

- PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO / PUC-SP -

João Luiz Ferrari Filho

O Impacto da Desvalorização do Câmbio
no Final de 2008 sobre uma Amostra de Empresas Brasileiras
com Elevado Endividamento Externo

- MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA -

SÃO PAULO
2010

Livros Grátis

<http://www.livrosgratis.com.br>

Milhares de livros grátis para download.

- PONTIFÍCIA UNIVERSIDADE CATÓLICA DE SÃO PAULO / PUC-SP -

João Luiz Ferrari Filho

O Impacto da Desvalorização do Câmbio
no Final de 2008 sobre uma Amostra de Empresas Brasileiras
com Elevado Endividamento Externo

- MESTRADO EM ECONOMIA POLÍTICA -

Dissertação apresentada à Banca
Examinadora como exigência para
obtenção do título de MESTRE em
Economia Política, pela Pontifícia
Universidade Católica de São Paulo,
sob a orientação do Prof. Doutor César
Roberto Leite Silva

SÃO PAULO
2010



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Banca Examinadora



Resumo

O Impacto da Desvalorização do Câmbio no Final de 2008 sobre uma Amostra de Empresas Brasileiras com Elevado Endividamento Externo

João Luiz Ferrari Filho

O Objetivo do trabalho é mostrar como a disparada do dólar ocorrida durante a crise de 2008 afetou as empresas locais. Empresas que vinham apresentando resultados consistentes e expansão nos últimos anos tiveram que rever a capacidade de continuar com as operações e viram a capacidade de pagar as dívidas se deteriorar rápida e drasticamente. Portanto, a principal pergunta do trabalho é como e porque empresas que tinham uma estrutura de capital muito menos alavancada sofreram mais do que outras com a disparada do dólar. Qual o motivo que levou empresas do mesmo setor a apresentar resultados tão distintos como ocorreu com a SADIA e a JBS? Será que a estrutura de capital adotada ou a forma de financiamento foram fundamentais para que empresas sólidas tivessem problemas financeiros?

Para responder estas perguntas, foi selecionada uma lista de empresas de capital aberto que possuem endividamento em moeda estrangeira. Desta lista, as empresas foram separadas por setor, excluindo empresas do setor financeiro. Finalmente foi feita uma análise detalhada dos principais indicadores econômicos e financeiros, bem como da estrutura de capital da empresa. Interessante notar que não necessariamente empresas que possuíam um grau de alavancagem maior tiveram resultados piores durante a crise de 2008. Resultados negativos apresentaram-se muito mais atrelados às decisões estratégicas adotadas, como: uso indevido de derivativos, elevada exposição a fatores voláteis e descasamento cambial entre receita e passivo.

Palavras-Chave: Desvalorização Cambial, Estrutura de Capital e Derivativos



Abstract

O Impacto da Desvalorização do Câmbio no Final de 2008 sobre uma Amostra de Empresas Brasileiras com Elevado Endividamento Externo

João Luiz Ferrari Filho

The objective of the work is to show how the shot of the dollar that occurred during the 2008 crisis has affected local businesses. Companies that were showing consistent results and expansion in recent years had to change the capacity to continue the operations and saw the ability to pay debts to deteriorate quickly and dramatically. So the main question of this study is how and why companies that had a less leveraged capital structure suffered more than others with the surge of the dollar. What is the reason why companies in the same sector delivered results as different as occurred with the SADIA and JBS? Does the capital structure adopted or the form of financing were crucial for healthy companies have financial problems?

To answer these questions, we selected a list of publicly traded companies that have debts in foreign currency. From this list, companies were separated by sector, excluding financial sector companies. Finally a detailed analysis was made of leading economic and financial indicators and the company's capital structure. Interestingly, not necessarily companies that had a greater degree of leverage had worse results during the 2008 crisis. Negative results were more correlated to strategic decisions taken, such as improper use of derivatives, high exposure to volatile factors and currency mismatch between revenues and liabilities.

Keywords: Exchange Rate Devaluation, Capital Structure and Derivatives



Sumário

INTRODUÇÃO	8
CAPÍTULO 1 – A ATUAL CRISE FINANCEIRA E O EFEITO SOBRE O CÂMBIO	11
1.1 O INÍCIO DA CRISE: DESREGULAMENTAÇÃO E EXCESSO DE LIQUIDEZ	12
1.1 O ESTOURO DA BOLHA IMOBILIÁRIA	14
1.2 A CRISE DE CRÉDITO	15
1.3 O EFEITO DA CRISE SOBRE O CÂMBIO	19
1.4 O REAL AFETANDO O ENDIVIDAMENTO DAS EMPRESAS	22
CAPÍTULO 2 – REVISÃO BIBLIOGRÁFICA: ESTRUTURA DE CAPITAL, FORMAS DE FINANCIAMENTO E ANÁLISE DE EMPRESAS	23
2.1 ESTRUTURA DE CAPITAL	24
2.2 FORMAS DE FINANCIAMENTO	30
2.2.1 LUCROS RETIDOS	31
2.2.2 EMISSÃO DE AÇÕES	32
2.2.3 EMPRÉSTIMOS BANCÁRIOS	33
2.2.4 DEBÊNTURES	34
2.2.5 BONDS	35
2.3 ANÁLISE DE EMPRESAS	36
2.3.1 ANÁLISE HORIZONTAL (TEMPORAL)	38
2.3.2 ANÁLISE VERTICAL	39
2.3.3 ANÁLISE POR ÍNDICES	40
CAPÍTULO 3 – RESULTADOS OBTIDOS	47
3.1 SETOR DE BENS INDUSTRIAIS	50
3.1.1 MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS	51
3.1.2 MATERIAL DE TRANSPORTE	53
3.2 SETOR DE CONSUMO NÃO CÍCLICO	55
3.2.1 BEBIDAS	56
3.2.2 CARNES E DERIVADOS	58
3.2.3 SAÚDE	64
3.3 SETOR DE CONSUMO CÍCLICO	66
3.3.1 CONSTRUÇÃO E ENGENHARIA	67
3.3.2 MÍDIA	70
3.3.3 TRANSPORTE	73
3.4 SETOR DE MATERIAIS BÁSICOS	77
3.4.1 MINERAÇÃO	78
3.4.2 PETRÓLEO E GÁS	81
3.4.3 PETROQUÍMICOS	85
3.4.4 SIDERURGIA	88
3.5 SETOR DE UTILIDADE PÚBLICA	93
3.5.1 ÁGUA E SANEAMENTO	94
3.5.2 ENERGIA ELÉTRICA	96
3.5.3 TELEFONIA FIXA	101



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

CAPÍTULO 4 – ANÁLISE DOS RESULTADOS OBTIDOS	103
4.1 ANALISE POR ÍNDICES	104
4.2 ANALISE POR GRUPO	117
 CAPÍTULO 5 – CONCLUSÃO	 121
 REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	 125



INTRODUÇÃO



A crise que teve início no *subprime* norte-americano chegou ao Brasil atingindo diretamente as empresas e a situação econômica do país. O país que sofreu com a queda da demanda, redução nas exportações, queda na produção industrial e conseqüentemente queda do PIB sofreu também com a disparada do dólar e perdas com derivativos.

A idéia do trabalho é mostrar exatamente como a disparada do dólar afetou as empresas locais. Perdas com derivativos e perdas com variação cambial, afetaram diretamente o endividamento e o resultado final das companhias. Empresas que vinham apresentando resultados consistente e expansão nos últimos anos, tiveram que rever a capacidade de continuar com as operações e viram a capacidade de pagar as dívidas se deteriorar rápida e drasticamente. Portanto, a principal pergunta do trabalho é como e porque empresas que tinham uma estrutura de capital muito menos alavancada sofreram mais do que outras com a disparada do dólar. Qual o motivo que levou empresas do mesmo setor a apresentar resultados tão distintos como ocorreu com a SADIA e a JBS? Será que a estrutura de capital adotada ou a forma de financiamento foram fundamentais para que empresas sólidas tivessem problemas financeiros?

O intuito do trabalho não é abordar o motivo que levou a crise chegar onde chegou, mas é interessante mostrar resumidamente como que se iniciou a atual crise financeira e entender como ela chegou até o Brasil e qual o motivo que levou o real se desvalorizar frente ao dólar norte-americano.

Assim, no primeiro capítulo, o trabalho abordará resumidamente o motivo que levou a crise chegar onde chegou e qual o motivo que levou o real se desvalorizar frente ao dólar norte-americano.



O capítulo dois, abordará as principais formas de financiamento das empresas. Será abordado também a melhor forma de analisar a capacidade das empresas em honrar suas dividas e o efeito sobre o resultado da empresa.

O capítulo três mostrará a metodologia utilizada no trabalho para verificar o quanto a variação cambial afetou a situação financeira das empresas. Será utilizado uma amostra com todas as empresas de capital aberto que emitiram títulos de dívida em moeda estrangeira.

O quarto e o quinto capítulo mostrarão os resultados obtidos, analisando o balanço das empresas selecionadas. Casos extremos serão abordados. Por fim, o sexto capítulo trará a conclusão qual foi o principal fator que levou algumas empresas a ver sua capacidade em honrar as dividas se deteriorar tão drasticamente.



Capítulo 1 – A Atual Crise Financeira e o Efeito sobre o Câmbio



1.1 O início da crise: desregulamentação e excesso de liquidez

Em 28 de abril de 2004, os cinco maiores bancos de investimento norte-americano, juntos, submeteram voluntariamente a US Securities and Exchange Commission (SEC) regras para dar maior transparência e controle nas operações financeiras. Através destas regras, estes bancos de investimentos se tornaram capazes de utilizar modelos quantitativos desenvolvidos *in-house* para dimensionar o quanto de exposição líquida cada um era obrigado a ter. Estes bancos eram: Goldman Sachs, Morgan Stanley, Merrill Lynch, Lehman Brothers e Bear Stearns.

Em contra-partida, estes bancos conseguiram a extinção da *Net Capital Rule* das unidades de corretagem. A *Net Capital Rule* limitava o nível de alavancagem utilizado por um banco de investimento em no máximo 15 vezes o total do patrimônio líquido da instituição, dependendo da qualidade dos ativos.

A extinção da regra de alavancagem libertou bilhões de dólares que estavam em reserva. Juntamente com isso, o FED (*Federal Reserve*), após a crise das empresas de tecnologia ocorrida em 2000 iniciou uma série de redução na taxa de juros passando de 6,5% a 1,0% ao ano, trazendo liquidez aos mercados.

Nos anos que se passaram, o grau de alavancagem subiu rapidamente chegando a 33 vezes o patrimônio líquido, como no caso do Bear Stearns. A alavancagem permite uma maior capacidade de investimento, dado que o montante necessário para o investidor é muito inferior ao que o agente teria de dispor caso pretendesse adquirir a mesma quantidade de títulos no mercado à vista.

Esta mesma regulamentação “facilitada” foi concedida as principais seguradoras – GE, AIG e Ameriprise. Ao longo de sete anos, a AIG vendeu cerca de US\$ 500 bilhões de proteção via CDS (credit default swap), sendo pelo menos US\$ 64



bilhões atrelados a hipotecas de alto risco – *subprime*. No entanto, a AIG possuía apenas uma pequena fração deste total em caixa para honrar estas apostas. Um CDS é um contrato derivativo de crédito acordado entre duas partes, onde o titular paga um prêmio ao lançador. Este tem por obrigação pagar ao titular o valor acordado caso um determinado ativo financeiro entre em *default*. Enquanto o risco de *default* continuava baixo, as seguradoras ganhavam enorme quantidade de dinheiro, através do prêmio pelo seguro.

O excesso de liquidez pelo qual estava passando o mercado, fez com que bancos e agências hipotecárias emprestassem cada vez mais e de maneira menos restrita. Investidores inseguros quanto a performance dos investimento, buscaram em imóveis retornos cada vez mais garantidos. Quanto mais pessoas tomavam empréstimos, mais depósitos eram criados e mais se alimentava a bolha imobiliária.

A medida que aumentavam o número de tomadores de empréstimos, os preços dos imóveis subiam e este ciclo era estimulado pelo baixo custo de financiamento. A necessidade de encerrar esta bolha imobiliária fez com que o FED voltasse a subir as taxas de juros, que atingiram 5,0% ao ano em maio de 2005.

“Uma bolha especulativa ocorre quando os preços dos ativos negociados em um dado mercado sofrem uma forte valorização ou desvalorização sem que tal movimento reflita, de forma razoável, o “valor justo” desses ativos. Ou seja, as bolhas especulativas envolvem, em maior ou menor grau, um movimento artificial de preços”. (CASELANI, 2005)



1.1 O estouro da bolha imobiliária

Com a alta dos juros praticada pelo FED, o baixo custo de financiamento foi dando lugar a taxas cada vez maiores. O resultado foi uma queda drástica no preço dos imóveis, que caíram aproximadamente 20% no início de 2008. Neste momento, começaram a aparecer dividas hipotecárias superiores ao preço do próprio imóvel.

Até meados de 2008, a grande maioria das pessoas continuavam pagando as dividas hipotecárias. A inadimplência era ainda insuficiente para causar uma crise sistêmica.

O problema principal estava nos empréstimos concedidos pelos bancos a investidores e fundos de investimentos para comprar estas dividas securitizadas. Fundos de investimentos já alavancados distribuíam estas dividas através de produtos estruturados como o *Collateralized Debt Obligations* (CDOs).

O CDO é uma estrutura composta por um portfólio de direitos creditórios, podendo ser originado de operações de pessoa física ou jurídica nos segmentos financeiro, comercial, industrial, de arrendamento mercantil e de prestação de serviços. Estes direitos creditórios são então divididos em diversas classes ou *tanches*, de acordo com a tolerância ao risco. Geralmente, são divididos em três classes: *sênior* e *mezanino*, que receberão rating de crédito *investment grade* e o *equity*, destinada a quem está mais disposto a correr risco de crédito. No caso de inadimplência, a cota *sênior* é a primeira da fila a receber o principal mais os juros, seguida pela cota *mezanino* e por último o *equity*.

Submetidos a uma piora na situação econômica global, com aumento na inadimplência e iliquidez nos mercados, bancos, investidores e fundos de investimentos são obrigados a vender ativos a qualquer preço, desencadeando uma nova série de problemas.



1.2 A crise de crédito

Considere a seguinte hipótese: um fundo de US\$ 500 milhões que toma US\$ 2 bilhões emprestado para comprar CDOs. Com a queda no preço dos imóveis e o aumento de inadimplência, o valor dos investimentos passam a valer 5% menos. O valor total dos ativos passa a ser US\$ 2,375 bilhões, enquanto que o patrimônio do fundo cai para US\$ 375 milhões, queda de 25%. Neste momento, o banco que financiou o fundo solicita um colateral adicional de US\$ 100 milhões (*margin call*), ou a venda de parte dos ativos.

Forçado a vender parte dos ativos a qualquer preço, o fundo só consegue vender os ativos agora com 20% de desconto. A este novo preço, os ativos totais do portfólio já passam a valer apenas US\$ 2 bilhões e o patrimônio do fundo já foi totalmente dissipado. Neste novo cenário, o banco solicita uma nova chamada de margem de US\$ 500 milhões ou a vende integral dos ativos, que não conseguem ser vendidos com menos de 40% de desconto.

Este movimento que iniciou com a quebra do fundo Bear Stearns *High-Grade Structured Credit Strategies Fund*, contaminou o mercado elevando a chamada de margem a todos os demais agentes do sistema, não importando se o fundo ou investidor estava com problema ou não.

Ao contrário do que ocorreu com a quebra do LTCM, onde o FED obrigou os principais bancos a salvarem o fundo e evitar um colapso maior, desta vez o FED permitiu que cada banco agisse de forma individual. A medida que cada banco aumentava a chamada de margem com o intuito de se salvar, novos ativos eram obrigados a serem vendidos a preços muito descontados. Títulos de baixo risco de crédito como Coca Cola estava sendo negociado com 20% de desconto.



Assustados com as altas desvalorizações, investidores correram para resgatar suas aplicações, forçando ainda mais as vendas e reduzindo ainda mais a liquidez do mercado.

O resultado desta desalavancagem financeira fez com que todos os mercados e todos os ativos caíssem de forma acentuada, sem diferenciação de risco ou liquidez. *Bonds, equities, commodities* ou *funds* caíram na mesma magnitude.

Toda esta venda massiva de ativos foi um dos fatores que levou ao colapso recente. Uma outra peça fundamental por de trás do *credit crunch* foi o uso desregulamentado dos CDS.

