$VP(FCLE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLE) = \frac{FCLE}{CMPC}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLE_t = FCLE \quad \forall$$

CMPC = WACC = custo médio ponderado de capital (custo de diferentes fontes de financiamento utilizadas, ponderados pelas suas proporções do valor de mercado)

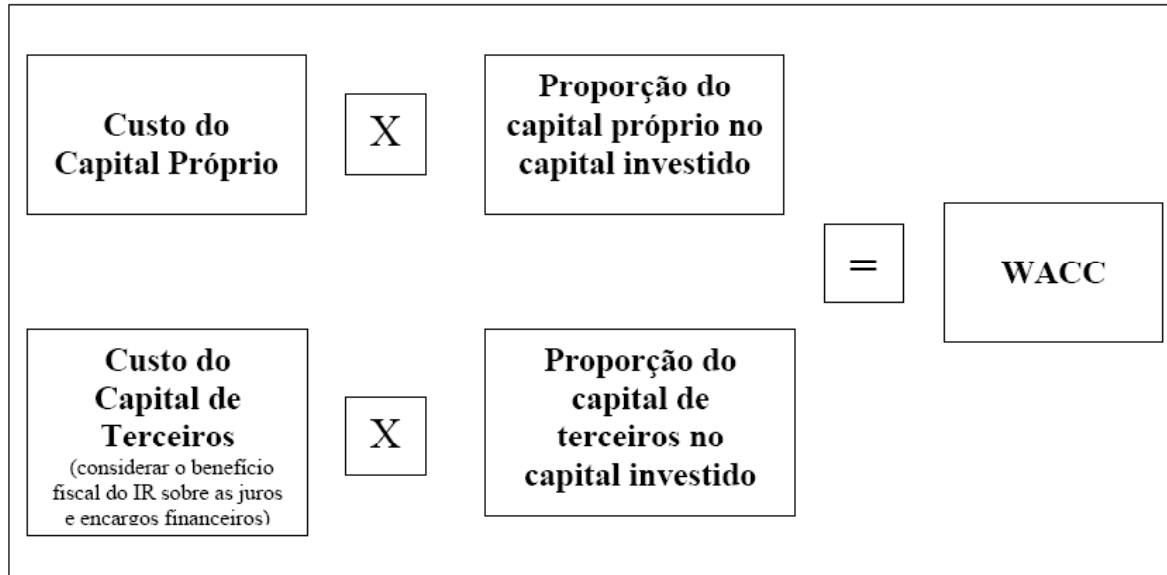
Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Valor Presente do Fluxo de Caixa Livre da Empresa
 = valor da empresa como um todo (*enterprise valuation*)

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

Onde:
 VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa
 n = Período de Projeção
 FCt = Fluxo de Caixa no Período t
 r = Taxa de Desconto



$$VP(FCLE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLE) = \frac{FCLE}{CMPC}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLE_t = FCLE \quad \forall$$

CMPC = WACC = custo médio ponderado de capital (custo de diferentes fontes de financiamento utilizadas, ponderados pelas suas proporções do valor de mercado)

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Escolha do Tipo de Projeção do Fluxo de Caixa Descontado

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

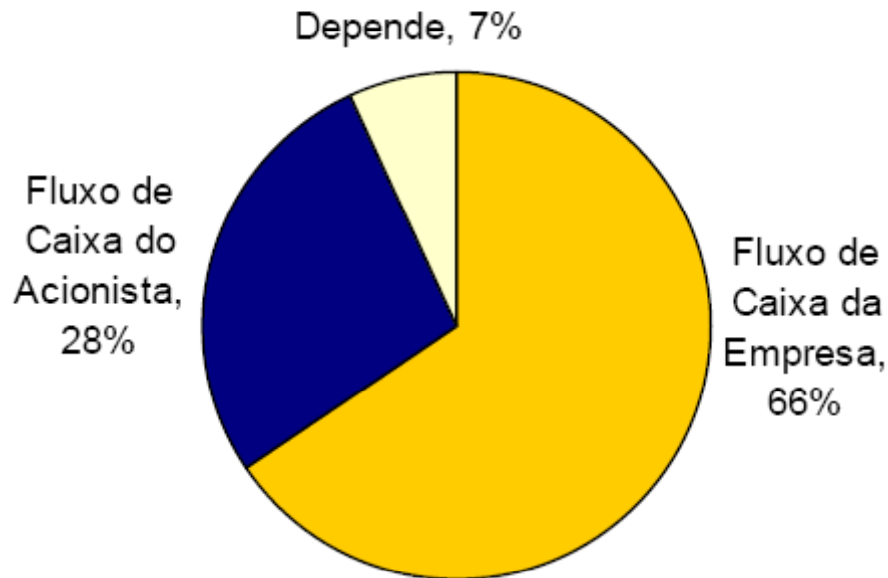
Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

FCt = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto



$$VP(FCLS) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLS_t}{(1+CCP)^t}, \text{ no caso geral e}$$

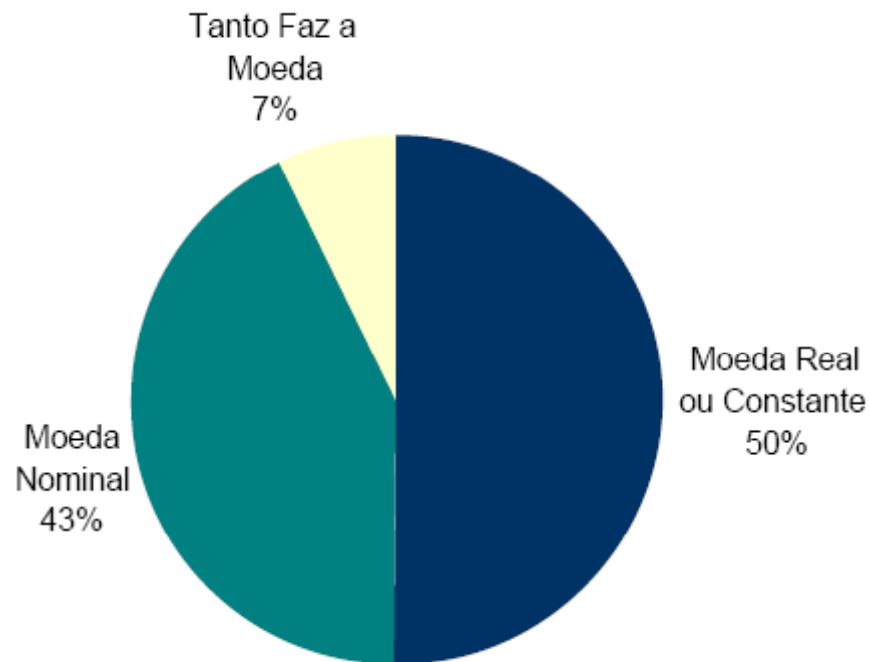
$$VP(FCLS) = \frac{FCLS}{CCP}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLS_t = FCLS \forall$$

$$VP(FCLE) = \sum_{t=1}^n \frac{FCLE_t}{(1+CMPC)^t}, \text{ no caso geral e}$$

$$VP(FCLE) = \frac{FCLE}{CMPC}, \text{ para } n \rightarrow \infty \text{ e } FCLE_t = FCLE \forall$$

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) ***Moeda Utilizada para Cálculo do Fluxo de Caixa***



Fluxo de Caixa Descontado

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

Onde:

VPFC = Valor Presente dos Fluxos de Caixa

n = Período de Projeção

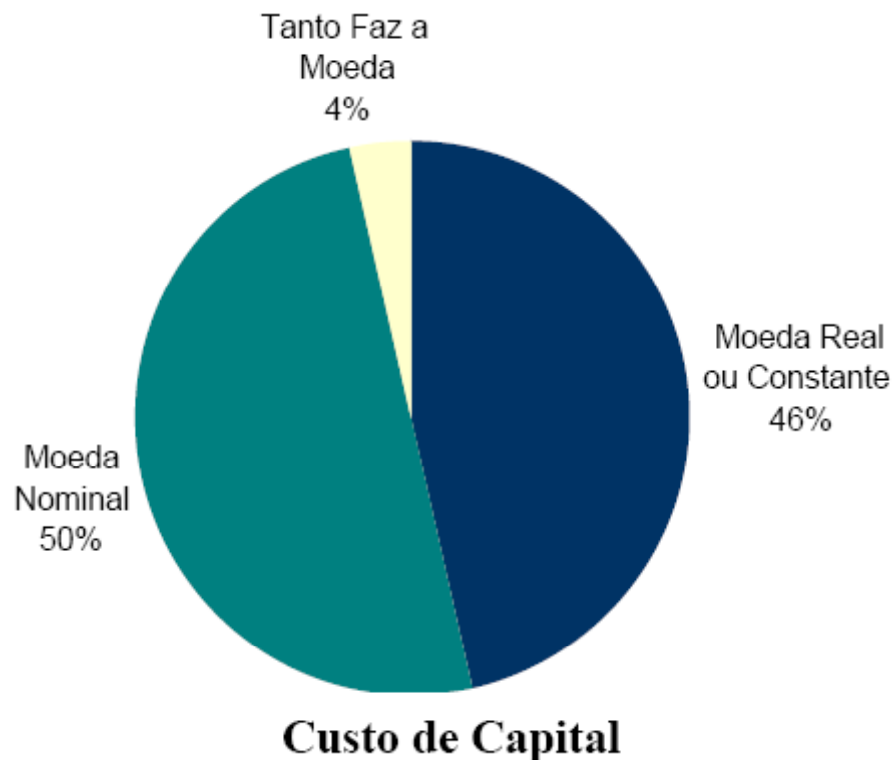
FC_t = Fluxo de Caixa no Período t

r = Taxa de Desconto

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Moeda Utilizada para Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re



$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

(Rm - Rf) = Prêmio pelo Risco de Mercado

A grande maioria foi consistente projetando o fluxo de caixa com o mesmo tipo de moeda que calcula o custo de capital.

Somente duas pessoas afirmaram projetar o fluxo de caixa em moeda nominal e calcular o custo de capital em moeda constante.