O uso de CDS não é um problema, mas o uso sem nenhum controle de capital e nenhuma supervisão permitiu uma escalada significativa da exposição dos agentes. A medida em que a crise foi se deteriorando, investidores titulares de CDS perceberam que instituições lançadoras não tinham caixa para honrar todas as dívidas.

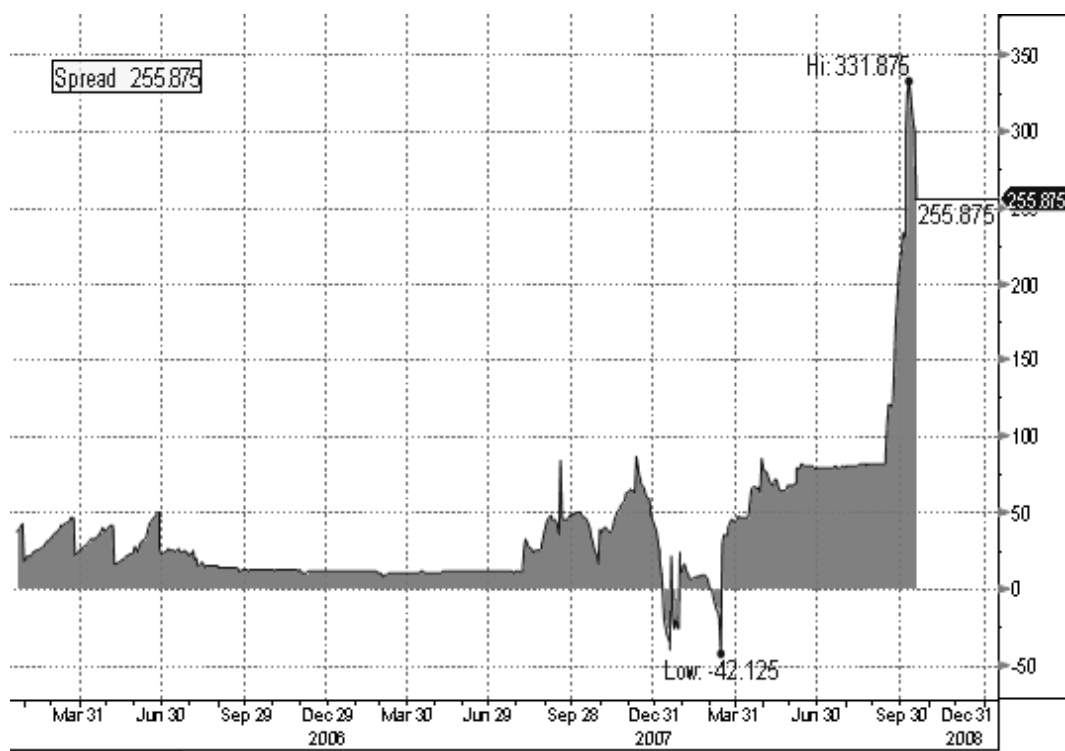
Entre os principais emissores de CDS estavam: Citigroup, Merrill Lynch, Wachovia, Lehman Brothers, Bear Stearns, Bank of America, Credit Suisse, UBS, Morgan Stanley e AIG. Quanto mais piorava o cenário e pior era a dificuldade dos bancos em honrar os CDS lançados, pior era a percepção dos investidores quanto a solidez destas instituições. Resultado, queda no preço das ações destes bancos.

Menor caixa e patrimônio depreciado afetaram a capacidade das instituições financeiras em emprestar recursos. Independentemente de quanto o Fed reduziu os juros, os bancos não conseguiram se adequar a nova realidade, não tendo capacidade para emprestar mais nada.



Em meados de setembro de 2008, com a quebra do Lehman Brothers, o pânico tomou conta. O depósito interbancário parou, devido ao medo e a incerteza que uma instituição tinha com relação a outra. O spread entre a taxa básica de juros e a taxa de empréstimo disparou, conforme pode ser observado no gráfico abaixo.

Figura 1: Diferencial entre a meta US Rate x Libor 3 Meses



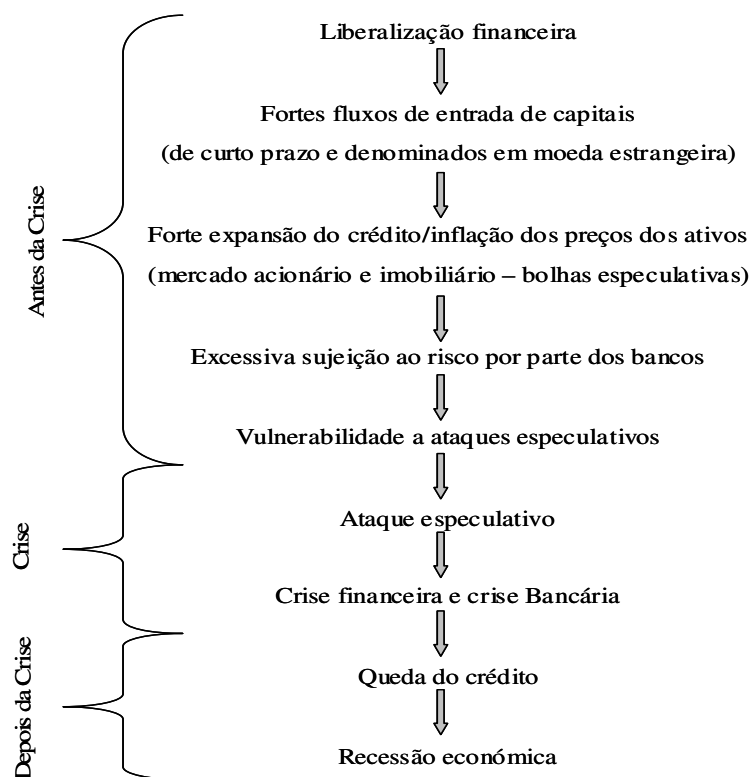
Fonte Bloomberg (2009)

A escassez de crédito atingiu as empresas e o cidadão comum. Empresas que necessitaram de financiamento para suas operações corriqueiras tiveram sua linha de crédito cortada, sendo obrigadas a se reestruturar ou fechar. O sistema foi levado a um maior nível de inadimplência, realimentando o ciclo.



Basicamente, esta crise como as demais crises financeiras tiveram origem a partir de um excesso de liquidez, que acompanhado de pouca regulamentação deixou o sistema mais vulnerável a investidores e especuladores. A figura abaixo demonstra de forma resumida como e porque ocorreu esta crise de crédito.

Figura 2: Dinâmica de Uma Crise Financeira



Fonte: Mishkin apud Ricardo (2003)



1.3 O efeito da crise sobre o câmbio

“A instabilidade é inerente ao contexto de crescente internacionalização e integração das finanças, onde predomina as operações com títulos facilmente negociáveis. Os choques são facilmente transmissíveis através das fronteiras e, assim, manifestam-se nos mercados cambiais, mercados de capitais e de crédito, resultando em fortes flutuações nos preços dos ativos e das taxas de câmbio” (Griffith- Jones, 1998).

As taxas de juros, as taxas de câmbio e os preços das ações nos diferentes países estão estreitamente inter-relacionados e os mercados financeiros globais exercem uma tremenda influência sobre as condições econômicas.

Geralmente, quando ocorre uma crise financeira em um determinado país, existe uma corrida dos investidores pela venda de ativos domésticos, resultando em uma forte saída de capital e forte depreciação cambial. Foi assim que ocorreu nas últimas grandes crises econômicas.

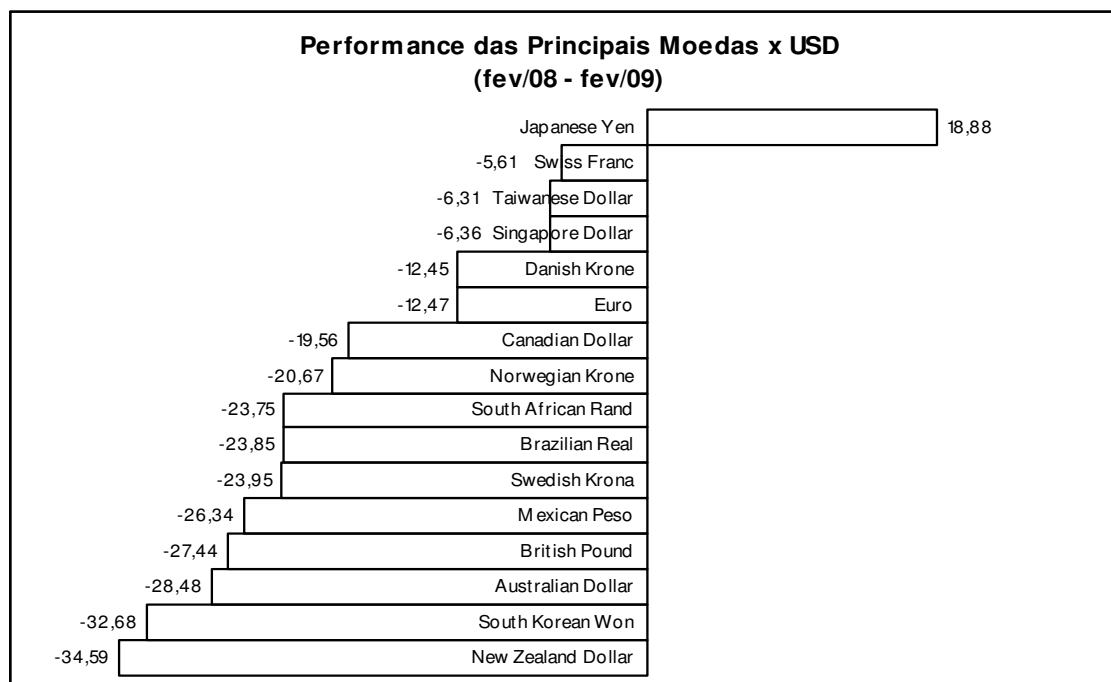
Durante a crise da Ásia, por exemplo, segundo Canuto (2000), de junho a dezembro de 1997, a rúpia da Indonésia depreciou-se em mais de 140% em relação ao dólar, o baht tailandês e o won coreano tiveram quedas acima de 80%, enquanto o ringgit da Malásia e o peso filipino se desvalorizaram em torno de 50%.

No entanto, o efeito desta crise em relação ao câmbio foi contrária ao que vinha acontecendo. A crise que teve sua origem nos EUA, apresentou uma característica diferente em relação ao câmbio. Ao invés do dólar se desvalorizar frente as outras moedas, ele valorizou em média 20% frente as principais moedas do mundo, ficando atrás apenas do iene, conforme pode-se observar na tabela abaixo.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Figura 3: Performance das principais moedas



Elaborado pelo Autor, Fonte Bloomberg (2009)

Este comportamento “anormal” do dólar foi verificado devido ao movimento dos investidores de se desfazerem das posições de *carry trade* tomadas anteriormente. Em momento de liquidez do mercado, investidores aproveitam os baixos juros cobrados no Japão e EUA para tomar dinheiro emprestado e investir em ativos de outros países mais arriscados e de rendimento maior. Este movimento é chamado de *carry trade*.

Quando investidores estão com problema, eles vendem o que conseguem a qualquer preço, independente se eles querem ou não vender. A queda no preço dos ativos faz com que a operação de *carry trade* se torne desastrosa. A medida em que os agentes se desfazem dos investimentos e recomparam dólar e iene, aumenta ainda mais a pressão sobre o *carry trade*. A capacidade do ganho na diferença entre os juros cobrados pelo EUA e Japão e os juros pagos nos outros países, passa a ter pouco valor quando a relação cambial se inverte.

De acordo com o State Street Global Markets, investidores americanos detinham mais de \$ 5 trilhões em ações estrangeiras, tendo que repatriar este capital.

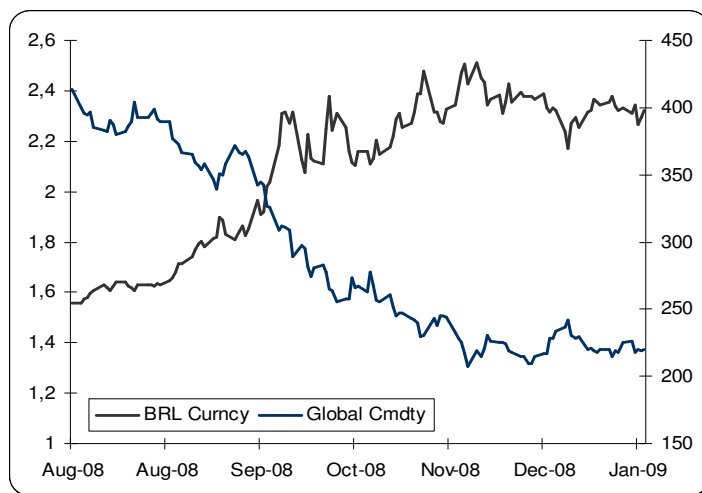


Quanto mais investidores levavam o dinheiro de volta para os EUA e Japão, mais apreciado ficava a moeda destes dois países em relação aos demais.

No caso do Brasil, a moeda sofreu ainda mais devido à:

- Alta liquidez dos mercados, se comparado ao restante dos mercados emergentes. A liquidez apresentada no mercado brasileiro facilitou a necessidade de venda dos ativos por parte dos investidores estrangeiros. A medida em que os investidores iam se desfazendo de suas posições, pressionavam o real para mandar suas divisas de volta para casa.
- Queda no preço das *commodities*. O Brasil ainda é visto como um grande fornecedor de commodities, e portanto a perspectiva dos investidores quanto ao comportamento da economia brasileira possui uma alta correlação com o preço das *commodities*. Durante esta crise, o preço das commodities foi bastante pressionado devido a forte redução na atividade econômica global, e como consequência, afetou diretamente os mercados locais. Abaixo segue um gráfico que mostra o movimento da desvalorização do real frente à queda no preço das *commodities*.

Gráfico 1: Global Commodity x Real / Dólar



Elaborado pelo Autor; Fonte: Banco Central, Reuters (2009)



1.4 O Real afetando o endividamento das empresas

Com a forte desvalorização do Real, empresas que possuíam endividamento em dólar viram o seu endividamento seguir o mesmo movimento. Empresas sólidas passaram a ter dificuldade em honrar suas dívidas. E, para piorar a situação financeira das companhias, algumas empresas sofreram perdas enormes com derivativos cambiais.

Os próximos capítulos demonstrarão o que levou as empresas adquirirem o financiamento externo e o efeito que isto levou sobre o resultado das empresas.

O capítulo dois, abordará as principais formas de financiamento das empresas. Será abordado também a melhor forma de analisar a capacidade das empresas em honrar suas dívidas e o efeito sobre o resultado da empresa.

O capítulo três mostrará a metodologia utilizada no trabalho para verificar o quanto a variação cambial afetou a situação financeira das empresas. Será utilizado uma mostra com todas as empresas de capital aberto que emitiram títulos de dívida em moeda estrangeira.

O quarto capítulo mostrará o resultado obtido, analisando a média das empresas analisadas. Casos extremos também serão abordados.

Por fim, o quinto capítulo trará a conclusão se é ou não interessante para as empresas locais se financiarem em outras moedas.



**Capítulo 2 – Revisão Bibliográfica: Estrutura de Capital,
Formas de Financiamento e Análise de Empresas**



2.1 Estrutura de capital

Um dos principais debates acadêmicos é qual deve ser a estrutura adequada de capital para as empresas. Neste debate inclui perguntas como: Qual a importância da estrutura de capital? Qual a proporção adequada de recursos de terceiros e recursos próprios? Qual o melhor tipo de endividamento para a empresa?

Este capítulo visa mostrar as diferentes teorias que existiram ao longo do tempo e tentar responder a estas perguntas.

A definição de estrutura de capital consiste na relação entre dívida e patrimônio líquido utilizados no financiamento dos ativos da empresa.

Um dos primeiros e principais artigos elaborado a abordar este tema foi preparado por Modigliani e Miller em 1958. Para os autores, “em um mercado perfeito, o valor da empresa não é afetado pela sua estrutura de capital”. Isto ocorre, porque em um mercado perfeito, toda informação esta disponível e não existe limitação de recursos para ambas as partes. O mercado perfeito consiste em:

- Inexistência de impostos;
- Ausência de custos de transação (ex: corretagem)
- Ausência de custos de falência
- Indivíduos e empresas podem contrair empréstimos a uma mesma taxa livre de risco, pois toda dívida é risk-free
- Ausência de assimetria de informações

Neste primeiro momento, o financiamento é apenas tratado como a maneira de possibilitar o investimento. Portanto, o nível de endividamento é irrelevante. O risco mencionado reflete somente o risco da atividade operacional e não o risco do capital próprio. Isso só é possível admitir quando o custo de capital é livre de risco.



Ou seja, o valor da empresa não depende da forma de como ela é financiada, já que o custo de captação é igual a taxa livre de risco para qualquer forma de financiamento.

Cabe ressaltar que nesta teoria inicial de Modigliani e Miller, a premissa que suporta a proposição de que o valor da empresa não se altera conforme a estrutura de capital, é o fato de o custo de captação não variar em função do endividamento da empresa. Entretanto, na prática isto não se comprova.

Ainda em 1958, Modigliani e Miller desenvolveram uma segunda proposição que é a seguinte: o retorno esperado do patrimônio líquido é crescente em função do endividamento multiplicado pelo spread entre o custo próprio e o custo do endividamento.

O uso de endividamento representa um risco adicional para o acionista, e portanto, o retorno exigido pelos acionista aumenta. Portanto, o custo de capital próprio será maior a medida em que se aumenta a alavancagem da empresa.

Apesar do custo do endividamento ser menor que o custo de capital próprio, este é contrabalanceado pelo aumento no custo do capital próprio. Desta maneira, o custo de financiamento permanece em equilíbrio. Assim, o valor da empresa não é alterado pela estrutura de capital. Na verdade, o acionista apenas esta gerando retorno através do aumento de risco e não aumentando o valor da empresa.

Já em 1963 Modigliani e Miller desenvolveram uma nova proposição sobre a estrutura de capital ideal. Nesta proposição, eles concluíram que sob a existência de imposto sobre o lucro, o nível ótimo de endividamento é de 100%.

Isto ocorre porque o valor total da empresa é favorecida pelo benefício fiscal da dívida. Em um cenário onde os juros da dívida são dedutíveis de imposto de



renda, a empresa se beneficia além dos fluxos do ativo líquido dos impostos, recursos provenientes do benefício fiscal sobre a dívida.

Desta forma, o custo da dívida na presença de impostos é menor ao verificado na ausência do mesmo. Assim, se os impostos correspondem a uma parcela menor do fluxo de caixa da empresa, sobrarão mais recursos para os investidores. Portanto, o custo de captação se reduz a medida em que a empresa se alavanca.

Na prática, o uso integral de capital de terceiros não parece real. A utilização de dívida exerce pressão sobre a empresa. Se os pagamentos de juros e obrigações não forem feitos, os credores podem requerer a concordata ou falência da empresa. Quando isto ocorre, a propriedade dos ativos pode ser transmitida aos credores.

Quando compromissos com fornecedores e credores são quebrados ou honrados com dificuldade ocorre o que chama-se de insolvência financeira, segundo Myers (1984). O caso extremo da insolvência financeira é a falência. Uma empresa entra em falência quando o valor de seus ativos seja menor ou igual ao valor de suas dívidas.

Portanto, um dos limites ao endividamento das empresas advém dos custos de insolvência financeira. À medida em que uma empresa utiliza mais capital de terceiros, a probabilidade de que os compromissos com os credores não sejam cumpridos aumenta.



Pode-se destacar custos diretos e indiretos de falência:

Custos Diretos de Falência

- Custos legais e administrativos associados à falência;
- Resolução de litígio geralmente é demorada, deteriorando instalações e postergando manutenção de equipamentos.

Custos Indiretos de Falência

- Custos para evitar um processo de falência;
- Redução na capacidade de operação, devido à: 1- problema de insolvência pode cortar crédito da empresa; 2- empregados de confiança podem perder seus empregos; 3- cortes nos investimentos; 4- perda de vendas; 5- aumento no custo da dívida;

O montante total do custo de insolvência financeira depende do valor dos custos diretos e indiretos da insolvência e da probabilidade de insolvência. Quanto maior o endividamento maior o custo de insolvência. Já a probabilidade de falência depende do grau de alavancagem da empresa e da volatilidade dos retornos do investimento.

Assim, o custo de dificuldade financeira (CDF) pode ser representado por:

$$\text{CDF} = (\text{probabilidade de falência} \times \text{custo direto de falência}) + \text{custos indiretos}$$

A utilização de endividamento traz consigo também um potencial conflito de interesses entre acionistas e credores. Trata-se de um problema relacionado à Teoria da Agência, que foi descrita por Jensen e Meckling em 1976.

O problema da agência ocorre quando o bem-estar de um agente depende de decisões tomadas por um outro agente. No caso da empresa, a relação entre credores e acionistas é um caso típico de agência, pois o gerenciamento da empresa tende a tomar decisões que beneficiam os proprietários em detrimento dos credores.

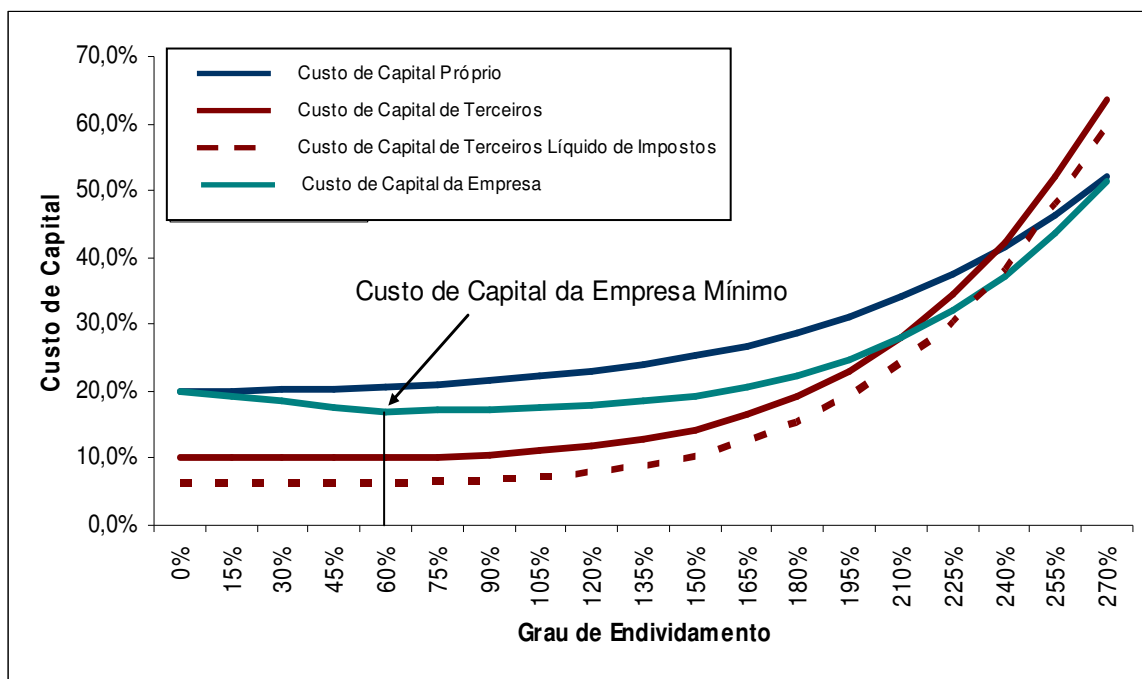


Para exemplificar, imagine: Uma empresa inicialmente contrata um volume pequeno de endividamento. Esta dívida inicial apresenta um risco pequeno e, portanto, a taxa de juros cobrada é relativamente baixa. Posteriormente a empresa contrata um novo financiamento. Isto aumenta o risco de todos os credores, causando aumento na taxa de juros. Este aumento da taxa de juros provoca uma perda de capital para os credores iniciais.

Um outro exemplo seria: Após a contratação de um financiamento, uma empresa reestrutura seus ativos de modo a aumentar o retorno e o risco, adotando estratégias mais arriscadas. Se tudo correr bem, os acionistas se beneficiam do retorno maior, caso contrário as perdas ficam a cargo dos credores.

O risco inerente a utilização de capital de terceiros fica demonstrado no gráfico abaixo.

Gráfico 2: Grau de Endividamento x Custo de Capital da Empresa

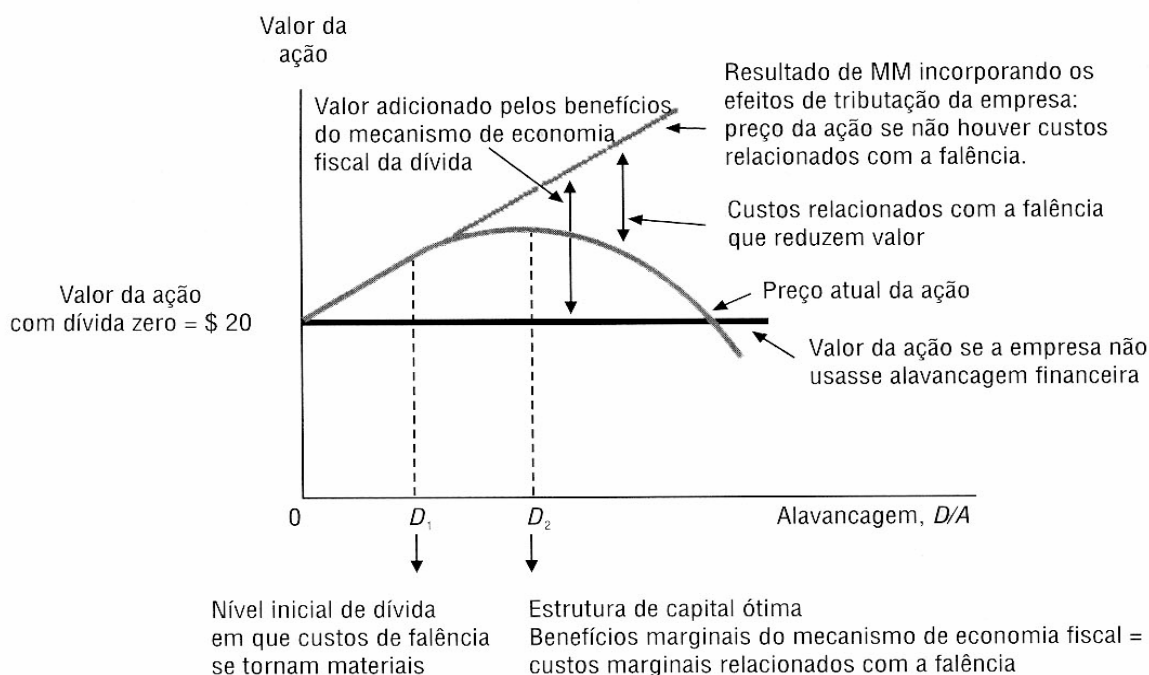


Elaborado pelo Autor (2009)



No gráfico acima podemos verificar que existe um nível ótimo de endividamento que é menor que 100%. O nível ótimo de endividamento depende dos custos de insolvência financeira e do benefício fiscal. Portanto, pode-se concluir que existe um nível ideal de endividamento que gera valor a empresa, conforme demonstrado na figura abaixo. A este uso de dívidas combinado com o efeito dos custos de falência, resultou na chamada teoria do *trade-off*, inicialmente descrita por Kraus e Litzenberger em “A State-Preference Model of Optimal Financial Leverage” de 1973.

Figura 4: Efeito da Alavancagem sobre o Valor da Ação



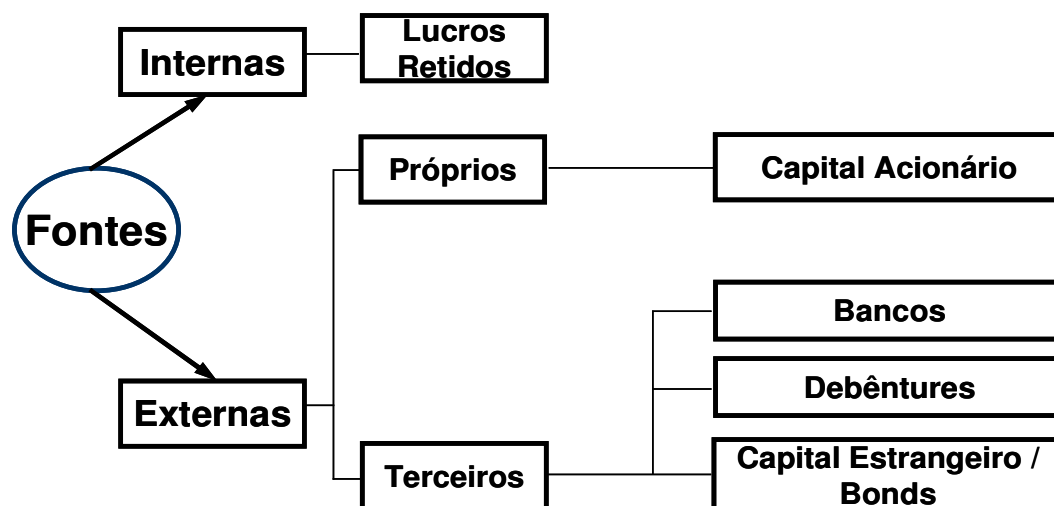
Fonte: Brigham e Houston (1999)



2.2 Formas de Financiamento

Uma empresa pode se financiar basicamente com as seguintes opções:

Figura 5: Formas de Financiamento



Elaborado pelo Autor (2009)

Segundo Myers (1984) as empresas costumam financiar seus investimentos seguindo uma ordem: recursos próprios, endividamento, emissão de títulos e por último emissão de ações. Esta teoria é chamada de *pecking order*.

Apesar de se contrapor a teoria do *trade off*, que afirma que as empresas precisam se endividar para atingir o ponto ótimo da estrutura de capital, Myers enfoca que a assimetria de informação influencia as decisões de financiamento das companhias.

As implicações por trás desta teoria são de que no caso do empréstimo, os financiadores elevarão o custo de capital devido ao conflito de interesse demonstrado na Teoria de Agência; e no caso do mercado de capitais, os gerentes da empresa por possuírem informações privilegiadas da situação financeira da empresa, optam por se financiar via emissão de ações somente quando a empresa esta valorizada. Como os investidores são racionais, antecipam esta ação e descontam o valor da empresa.



2.2.1 Lucros Retidos

Uma das principais fontes de financiamento de uma empresa é utilizar da parcela do lucro retido após o pagamento de impostos e que não é distribuída através de pagamento de dividendos.

A principal vantagem em se utilizar o lucros retidos para financiar um projeto é o baixo custo de capital. Segundo Pascual (2001) é uma fonte de capital que proporciona maior solidez a estrutura financeira da empresa, além de ser a única opção quando a rentabilidade do investimento for inferior ao custo de capital de terceiros disponível.

Em contrapartida, o montante de lucros retidos pela empresa esta vinculado à política de dividendos da empresa, e esta pode alterar o valor da companhia.

Segundo Modigliani e Miller (1961) o valor da empresa é determinado apenas por sua capacidade de geração de lucro e pelo risco do negócio, dependendo somente da renda produzida por seus ativos e não de como esta renda é dividida entre dividendos e ganhos retidos. Conforme descreve os autores, qualquer acionista pode construir sua própria política de dividendos, pois pode vender ações se precisar de dinheiro ou comprar ações adicionais.

Já Gordon (1963) e Lintner (1962) argumentam que o custo do capital próprio reduz à medida em que a taxa de dividendos aumenta, pois os investidores estarão menos propícios a receber ganho de capital graças aos ganhos com dividendos. Neste caso, o *dividend yield* é menos arriscado que o crescimento.

Por fim, Horne (1984) alega que investidores preferem baixos dividendos já que:

- Ganhos de capital possuem menores taxas de impostos que dividendos;
- Os impostos sobre ganhos de capital somente são pagos quando as ações são vendidas, representando uma vantagem quando considera-se o valor do dinheiro no tempo.



2.2.2 Emissão de Ações

Apesar de Myers classificar como sendo a última opção para uma empresa, emitir novas ações pode trazer algumas vantagens a companhia. Lameira (2003) acredita que os custos de captação no mercado de capitais são geralmente menores que os recursos captados no sistema financeiro. Borges (2007) adiciona a esta visão dois novos fatores:

- Melhora a imagem da empresa. O aumento da transparência e confiabilidade exigida torna-se um diferencial competitivo, facilitando novos negócios e ganhando reconhecimento e espaço no mercado;
- Possibilita a empresa reter os melhores funcionários por meio de recompensas com planos de opção e incentivo a profissionalização, devido a possibilidade de eleição do novo conselho de acionistas.

Seguindo a mesma linha de pensamento de Myers, Neto (2003) reforça algumas desvantagens quanto a emissão de ações:

- Distribuição obrigatória de dividendos: pagamento de parte do lucro da empresa à entrada de novos acionistas na empresa;
- Levantamento e publicação periódica de informações ao mercado: faz com que as empresas concorrentes, que continuam fechadas, tenham acesso as informações relativas à situação econômica e financeira da empresa que abriu o capital;
- Elevação dos custos administrativos com a criação de departamento de relações com o mercado.