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Parâmetros Utilizados no Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re

$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

(Rm - Rf) = Prêmio pelo Risco de Mercado

Rf => mais citado título de 10 anos do tesouro americano

Rm => maior uso do retorno médio histórico do S&P 500 (fontes: Ibbotson ou site do prof. Aswath Damodaran)

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk

Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:

Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004



Rfr	Rm
US Treasury	Ibbotson
Selic, CDI, CDB	Bovespa, FGV
Treasury bonds 10 anos	S&P 500 10 anos
Título brasileiro negociado no exterior	Ibbotson (obs: acredita que essa variável pode ser mais facilmente manipulada e justificada de vários modos)
Global 27	Estudo acadêmico - Sanvicente
Yield de Treasury de 10 anos (spot)	Valor dado pelo research do banco (não muda)
USA T bond com duração similar ao prazo de concessão do projeto	Média de um longo período passado
Rentabilidade dos títulos de longo prazo do Governo Americano	Histórico do SP500 contra o T-Bond
Título de 10 anos do governo americano	Média Geométrica Histórica do Mercado Acionário Americano (fonte: Damodaran)
Prefere os Global Bonds, porque o C-Bond tem garantias	Depende da situação, mas utiliza estudos já publicados.
30-year U.S. bond	Depende do setor e do tamanho da amostra
C-bond descontada a inflação	Ibbotson
Yield médio do treasury de longo prazo (20 anos) entre 1958 e 2003 dado pelo Ibbotson	Ibbotson (Maior período possível)
Treasury americano de período equivalente	Retorno médio das grandes empresas americanas entre 1958 e 2003 dado pelo Ibbotson
US Treasury	De acordo com o retorno da bolsa local

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto
Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Parâmetros Utilizados no Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re

$$Re = R_{fr} + (R_m - R_{fr}) \cdot \beta$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

R_{fr} = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

(R_m - R_f) = Prêmio pelo Risco de Mercado

Beta Alavancado

$$\beta \cdot [1 + (1 - T) \cdot (D/E)]$$

Beta Desalavancado

β

$$\frac{\beta}{[1 + (1 - T) \cdot (D/E)]}$$

Onde:

T = Alíquota do Imposto de Renda Específico da Empresa

D = Endividamento Oneroso

E = Valor de Mercado

Beta (β) = coeficiente de risco sistemático que mede a correlação entre os retornos da ação de uma empresa e os retornos do mercado acionário como um todo pode ser estimado regredindo seus retornos semanais com relação ao índice de mercado selecionado durante um ou dois anos anteriores à data base da avaliação. Para empresas não listadas em bolsa, pressupõe-se que o beta da empresa pode ser representado pelo beta médio do setor de atuação da empresa.

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk

Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:
Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Parâmetros Utilizados no Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re

$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta + \text{Risco Soberano}$$

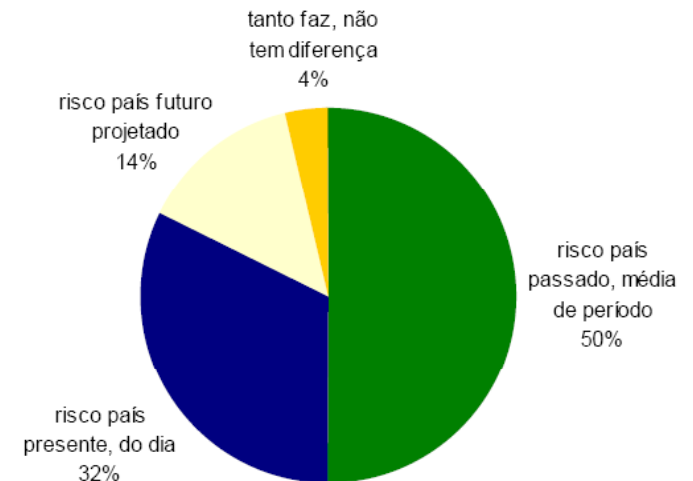
Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

$(Rm - Rf)$ = Prêmio pelo Risco de Mercado



Risco Soberano

Incluído quando a avaliação está sendo feita em país que não os Estados Unidos.

O risco do país é o indicativo mais utilizado para medir o risco soberano. O método mais utilizado é a diferença do retorno da dívida soberana do país analisando contra o bônus do Tesouro Americano do mesmo vencimento.

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk

Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:
Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)

Parâmetros Utilizados no Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re

$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta + \text{Risco Soberano} + Pt$$

Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

(Rm - Rf) = Prêmio pelo Risco de Mercado

Pt
Não utiliza muito, avalia empresas de grande porte (2x)
Ibbotson (2x)
Não utiliza ou não considera (6x)
É proporcional ao tamanho, ou dependendo, se estiver analisando para fins de calcular preço de ação em bolsa, proporcional à liquidez do papel em questão (i.e., liquidez das prefs, ou das ords)
Chama essa variável de risco país e assume como os 12 últimos meses do Embi Brasil
Sem metodologia formal
Palpite

Prêmio por Tamanho (Pt) => utilizado para a avaliação de empresas de pequeno e médio porte como um adicional de risco suportado pelos investidores. Esse risco adicional também é definido como um prêmio pela falta de liquidez e pelo risco de se investir em pequenas e médias empresas.

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto
Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD)
Parâmetros Utilizados no Cálculo do Custo de Capital = CCP = Re

$$Re = Rfr + (Rm - Rfr) \cdot \beta + \text{Risco Soberano} + Pt$$

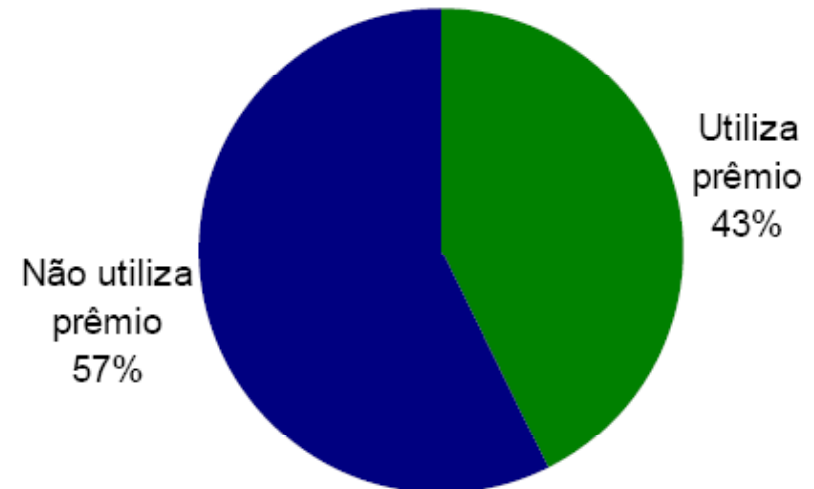
Onde:

Re = Custo do Capital Próprio;

Rfr = Taxa de Investimento Livre de Risco;

β = Beta;

$(Rm - Rf)$ = Prêmio pelo Risco de Mercado



Prêmio por Tamanho (Pt) => utilizado para a avaliação de empresas de pequeno e médio porte como um adicional de risco suportado pelos investidores. Esse risco adicional também é definido como um prêmio pela falta de liquidez e pelo risco de se investir em pequenas e médias empresas.

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk

Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:
Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

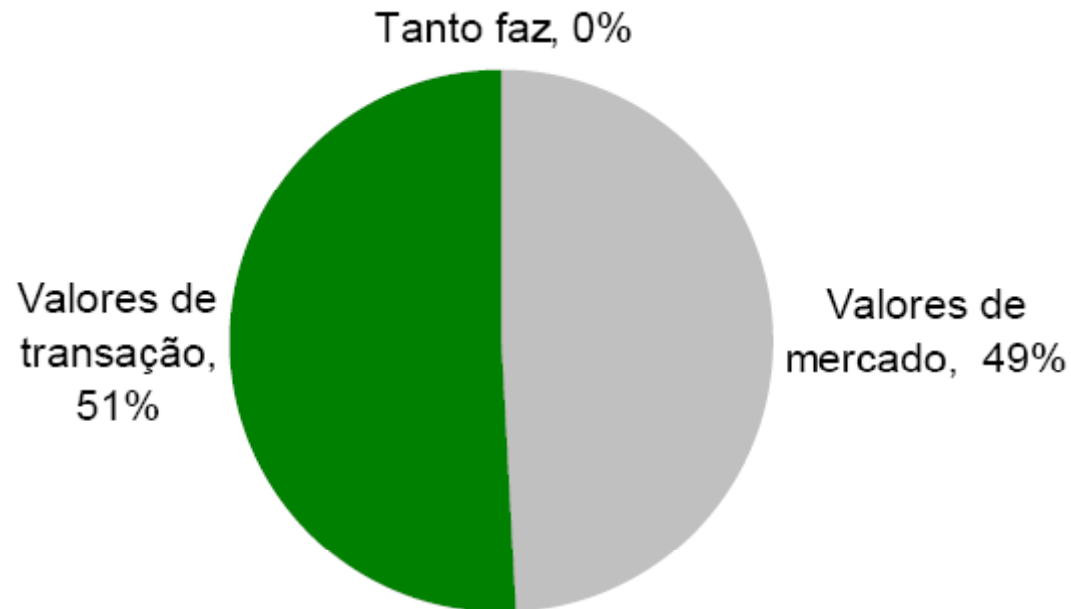
Avaliação por Fluxo de Caixa Descontado (FCD) **Dados Utilizados no Cálculo do WACC**



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

Tipo de Valor Utilizado para Comparação por Múltiplos



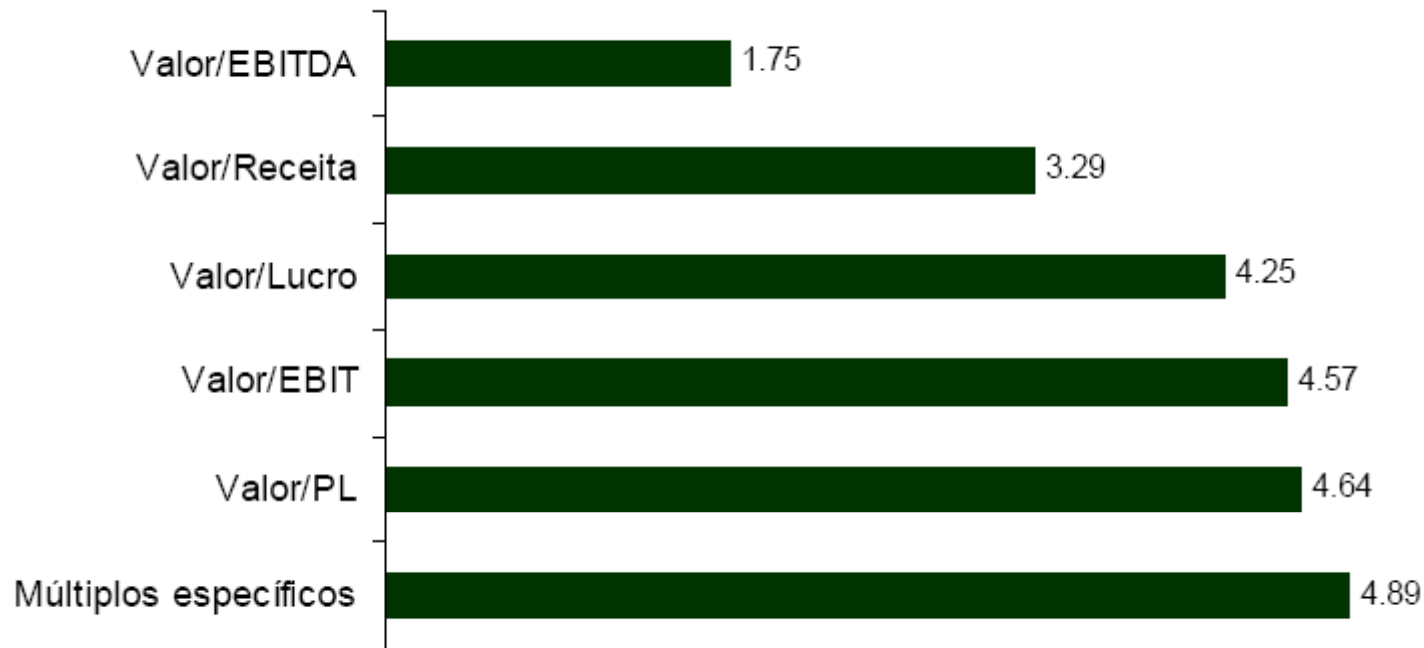
- Múltiplos de transação contemplam o prêmio de controle
- Múltiplos de mercado são utilizados para calcular o valor da empresa pré-transação