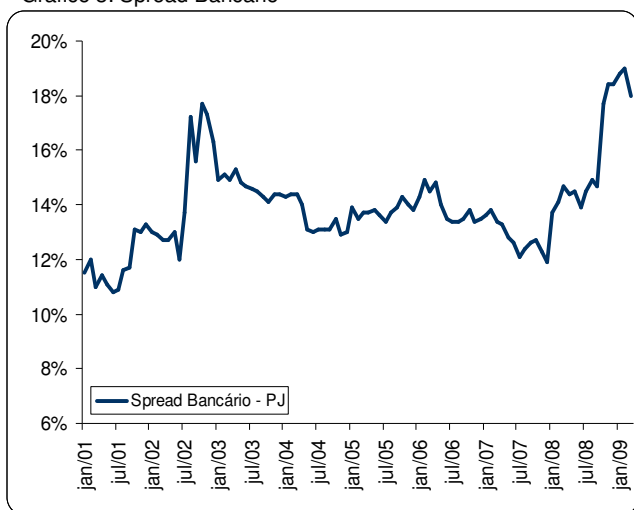


2.2.3 Empréstimos bancários

Conforme já mencionado no trabalho, um dos principais benefícios do empréstimo bancário é o fato dos juros da dívida serem dedutíveis de imposto de renda. Além do que a alavancagem financeira permite que a empresa realize bons investimentos mesmo que ela não consiga realizá-los com capital próprio.

Em contrapartida, além de ser uma fonte mais arriscada de capital, o crédito no Brasil é ainda restrito e caro. Abaixo segue um gráfico mostrando spread cobrado às empresas no Brasil.

Gráfico 3: Spread Bancário



Bacen (2009)

Segundo um estudo elaborado pelo Banco Central, *Juros e Spread Bancário*, “o spread nas operações de crédito podia ser decomposto em dezembro de 2006 por: 16,9% em custo administrativo; 15,9% impostos; 43,4% inadimplência; 4,7% compulsório e 19% de margem líquida do banco.

Como estratégia de redução do spread bancário, o BC vêm atuando em dois focos principais:

- Promoção de maior transparência e concorrência no mercado de crédito;
- Aumento da segurança jurídica dos contratos, permitindo que os bancos minimizem as perdas associadas à inadimplência.



2.2.4 Debêntures

Debênture é um valor mobiliário emitido pelas sociedades anônimas, representando uma fração de um empréstimo. Cada debênture oferece ao debenturista idênticos direitos de crédito contra a empresa.

A finalidade desse tipo de financiamento é de satisfazer as necessidades financeiras das companhias, evitando eventuais dificuldades em obtenção de crédito. Além disso, a emissão de debêntures permite a empresa captar recursos de longo prazo sem alterar o controle acionário.

As debêntures remuneram o investidor, podendo variar de acordo com cada emissão :

- Taxa de juros prefixada;
- TR – Taxa Referencial ou TJLP – Taxa de Juros de Longo Prazo;
- Taxas flutuantes (Anbid, DI e Selic);
- Taxa de juros fixa e cláusula de atualização com base em índice de preços.

O custo para a empresa de emissão de uma debênture esta diretamente relacionada à percepção do mercado quanto ao seu risco de crédito. Basicamente, o retorno esperado pelo mercado pode ser representado pela seguinte equação

$R_d = I_{RF} + Inf_E + RC + PL + PT$, onde:

R_d = Taxa de retorno requerida;

I_{RF} = Taxa de Juros Real Livre de Risco;

Inf_E = Prêmio pela Inflação Esperada;

RC = Prêmio pelo Risco de Crédito

PL = Prêmio pela Liquidez

PT = Prêmio pelo Prazo da Operação



2.2.5 Bonds

Tanto Bonds quanto debêntures são títulos de dívida emitidos por um sociedade anônima com objetivo de captar recursos de longo prazo para em geral, financiar investimentos ou alongar o prazo da dívida.

A principal diferença entre Bonds e debêntures consiste nas características da emissão. Enquanto que as debêntures são destinadas ao mercado local, os Bonds são emitidos em moeda estrangeira no mercado internacional.

O principal motivo que leva as empresas buscarem fontes de captação fora do Brasil ocorre devido a falta de liquidez do mercado local. O mercado brasileiro de títulos privados, medido como percentual do PIB, é pequeno quando comparado a média dos países desenvolvidos e mesmo com a média de outros mercados emergentes (Beck, 2000). No caso do Brasil em específico, a maioria das empresas tem dificuldade de acesso ao crédito a um custo razoável.

O estoque de títulos domésticos representava 9,6% do PIB no Brasil em 2004, bem abaixo da média dos países desenvolvidos que é de 40%, segundo pesquisa do Banco Mundial.

No Brasil, os títulos privados de renda fixa são predominantemente de curto prazo (Beck, 2000), enquanto que a percentagem de títulos de dívida internacional de com prazos de vencimento de até uma ano é baixa, pois em geral a dívida externa é de longo prazo, como por exemplo Br Malls, Net Serviços, Lupatech e Rede Energia, cuja emissão é perpétua.



2.3 Análise de Empresas

Uma das principais discussões que existe no meio acadêmico refere-se quanto a melhor maneira de se analisar uma empresa. As duas principais linhas de debate são: Análise Técnica e Análise Fundamentalista.

A Análise Técnica parte do pressuposto que os preços de um determinado ativo não se move de forma aleatória. O movimento dos ativos possuem uma tendência repetitiva e identificável. Esta premissa está sustentada sobre três princípios básicos: 1- toda informação esta refletida no preço do ativo; 2- movimentos de mercado são repetitivos, devido a natureza humana de reagir similarmente à situações padrões; e 3- O movimento ocorre em tendências e estas persistem ao longo do tempo.

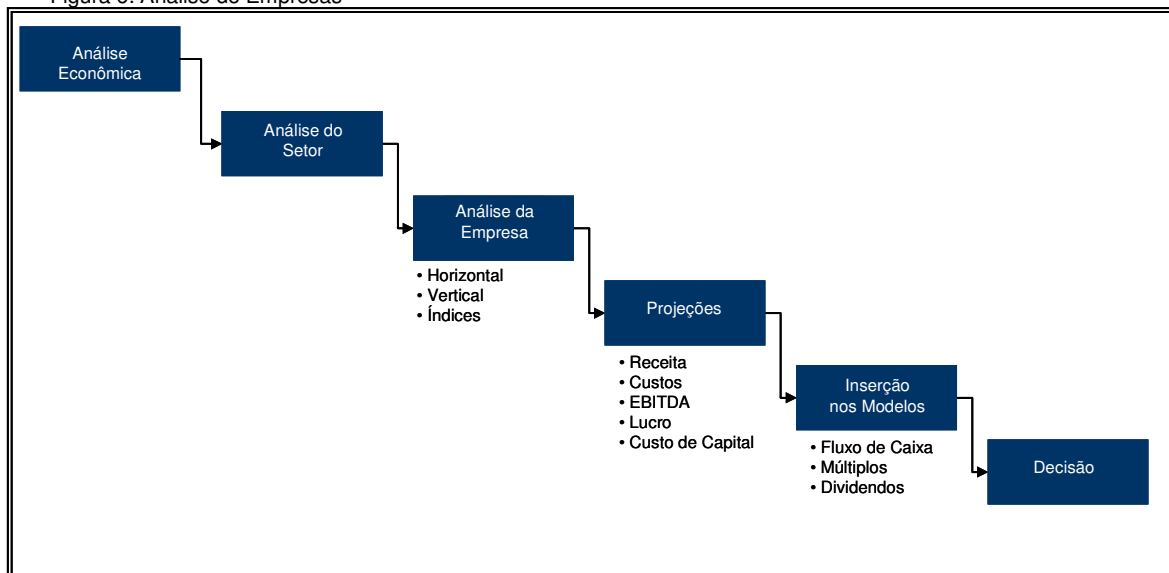
Neste sentido, a Análise Técnica tem como principal objetivo determinar mudanças nos movimentos principais ou de longo prazo do mercado. Após o começo destes movimentos de longo prazo, presume-se que ele dure até que seja revertido. A análise técnica preocupa-se, portanto, com a direção do movimento, não com sua amplitude.

Como o objetivo deste trabalho não é observar o comportamento dos preços de um ativo ao longo do tempo, o foco do trabalho estará voltado na Análise Fundamentalista.

Ao contrário da Análise Técnica que se baseia no estudo de preços da ação, a Análise Fundamentalista busca entender a situação financeira e econômica de uma empresa. A Análise Fundamentalista interpreta dados obtidos através dos principais demonstrativos financeiros e os diversos dados e informações referentes ao setor econômico e a conjuntura econômica.

Os principais passos de uma análise fundamentalista consistente em:

Figura 6: Análise de Empresas



Elaborado pelo Autor (2009)

Para efeito deste trabalho nenhuma projeção será utilizada. O objetivo do trabalho não é chegar ao valor justo da empresa, portanto não será abordado nenhum conceito de modelo de análise de empresa. Conceitos como fluxo de caixa descontado, modelo de Gordon, CAPM, entre outros não serão utilizados para avaliar o efeito cambial sobre a situação financeira da empresa. Para analisar o efeito da variação cambial sobre a situação financeira da empresa, o trabalho utilizará apenas dados passados obtidos nos demonstrativos financeiros e conceitos de análise horizontal, análise vertical e análise através de índices.

Com relação ao custo de capital da empresa, o único custo que será abordado no trabalho é o custo da dívida, porque este é o único custo que será impactado pelo efeito cambial sobre o endividamento da empresa. Neste trabalho, o custo do capital próprio não influenciará no resultado obtido, sendo assim, não será necessário abordar também o conceito de WACC (*Weighted Average Cost of Capital*).



2.3.1 Análise Horizontal (Temporal)

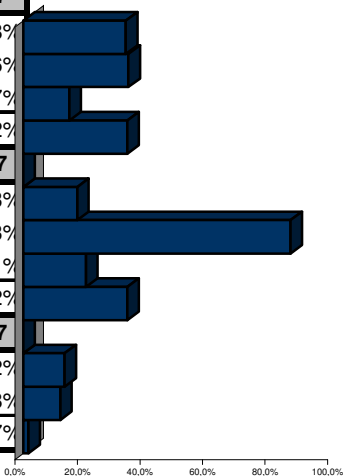
O objetivo da Análise Horizontal consiste em verificar a evolução de cada conta contábil em relação a um ano base. Com isso, a Análise Horizontal permite observar a evolução das contas das demonstrações financeiras e concluir sobre como a empresa vem se comportando ao longo dos tempos.

Nesta análise, os elementos comparados são homogêneos e os períodos de avaliação são diferentes, sendo assim necessário de pelo menos dois períodos para efeito de comparação.

Observa-se o seguinte exemplo da empresa USIMINAS:

USIMINAS

Ativo	dez-08	dez-07	Var 08/07
Ativo Circulante	11.898,80	8.962,93	32,8%
Realizável a LP	15.681,25	11.735,82	33,6%
Ativo Permanente	10.339,71	9.011,41	14,7%
Ativo Total	27.580,05	20.698,75	33,2%
Passivo	dez-08	dez-07	Var 08/07
Passivo Circulante	4.419,79	3.769,39	17,3%
Exigível a LP	8.044,78	4.340,95	85,3%
Patrimônio Líquido	15.115,48	12.588,41	20,1%
Total Passivo	27.580,05	20.698,75	33,2%
Dem. de Resultado	12M 2008	12M 2007	Var 08/07
Receita	15.706,53	13.875,59	13,2%
EBIT	4.978,03	4.451,58	11,8%
Lucro Líquido	3.224,43	3.171,90	1,7%



Através da Análise Horizontal, pode-se perceber que a conta que apresentou maior crescimento de um ano em relação ao outro foi o Exigível a Longo Prazo. Analisando detalhadamente o balanço, percebe-se que o que mais influenciou esta conta foi o fato da empresa possuir 64% da dívida em moeda estrangeira, sendo que 84% do total do endividamento possui um vencimento de longo prazo.

Ou seja, o efeito cambial teve um impacto significativo no endividamento da empresa.



2.3.2 Análise Vertical

No exemplo acima, se tivesse sido utilizado apenas a Análise Horizontal, não teria como perceber qual o fator que mais impactou a conta de Exigível a Longo Prazo da USIMINAS. Por este motivo faz-se necessário o uso de outras metodologias de análise.

A Análise Vertical relaciona um elemento ao grupo em que ele faz parte. Conhecida também como análise da estrutura, ela difere da Análise Horizontal por envolver elementos homogêneos relativos a um mesmo exercício. Esta análise mostra a importância de um determinado fator no conjunto do qual faz parte.

Resumindo, o objetivo da Análise Vertical é dar importância ao que é de fato importante, permitindo verificar se há algum item fora do padrão.

USIMINAS

Ativo	dez-08	%
Caixa	165,61	1,4%
Aplicações Fin. CP	2.758,63	23,2%
Ativo Circulante	11.898,80	43,1%
Aplicações Finan. LP	2.121,98	13,5%
Realizável a LP	15.681,25	56,9%
Ativo Permanente	10.339,71	37,5%
Ativo Total	27.580,05	-
Passivo	dez-08	%
Contas a Pagar	1.102,41	24,9%
Dívida de Curto Prazo	1.088,34	24,6%
Passivo Circulante	4.419,79	16,0%
Dívida de Longo Prazo	5.602,92	69,6%
Exigível a Longo Prazo	8.044,78	29,2%
Patrimônio Líquido	15.115,48	54,8%
Total Passivo	27.580,05	-
Demonstração de Resulta	12M 2008	%
Receita BRL	13.512,39	86,0%
Receita USD	2.194,14	14,0%
Receita	15.706,53	-
Custo Mercadoria Vendida	9.698,39	61,7%
EBIT	4.978,03	31,7%
Despesas Financeiras	1.187,90	7,6%
Lucro Líquido	3.224,43	20,5%

Através da Análise Vertical é possível observar que a conta mais relevante no Exigível a Longo Prazo para a USIMINAS é a Dívida de Longo Prazo, que corresponde a 69,6% do total do grupo. Ou seja, se houve um aumento significativo na conta Exigível a Longo Prazo, o principal responsável é a dívida de Longo Prazo.

Desta forma, pode-se perceber que as conclusões da Análise Horizontal devem ser complementadas pelas da Análise Vertical. Ou seja, devem ser usadas como uma só técnica.



2.3.3 Análise por Índices

A análise por índices relaciona dois elementos heterogêneos de um mesmo exercício. Esta análise é utilizada principalmente para evidenciar a capacidade de solvência, a rentabilidade e a rotação da atividade de uma determinada empresa.

Para Foster (1988), as razões para estudar dados em forma de índices são: 1- comparação de empresas em uma determinada data ou ao longo do tempo; 2- tornar dados mais consistentes para o uso de análises estatísticas; 3- explorar alguma regularidade empírica via predição de uma variável de interesse; e 4- provar uma determinada teoria.

São quatro os principais grupos possíveis de ser analisado pela Análise por Índices:

- Liquidez: Mostra a capacidade da empresa em saldar seus compromissos;
- Endividamento e Estrutura de Capital: Mostra o grau de risco financeiro;
- Atividade: Indica os prazos médios da atividade operacional;
- Rentabilidade: Mostra o retorno da empresa com relação ao ativo e ao patrimônio líquido.

Nem todos os índices são significativos na análise desenvolvida neste trabalho. Indicadores de atividade por exemplo não influenciam na análise de endividamento de uma empresa. Portanto, apenas os indicadores utilizados serão especificados neste trabalho.



Índices de Liquidez:

- Índice de Liquidez Corrente:

$$ILC = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Utilizado para avaliar a capacidade de pagamento de obrigações de curto prazo através dos bens e créditos circulante. Quanto maior este indicador, maior a capacidade da empresa em honrar as dívidas de curto prazo. No exemplo de USIMINAS, a liquidez corrente encontra-se em 2,69, indicando a boa capacidade da empresa em honrar as obrigações de curto prazo.

- Índice de Liquidez Imediata

$$ILI = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Utilizado na avaliação do nível de recursos que são mantidos para o cumprimento das obrigações imediatas. Quanto maior, mais precavida a empresa se encontra para honrar alguma eventualidade. No caso de USIMINAS, o indicador encontra-se em 0,66. Mesmo sendo abaixo de 1, indica uma boa capacidade de caixa.