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

Escolha dos Dados de Múltiplos

(1 para maior frequência e 6 para menor)



Pesquisa da APIMEC 2004 :

- Múltiplos de EBITDA : 91,8% dos avaliadores os usam
- Múltiplos de lucro (P/L) : 79,6% dos avaliadores os usam
- Múltiplos do valor patrimonial : 38,8% dos avaliadores os usam



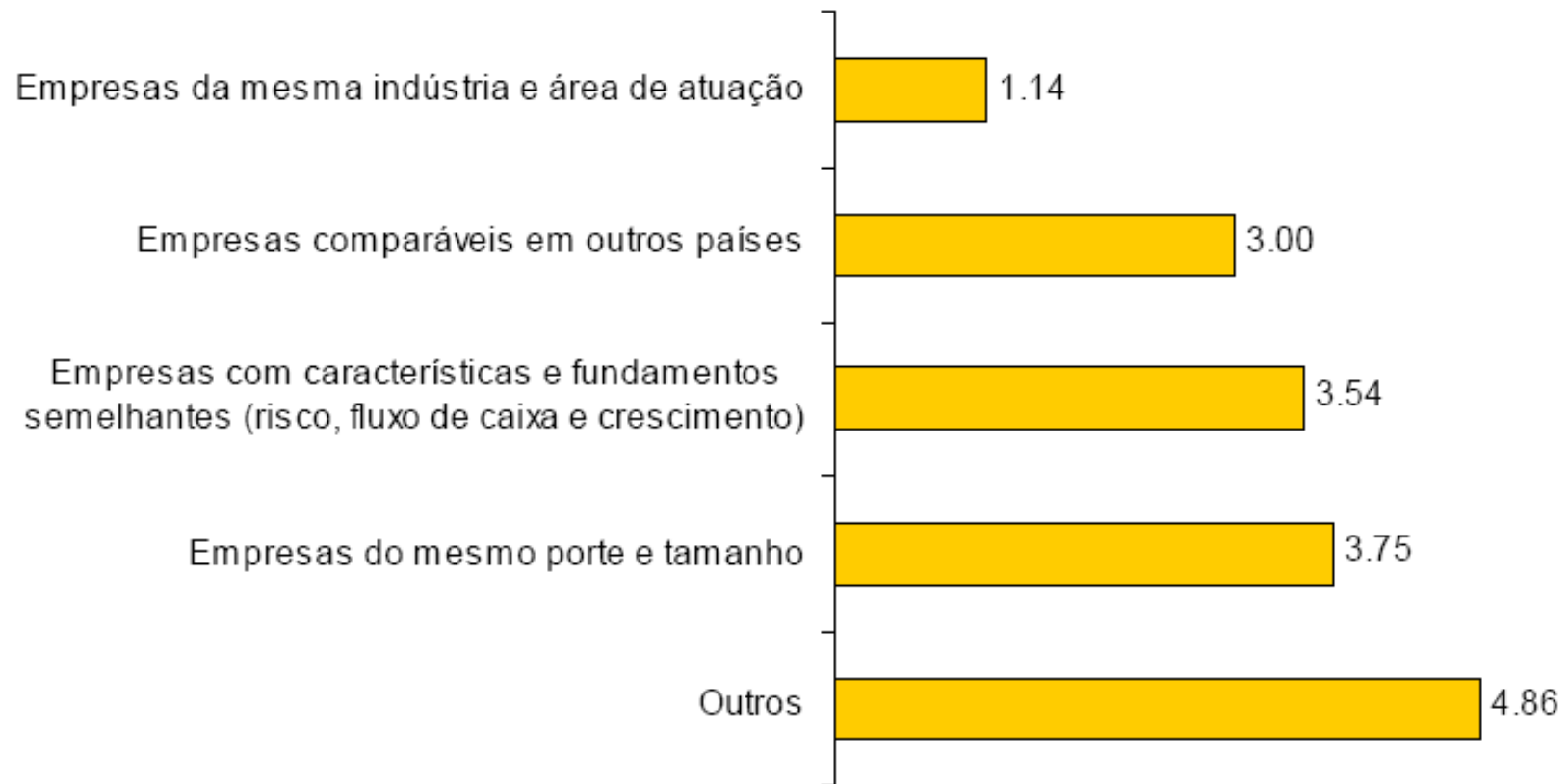
Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas:
Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

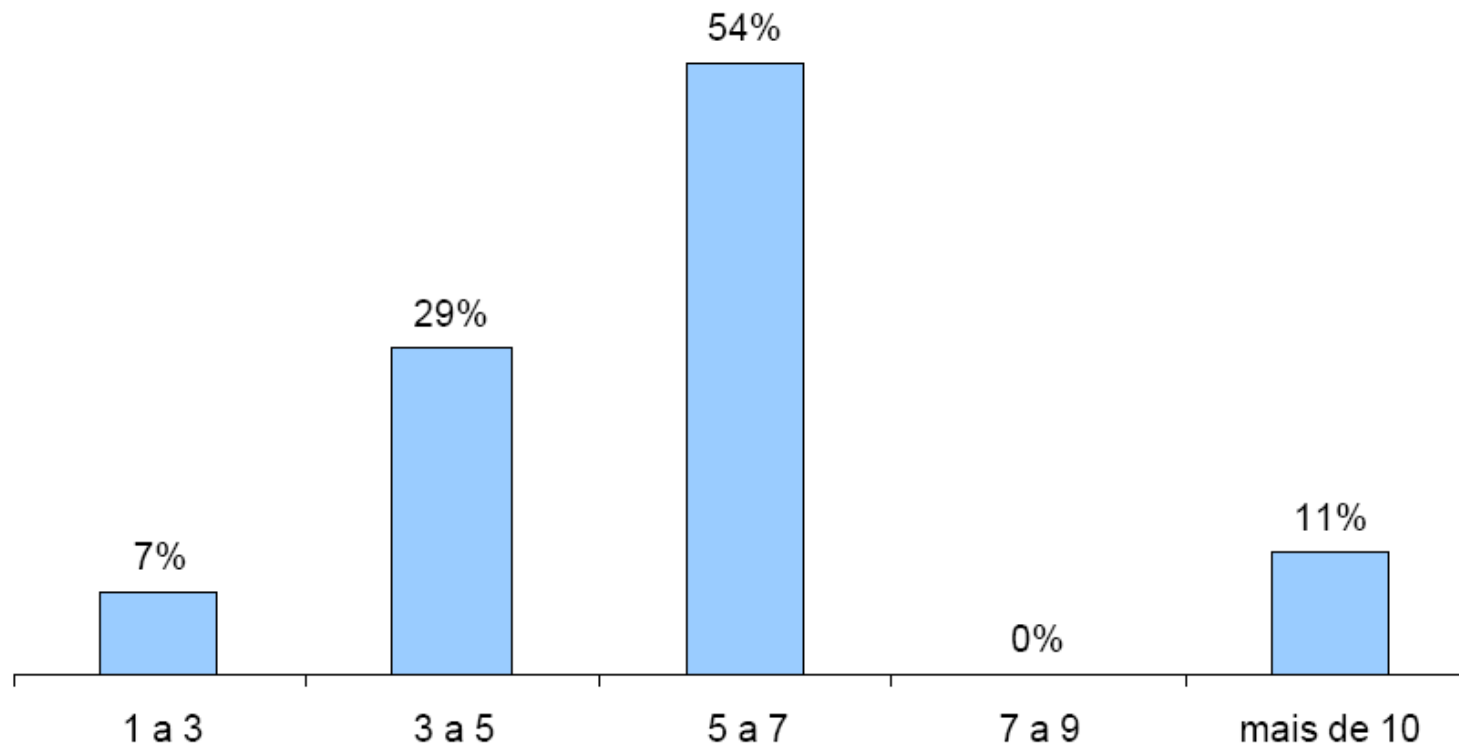
Critérios de Escolha de Empresas Comparáveis

(1 para mais e 5 para menos)



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)
Quantidade de Empresas Comparáveis
Utilizadas na Avaliação Relativa



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

Utilização de Deságio em Múltiplos de Avaliação de Empresas Brasileiras com base em Múltiplos de Empresas Estrangeiras



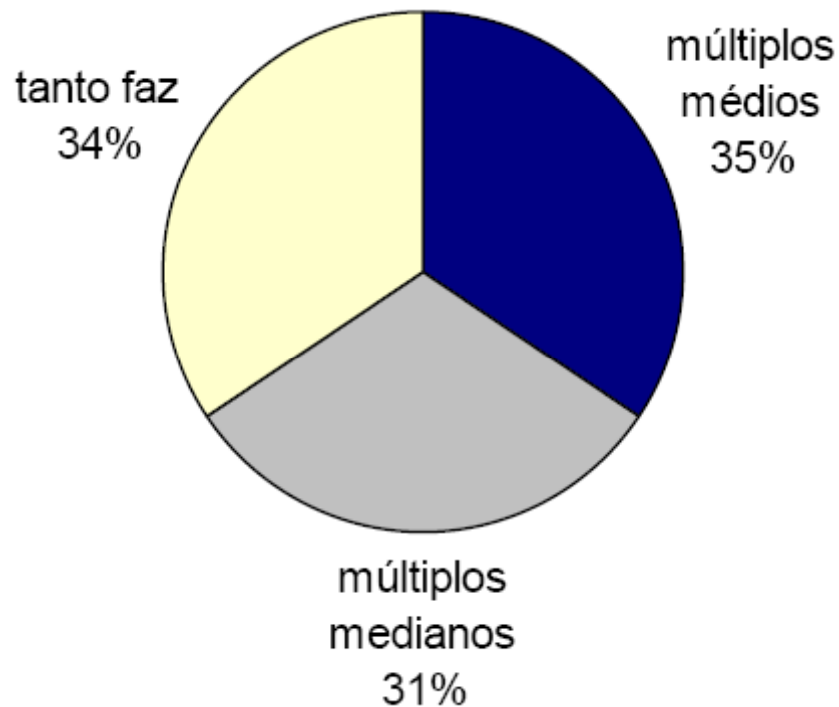
Deságio médio de 27,75%, estimado baseado no Risco Brasil , em função do desconto da bolsa estrangeira em relação a bolsa local e em função da diferença dos múltiplos de EBITDA no mercado brasileiro e no americano. Utilização de deságio em múltiplos de outros países ainda é muito subjetiva, como muitos responderam, variando de caso a caso.

Valores de deságios utilizados							
15%	18%	20%	25%	30%	35%	40%	50%

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

Tipo de Múltiplos Utilizados (Médias ou Medianas?)



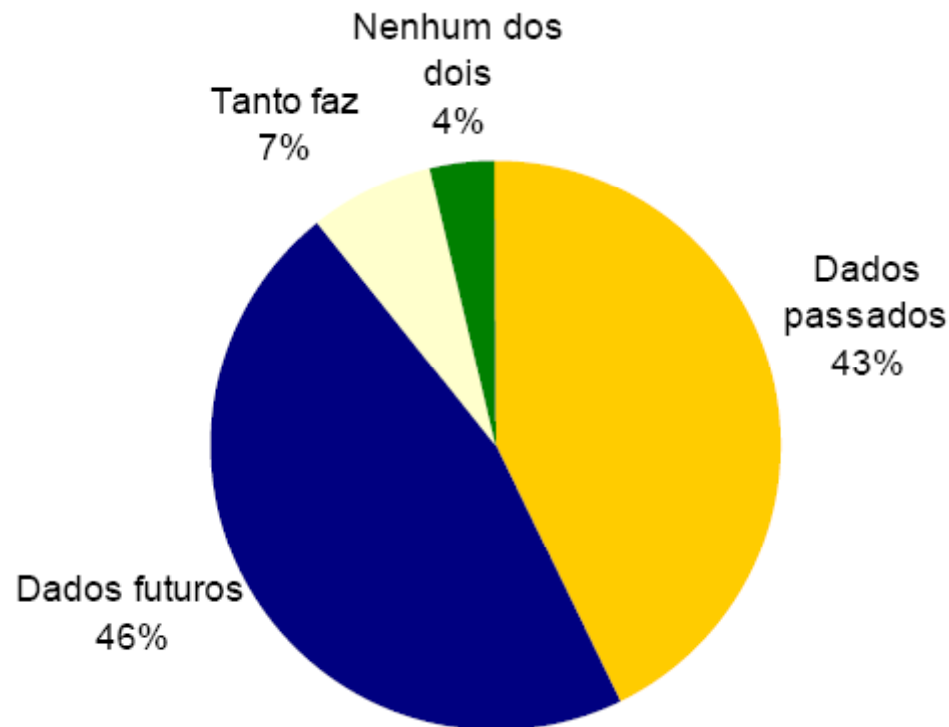
Muitos dos respondentes disseram utilizar ambos os múltiplos, e basear sua escolha entre múltiplos médios e medianos numa análise de comparabilidade, em que se utiliza o tipo de múltiplo que gera valores mais convenientes à avaliação

Fonte: Trizi, Juliana Sewruk Utilização de Metodologias de Avaliação de Empresas: Resultados de uma Pesquisa no Brasil – FEA/USP, São Paulo, 2004

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

Avaliação por Múltiplos (comparativo)

Escolha dos Dados de Múltiplos (Passados ou Futuros?)



A parcela que respondeu tanto faz (7%) o fizeram porque geralmente utilizam ambos o dados (passados e futuros).

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

Lei das Sociedades por Ações LEI No 6.404, de 15 de DEZEMBRO de 1976

SEÇÃO II – Formação - Dinheiro e Bens

Art. 7º O capital social poderá ser formado com contribuições em dinheiro ou em qualquer espécie de bens suscetíveis de avaliação em dinheiro.

Avaliação

Art. 8º A **avaliação dos bens será feita por 3 (três) peritos ou por empresa especializada**, nomeados em assembléia-geral dos subscritores, convocada pela imprensa e presidida por um dos fundadores, instalando-se em primeira convocação com a presença de subscritores que representem metade, pelo menos, do capital social, e em segunda convocação com qualquer número.

§ 1º Os peritos ou a empresa avaliadora **deverão apresentar laudo fundamentado**, com a indicação dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados e instruído com os documentos relativos aos bens avaliados, e estarão presentes à assembléia que conhecer do laudo, a fim de prestarem as informações que lhes forem solicitadas.

.....

§ 6º Os **avaliadores** e o subscritor **responderão** perante a companhia, os acionistas e terceiros, **pelos danos que lhes causarem por culpa ou dolo na avaliação dos bens**, sem prejuízo da responsabilidade penal em que tenham incorrido; no caso de bens em condomínio, a responsabilidade dos subscritores é solidária.



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

Lei das Sociedades por Ações LEI nº 6.404, de 15 de DEZEMBRO de 1976

SEÇÃO X - Resgate, Amortização e Reembolso

Art. 45. O reembolso é a operação pela qual, nos casos previstos em lei, a companhia paga aos acionistas dissidentes de deliberação da assembléia-geral o valor de suas ações.

.....
§ 1º O estatuto pode estabelecer normas para a **determinação do valor de reembolso**, que, entretanto, somente poderá ser inferior ao valor de patrimônio líquido constante do último balanço aprovado pela assembléia-geral, observado o disposto no § 2º, **se estipulado com base no valor econômico da companhia, a ser apurado em avaliação** (§§ 3º e 4º). [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

.....
§ 3º Se o estatuto determinar a avaliação da ação para efeito de reembolso, **o valor será o determinado por três peritos ou empresa especializada, mediante laudo** que satisfaça os requisitos do § 1º do art. 8º e com a responsabilidade prevista no § 6º do mesmo artigo. [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

§ 4º **Os peritos ou empresa especializada serão indicados em lista sêxtupla ou tríplice, respectivamente**, pelo Conselho de Administração ou, se não houver, pela diretoria, e escolhidos pela Assembléia-geral em deliberação tomada por maioria absoluta de votos, não se computando os votos em branco, cabendo a cada ação, independentemente de sua espécie ou classe, o direito a um voto. [\(Redação dada pela Lei nº 9.457, de 1997\)](#)

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

Lei das Sociedades por Ações LEI nº 6.404, de 15 de DEZEMBRO de 1976

CAPÍTULO XXIV

Prazos de Prescrição

Art. 287. Prescreve:

I - em, 1 (um) ano:

a) a **ação contra peritos** e subscritores do capital, **para deles haver reparação civil pela avaliação de bens**, contado o prazo da publicação da ata da assembléia-geral que aprovar o laudo;

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Dispõe sobre o procedimento aplicável às **ofertas públicas de aquisição de ações** de companhia aberta, o registro das ofertas públicas de aquisição de ações para cancelamento de registro de companhia aberta, por aumento de participação de acionista controlador, por alienação de controle de companhia aberta, para aquisição de controle de companhia aberta quando envolver permuta por valores mobiliários, e de permuta por valores mobiliários, revoga a Instrução CVM nº 229, de 16 de janeiro de 1995, a Instrução CVM nº 299, de 9 de fevereiro de 1999 e a Instrução CVM nº 345, de 4 de setembro de 2000, e dá outras providências.

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Princípios gerais

Art. 4º Na realização de uma OPA deverão ser observados os seguintes princípios:

.....

V – a OPA será lançada por preço uniforme, salvo a possibilidade de fixação de preços diversos conforme a classe e espécie das ações objeto da OPA, desde que compatível com a modalidade de OPA e se justificada a diferença pelo **laudo de avaliação** da companhia objeto ou por declaração expressa do ofertante, quanto às razões de sua oferta diferenciada;

VI – sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, **a OPA será instruída com laudo de avaliação** da companhia objeto, conforme estabelecido nesta Instrução;

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002. **Intermediação**

Art. 7º O ofertante deverá contratar a intermediação da OPA com sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento.

§1º O ofertante é responsável pela veracidade, qualidade e suficiência das informações fornecidas à CVM e ao mercado, bem como por eventuais danos causados à companhia objeto, aos seus acionistas e a terceiros, por culpa ou dolo, em razão da falsidade, imprecisão ou omissão de tais informações.

§2º A instituição intermediária deverá tomar todas as cautelas e agir com elevados padrões de diligência para assegurar que as informações prestadas pelo ofertante sejam verdadeiras, consistentes, corretas e suficientes, respondendo pela omissão nesse seu dever, devendo ainda verificar a suficiência e qualidade das informações fornecidas ao mercado durante todo o procedimento da OPA, necessárias à tomada de decisão por parte de investidores, inclusive as informações eventuais e periódicas devidas pela companhia, e as constantes do instrumento de OPA, do **laudo de avaliação** e do edital.

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Avaliação

Art. 8º Sempre que se tratar de OPA formulada pela própria companhia, pelo acionista controlador ou por pessoa a ele vinculada, será elaborado **laudo de avaliação** da companhia objeto.

§1º O laudo de que trata o *caput* poderá ser **elaborado** pela instituição intermediária, sociedade corretora ou distribuidora de títulos e valores mobiliários ou instituição financeira com carteira de investimento que possuam área especializada e devidamente equipada e tiverem experiência comprovada, **ou ainda por empresa especializada com experiência comprovada.**

§2º A **experiência comprovada** a que se refere o parágrafo anterior **deve dizer respeito à avaliação de companhias abertas.**

§3º O **laudo de avaliação deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução**, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

(§ 3º com redação dada pela Instrução CVM nº 436, de 5 de julho de 2006)

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Avaliação

I – **preço médio ponderado de cotação das ações** da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, nos últimos 12 (doze) meses, se houver, discriminando os preços das ações por espécie e classe;

II – **valor do patrimônio líquido** por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas enviadas à CVM;

III – **valor econômico** da companhia objeto por ação, **calculado pela regra do fluxo de caixa descontado ou por múltiplos**, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente;

IV – **valor da companhia segundo o critério de avaliação adotado** pelo ofertante para a definição do preço justo, se for o caso, e não estiver abrangido nos incisos anteriores;

V – **declaração do avaliador:**

a) quanto à **quantidade de ações** de emissão da companhia objeto **de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares, ou que estejam sob sua administração discricionária;**

b) sobre o **critério de avaliação**, dentre os constantes do laudo, **que lhe pareça mais adequado à definição do preço justo**, se for o caso;

c) de que **não tem conflito de interesses** que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;

d) do **custo do laudo de avaliação**; e

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

Avaliação

VI – as **planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico**, com destaque para as **principais premissas utilizadas e justificativa** para cada uma delas.