- Índice de Liquidez Geral

$$ILG = \frac{\text{Ativo Circulante} + \text{Realizável a LP}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a LP}}$$

Mostra a capacidade de pagamento da empresa de todas as obrigações, tanto de curto quanto de longo prazo. Caso a empresa possua este indicador inferior a 1, a empresa estará financiando aplicações do permanente com recursos de terceiros, o que pode gerar dificuldades de pagamento das obrigações. A liquidez geral de USIMINAS é de 2,21.



Índices de Endividamento e Estrutura de Capital:

- Índice de Endividamento Geral:

$$\text{IEG} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a LP}}{\text{Ativo Total}}$$

Mede a proporção dos ativos totais financiada por capital de terceiros. Quanto maior o índice, maior o montante de capital de terceiros na estrutura de capital da empresa. Voltando para o caso da USIMINAS, este indicador é de 45%. Ou seja, 65% é financiado por capital próprio.

- Índice de Alavancagem Financeira:

$$\text{IAF} = \frac{\text{Endividamento Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Demonstra a relação entre dívida total da empresa e seu capital próprio, ou seja, mostra o quanto de capital de terceiros foi utilizado para cada unidade de capital próprio. Um indicador inferior 1, mostra que o patrimônio líquido é suficiente para o pagamento ou liquidação das obrigações financeiras. Exatamente o que ocorre com USIMINAS, onde o resultado é de 0,44.

- Composição do Endividamento:

$$\% \text{ Dívida CP} = \frac{\text{Dívida Curto Prazo}}{\text{Dívida Total}}, \text{ e } \% \text{ Dívida LP} = 1 - \% \text{ Dívida de CP}$$

Indica quanto da dívida total da empresa deverá ser pago no curto e no longo prazo. A USIMINAS possui 16% da dívida vencendo no curto prazo, isto é, vencendo em menos de um ano e 84% de longo prazo com vencimento superior a um ano.



- Relação Dívida / EBITDA:

$$D/E = \frac{\text{Endividamento Total}}{\text{EBITDA 12M}}$$

Utilizado para avaliar a probabilidade de default de uma empresa, mostra o tempo que seria necessário para uma empresa saldar todas as suas dívidas. um indicador elevado sugere que a empresa possa não ser capaz de honrar suas dívidas. O EBITDA é a sigla em inglês de resultados antes de juros, impostos, depreciação e amortização que representa o capital gerado pela empresa. Para exemplificar este indicador, é interessante comparar uma empresa como a USIMINAS, cujo indicador é de 1,11 e a REDE ENERGIA, cujo indicador é de 4,95. Ou seja, enquanto a USIMINAS se encontra em uma situação confortável para honrar suas dívidas, a REDE ENERGIA pode enfrentar algumas dificuldades de pagamento de dívidas.

- Índice Interest Coverage:

$$\text{Interest Coverage} = \frac{\text{EBIT 12M}}{\text{Despesa Financeira 12M}}$$

Indicador utilizado para determinar a capacidade da empresa em gerar resultado capaz de pagar o custo da dívida. O EBIT representa o resultado operacional da empresa, ou seja, o resultado gerado através da atividade principal da empresa. Comparando USIMINAS com REDE ENERGIA, comprova-se que a capacidade da USIMINAS em pagar o custo da dívida é significativamente maior ao da REDE ENERGIA. O indicador da USIMINAS é de 4,19, enquanto REDE possui um indicador de 0,75. Quanto menor o indicador, maior a dificuldade da empresa em pagar os custos da dívida.



- Índice Net Interest to Sales:

$$\text{Interest to Sales} = \frac{\text{Receita Líquida 12M}}{\text{Despesa Financeira 12M}}$$

Similar ao índice *interest coverage*, este indicador mostra a capacidade da empresa em honrar os custos da dívida via receita líquida. Menos utilizado que o *interest coverage*, este indicador mostra se em caso de falência, a empresa seria capaz de honrar os custos da dívida se desfazendo dos estoques. Para a USIMINAS este indicador é de 13,22.

- Custo da Dívida Efetivo:

$$K_d = \frac{\text{Despesa Financeira 12M}}{\text{Endividamento Total}}$$

O custo da dívida é o custo pelo qual a empresa consegue captar recursos de terceiros. A taxa acordada toma como base a taxa livre de risco + probabilidade de inadimplência. Quanto maior o risco da empresa maior o custo de capital da empresa. O custo de captação é definido no momento da contratação, mas o custo efetivo pode ser alterado ao longo do tempo devido a multas, encargos ou variação cambial. No caso de USIMINAS, por exemplo, a taxa contratada de empréstimos foi de aproximadamente 6,0%, mas o custo efetivo em 2008 ficou em 32%. As despesas financeiras foram fortemente impactadas pela desvalorização cambial em 2008, elevando o custo financeiro da empresa.



Índices de Rentabilidade:

- Margem Líquida:

$$\text{Margem Líquida} = \frac{\text{Lucro Líquido 12M}}{\text{Receita Líquida 12M}}$$

"A margem líquida mede a porcentagem de cada unidade monetária de venda que restou, depois da devolução de todas as despesas, inclusive o imposto de renda." GITMAN (1997). Ou seja, mostra a lucratividade da empresa sobre as vendas. A margem líquida da USIMINAS é de 20,53%.

- ROE (*Return on Equities*):

$$\text{ROE} = \frac{\text{Lucro Líquido 12M}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Mede a rentabilidade do capital próprio, ou seja mede o quanto a empresa gera de lucro com o capital dos acionistas. No caso de USIMINAS, o Roe é de 21%. Contudo, possui a desvantagem de misturar os desempenhos financeiros e operacionais. Neste caso, pode-se usar o indicador abaixo para medir apenas a rentabilidade do resultado operacional.

- Relação EBIT / PL

$$\text{E/PL} = \frac{\text{EBIT 12M}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Possui o mesmo objetivo do Roe de analisar a rentabilidade sobre o capital próprio da empresa, mas expurgando do calculo o resultado financeiro. A relação E/PL da USIMINAS é de 32,93%.



- ROA (*Return on Assets*):

$$ROA = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total}}$$

Este indicador mede a geração de lucro da empresa em relação aos investimentos totais. A USIMINAS possui um ROA de 12%.

A utilização dos índices de rentabilidade utilizados neste trabalho foi apenas para conferir a capacidade da empresa em gerar um retorno superior ao custo de capital. Ou seja, observar se a empresa é capaz de pagar os custos de capital de terceiro via geração de receitas operacionais.

A comparação entre o resultado gerado pela operação e o custo de capital é normalmente utilizado como medida de geração de valor da empresa. O EVA é um exemplo de medida utilizada que compara o lucro operacional com o custo de capital. Sua fórmula é apresentada abaixo:

- EVA (*Economic Value Added*):

$$EVA = (\text{Ebit} - \text{Impostos}) - (\text{WACC} * \text{Capital Investido})$$

Como neste trabalho o objetivo é verificar a capacidade da empresa em pagar as dívidas através do resultado operacional, o conceito desta fórmula será utilizado com algumas alterações. Como o custo de capital próprio não influenciará na análise, apenas as despesas financeiras será abordadas. E, como as despesas financeiras são pagas antes dos impostos, apenas o Ebit será utilizado. Portanto o conceito que será utilizado no trabalho é representado pela fórmula a seguir:

$$EVA_m = \text{Ebit} - \text{Despesas Financeiras}, \text{ e } EVA_m / AT = \frac{(\text{Ebit} - \text{Despesas Financeiras})}{\text{Ativo Total}}$$

Sendo que a primeira fórmula será utilizada para medir o resultado operacional, descontado os custos de capital de terceiros, e a segunda fórmula utilizada para verificar a rentabilidade sobre os ativos totais, que oferece uma sensibilidade quanto a rentabilidade das operações.





A realização do trabalho foi dividida da seguinte forma:

1. Obtenção de uma lista de empresas brasileiras de capital aberto que possuem emissão de títulos de dívida (Bonds) em USD. No trabalho foi utilizado somente empresas de capital aberto, devido a facilidade em obter dados financeiros e a maior confiabilidade nos dados divulgados;
2. Classificação das empresas por setor e subsetor e análise das características principais de cada grupo;
3. Empresas do setor financeiro foram excluídas do trabalho, já que especulação cambial pode ser parte da atividade principal da empresa. Operações de tesouraria entram no resultado da empresa, dificultando uma análise mais específica dos efeitos da variação cambial sobre o resultado da empresa;
4. Padronização das informações financeiras das empresas de maneira a ter resultados consistentes com a mesma base de comparação. Entre os principais dados analisados destacam-se: estrutura de capital, grau de endividamento em BRL e USD, caixa e aplicações de curto e longo prazo, resultado operacional, receita em BRL e USD, lucro líquido, indicadores financeiros e outros. Todos os indicadores utilizados na análise foram descritos no Capítulo 2.3.3 Análise por Índices.
5. Análise do resultado obtido destacando a comparação da situação financeira da empresa entre 2007 e 2008. O período analisado foi o resultado final de 2007, contra o resultado final de 2008, isto porque:
 - A utilização dos dados em doze meses é usual porque, além de eliminar os efeitos sazonais, apóia-se nos balanços anuais das empresas;



- Nessa pesquisa, seria conveniente isolar os impactos da crise, separando-os do que já tinha ocorrido nos meses anteriores, inclusive porque o primeiro semestre do ano foi bastante atípico, com a forte alta dos preços das commodities e a forte apreciação do real;
- Na ausência de dados apenas a partir da crise, optamos por trabalhar com os dados anuais, nos quais os efeitos da crise aparecem de forma comparável com os dados do ano anterior.

Segue abaixo a lista das empresas brasileiras utilizadas neste trabalho:

SETOR ECONÔMICO	SUBSETOR	EMPRESA	VENCIMENTO
Bens Industriais	Máquinas e Equipamentos	LUPATECH	Perpétuo
Bens Industriais	Material de Transporte	EMBRAER	24-jan-17
Consumo Cíclico	Construção e Engenharia	BR MALLS	Perpétuo
Consumo Cíclico	Mídia	NET SERVIÇOS	Perpétuo
Consumo Cíclico	Transporte	GOL	3-abr-17
Consumo Cíclico	Transporte	TAM	25-abr-17
Consumo Não Cíclico	Bebidas	AMBEV	15-set-13
Consumo Não Cíclico	Carnes e Derivados	JBS	7-fev-11
Consumo Não Cíclico	Carnes e Derivados	MARFRIG	16-nov-16
Consumo Não Cíclico	Carnes e Derivados	MINERVA	1-fev-17
Consumo Não Cíclico	Carnes e Derivados	SADIA	24-mai-17
Consumo Não Cíclico	Saúde	DASA	29-mai-18
Materiais Básicos	Mineração	VALE	15-ago-13
Materiais Básicos	Petróleo e Gás	ULTRAPAR	20-dez-15
Materiais Básicos	Petróleo e Gás	PETROBRÁS	6-jul-11
Materiais Básicos	Petroquímicos	BRASKEM	22-jan-14
Materiais Básicos	Siderurgia	CSN	15-jan-15
Materiais Básicos	Siderurgia	GERDAU	20-out-17
Materiais Básicos	Siderurgia	USIMINAS	18-jan-18
Utilidade Pública	Água e Saneamento	SABESP	3-nov-16
Utilidade Pública	Energia Elétrica	ELTROBRÁS	30-nov-15
Utilidade Pública	Energia Elétrica	CESP	2-mar-11
Utilidade Pública	Energia Elétrica	REDE ENERGIA	Perpétuo
Utilidade Pública	Telefonia Fixa	BRASIL TELECOM	18-fev-14



3.1 Setor de Bens Industriais

O setor de bens industriais está representado neste trabalho pelos subsetores de: máquinas e equipamentos e material de transporte. Bens industriais são bens direcionados a outras empresas e destinam-se à produção de outros produtos ou serviços.

Os fornecedores de bens industriais não vendem diretamente aos consumidores, mas a intermediários. A procura de bens industriais deriva da procura de bens de consumo. Bens industriais são necessários para a fabricação de bens de consumo.

As empresas deste setor podem apresentar características diferentes ao longo dos ciclos econômicos. O principal determinante para o bom desempenho de uma empresa deste setor é a demanda do bem de consumo gerado por este produto intermediário.

Possuem como características: menor número de compradores, valor unitário elevado, e consumidores geograficamente mais concentrado que valorizam o relacionamento.

	LUPATECH	EMBRAER
Ativo Total	1.616,69	21.499,17
Patrimônio Líquido	193,34	6.134,03
Endividamento Bruto	1.189,81	4.299,68
Disponibilidades	332,09	6.492,04
Endividamento Líquido	857,72	(2.192,36)
Receita	704,37	11.758,97
Receita BRL	547,82	482,08
Receita USD	156,55	11.276,89
EBITDA	189,80	1.637,95
Margem EBITDA	27%	14%
Lucro Líquido	(88,05)	608,88



3.1.1 Máquinas e Equipamentos

O faturamento nominal da indústria de máquinas e equipamentos totalizou R\$ 3,82 bilhões em janeiro de 2009, queda de 38,6% ante dezembro de 2008 e recuo de 34,7% na comparação com igual período de 2008. Os dados são da Associação Brasileira da Indústria de Máquinas e Equipamentos (Abimaq).

As exportações também tiveram queda, totalizando US\$ 677,25 milhões em janeiro de 2009, com declínio 23,6% na comparação com janeiro de 2008. A queda no desempenho das vendas externas foi devido as dificuldades financeiras pela qual passa o mercado externo.

O consumo aparente (produção, somado das importação e subtraído das exportação) teve retração de 11,1%, passando de R\$ 7 bilhões em janeiro de 2008, para R\$ 6,24 bilhões em 2009.

De acordo com a Abimaq, o único subsetor que apresentou faturamento bruto positivo foi o de válvulas, em decorrência dos investimentos feitos pela Petrobras.

Desde a primeira rodada de licitações dos blocos para execução de atividades de exploração, desenvolvimento e produção de petróleo e gás natural, em 1999, a ANP instituiu o compromisso de aquisição local de bens e serviços, os quais eram definidos e assumidos pelos licitantes, a partir de sua própria análise da viabilidade de suprimento nacional. A partir de 2003, o Governo Federal passou a apoiar e incentivar o fortalecimento da indústria nacional de fornecedores de bens e serviços, em especial para os projetos da indústria de petróleo e gás, estabelecendo um percentual mínimo de conteúdo nacional para o fornecimento de bens e serviços utilizados na exploração e produção de petróleo e gás natural.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: LUPATECH SA

Setor: Bens Industriais

Segmento: Máquinas e Equipamentos

Descrição da Empresa:

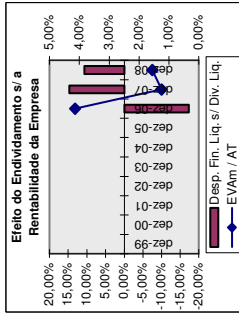
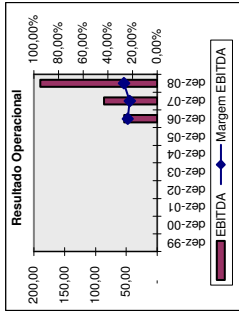
A Lupatech S.A. possui três segmentos de negócios: Energy Products, Flow Control e Metalurgia. O Segmento Energy Products oferece produtos e serviços para a indústria de petróleo e gás, como cabos para ancoragem de plataformas, válvulas, equipamentos para exploração de poços, entre outros. O Segmento Flow Control possui posição de liderança no Mercosul na produção e comercialização de válvulas industriais, principalmente para as indústrias química, farmacêutica, papel e celulose e construção civil. O Segmento de Metalurgia é especializada no desenvolvimento e na produção de peças principalmente para a indústria automotiva mundial.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa								11,52	59,11	33,89
Aplicações Financeiras CP								192,75	179,21	282,98
Ativo Circulante								356,71	537,80	838,91
Aplicações Financeiras LP								136,96	374,88	15,21
Realizável a Longo Prazo								213,19	570,11	777,77
Ativo Permanente								71,91	183,68	295,78
Ativo Total								569,90	1.107,91	1.616,69
Passivo										
Contas a Pagar								18,93	45,51	54,06
Dívida de Curto Prazo								20,16	62,51	173,15
Passivo Circulante								73,11	237,20	383,15
Dívida de Longo Prazo								241,13	603,94	1.016,66
Exigível a Longo Prazo								251,07	613,97	1.040,20
Patrimônio Líquido								245,72	256,74	193,34
Total Passivo								569,90	1.107,91	1.616,69

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,74
Dívida/PL:	6,15
Dívida/EBITDA:	6,27
Interest Cover:	1,27
Interest to Sales:	7,71
% Dívida CP:	15%
% Dívida LP:	85%
Liq. Corrente:	2,19
Liq. Imediata:	0,83
Liq. Geral:	0,28
ROE:	-45,5%
ROA:	-5,4%
Margem Liq.:	-12,5%
Desp.Fin.s/ Div.:	7,7%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL								167,14	289,27	547,82
Receita USD								56,45	97,70	156,55
Receita								223,59	386,98	704,37
Crescimento Vendas (ano)								132,59	73,08%	82,02%
Custo Mercadoria Vendida								37,42	245,58	417,57
EBIT								37,42	21,67	116,49
Margem Operacional								16,74%	5,60%	16,54%
Despesas Financeiras								13,82	7,81	91,38
Lucro Líquido								23,80	(49,54)	(88,05)
EBITDA								53,22	86,18	189,80
Margem EBITDA								23,80%	22,27%	26,95%
Total Dívida Bruta								261,29	666,45	1.189,81
Caixa e Aplic. Fin. CP								341,22	613,20	332,09
Total Dívida Líquida								(79,94)	53,26	857,72
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,188	1,771	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL								15,23%	8,44%	60,25%
Dívida/Ativos:								45,85%	60,15%	73,60%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.								-17,29%	14,67%	10,65%
EVAm / AT								4,14%	1,25%	1,55%



3.1.2 Material de Transporte

A indústria de material de transporte engloba a fabricação e montagem de automóveis e veículos comerciais; a fabricação de subsistemas e componentes mecânicos e elétricos para a indústria automotiva, fabricação e montagem de material ferroviário e vias férreas; a reparação e a construção naval; e a fabricação, manutenção e reparação aeronáuticas.