§4º O **laudo de avaliação** poderá avaliar a companhia em uma **faixa de valores mínimo e máximo**, desde que a diferença entre tais preços **não ultrapasse 10%** (dez por cento).

§5º O **laudo de avaliação** será encaminhado à CVM **em 3 (três) vias** e também **ao seu endereço eletrônico, no formato específico indicado pela CVM**, ficando disponível a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva ser realizado o leilão da OPA, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto, bem como **acessível na rede mundial de computadores**, no endereço eletrônico da CVM e da companhia objeto, se esta última o possuir.

§6º O **avaliador deverá encaminhar à CVM declaração dos valores recebidos** do ofertante e da companhia objeto, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, **nos 12 (doze) meses anteriores** ao requerimento de registro.

§7º No caso de **oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação** da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias.

(§ 7º acrescentado pela Instrução CVM nº 436, de 5 de julho de 2006)

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

DISPOSIÇÕES FINAIS E TRANSITÓRIAS

Situações excepcionais

Art. 35. **A CVM poderá dispensar as exigências desta Instrução** quanto ao limite mínimo ou máximo de ações a serem adquiridas, em OPA formulada por acionista controlador de companhia listada em segmento especial de negociação de valores mobiliários, instituído por bolsa de valores ou por entidade do mercado de balcão organizado, que assegure, através de vínculo contratual, práticas diferenciadas de governança corporativa, desde que:

I - tais ofertas decorram de exigência constante do regulamento de listagem do respectivo segmento especial de negociação, em caso de retirada da companhia do respectivo segmento, seja em função de deliberação voluntária da companhia seja em razão de descumprimento de regras do regulamento, e desde que tais ofertas não impliquem em cancelamento de registro de companhia aberta; e,

II - **o preço de aquisição corresponda, no mínimo, ao valor econômico da ação, apurado em laudo de avaliação elaborado por empresa especializada, com experiência comprovada e independência** quanto ao poder de decisão da companhia, seus administradores e seu acionista controlador.



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

ANEXO I

REQUISITOS DO REQUERIMENTO DE REGISTRO DE OPA

.....

II – Além disto, **o pedido de registro de OPA** conterà:

.....

e) quando for o caso, **3 (três) vias do laudo de avaliação e uma via em meio eletrônico no formato informado pela CVM;**

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº361, DE 5 DE MARÇO DE 2002.

ANEXO II

REQUISITOS DO INSTRUMENTO DE OPA

I – O Instrumento da OPA conterá:

c) informações sobre a companhia objeto, inclusive:

.....

3) indicação do **preço médio ponderado de cotação das ações** da companhia objeto, discriminadas por espécie e classe, o **valor do patrimônio líquido** por ação e o **valor econômico** por ação, **em conformidade com o laudo de avaliação.**

d) a quantidade de ações objeto da OPA, o preço pelo qual será formulada a OPA e as condições de pagamento;

e) a **informação de que o laudo de avaliação**, quando for o caso, e o edital **se encontram disponíveis** a eventuais interessados, no mínimo, na CVM, no endereço do ofertante, na sede da instituição intermediária e da companhia objeto e na bolsa de valores ou entidade do mercado de balcão organizado em que deva realizar-se o leilão, **bem como acessível na rede mundial de computadores, no endereço eletrônico da CVM** e da companhia objeto, se esta última o possuir.

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Acrescenta o Anexo III e altera a Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002.

Art. 1º Fica acrescentado o Anexo III à Instrução CVM nº 361, de 5 de março de 2002, conforme anexo à presente Instrução.

Art. 2º O art. 8º da Instrução CVM nº 361, de 2002, passa a vigorar com a seguinte redação:

Art. 8º

.....
§3º O **laudo de avaliação** deverá observar o disposto no Anexo III desta Instrução, e indicará os critérios de avaliação, os elementos de comparação adotados e o responsável pela sua elaboração, contendo, ainda, no mínimo e cumulativamente, o seguinte:

.....
§7º No caso de **oferta de permuta, deverá também ser apresentado o laudo de avaliação** da companhia cujos valores mobiliários estejam sendo entregues em permuta, contemplando as informações do Anexo III desta Instrução, utilizando-se o mesmo critério de avaliação para ambas as companhias.” (NR)

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

ANEXO III

Disposições Preliminares

I – As **informações** constantes do **laudo de avaliação** deverão ser **completas, precisas, atuais, claras e objetivas**.

II – O **laudo de avaliação** da companhia objeto **refletirá a opinião do avaliador quanto ao valor ou intervalo de valor razoável** para o objeto da oferta na data de sua elaboração e deverá ser constituído de uma **análise fundamentada de valor**, nos termos estabelecidos neste Anexo, não devendo a referida opinião ser entendida como recomendação do preço da oferta, o qual deve ser determinado pelo ofertante.

III – As **informações** constantes do **laudo de avaliação** deverão ser **baseadas nas demonstrações financeiras** auditadas da companhia avaliada, podendo, **adicionalmente**, ser **fundamentadas em informações** gerenciais relativas à companhia avaliada, fornecidas **por sua administração**, e ainda em informações **disponíveis ao público** em geral. O **avaliador não será responsável por conduzir uma verificação independente das informações recebidas** da companhia, ou de terceiros por ela contratados, e as aceitará e utilizará, no âmbito de sua análise, **salvo se entender que as mesmas não são consistentes**.



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

ANEXO III

Disposições Preliminares

.....
IV – O **texto do laudo de avaliação** deve ser apresentado **em português, em linguagem acessível e de fácil compreensão**, que permita aos acionistas e ao público em geral formarem um juízo fundamentado sobre a oferta e sobre o valor das ações da companhia avaliada. As expressões em língua estrangeira devem ser obrigatoriamente traduzidas no Glossário.

V – O **laudo de avaliação** deverá conter **as assinaturas e a identificação dos profissionais responsáveis pela avaliação, bem como do representante da empresa responsável pelo laudo**.

VI – O **laudo de avaliação** deverá apresentar as **informações na ordem estabelecida neste Anexo**, contemplando o que é exigido pela legislação em vigor.

VII – As **informações exigidas** neste Anexo são **consideradas informações mínimas, podendo o avaliador estender** o cumprimento deste roteiro, complementando tais informações **com outras que julgue necessárias e convenientes para enriquecer e melhor fundamentar o conteúdo** e os **resultados do laudo de avaliação** ou **justificar os valores** lançados.



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

.....

Índice

VIII – O **laudo de avaliação** conterà um índice, contemplando os assuntos e a numeração das páginas.

Sumário Executivo

IX – O **laudo de avaliação** conterà um **Sumário Executivo** que contemplará, resumidamente, pelo menos, as seguintes informações:

- a) as **principais informações e conclusões do laudo de avaliação**;
- b) os **critérios adotados e as principais premissas utilizadas**;
- c) o **método de avaliação escolhido**;
- d) a **taxa de desconto utilizada**, se for o caso;
- e) o **valor ou intervalo de valor apurado em cada uma das metodologias** de avaliação utilizadas, **com apresentação de quadro comparativo** dos valores apurados;
- f) indicação do **critério de avaliação**, dentre os constantes do laudo, que for **considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo**; se for o caso; e
- g) as **razões pelas quais tal critério foi escolhido, no caso de OPA para cancelamento de registro**;



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

.....

Informações sobre o Avaliador

X – O laudo de avaliação deverá apresentar as seguintes informações relativas ao avaliador:

- a) **instituição responsável pela elaboração do laudo de avaliação** com descrição da área especializada e devidamente equipada, **com comprovação de experiência em avaliação de companhias abertas**, descrevendo as **avaliações feitas nos últimos 3 (três) anos** e apresentando as **credenciais que a qualificam para elaboração do laudo de avaliação**, incluindo **experiência recente em avaliações de companhias no setor de atuação da companhia avaliada**;
- b) **descrição** sucinta do **processo interno de aprovação do laudo de avaliação** pela instituição avaliadora;
- c) **identificação e qualificação dos profissionais responsáveis pelo laudo de avaliação**, principalmente quanto às **credenciais e experiência** que os qualificam **para a elaboração do laudo de avaliação** em questão; e

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Informações sobre o Avaliador

d) declaração do avaliador:

1. quanto à **quantidade de valores mobiliários** de emissão da companhia objeto **de que ele próprio, seu controlador e pessoas a eles vinculadas sejam titulares**, ou que estejam sob sua administração discricionária. No caso de oferta de permuta, a declaração deve contemplar as mesmas informações para os valores mobiliários que serão oferecidas em troca;
2. informações comerciais e creditícias de qualquer natureza que possam impactar o **laudo de avaliação**;
3. de que **não tem conflito de interesses** que lhe diminua a independência necessária ao desempenho de suas funções;
4. do **custo do laudo de avaliação**; e
5. dos **valores recebidos do ofertante e da companhia objeto**, a título de remuneração por quaisquer serviços de consultoria, avaliação, auditoria e assemelhados, **nos 12 (doze) meses anteriores** ao requerimento de registro, **discriminando**, dentre os valores recebidos, **os relativos à realização do laudo de avaliação**.



Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Informações sobre a Companhia Avaliada

XI – O laudo de avaliação conterá as seguintes informações sobre a empresa:

- a) breve histórico da empresa (identificação do negócio, principais ramos de atividades, estratégia competitiva, informações históricas e desempenho histórico);
- b) descrição sumária do mercado de atuação: crescimento do mercado em que atua, participação nesse mercado, principais produtos e clientes;
- c) breve análise do setor onde a empresa atua;
- d) premissas macroeconômicas utilizadas na elaboração do laudo; e
- e) projetos de investimentos relevantes que tenham sido considerados na avaliação, com indicação dos valores envolvidos e do impacto financeiro.