Nos primeiros nove meses de 2008 foram produzidos 2,62 milhões de veículos (leves, caminhões e ônibus), representando aumento de 19,9% em relação aos primeiros nove meses de 2007. Por outro lado, no 4T08 a produção apresentou queda de 25,3%. Esta redução no 4T08 decorre do fato de que as principais montadoras atuantes no Brasil anteciparam as férias de final de ano dos seus funcionários para o mês de novembro e dezembro. Estas medidas foram tomadas com o intuito de reduzir o volume produzido e evitar a formação de estoques. Apesar da forte queda nos últimos meses do ano, o volume total produzido em 2008 atingiu 3,2 milhões de unidades, 8% superior ao observado em 2007, atingindo a maior marca histórica do setor.

Já no mercado de aviação, a crise financeira internacional reduziu o ritmo de expansão da demanda, mas não impediu o crescimento do número de passageiros transportados nos vôos comerciais. Para o mercado de jatos executivos, a situação encontra-se bem pior. A atual situação econômica mundial está mudando o cenário do mercado de compra e venda de aeronaves nos USA e na Europa. Na indústria de aeronaves novas, algumas empresas de aviação iniciaram uma redução de suas forças de trabalho. No mercado de aeronaves usadas as movimentações tiveram uma queda de 30% no fim do último. De acordo com o relatório da *UBS Investment Research*, o estoque de aeronaves disponível está 69% mais alto que em anos anteriores e os preços caíram de 20% a 25% dos valores cobrados recentemente.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: EMPRESA BRAS DE AERONAUTICA **Setor:** Bens Industriais **Segmento:** Material de Transporte

Descrição da Empresa: A Embraer - Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. é uma das maiores empresas aeroespaciais do mundo. Com mais de 39 anos de experiência em projeto, fabricação, comercialização e pós-venda, a Empresa já produziu cerca de 4.995 aviões, que hoje operam em 78 países, nos cinco continentes. A Embraer foi a maior exportadora brasileira entre os anos de 1999 e 2001, e foi a segunda maior empresa exportadora nos anos de 2002, 2003 e 2004.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	18,26	21,34	62,49	92,18	215,35	211,28	173,94	3.789,11	225,44	3.341,89
Aplicações Financeiras CP	529,89	2.304,24	1.676,63	228,49	3.443,25	3.376,53	4.305,30	4,93	4.211,81	1.780,20
Ativo Circulante	2.541,31	4.053,09	5.970,86	8.494,74	9.336,51	10.329,59	11.229,59	10.411,01	10.558,71	14.165,55
Aplicações Financeiras LP	32,94	52,57	-	-	-	351,72	2.261,53	625,24	1.369,96	31,62
Realizável a Longo Prazo	919,60	1.045,97	1.755,38	2.748,64	3.494,45	3.855,88	5.743,46	5.880,75	5.101,02	7.333,62
Ativo Permanente	370,79	522,55	718,57	929,70	1.177,59	1.094,85	1.184,37	1.411,58	1.340,01	2.300,21
Ativo Total	3.460,92	5.099,05	7.726,24	11.243,38	12.830,96	14.184,91	16.983,05	16.291,75	15.659,72	21.499,17
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	358,23	521,18	615,72	1.141,62	1.167,46	1.477,24	1.704,78	1.950,04	1.619,41	2.520,21
Dívida de Curto Prazo	995,93	718,54	1.223,08	863,85	1.493,90	1.382,55	1.112,72	1.077,12	1.656,08	1.259,81
Passivo Circulante	2.074,05	2.668,78	3.951,92	5.501,22	6.093,58	5.420,97	6.209,70	6.403,93	6.146,77	8.375,02
Dívida de Longo Prazo	324,62	355,18	568,93	1.088,59	1.522,48	2.191,16	2.524,10	1.819,55	1.471,75	3.039,87
Exigível a Longo Prazo	689,76	875,56	1.297,80	2.391,84	2.969,63	4.283,70	5.910,26	4.695,67	4.111,33	6.990,12
Patrimônio Líquido	697,11	1.554,72	2.476,52	3.350,33	3.767,75	4.480,25	4.863,09	5.192,16	5.401,62	6.134,03
Total Passivo	3.460,92	5.099,05	7.726,24	11.243,38	12.830,96	14.184,91	16.983,05	16.291,76	15.659,72	21.499,17

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	134,66	203,97	275,63	309,92	262,82	409,25	365,33	333,70	399,34	482,08
Receita USD	3.231,95	4.895,38	6.615,03	7.438,19	6.307,79	9.821,91	8.767,97	8.008,73	9.584,11	11.276,89
Receita	3.366,61	5.099,35	6.890,66	7.748,11	6.570,61	10.231,16	9.133,30	8.342,43	9.983,44	11.758,97
Crescimento Verdias (ano)	-	51,47%	35,13%	12,44%	-15,20%	55,71%	-10,79%	-8,66%	19,67%	17,78%
Custo Mercadoria Vendida	2.391,27	3.510,98	4.025,90	4.293,66	4.219,77	6.822,85	6.966,82	6.293,29	8.376,03	9.185,51
EBIT	588,63	944,64	1.927,07	2.165,99	1.242,66	1.740,22	794,19	546,34	527,03	1.280,21
Margem Operacional	17,48%	18,52%	27,97%	27,96%	18,91%	17,01%	8,70%	6,55%	5,28%	10,89%
Despesas Financeiras	119,89	174,54	11,80	1.113,25	282,26	253,06	326,88	(75,39)	(235,42)	40,49
Lucro Líquido	412,15	645,18	1.100,89	1.179,18	587,65	1.255,83	708,94	621,73	656,97	608,88
EBITDA	808,63	1.164,64	2.147,07	2.357,29	1.403,16	1.961,77	1.078,34	876,70	888,46	1.637,95
Margem EBITDA	24,02%	22,84%	31,16%	30,42%	21,36%	19,17%	11,81%	10,51%	8,90%	13,93%
Total Dívida Bruta	1.320,54	1.073,72	1.792,01	1.952,44	3.016,37	3.553,70	3.636,82	2.896,67	3.127,82	4.299,68
Caixa e Aplíc. Fin. CP	581,09	2.378,15	1.739,12	320,67	3.658,60	3.939,53	6.740,76	5.991,85	5.062,49	6.492,04
Total Dívida Líquida	739,45	(1.304,43)	52,89	1.631,77	(642,23)	(385,82)	(3.103,94)	(3.095,17)	(1.934,66)	(2.192,36)
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

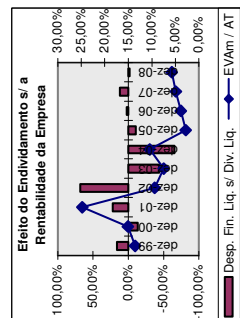
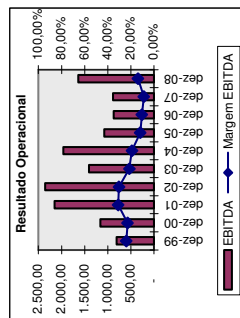
Indicadores

EBIT s/ PL	84,44%	60,76%	77,81%	64,65%	32,98%	38,84%	16,33%	10,52%	9,76%	20,87%
Dívida/Ativos:	38,16%	21,06%	23,19%	17,37%	23,51%	25,05%	21,41%	17,78%	19,97%	20,00%
Desp. Fin. s/ Div. Liq.	16,21%	-13,38%	22,31%	68,22%	-43,95%	-65,59%	-10,53%	2,44%	12,17%	-1,85%
EVAm / AT	13,54%	15,10%	24,79%	9,36%	7,48%	10,48%	2,75%	3,82%	4,87%	5,77%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,20
Dívida/PL:	0,70
Dívida/EBITDA:	2,63
Interest Cover:	31,62
Interest to Sales:	290,42
% Dívida CP:	29%
% Dívida LP:	71%
Liq. Corrente:	1,69
Liq. Imediata:	0,61
Liq. Geral:	1,51
ROE:	9,9%
ROA:	2,8%
Margem Liq.:	5,2%
Desp.Fin.s/ Div.:	0,9%





3.2 Setor de Consumo não Cíclico

O setor de consumo não cíclico representado neste trabalho pelos subsetores de: bebidas, carnes e derivados e saúde possuem como característica a comercialização de produtos básicos no cotidiano das pessoas. Em geral, são produtos de preço unitário menor, alto giro, baixa margem e menos influenciados por ciclos econômicos.

Quanto ao desempenho financeiro das empresas deste setor, de um modo geral, verificou-se: à piora no giro dos negócios (principalmente, a partir de setembro), o aumento do custo do crédito para o financiamento do giro e das exportações (quando for o caso) e o impacto contábil da desvalorização do real frente o dólar sobre o endividamento em dólar.

	AMBEV	JBS	MARFRIG	MINERVA	SADIA	DASA
Ativo Total	37.270,10	16.096,35	9.155,17	2.018,22	13.658,99	1.851,98
Patrimônio Líquido	17.414,40	6.131,95	2.747,77	314,37	464,84	480,51
Endividamento Bruto	11.025,30	5.616,50	4.313,47	1.409,92	8.549,14	1.014,95
Disponibilidades	3.318,20	2.417,22	1.100,80	488,20	5.064,41	566,17
Endividamento Líquido	7.707,10	3.199,28	3.212,68	921,73	3.484,72	448,78
Receita	20.899,44	30.340,25	6.203,80	2.120,77	10.728,64	1.137,53
Receita BRL	13.090,80	2.534,60	1.892,05	840,20	5.813,76	1.137,53
Receita USD	7.808,64	27.805,65	4.311,75	1.468,60	4.914,88	-
EBITDA	8.921,32	1.167,74	884,35	153,40	1.125,37	244,78
Margem EBITDA	43%	4%	14%	7%	10%	22%
Lucro Líquido	3.059,44	(21,41)	(35,50)	(215,54)	(2.484,83)	(12,98)



3.2.1 Bebidas

Em 2004, o Brasil foi o quarto maior mercado de cervejas do mundo em termos de volume. De acordo com o instituto de pesquisa Canadean, o volume total de vendas em 2004 atingiu 84,5 milhões de hectolitros. A cerveja é predominantemente vendida para consumo em bares e restaurantes, em garrafas de vidro retornáveis de 600 ml. A segunda embalagem mais importante é a lata de alumínio de 350 ml, vendida principalmente em supermercados.

Em fevereiro de 2006, de acordo com a Consultoria ACNielsen, a AmBev detinha uma participação no mercado de 68,4% em termos de volume de vendas de cerveja, principalmente através de suas três marcas principais: Skol, Brahma e Antarctica. Os concorrentes mais próximos são: o Grupo Schincariol, com uma participação no mercado de 12,7%; a Femsa, com uma participação no mercado de 8,5%; e Cervejaria Petrópolis S/A com uma participação no mercado 5,7%.

O mercado de refrigerantes no Brasil abrange vários segmentos, inclusive os refrigerantes carbonatados, água mineral, isotônicos, chá gelado, sumo e suco de frutas. Em 2004, o Brasil foi o terceiro maior mercado de refrigerantes carbonatados do mundo, seguido dos Estados Unidos e México. Os principais sabores são (i) cola, (ii) guaraná, (iii) laranja e (iv) limão. A maioria dos refrigerantes carbonatados no Brasil é vendida em supermercados em garrafas PET não retornáveis de 2 litros, para o supermercados. Em fevereiro de 2006, de acordo com a ACNielsen, a família de marcas da The Coca Cola Company detinha uma participação no mercado de 53,4% no mercado brasileiro de refrigerantes, enquanto a AmBev detinha uma participação no mercado de 17,3%.

A distribuição representa uma das mais complexas características desse mercado, pois o canal varejista é fragmentado em mais de um milhão de pontos de venda.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

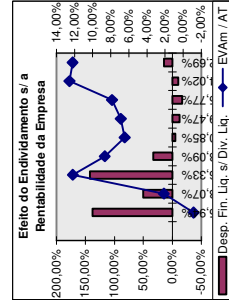
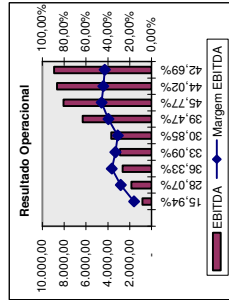
Dissertação de Mestrado

Nome: CIA DE BEBIDAS DAS AMERICAS
Descrição da Empresa: A AmBev é a maior indústria privada de bens de consumo do Brasil e a maior cervejaria da América Latina. A Companhia foi criada em 1º de julho de 1999, com a associação das cervejarias Brahma e Antartica. A fusão foi aprovada pelo Conselho Administrativo de Defesa Econômica (Cade) em 30 de março de 2000. Líder no mercado brasileiro de cervejas, a AmBev está presente em 14 países, é referência mundial em gestão, crescimento e rentabilidade. Com a aliança global firmada com a InBev, em 3 de março de 2004, a Companhia passou a ter operações na América do Norte com a incorporação da Labatt Carlsberg, tornando-se a Cervejaria das Américas.

Sector: Consumo Não Cíclico
Segmento: Bebidas

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	44,71	83,63	2.497,63	2.769,51	1.196,10	1.290,95	837,27	1.538,93	2.308,23	3.298,90
Aplicações Financeiras CP										
Ativo Circulante	2.687,64	5.593,60	4.684,94	5.593,60	5.500,47	5.379,69	4.931,38	6.817,57	7.880,39	9.847,00
Aplicações Financeiras LP	659,56		45,03	637,32	1.711,37	18.379,79	16.873,61	22.102,61	18.913,25	19,30
Realizável a Longo Prazo	5.952,01	5.952,01	6.343,87	6.787,80	9.329,65	27.636,87	28.561,45	27.595,36	27.423,10	27.423,10
Ativo Permanente	3.204,26	3.143,64	3.143,64	3.289,10	4.166,31	5.531,67	5.404,58	5.723,86	5.593,34	6.882,80
Ativo Total	8.639,65	11.028,81	11.028,81	12.381,41	14.830,12	33.016,56	33.492,83	35.645,11	35.475,75	37.270,10
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	579,20		571,17	789,09	800,48	1.047,65	1.065,42	1.387,40	2.129,07	2.850,20
Dívida de Curto Prazo	1.265,33		1.719,99	607,38	1.976,06	3.443,12	1.209,39	2.104,64	2.476,28	3.960,70
Passivo Circulante	2.699,62	3.412,00	3.412,00	2.833,59	4.720,00	8.771,69	5.052,20	6.844,48	8.486,10	10.679,30
Dívida de Longo Prazo	927,57		2.849,35	3.879,28	4.004,34	4.367,60	5.994,15	7.461,94	7.375,91	7.064,60
Exigível a Longo Prazo	2.350,61	4.164,45	5.339,02	5.339,02	5.605,47	7.050,56	8.450,65	9.309,91	9.382,37	7.064,60
Patrimônio Líquido	3.589,42	3.452,36	3.452,36	4.208,79	4.504,65	17.194,32	19.989,98	19.490,74	17.607,27	17.414,40
Total Passivo	8.639,65	11.028,81	11.028,81	12.381,41	14.830,12	33.016,56	33.492,83	35.645,12	35.475,74	37.270,10



Elaborado pelo Autor:
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	3.328,06	4.136,40	4.643,32	5.504,42	7.610,81	10.115,73	11.164,84	12.454,50	13.090,80	13.090,80
Receita USD	1.922,29	2.389,18	2.861,98	3.179,35	4.396,00	5.842,84	6.448,82	7.193,72	7.808,64	7.808,64
Receita	5.250,35	6.525,59	7.325,30	8.683,77	12.006,81	15.958,57	17.613,66	19.648,22	20.899,44	20.899,44
Crescimento Vendas (ano)	2.843,75	3.366,23	24,29%	12,26%	18,54%	38,27%	32,91%	10,37%	11,55%	6,37%
Custo Mercadoria Vendida	596,86	1.232,03	2.001,55	2.001,55	2.781,57	3.692,98	5.218,52	5.665,33	5.648,81	5.648,81
EBIT	11,37%	18,88%	27,32%	21,35%	23,17%	23,14%	29,63%	28,83%	27,03%	27,03%
Margem Operacional	697,97	996,31	491,24	569,85	646,54	1.385,69	2.412,26	1.206,10	1.092,20	1.092,20
Despesas Financeiras	470,18	784,57	1.510,31	2.661,06	3.703,80	6.298,52	8.061,28	8.649,58	8.921,32	8.921,32
Lucro Líquido	836,86	1.832,03	2.873,05	1.611,53	1.545,73	2.806,26	2.816,41	3.059,44	3.059,44	3.059,44
EBITDA	15,94%	28,07%	36,33%	33,09%	39,47%	45,77%	44,02%	42,69%	42,69%	42,69%
Margem EBITDA	2.192,91	4.569,34	4.486,66	4.486,66	7.810,72	7.203,54	9.566,59	9.852,18	11.025,30	11.025,30
Caixa e Aplica. Fin. CP	1.687,90	2.584,06	4.142,21	4.245,54	19.885,24	23.641,54	21.221,48	3.318,20	3.318,20	3.318,20
Total Dívida Líquida	505,01	1.985,28	344,45	1.734,86	(12.074,52)	(10.766,34)	(14.074,95)	(11.369,30)	(11.369,30)	(11.369,30)
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,138	1,771	2,337	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL	16,63%	35,69%	47,56%	41,16%	16,18%	18,47%	26,77%	32,18%	32,44%	32,44%
Dívida/Ativos:	25,38%	41,43%	36,24%	40,33%	23,66%	21,51%	26,84%	27,77%	29,58%	29,58%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	138,21%	50,18%	142,62%	32,85%	-5,35%	-12,87%	-17,14%	-10,61%	14,17%	14,17%
EVAm / AT	-1,17%	2,14%	12,20%	8,66%	6,47%	6,89%	7,87%	12,57%	12,23%	12,23%



3.2.2 Carnes e Derivados

O consumo mundial de carne bovina cresceu a aproximadamente 1,7% a.a. no período de 2000 a 2007, passando de 53,5 para 60 milhões de toneladas de carne bovina consumidas, fortemente impactadas pelo aumento no consumo dos países emergentes. O consumo de proteínas animais (bovinos, suínos e frangos) tem crescido no mercado interno favorecido pelo crescimento do emprego e da renda e programas sociais voltados para camadas menos favorecidas. O Brasil é um dos maiores consumidores de carne bovina do mundo, consumindo cerca de 77% de sua produção.

Em média, o custo da terra no Brasil é significativamente menor que nos Estados Unidos e Europa. Além disso, há mais terras disponíveis para pastagens no Brasil que nos outros grandes países produtores de carne bovina, o que permite aos criadores de gado brasileiro utilizar pastos abertos, ao contrário das práticas de criação e alimentação intensivas e confinadas utilizadas nos Estados Unidos, Canadá e países da União Européia, sendo assim, o custo da ração no Brasil é, de forma geral, menor que nos outros grandes países produtores de carne bovina, já que rações naturais (feno ou gramíneas) são mais baratas que alimentos à base de cereais.

Com o maior rebanho bovino do mundo para fins comerciais, o Brasil se tornou também o maior exportador mundial de carne bovina, graças ao aumento da produção, caracterizada pelo baixo custo, o que permite ampliação dos mercados destinatários das exportações.

A participação do Brasil no total de exportações mundiais no setor foi de 31,9% no ano de 2008. Mesmo assim, o volume de exportação de bovinos apresentou retração de 14,3% em 2008. Com a piora do cenário conjuntural, em função do agravamento da crise financeira e econômica deflagrada inicialmente nos EUA, o



setor foi afetado principalmente pela redução e encarecimento da disponibilidade de crédito. Os efeitos da menor disponibilidade de crédito no âmbito internacional atingiram também alguns dos principais clientes do Brasil no exterior, como exemplo a Rússia e a União Européia.

A receita de exportações de carne de frango cresceu 40% em 2008, atingindo US\$ 7,1 bilhões, de acordo com a Secretária de Comércio Exterior (Secex), sendo resultado de aumento anual de 11% no volume vendido, motivado pelos seguintes fatores: o aumento da demanda internacional, o incremento da massa salarial no mercado interno, o aumento dos preços médios e o melhor mix de produtos ofertados. Entretanto, no final do ano o setor também sofreu os efeitos da crise financeira e os preços voltaram a declinar. Ainda assim, o país continua sendo o maior exportador de frango do mundo.

Embora o consumo mundial de carne suína também apresente crescimento, o Brasil ainda possui uma atuação modesta no setor, com apenas 13% de *market share*. As receitas de novembro e dezembro foram afetadas pela queda na demanda da Rússia. Vale observar que o desempenho da suinocultura brasileira é bastante correlacionado com as flutuações da demanda internacional, principalmente oriunda da Rússia, visto a baixa tradição do consumo de carne suína pela população brasileira e a ausência de diversificação da clientela no exterior. No ano, foram exportadas 530 mil toneladas, apresentando uma queda de 12% em relação a 2007. O aumento do preço da carne suína durante o ano fez com que a receita de exportação aumentasse 20% em relação a 2007, atingindo US\$ 1,4 bilhão. (Secex).



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: JBS SA

Sector: Consumo Não Cíclico

Segmento:

Carnes e Derivados

A JBS é a maior multinacional brasileira na área de alimentos, dedicando-se a produzir carne bovina in natura e resfriada, carne suína in natura e resfriada, além de subprodutos bovinos e suínos. É, ainda, a maior exportadora mundial de carne bovina, com acesso a todos os mercados mundiais e plataformas de produção nos 4 maiores países produtores do mundo (Brasil, Argentina, EUA e Austrália).

Descrição da Empresa:

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa									1.381,70	2.291,62
Aplicações Financeiras CP										
Ativo Circulante									4.759,74	8.260,87
Aplicações Financeiras LP									891,65	125,60
Realizável a Longo Prazo									3.688,46	7.835,48
Ativo Permanente									2.536,10	4.918,67
Ativo Total									8.448,21	16.096,35
Passivo										
Contas a Pagar									1.099,39	2.077,84
Dívida de Curto Prazo									2.384,84	2.214,79
Passivo Circulante									3.775,84	4.929,34
Dívida de Longo Prazo									1.364,80	3.401,71
Exigível a Longo Prazo									1.621,94	5.035,06
Patrimônio Líquido									3.050,43	6.131,95
Total Passivo									8.448,21	16.096,35

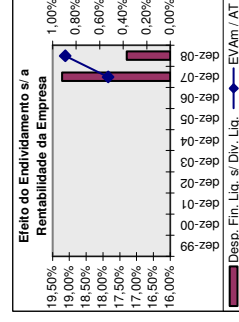
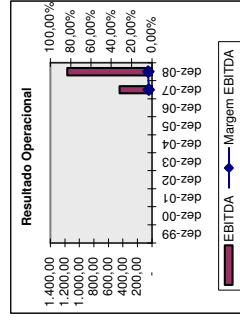
Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL									1.774,70	2.534,60
Receita USD									12.366,87	27.805,65
Receita									14.141,57	30.340,25
Crescimento Verdade (ano)									114,55%	
Custo Mercadoria Vendida									12.609,09	27.347,75
EBIT									328,32	696,94
Margem Operacional									2,32%	2,30%
Despesas Financeiras									283,68	553,37
Lucro Líquido									(165,03)	(21,41)
EBITDA									449,13	1.167,74
Margem EBITDA									3,18%	3,85%
Total Dívida Bruta									3.749,64	5.616,50
Caixa e Aplc. Fin. CP									2.273,35	2.417,22
Total Dívida Líquida									1.476,28	3.199,28
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL									10,76%	11,37%
Dívida/Ativos:									44,38%	34,89%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.									19,22%	17,30%
EVAm / AT									0,53%	0,89%

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,35
Dívida/PL:	0,92
Dívida/EBITDA:	4,81
Interest Cover:	1,26
Interest to Sales:	54,83
% Dívida CP:	39%
% Dívida LP:	61%
Liq. Corrente:	1,68
Liq. Imediata:	0,46
Liq. Geral:	0,43
ROE:	-0,3%
ROA:	-0,1%
Margem Lq.:	-0,1%
Desp.Fin.s/ Div.:	9,9%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: MARFRIG ALIMENTOS SA

A MARFRIG é a empresa de alimentos mais diversificada em carnes. Possui uma diversificação geográfica e de proteínas com presença em 9 países. É o quarto maior produtor mundial de carne e produtos bovinos. Está entre os 10 maiores processadores de frango do mundo. É maior empresa de carne bovina na Argentina e maior processador de frangos no Reino Unido.

Sector: Consumo Não Cíclico

Segmento:

Carnes e Derivados

Descrição da Empresa:

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa									211,55	395,86
Aplicações Financeiras CP									838,26	676,00
Ativo Circulante									2.681,42	4.370,45
Aplicações Financeiras LP									658,44	29,13
Realizável a Longo Prazo									1.649,25	4.784,73
Ativo Permanente									947,84	2.235,69
Ativo Total									4.330,67	9.155,17
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar									335,40	748,50
Dívida de Curto Prazo									428,11	1.232,10
Passivo Circulante									1.207,33	2.798,49
Dívida de Longo Prazo									1.817,64	3.081,38
Exigível a Longo Prazo									1.817,64	3.607,91
Patrimônio Líquido									1.305,70	2.747,77
Total Passivo									4.330,67	9.155,17

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL									1.117,51	1.892,05
Receita USD									2.222,44	4.311,75
Receita									3.339,95	6.203,80
Crescimento Verdade (ano)									56,77%	85,75%
Custo Mercadoria Vendida									2.673,08	4.876,83
EBIT									333,19	724,59
Margem Operacional									9,98%	11,68%
Despesas Financeiras									195,10	961,06
Lucro Líquido									84,96	(35,50)
EBITDA									380,23	884,35
Margem EBITDA									11,38%	14,26%

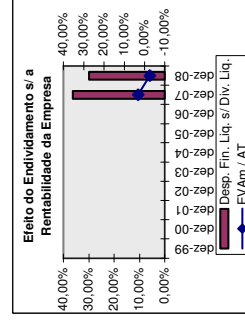
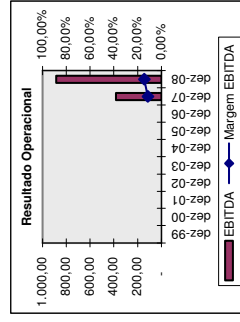
Total Dívida Bruta									2.245,75	4.313,47
Caixa e Aplc. Fin. CP									1.708,25	1.100,80
Total Dívida Líquida									537,50	3.212,68
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL									25,52%	26,37%
Dívida/Ativos:									51,86%	47,12%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.									36,30%	29,91%
EVAm / AT									3,19%	-2,58%

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,47
Dívida/PL:	1,57
Dívida/EBITDA:	4,88
Interest Cover:	0,75
Interest to Sales:	6,46
% Dívida CP:	29%
% Dívida LP:	71%
Liq. Corrente:	1,56
Liq. Imediata:	0,38
Liq. Geral:	0,26
ROE:	-1,3%
ROA:	-0,4%
Margem Lq.:	-0,6%
Desp.Fin.s/ Div.	22,3%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: MINERVA SA

Setor: Consumo Não Cíclico

Segmento:

Carnes e Derivados

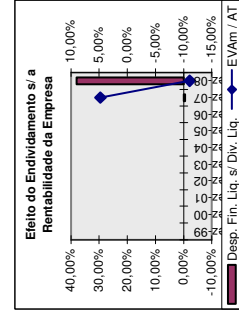
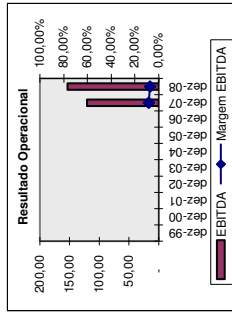
Descrição da Empresa: Sediado na cidade de Barretos, ao norte do estado de São Paulo, O grupo Minerva é composto por sete complexos industriais, que juntos desossam até 24.800 quartos por dia e geram 7.000 empregos diretos. O grupo Minerva S.A. é um dos líderes no Brasil na produção e comercialização de carne in natura, industrializados e subprodutos de origem bovina, com capacidade diária de abate de 5.500 cabeças de gado e de processamento de 1.300 toneladas de carne bovina equivalente a aproximadamente 7.500 cabeças.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa									48,11	143,27
Aplicações Financeiras CP									328,34	323,27
Ativo Circulante									949,41	1.209,50
Aplicações Financeiras LP									7,30	21,66
Realizável a Longo Prazo									416,72	808,73
Ativo Permanente									335,99	669,94
Ativo Total									1.366,13	2.018,22
Passivo										
Contas a Pagar									138,59	140,71
Dívida de Curto Prazo									62,68	357,84
Passivo Circulante									259,54	565,55
Dívida de Longo Prazo									473,90	1.052,08
Exigível a Longo Prazo									576,49	1.138,30
Patrimônio Líquido									530,11	314,37
Total Passivo									1.366,13	2.018,22

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,70
Dívida/PL:	4,48
Dívida/EBITDA:	9,19
Interest Cover:	0,36
Interest to Sales:	6,05
% Dívida CP:	25%
% Dívida LP:	75%
Liq. Corrente:	2,14
Liq. Imediata:	0,82
Liq. Geral:	0,35
ROE:	-68,6%
ROA:	-10,7%
Margem Liq.:	-10,2%
Desp.Fin.s/ Div.:	24,9%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL									476,50	840,20
Receita USD									1.143,60	1.468,60
Receita									1.462,64	2.120,77
Crescimento Vendas (ano)									22,66%	45,00%
Custo Mercadoria Vendida									1.162,35	1.741,84
EBIT									64,58	127,01
Margem Operacional									4,42%	5,99%
Despesas Financeiras									(0,77)	350,81
Lucro Líquido									62,50	(215,54)
EBITDA									120,60	153,40
Margem EBITDA									8,25%	7,23%
Total Dívida Bruta									536,58	1.409,92
Caixa e Aplíc. Fin. CP									383,75	488,20
Total Dívida Líquida									152,83	921,73
Câmbio	1.769	1.955	2.320	3.533	2.869	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

Indicadores

EBIT s/ PL									12,18%	40,40%
Dívida/Ativos:									39,28%	69,86%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.									-0,51%	38,06%
EVAm / AT									4,78%	-11,09%



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: SADIA SA

Sector: Consumo Não Cíclico

Segmento:

Carnes e Derivados

Fundada em 1944 por Atílio Fontana, a Sadia firmou-se no segmento agroindustrial e na produção de alimentos derivados de carnes suína, bovina, de frango e de peru, além de massas, margarinhas e sobremesas. Nos últimos anos, a Sadia se especializou, na produção e distribuição de alimentos industrializados congelados e resfriados diferenciados.