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor Apurado pelos Diferentes Critérios

XII – O laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

a) **preço médio ponderado de cotação** das ações da companhia objeto na bolsa de valores ou no mercado de balcão organizado, discriminando os preços das ações por espécie e classe:

- 1. dos 12 (doze) meses imediatamente anteriores** à publicação até a data do fato relevante; e
- 2. entre a data de publicação do fato relevante e a data do laudo de avaliação.**

b) **valor do patrimônio líquido** por ação da companhia objeto apurado nas últimas informações periódicas (anuais ou trimestrais) enviadas à CVM;

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor Apurado pelos Diferentes Critérios

XII – O laudo de avaliação deverá indicar o valor da companhia segundo os seguintes critérios:

- a)
- b)
- c) **valor econômico** da companhia avaliada, com indicação, inclusive, do valor por ação, calculado por, pelo menos, uma das seguintes metodologias:
 - 1. **fluxo de caixa descontado;**
 - 2. **múltiplos de mercado;** ou
 - 3. **múltiplos de transação comparáveis**, conforme se entender fundamentadamente mais adequado ao caso da companhia, de modo a avaliá-la corretamente.

- d) **outro critério de avaliação escolhido pelo avaliador** geralmente aceito no ramo de atividade da companhia avaliada, **previsto em lei ou aceito pela CVM**, para a definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso, e **não abrangido nas alíneas anteriores.**

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

XIII – O laudo de avaliação deverá apresentar:

- a) a descrição dos critérios de avaliação e dos elementos de comparação adotados, acompanhados de uma análise da aplicabilidade de cada um dos critérios referidos no item XII;**
- b) a indicação da data de confecção do laudo, em que os valores apurados serão considerados válidos, salvo indicação em sentido contrário;**
- c) o critério de avaliação, dentre os constantes do laudo, que for considerado pelo avaliador como o mais adequado na definição do preço justo ou intervalo de valor, se for o caso; e**
- d) na hipótese de a avaliação em uma faixa de valores mínimo e máximo, a justificativa para tal intervalo, que não poderá ultrapassar 10%, tendo como base o maior valor.**

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, **deve ser observado o seguinte:**

- a) o laudo de avaliação deverá **contemplar as fontes, os fundamentos, as justificativas das informações e dos dados apresentados, indicação das equações utilizadas para o cálculo do custo do capital, bem como as planilhas de cálculo e projeções utilizadas na avaliação por valor econômico, com destaque para as principais premissas utilizadas e justificativa para cada uma delas;**
- b) deverão ser **explicitadas as premissas e a metodologia de cálculo para a fixação da taxa de desconto utilizada**, de acordo com os critérios usualmente adotados na teoria de finanças;
- c) deverão ser **considerados os ajustes feitos por outros ativos e passivos não capturados pelo fluxo de caixa operacional**, incluindo dívida financeira, contingências, posição de caixa, ativos e passivos não operacionais, entre outros, **cujos valores deverão ser fundamentados;**

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor Econômico pela Regra do Fluxo de Caixa Descontado

XIV – Para o cálculo do valor econômico pelo critério do fluxo de caixa descontado, deve ser observado o seguinte:

- a)
- b)
- c)
- d) deverão ser **indicados os pressupostos para a determinação do valor residual**, calculado através **do método da Perpetuidade do Fluxo de Caixa**, por **múltiplos** ou por **outro critério** de avaliação, sempre se **considerando o prazo de duração das companhias**, estabelecido em seus Estatutos Sociais, e, na hipótese de empresas concessionárias de serviços públicos, **o prazo estabelecido no respectivo contrato de concessão**;
- e) **deverá ser informado se** a Demonstração dos Fluxos de Caixa e as taxas de desconto foram apresentadas **em valores nominais ou reais**; e
- f) deverá ser informada a **unidade monetária de todos os valores lançados**.

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XV – O valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado deve ser **apurado tomando por base a venda ou a liquidação dos ativos e exigíveis** separadamente nas seguintes condições:

- a) o **valor de mercado deve corresponder ao valor** expresso em caixa ou equivalente ao qual a propriedade (ou qualquer outro ativo ou passivo) **poderia ser trocada entre um propenso comprador e um propenso vendedor, com razoável conhecimento de ambos e inexistindo compulsão para compra ou venda por um ou por ambos;** e
- b) o **valor dos ativos deve ser avaliado em referência aos preços de mercado sob condições de liquidação ordenada**, ou de “equivalentes correntes de caixa”, ou seja, **não deve ser considerado o valor de liquidação em condições de venda forçada**, a qualquer custo.

XVI – O **laudo discriminará os itens do ativo e do passivo** calculados em condição de negociação com devedores e credores e **conterá a justificativa e memórias de cálculo para cada item tangível e intangível, monetário e não monetário**, que poderão ser agrupados somente em condições de semelhança e relevância do item.

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

a) **ativos monetários**, como caixa, equivalentes de caixa e créditos a receber, avaliados **pelo valor justo**, ou seja, o valor pelo qual um ativo poderia ser negociado entre partes independentes e interessadas, conhecedoras do assunto e dispostas a negociar, numa transação normal, sem favorecimentos e com isenção de outros interesses. Caso não seja possível identificar o mercado, esses itens podem, **como segunda alternativa, ser avaliados pelo cálculo do valor presente dos recebimentos** que reflita as atuais avaliações do mercado quanto ao valor do dinheiro no tempo e os riscos específicos;

b) **ativos não monetários**, como terrenos, edificações, propriedades, máquinas, instalações além de intangíveis, como marcas e patentes, **pelo valor provável de realização**;

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor do patrimônio líquido avaliado a preços de mercado

XVII – As seguintes bases de avaliação devem ser observadas nas diferentes classes de itens:

a)

b)

c) **passivos monetários**, como dívidas, débitos a pagar, **avaliados pelo valor justo**, conforme definido na letra “a” desse item; e

d) **contingências**, como ações contra o estado sobre questões tributárias e outras questões judiciais, **avaliados segundo o desfecho mais provável**.

XVIII – A **demonstração do valor de patrimônio líquido** a preços de mercado **discriminará de forma dedutiva os ativos e exigíveis, restando o Patrimônio Líquido** a preços de mercado que, dividido pelo número de ações, indicará o patrimônio líquido a preços de mercado por ação.

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LEGISLAÇÃO

INSTRUÇÃO CVM Nº 436, DE 5 DE JULHO DE 2006.

Avaliação

Valor Econômico pelo Critério dos Múltiplos

XIX – Para o cálculo do valor econômico pela regra dos Múltiplos, devem ser seguidas as etapas mostradas a seguir:

- a) **indicar os múltiplos de mercado utilizados, os critérios e as fontes para a comparação, justificando a metodologia utilizada e apresentando as planilhas de cálculo;**
- b) **sempre que possível, apresentar operações similares no mercado de empresas do mesmo segmento (múltiplos de transações comparáveis), citando fontes, dados e datas das transações comparáveis, além dos critérios que demonstrem a pertinência da comparação;** e
- c) **apresentar o valor médio e a mediana dos valores resultantes da amostra utilizada de múltiplos de mercado e de transações comparáveis, fazendo-se os ajustes necessários para calculá-los, quando for o caso.**

Glossário

XX – O laudo deverá conter glossário de termos técnicos, indicando o significado de cada termo técnico, sigla ou índice econômico citado.



Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS EM ANÁLISE

1. GLOBEX UTILIDADES SA
2. MELPAPER SA
3. IND MAQS AGRICOLAS FUCHS SA
4. PARMALAT BRASIL S.A IND DE ALIMENTOS
5. MAHLE METAL LEVE S.A.
6. HOPI HARI SA
7. INDS ARTEB SA

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2009

1. RECRUSUL SA
2. EXCELSIOR ALIMENTOS SA.
3. CIA SEGUROS MINAS BRASIL
4. REFINARIA PET MANGUINHOS SA
5. BANCO NOSSA CAIXA S/A
6. RENNER PARTICIPAÇÕES SA
7. BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA
8. BRASIL TELECOM S/A
9. ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A
10. ARACRUZ CELULOSE S/A

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2008

1. GRANOLEO SA CI SEMS OLEAGS DER
2. COSAN SA INDUSTRIA E COMERCIO
3. ELEVA ALIMENTOS S/A
4. GEODEX COMMUNICATIONS S.A.
5. ARCELORMITTAL INOX BRASIL S.A.
6. SUZANO PETROQUIMICA S.A.
7. SUL AMERICA CIA NA CL SEGUROS
8. INDUSTRIAS MICHELETTO S/A
9. CALÇADOS AZALÉIA SA
10. TELEMIG CELULAR PARTICIPAÇÕES S.A.
11. TELEMIG CELULAR SA
12. PETROFLEX INDÚSTRIA E COMÉRCIO S.A.
13. CONST ADOLPHO LINDENBERG SA
14. TELE NORTE CELULAR PARTICIPAÇÕES SA
15. AMAZONIA CELULAR S/A
16. SEMP TOSHIBA SA
17. PETROQUIMICA UNIAO SA
18. IRONX MINERAÇÃO S/A
19. CIA. IGUAÇU DE CAFÉ SOLÚVEL
20. SA FABRICA PRODS ALIMCS VIGOR
21. CIA LECO DE PRODS ALIMENTICIOS

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2007

1. PLASCAR PARTICIPAÇÕES INDUSTRIAIS S.A
2. LIGHT SA
3. ARCELOR BRASIL S.A.
4. BANEX S/A - CRÉDITO, FINANCIAMENTO E INVESTIMENTO
5. COMPANHIA ELDORADO DE HOTEIS
6. COMPANHIA BRASILEIRA DE CARTUCHOS - CBC
7. TRAFÓ EQUIPAMENTOS ELETRICOS S.A.
8. COPESUL - COMPANHIA PETROQUÍMICA DO SUL
9. CIA. BRAS PETRÓLEO IPIRANGA
10. ELEKTRO ELETRICIDADE E SERVIÇOS S.A.
11. SANTISTA TEXTIL SA
12. CALÇADOS AZALÉIA SA
13. MAGNESITA SA

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2006

1. INDUSTRIAS MICHELETTO S/A
2. JARI CELULOSE SA
3. MANASA MADEIREIRA NACIONAL SA
4. CIA FABRIL MASCARENHAS
5. CENTRAIS ELÉTRICAS DO PARÁ S.A - CELPA
6. SÃO CARLOS EMPREENDS E PARTICIPAÇÕES S.A
7. BACRAFT SA INDUSTRIA DE PAPEL
8. BANCO DO ESTADO DO CEARA S/A - BEC
9. ACESITA SA
10. AÇOS VILLARES SA
11. KUALA SA
12. EMBRATEL PARTICIPAÇÕES SA
13. COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
14. CIA MARANHENSE REFRIGERANTES
15. FERROBAN FERROVIAS BANDEIRANTES SA
16. ELETROMOURA SA
17. FERRONORTE S/A FERROVIAS NORTE BRASIL
18. TORCEDOR SA
19. CTEEP-CIA TRANSM ENERGIA ELÉTR. PAULISTA
20. FERTIBRAS AS

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2005

1. CMA PARTICIPAÇÕES SA
2. CIA TECIDOS SANTANENSE
3. COMPANHIA DE BEBIDAS DAS AMÉRICAS-AMBEV
4. STEVIAFARMA INDUSTRIAL SA
5. SEARA ALIMENTOS SA
6. COMPANHIA SIDERÚRGICA PAULISTA - COSIPA
7. SERVIX ENGENHARIA SA
8. ECISA ENG COM E INDUSTRIA SA
9. TECHNOS RELOGIOS SA
10. AGF BRASIL SEGUROS SA
11. COMPANHIA SIDERÚRGICA DE TUBARÃO
12. NOVA ALIANCA SA
13. DANA-ALBARUS S.A. INDÚSTRIA E COMÉRCIO
14. AES SUL DISTRIB. GAÚCHA DE ENERGIA S.A.
15. POLIPROPILENO PARTICIPACOES S.A.
16. POLIPROPILENO SA
17. COMPANHIA FLUMINENSE DE REFRIGERANTES

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS E EDITAIS DE OPAS REGISTRADAS EM 2004

1. COMPANHIA CIMENTO PORTLAND ITAU
2. DOUAT CIA TEXTIL
3. SIFCO SA
4. CIRCULO S/A
5. SOUTO VIDIGAL SA
6. FERTILIZANTES FOSFATADOS S.A. FOSFERTIL
7. ITAPARICA SA EMPREEND TURIST
8. BANCO SUDAMERIS BRASIL SA
9. LATASA S.A.
10. CIA. DE CIMENTOS DO BRASIL
11. CREMER SA
12. DE MAIO GALLO S.A IND. COM. PÇS P/ AUTOM
13. CIA THERMAS RIO QUENTE
14. BANCO DO ESTADO MARANHAO SA
15. ELECTROLUX DO BRASIL SA
16. AES SUL DISTRIB. GAÚCHA DE ENERGIA S.A.
17. BUNGE BRASIL SA
18. EMBRATEL PARTICIPAÇÕES SA

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS

Empresa	Data	Autores	Honorários
Globex Utilidades S.A.	31/03/2009	BES Investimentodo Brasil S.A	R\$ 400.000,00
Melpaper S.A.	04/09/2009	Banco Bradesco BBI S.A.	R\$ 200.000,00
PARMALAT BRASIL S.A IND DE ALIMENTOS	30/09/2008	MS Cardim & Associados S/C Ltda.	R\$ 16.000,00
EXCELSIOR ALIMENTOS SA.	01/07/2008	Rabobank	R\$ 100.000,00
CIA SEGUROS MINAS BRASIL	23/12/2008	Deloitte Consultores	R\$ 313.000,00
RENNER PARTICIPAÇÕES SA	15/12/2008	Banco Fator S.A.	R\$ 276.701,72
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	23/01/2009	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	R\$ 8.000.000,00 (Laudo incluído na OPA Obrigatória da BRT e da Brasil Telecom Participações S.A.
BRASIL TELECOM S/A	23/01/2009	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	R\$ 8.000.000,00 (Laudo incluído na OPA Obrigatória da BRT e da Brasil Telecom Participações S.A.
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A	02/04/2009	Banco Bradesco BBI S.A.	incluindo serviços de estruturação financeira no âmbito da OPA R\$ 500.000,00
Votorantim Celulose e Papel S.A.	30/04/2009	Banco Santander S.A.	R\$ 500.000,00
Granóleo S/A Comércio e Indústria de Sementes Oleaginosas e Derivados	05/12/2007	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	R\$ 60.000,00
ArcelorMittal Inox Brasil S.A.	19/12/2007	Goldman Sachs International e Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.	US\$3.250.000,00
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	30/09/2007	Banco ABN AMRO Real S.A.	R\$ 500.000,00
SUL AMERICA CIA NAACL SEGUROS	17/01/2008	KPMG Corporate Finance Ltda.	R\$ 366.300,00
CALÇADOS AZALÉIA SA	28/03/2008	Hirashima & Associados Consultoria em Transações Societárias Ltda.	R\$ 40.000,00

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2009 em registro

Empresa	Autores	Preço médio ponderado de cotação das ações	Valor do patrimônio líquido	Múltiplos de Mercado	Fluxo de Caixa Descontado
Globex Utilidades S.A.	BES Investimento do Brasil S.A	12 meses antes do anúncio da OPA (09/06/2008 a 07/06/2009) e após o anúncio da OPA (08/06/2009 a 05/08/2009)	Valor Patrimonial da Globex em 31 de Março de 2009	não	Sim
Melpaper S.A.	Banco Bradesco BBI S.A.	últimos 12 meses anteriores ao Fato Relevante (07/08/2008 e 07/08/2009), apenas 4 (quatro) cotações no mercado fracionário nos 12 (doze) meses anteriores ao Fato Relevante	Patrimônio Líquido de 30/06/2009	não	Sim
PARMALAT BRASIL S.A IND DE ALIMENTOS	MS Cardim & Associados S/C Ltda.	De setembro de 2007 a abril de 2008 – 7 meses – período “com” e De maio de 2008 até outubro de 2008 – 5 meses – período “ex” subscrição	Balanço Patrimonial em 30/09/2008	não	Sim

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2009

Empresa	Autores	Preço médio ponderado de cotação das ações	Valor do patrimônio líquido	Múltiplos de Mercado	Fluxo de Caixa Descontado
EXCELSIOR ALIMENTOS SA.	Rabobank	últimos 12 meses (26/06/2007 - 26/06/2008) e entre a data do Fato Relevante e a data de publicação do Laudo de Avaliação (26/06/2008 - 24/07/2008)	em 31/03/2008 Relatório Trimestral (ITR) da Excelsior Alimentos S.A.	não	Sim
CIA SEGUROS MINAS BRASIL	Deloitte Consultores	não - ações sem liquidez	ITR 30/09/2008	não	Sim
RENNER PARTICIPAÇÕES SA	Banco Fator S.A.	22/12/2007 a 19/12/2008 e 16/12/2008 a 19/12/2008	30/09/2008	Múltiplo Preço/Valor patrimonial de empresas comparáveis	Sim
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	24/04/2007 - 24/04/2008 e 25/04/2008 - 23/01/2009 e 24/01/2008 - 23/04/2008	Demonstrações financeiras da BRP, CVM. Data-base: 30 de setembro de 2008.	Mediana de Múltiplo VE/EBITDA de empresas comparáveis	não
BRASIL TELECOM S/A	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	24/04/2007 - 24/04/2008 e 25/04/2008 - 23/01/2009 e 24/01/2008 - 23/04/2008	Demonstrações financeiras da BRT, CVM. Data-base: 30 de setembro de 2008	Mediana de Múltiplo VE/EBITDA de empresas comparáveis	não
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A	Banco Bradesco BBI S.A.	(i) 12 meses anteriores à publicação do Fato Relevante de aquisição do controle da Companhia no dia 18/02/09, e (ii) desde a publicação do Fato Relevante até 01/04/2009	demonstrações financeiras de 31/12/08	não	Sim
ARACRUZ CELULOSE S/A	Banco Santander S.A.	6/mar/08 a 5/mar/09 e 28/mar/08 a 27/mar/09 e 6/mar/09 a 27/mar/09	demonstrações financeiras de 31/dez/08	múltiplos de companhias comparáveis de valor da empresa ajustado (EV) dividido pelo EBITDA (mediana)	não

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2008

Empresa	Autores	Preço médio ponderado de cotação das ações	Valor do patrimônio líquido	Múltiplos de Mercado	Fluxo de Caixa Descontado
Granóleo S/A Comércio e Indústria de Sementes Oleaginosas e Derivados	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	13 de março de 2006 e 12 de março de 2007 – 13 de março de 2007 e 04 de dezembro de 2007	Laudo de Avaliação do Patrimônio Líquido a Valor de Mercado da Apsis Consultoria Empresarial Ltda	Múltiplo de EBITDA e Preço / Lucro de Empresas Comparáveis e Múltiplos de Mercado de Transações de empresas comparáveis (média e mediana) Comparáveis	Sim
ArcelorMittal Inox Brasil S.A.	Goldman Sachs International e Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.	4 /12/2006 a 3/12/2007 e 4/12/2007 a 18/12/2007	balanço consolidado contido no relatório trimestral de 30/9/2007 excluindo ações em tesouraria	Não considerado - não existem várias (ou nenhuma) companhias comparáveis de acordo com as métricas mais relevantes para a companhia sendo avaliada	Sim
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	Banco ABN AMRO Real S.A.	02-ago-2006 - 02-ago-2007 e 03-ago-2007 - 26-dez-2007	Posição em 30 de setembro de 2007	não	Sim
SUL AMERICA CIA NA CL SEGUROS	KPMG Corporate Finance Ltda.	de 18 de janeiro de 2007 a 17 de janeiro de 2008	Patrimônio líquido contábil por ação em 30 de setembro de 2007	múltiplos de mercado e de múltiplos de transações comparáveis não foram consideradas adequadas	Sim
CALÇADOS AZALÉIA SA	Hirashima & Associados Consultoria em Transações Societárias Ltda.	NÃO - inexistência de negociação das ações	Demonstrações financeiras auditadas de 31 de dezembro de 2007	não	Sim

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2009 em registro

Empresa	Data	Autores	Fluxo de Caixa Descontado
Globex Utilidades S.A.	31/03/2009	BES Investimentodo Brasil S.A	projeção 2009 a 2018, WACC = 13,3%, Taxa Livre de Risco = 5,21% (T-bond de 20 anos americano calculado desde 1926); Risco Brasil(Rb) = 3,46% (risco país (EMBI) dos últimos meses desde a obtenção do Grau de Investimento em 30 de abril de 2008) ; Beta(β) = 0,77 (beta realavancado a partir do desalavancado de empresas comparáveis); Prêmio de Risco de Mercado = 5,15% (média diferença de retornos anuais dos bonds de longo prazo e do índice de ações em 17 países ,que juntos representavam cerca de 91% do valor de mercado mundial no início de 2006 e cerca 90% em 1900); prêmio de risco cambial = 1,5% (diferencial entre a inflação brasileira e americana de longo prazo); custo de capital de terceiros = 6,1% (de acordo com a estrutura de endividamento); Capital de Terceiros / Capital Próprio = 11,7%
Melpaper S.A.	04/09/2009	Banco Bradesco BBI S.A.	projetados os fluxos de caixa para o acionista (6 anos), descontados pela taxa de custo do Capital Próprio de 13,83%, Taxa livre de risco de 3,55%, equivalente ao retorno médio do bônus de 10 anos do tesouro norte americano (US T-Bond), no período de 31/07/09 a 02/09/09, Beta de mercado de 1,00 (tendo em vista que o FCD é estritamente financeiro), Prêmio de risco de mercado de 5,50%, Risco Brasil de 2,55% – taxa de risco adicional para empresas operantes no país, equivalente ao valor médio do Emerging Market Bond Yield (EMBI+) no período de 31/07/09 a 02/09/09, Diferencial estimado entre a taxa de inflação brasileira e a norte-americana de longo prazo 2,00%
PARMALAT BRASIL S.A IND DE ALIMENTOS	30/09/2008	MS Cardim & Associados S/C Ltda.	projeções período de 10/2008 a 12/2018 em R\$ (moeda constante), WACC = 13,48% , Beta do Setor 0,77 Aswath Damodaran - Food Processing, beta deesalavancado setor = 0,67, beta empresa = 2,79, Taxa Livre de Risco - Rf4,02%Aswath DamodaranRetorno de Mercado - Rm8,81%Aswath DamodaranRisco Brasil - Fonte: IPEA6,35%C-Bond e Global Bond 27 - spread em ptos-base - média desde jan/01 até nov/07. Inflação (EUA) - Fonte: IPEA = 2,69% Preços ao consumidor - EUA - var. anual (% a.a.) - média desde jan/01 até dez/07.Risco de Liquidez = 6,00% (Prêmio decorrido pela falta de liquidez no papel no mercado), custo cap próprio = 27,02% , custo cap terceiros = 16,12% (CDI + 8 %), Endividamento da Empresa= 82,67%, Capital próprio da Empresa = 17,33%

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2009

Empresa	Data	Autores	Fluxo de Caixa Descontado
EXCELSIOR ALIMENTOS SA.	01/07/2008	Rabobank	projeção 2009-2017 e perpetuidade, Taxa livre de risco = 4,9% (Treasury Bond Americano de 30 anos) Prêmio de Risco de Mercado = 6,5% (Damodaram) - Beta alavandado = 0,67 (Análise de Betas e Estrutura de Capital de Empresas Comparáveis)
CIA SEGUROS MINAS BRASIL	23/12/2008	Deloitte Consultores	projeções de 2008 a 2017, perpetuidade com crescimento de 9,2% R\$ nominais, WACC = 16,92% R\$ nominais, Taxa livre de risco = 4,6% aa (média T-Bond 30 anos últimos 24 meses) Prêmio de Mercado = 7,10% (média de ações desde 1926) Beta = 0,8 (média do setor) Risco País = 2,41 (média 12 meses) Premio de tamanho = 1,8% (média small caps desde 1926) Inflação USA projetada = 2,35% (embutida no T Bond 30 anos) Inflação Bras. Projetada = 4,5% (Rel. Focus)
RENNER PARTICIPAÇÕES SA	15/12/2008	Banco Fator S.A.	projeção 2008 - 2017, perpetuidade com taxa de crescimento de 7,5% nominal, taxa CAPM = 12,96%, taxa livre de risco = 3,74% (média 12 meses US Treasury Note 10 anos); premio de risco país = 3% (média 12 meses Global 27 - US Treasury Note 10 anos); Prêmio de risco de mercado = 5,6% (Ibbotson Associates período 50 anos ações USA); Beta = 0,842 (médio de betas ajustados de empresas comparáveis); inflação CPI = 4,41% (média 12 meses) ; inflação IPCA = 5,55% (média 12 meses); taxa cresc. perpetuidade = 7,5% (média 3 últimos anos da projeção)
BRASIL TELECOM PARTICIPAÇÕES SA	23/01/2009	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	não
BRASIL TELECOM S/A	23/01/2009	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	não
ABYARA PLANEJAMENTO IMOBILIÁRIO S/A	02/04/2009	Banco Bradesco BBI S.A.	projetados os fluxos de caixa para o acionista ("FCA") 2009-2012 (cenário de exaustão), Custo do capital próprio = 17,94% , Taxa livre de risco de 2,80% (bônus de 10 anos do tesouro norte americano US T-Bond de 02/03/09 a 01/04/09) ; Beta estimado de 1,55 (média de empresas comparáveis) ; Prêmio de risco de mercado de 5,50% ; Risco Brasil de 4,31% (valor médio do Emerging Market Bond Yield (EMBI+) de 02/03/09 a 01/04/09); Diferencial estimado entre a taxa de inflação brasileira e a norte-americana de longo prazo 2,00%
ARACRUZ CELULOSE S/A	30/04/2009	Banco Santander S.A.	não

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2008

Empresa	Data	Autores	Fluxo de Caixa Descontado
Granóleo S/A Comércio e Indústria de Sementes Oleaginosas e Derivados	05/12/2007	Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A.	projeções operacionais e financeiras anuais de 2007 a 2016, taxa de crescimento na perpetuidade, WACC em US\$ nominal entre 9,9% e 10,5% e uma taxa de crescimento nominal na perpetuidade (em US\$) de 2,5% e 3,5%. A taxa de inflação de longo prazo para a economia americana é estimada pelo Departamento de Pesquisa Econômica do Credit Suisse em 2,5% ao ano. Isto implica dizer que se considerou um crescimento real para a Granóleo na perpetuidade entre 0% e 1% em US\$, Taxa Livre de Risco = 4,69% (Treasury Bonds com vencimento em 30 anos. Média de 3 meses terminados em 04/12/07. Fonte: Bloomberg), Prêmio de Risco de Equity = 5,12% (Fonte: Ibbotson Associates (2005)), Risco Brasil = 1,40% (Estimativa do Credit Suisse), beta de empresas comparáveis, Prêmio de tamanho estimado = 1,74% (companhias com valor de mercado abaixo de US\$193 milhões. Fonte: Ibbotson Associates Inc (2002)),
ArcelorMittal Inox Brasil S.A.	19/12/2007	Goldman Sachs International e Goldman Sachs do Brasil Banco Múltiplo S.A.	projeção período de 2007 a 2012 em Reais e em seguida convertidos para dólares americanos utilizando-se uma taxa de câmbio média projetada para cada ano, crescimento na perpetuidade entre 1,80% e 2,20%, taxa de desconto (Custo Médio Ponderado de Capital - "WACC") nominal em dólares americanos entre 10,05% e 10,55%, Taxa livre de risco (Título de 10 anos do Governo Americano média últimos 3 meses) = 4,3%, Risco Soberano Brasileiro Médio = 1,8% (média últimos 3 meses Spread entre o título do tesouro Norte-Americano de 10 anos e o título do governo Brasileiro com vencimento em 2037 em 14 de dezembro de 2007), Prêmio de Risco do Mercado de Ações 5,2% (retorno de longo prazo do mercado acionário dos EUA de 1957 a 2006 Fonte: relatório "International Equity Risk Premia Report 2007" - Ibbotson), Beta = 1,16 (Mediana do beta desalavancado para companhias comparáveis no mercado internacional de 0,91, realavancado com base na estrutura de capital alvo para a companhia de 30,0% de endividamento (fonte: Bloomberg em 14 de dezembro de 2007))

Fonte: CVM

Estado da Arte de Avaliação de Empresas de Capital Aberto

LAUDOS DE OPAS 2008

Empresa	Data	Autores	Fluxo de Caixa Descontado
SUZANO PETROQUIMICA S.A.	30/09/2007	Banco ABN AMRO Real S.A.	horizonte de projeção de outubro de 2007 até dezembro de 2016, WACC = 11,3% em reais nominais, taxa de crescimento na perpetuidade 5,3% em Reais nominais, equivalente a 1% de crescimento real adicionada à inflação de longo prazo brasileira de 4,3% ao ano, retorno médio dos últimos 12 meses do bônus de 10 anos do Tesouro Norte-Americano é de 4,7%, risco país para o Brasil é dada pela diferença (spread) entre (i) o retorno do Global 24 -o bônus brasileiro soberano de longo prazo, denominado em Dólares Norte-americanos e (ii) o retorno do bônus do Tesouro Norte-Americano de 10 anos (por ter prazo de vencimento próximo à vida média do Global 24 brasileiro) = 1,6% (últimos doze meses), média dos betas desalavancados das empresas comparáveis = 0,68 alavancado = 0,93, prêmio de risco de mercado global = 5,1% (média histórica de longo prazo das diferenças entre o retorno de um índice representativo do mercado de ações global denominado em Dólares e o retorno de um índice global de bônus soberanos de longo-prazo de 17 países livres de risco de crédito desde 1900), Diferencial de inflação entre os EUA e o Brasil = 1,8%
SUL AMERICA CIA NA CL SEGUROS	17/01/2008	KPMG Corporate Finance Ltda.	horizonte de projeção considerado foi de cinco anos, valor residual com base na perpetuidade, CAPM = 9,26% (definida em valores reais => 14% nominais), (Rf) foi considerado o retorno médio na semana de 4 de janeiro de 2008, dos títulos de renda fixa do Tesouro Norte-americano (T-Bond) de 30 anos, que foi de 4,43% (Fonte: Bloomberg), E[Rm] -Rf), foi adotado o retorno médio acima da taxa do TreasuryBond proporcionado pelo investimento no mercado acionário norte-americano no período de 1928 a 2006, que foi de 4,91% (Fonte: Website do Prof. AswathDamodaranda), Beta (β) 0,98 desalavancado (site AswathDamodaran, do setor de seguros - insurance), Risco Brasil (Banco JP Morgan (EMBI) na semana de 4 de janeiro de 2008) = 2,26% (Fonte: Bloomberg), inflação média de longo prazo nos EUA (Ia) = 2,04% (média observada entre 1820 e 2004 - Fonte: Global Financial Data).
CALÇADOS AZALÉIA SA	28/03/2008	Hirashima & Associados Consultoria em Transações Societárias Ltda.	horizonte de projeção de 10 anos, perpetuados a partir do 11º ano, WACC – em Dólares nominais e convertido para Reais, Ke Custo do Capital Próprio = 17,5 %, Rf = 3,9% (remuneração anual histórica do T-Bills), Beta = 1,3 (beta médio de empresas comparáveis em termos de atividade) Rm – Rf = 7,8% (base no retorno histórico da bolsa americana (S&P 500) sobre a remuneração T-Bill), Rb = 2,7% (spread médio do título Global 27 do Governo Brasileiro em relação ao T-Bond americano nos últimos 3 anos), Ra (Prêmio de Risco para empresas ilíquidas) = 3,9% (medido pelo Ibbotson Associates) Dif. Inflação Inflação esperada para os EUA no Longo Prazo (estimativa de longo prazo para o U.S CPI que é de 2,61% segundo disponibilizado no relatório da revista The Economist) = 2,6%