Descrição da Empresa:

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	22,21	24,04	45,93	142,98	230,40	155,60	196,31	234,07	320,03	2.164,00
Aplicações Financeiras CP	323,37	199,42	308,61	1.169,80	2.143,60	1.968,28	2.402,33	2.187,41	2.049,28	1.345,33
Ativo Circulante	1.423,67	1.255,73	1.603,99	2.792,84	4.013,71	4.105,37	4.380,86	4.666,65	4.564,02	7.637,18
Aplicações Financeiras LP	722,39	749,62	623,18	12,51	17,23	301,51	142,19	258,07	596,58	1.555,09
Realizável a Longo Prazo	1.946,21	2.024,60	1.853,33	2.339,07	1.473,96	1.620,45	2.141,97	2.909,70	3.617,36	6.021,82
Ativo Permanente	960,81	950,33	891,50	902,92	889,33	1.008,14	1.576,01	2.199,40	2.938,21	4.199,90
Ativo Total	3.369,87	3.280,33	3.457,32	5.131,91	5.487,67	5.725,82	6.522,83	7.576,35	8.181,38	13.658,99
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	215,21	158,19	175,75	250,40	377,85	487,65	495,76	503,29	593,95	918,69
Dívida de Curto Prazo	1.291,20	1.311,45	929,46	2.002,50	1.415,34	1.615,54	1.384,67	1.207,88	989,61	4.164,39
Passivo Circulante	1.804,51	1.656,86	1.336,60	2.553,55	2.297,15	2.676,33	2.381,58	2.202,25	2.228,37	8.418,02
Dívida de Longo Prazo	494,07	546,21	889,77	1.205,16	1.502,99	1.101,83	1.714,53	2.677,54	2.688,12	4.384,75
Exigível a Longo Prazo	674,02	674,96	998,58	1.316,34	1.703,11	1.271,48	1.915,79	2.914,78	3.007,89	4.776,13
Patrimônio Líquido	891,34	948,50	1.122,13	1.262,02	1.487,41	1.778,01	2.225,47	2.459,32	2.945,12	464,84
Total Passivo	3.369,87	3.280,33	3.457,32	5.131,91	5.487,67	5.725,82	6.522,83	7.576,35	8.181,38	13.658,99

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	2.037,12	2.108,67	2.253,59	2.279,46	2.888,36	3.253,90	3.736,27	3.881,57	4.660,19	5.813,76
Receita USD	741,65	772,34	1.381,23	1.959,38	2.403,76	3.125,32	3.582,17	2.995,14	3.963,00	4.914,88
Receita	2.778,77	2.881,01	3.634,83	4.238,84	5.292,12	6.379,22	7.318,44	6.876,70	8.623,19	10.728,64
Crescimento Verdias (ano)		3,68%	26,16%	16,62%	24,85%	20,54%	14,72%	-6,04%	25,40%	24,42%
Custo Mercadoria Vendida	1.972,78	2.177,43	2.359,52	2.939,00	3.738,36	4.462,27	5.311,06	5.185,22	6.312,13	8.109,38
EBIT	222,36	118,61	484,74	314,25	369,88	601,73	640,83	343,76	669,73	688,08
Margem Operacional	8,00%	4,12%	13,34%	7,41%	6,99%	9,43%	8,76%	5,00%	7,77%	6,41%
Despesas Financeiras	580,15	109,81	248,37	214,01	341,07	323,85	235,18	233,36	240,04	3.892,30
Lucro Líquido	82,18	112,75	202,61	234,09	446,76	438,74	657,34	356,88	689,02	(2.484,83)
EBITDA	166,18	217,75	304,61	335,09	506,94	732,57	835,49	610,09	995,62	1.125,37
Margem EBITDA	5,98%	7,56%	8,38%	7,91%	9,58%	11,48%	11,42%	8,87%	11,55%	10,49%
Total Dívida Bruta	1.785,26	1.857,66	1.819,23	3.207,66	2.918,33	2.717,37	3.099,19	3.885,42	3.677,73	8.549,14
Caixa e Aplíc. Fin. CP	1.067,97	973,07	977,72	1.325,30	2.391,23	2.425,39	2.740,83	2.679,55	2.965,89	5.064,41
Total Dívida Líquida	717,30	884,59	841,51	1.882,37	527,10	291,99	358,37	1.205,87	711,84	3.484,72
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

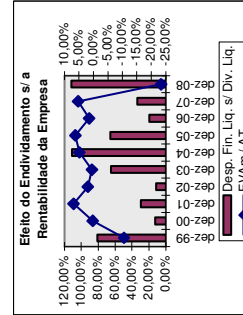
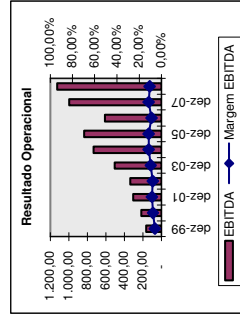
Indicadores

EBIT s/ PL	24,95%	12,50%	43,20%	24,90%	24,87%	33,84%	28,80%	13,98%	22,74%	148,03%
Dívida/Ativos:	52,98%	56,63%	52,62%	62,50%	53,18%	47,46%	47,51%	51,28%	44,95%	62,59%
Desp. Fin. s/ Div. Liq.	80,88%	12,41%	29,52%	11,37%	64,71%	110,91%	65,62%	19,35%	33,72%	111,70%
EVAm/ AT	-10,62%	0,27%	6,84%	1,95%	0,53%	4,85%	6,22%	1,46%	5,25%	-23,46%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,63
Dívida/PL:	18,39
Dívida/EBITDA:	7,60
Interest Cover:	0,18
Interest to Sales:	2,76
% Dívida CP:	49%
% Dívida LP:	51%
Liq. Corrente:	0,91
Liq. Imediata:	0,42
Liq. Geral:	0,59
ROE:	-534,6%
ROA:	-18,2%
Margem Liq.:	-23,2%
Desp.Fin.s/ Div.:	45,5%





3.2.3 Saúde

Os planos e seguros privados de saúde foram criados há aproximadamente 40 anos no Brasil para garantir assistência médica de melhor qualidade a funcionários de grandes companhias e seus dependentes, em relação aos Serviços Públicos de Saúde. Os planos e seguros privados constituem hoje a base do sistema de saúde privado do Brasil, sendo a principal fonte de financiamento para hospitais, redes de laboratórios de medicina diagnóstica e profissionais de saúde. Em meados de 2008, segundo a Agência Nacional de Saúde Suplementar (ANS), aproximadamente 27% da população brasileira contava com planos médico-hospitalares, o restante da população utiliza exclusivamente os serviços de saúde pública. De acordo com dados referentes a 2006 da *World Health Organization*, os gastos per capita em saúde no Brasil são ainda baixos quando comparados aos países de renda per capita mais elevada.

O setor de saúde suplementar no Brasil é altamente fragmentado, sendo formado por 1,7 mil operadoras de planos médico-hospitalares e milhares de prestadores de serviço, entre hospitais, laboratórios, médicos e outros profissionais de saúde. Segundo a ANS, em setembro de 2008, apenas 182 operadoras de planos médico-hospitalares, tinham mais de 50 mil beneficiários e apenas 95 tinham mais de 100 mil. Além disso, as 10 maiores operadoras médico-hospitalares juntas somavam apenas 28,1% do total.

O índice de cobertura de Planos Médico-Hospitalares varia substancialmente entre as regiões do Brasil. Por exemplo, o estado de São Paulo apresenta um índice de cobertura de Planos Médico-Hospitalares de 40,7% da população total, enquanto o estado do Piauí apresenta um índice de cobertura de somente 5,0%.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Dissertação de Mestrado

Nome: DIAGNOSTICOS DA AMERICA SA
Sector: Consumo Não Cíclico
Segmento: Saúde

Descrição da Empresa: A Companhia tem como objeto social a prestação de serviços de assistência à saúde, nas áreas de: (i) análises clínicas, diretamente, e por intermédio de laboratórios contratados; (ii) de medicina diagnóstica, através de clínicas especializadas, e (iii) análises ambientais, análises de organismos geneticamente modificados e análises toxicológicas. A aquisição do Laboratório Alvaro Ltda. em 2005 permitiu a Companhia a entrada no mercado de apoio a laboratórios, e a aquisição do CientíficaLab em 2007 permitiu à Companhia oferecer serviços para o setor público de saúde.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa						2,90	4,45	7,17	22,97	15,84
Aplicações Financeiras CP						123,26	48,17	325,49	23,40	476,38
Ativo Circulante						274,38	210,81	520,29	335,77	881,48
Aplicações Financeiras LP						34,15	95,21	149,09	328,16	73,95
Realizável a Longo Prazo						257,22	382,58	498,39	882,68	970,50
Ativo Permanente						174,89	213,84	276,05	404,08	473,56
Ativo Total						531,60	593,39	1.018,68	1.218,46	1.851,98
Passivo										
Contas a Pagar						20,83	26,98	34,04	52,79	58,90
Dívida de Curto Prazo						27,98	75,39	65,77	103,48	189,42
Passivo Circulante						111,36	156,30	169,45	255,45	355,07
Dívida de Longo Prazo						105,21	78,30	275,94	302,81	825,53
Exigível a Longo Prazo						175,98	170,76	380,02	449,94	1.016,40
Patrimônio Líquido						244,26	266,33	469,21	513,07	480,51
Total Passivo						531,60	593,39	1.018,68	1.218,46	1.851,98

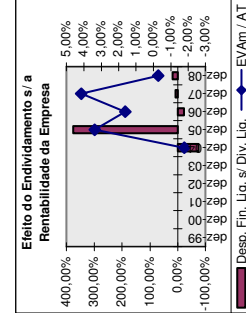
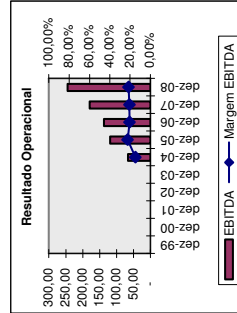
Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL						447,99	528,28	670,45	858,82	1.137,53
Receita USD										
Receita						447,99	528,28	670,45	858,82	1.137,53
Crescimento Ventas (ano)							17,92%	26,91%	28,10%	32,45%
Custo Mercadoria Vendida						306,47	362,41	443,48	584,59	816,08
EBIT						11,03	42,07	47,53	53,01	78,59
Margem Operacional						2,46%	7,96%	7,09%	6,17%	6,91%
Despesas Financeiras						20,48	22,02	31,02	2,50	83,70
Lucro Líquido						(18,86)	10,16	16,51	56,62	(12,98)
EBITDA						65,93	118,92	137,41	179,55	244,78
Margem EBITDA						14,72%	22,51%	20,49%	20,91%	21,52%
Total Dívida Bruta						133,19	153,68	341,71	406,29	1.014,95
Caixa e Aplic. Fin. CP						160,31	147,83	481,75	374,53	566,17
Total Dívida Líquida						(27,12)	5,85	(140,04)	31,76	448,78
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL						4,52%	15,80%	10,13%	10,33%	16,35%
Dívida/Ativos:						25,05%	25,90%	33,54%	33,34%	54,80%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.						-75,50%	376,17%	-22,15%	7,87%	18,65%
EVAm/ AT						-1,78%	3,38%	1,62%	4,15%	-0,28%

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,55
Dívida/PL:	2,11
Dívida/EBITDA:	4,15
Interest Cover:	0,94
Interest to Sales:	13,59
% Dívida CP:	19%
% Dívida LP:	81%
Liq. Corrente:	2,48
Liq. Imediata:	1,39
Liq. Geral:	0,56
ROE:	-2,7%
ROA:	-0,7%
Margem Lq.:	-1,1%
Desp.Fin.s/ Div.	8,2%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



3.3 Setor de Consumo Cíclico

O setor de consumo cíclico representado neste trabalho pelos subsetores de: construção e engenharia, mídia e transporte possuem como característica a comercialização de produtos de bens duráveis que são em geral mais afetados pelos ciclos econômicos e nível de atividade. Oferecem produtos de maior valor agregado, possuem margem elevada, baixo giro e demanda fortemente influenciada pela disponibilidade de crédito. As receitas deste setor são predominantemente em reais, visto que as vendas são destinadas quase que em sua totalidade ao mercado local.

O ano de 2008 foi marcado por dois momentos distintos e com efeitos diretamente opostos sobre o desempenho das empresas deste setor. Na primeira etapa que durou até julho/08, o cenário conjuntural que predominou seguiu bastante favorável, onde destaca-se: a fartura de crédito, juros com viés de queda, prazos longos para o pagamento das contas, aumento da massa real de salários e índices de desemprego e inadimplência declinantes. A partir de agosto, o cenário conjuntural mudou abruptamente em função do agravamento da crise financeira e econômica deflagrada nos EUA. Um dos primeiros efeitos da crise internacional aqui no Brasil foi a redução da disponibilidade de crédito, com o conseqüente encarecimento do dinheiro. A menor disponibilidade de crédito e a queda da renda em alguns setores da economia tiveram impacto no desempenho do setor em outubro. Os segmentos mais afetados foram móveis e eletrodomésticos, veículos, motos, construção e material de construção, cujas demandas têm maior correlação com o crédito.

	BR MALLS	NET	GOL	TAM
Ativo Total	3.413,35	6.086,56	7.258,58	13.223,87
Patrimônio Líquido	1.780,60	2.643,40	1.071,61	632,36
Endividamento Bruto	1.462,22	1.759,82	3.406,33	8.140,22
Disponibilidades	920,44	763,25	1.140,65	1.914,13
Endividamento Líquido	541,78	996,57	2.265,68	6.226,09
Receita	323,88	3.690,41	6.406,19	10.592,04
Receita BRL	323,88	3.690,41	6.406,19	7.864,97
Receita USD	-	-	-	2.727,07
EBITDA	245,79	991,61	24,09	1.189,08
Margem EBITDA	76%	27%	0%	11%
Lucro Líquido	(30,46)	(95,01)	(1.239,35)	(1.360,11)



3.3.1 Construção e Engenharia

Considerando Incorporadoras, Construtoras e Cooperativas, são mais de 50 mil empresas que operam na construção civil pesada no país. O setor de construção civil, incluindo projetos de infra-estrutura e empreendimentos residenciais e comerciais, representou aproximadamente 7,2% do PIB em 2003, segundo dados do IBGE. Segundo pesquisa elaborada pela FGV, a cadeia produtiva da construção civil teve participação média de 13,2% na formação do PIB no período compreendido entre 2000 e 2005.

O crescimento da população brasileira, a elevada porcentagem de jovens (em relação ao total da população), a tendência de envelhecimento da população, o declínio do número de habitantes por domicílio e a preferência sócio-cultural pela casa própria são elementos combinados que suportam um elevado potencial de demanda potencial por imóveis residenciais no Brasil nos próximos dez anos. O Brasil ainda apresenta um déficit de aproximadamente 6,7 milhões de unidades habitacionais, de acordo com o SECOVI.

O produto imobiliário tem elevado valor unitário, de forma que a demanda por este produto é fortemente influenciada pela disponibilidade de crédito – para financiar o incorporador no período da obra e o adquirente final no período pós chaves. O mercado de crédito imobiliário no Brasil é altamente regulado, regido pelas regras do SFH. Os recursos do financiamento habitacional, no âmbito do SFH, são oriundos de duas fontes: i) FGTS, que tem como agente a CEF; ii) Depósitos da Caderneta de Poupança (SBPE), operado pelos bancos públicos e privados. Como regra, o CMN impõe que o mínimo de 65% dos depósitos em poupança devem ser destinados ao financiamento imobiliário.

Ao longo dos anos, o setor de incorporação imobiliária brasileiro também desenvolveu uma série de mecanismos para se autofinanciar. Esta dinâmica



própria está baseada na venda antecipada de unidades no lançamento, antes do início da construção, o que permite ao incorporador viabilizar parte do investimento com os recursos do próprio comprador. Como as unidades são vendidas diretamente pelo incorporador, para alavancar vendas as incorporadoras disponibilizam financiamento próprio para o comprador final em prazos que vão até 10 anos, ao custo de IGPM+12,0% a.a. Os recebíveis imobiliários gerados nestas operações podem ser vendidos no mercado secundário, sendo então securitizados para dar origem aos Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRIs). Relativamente novo no País, este mercado ainda movimenta cifra pouco expressiva em relação aos montantes negociados pelas incorporadoras.

A renda, a oferta de crédito, as taxas de juros e a inflação, dentre outros fatores macroeconômicos, estão diretamente relacionados ao mercado imobiliário. O favorável ambiente macroeconômico verificado recentemente no Brasil reuniu condições positivas para o setor imobiliário.

A partir de 2007, o setor foi marcado pelo auge do processo de abertura de capital das empresas que, capitalizadas, aumentaram em muito seu *land bank*, para cumprir as ousadas metas de crescimento do volume de lançamentos (VGV) para 2008 e 2009.

Em 2008, essa situação se inverteu com a restrição de crédito. Como consequência, as empresas reduziram as previsões de lançamentos (VGV) e anunciaram venda de terrenos. O cenário macroeconômico deteriorou-se de forma significativa para o setor em 2008: o crédito se tornou mais restrito e seletivo; a inflação, as taxas de juros e os custos (INCC) aumentaram.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Dissertação de Mestrado

Nome: BR MALLS PARTICIPACOES SA
Setor: Consumo Cíclico
Segmento: Construção e Engenharia

Descrição da Empresa: BRMALLS é a maior empresa integrada de shopping centers do Brasil. Seu portfólio é composto por 34 shoppings que totalizam 985,2 mil m2 de Área Bruta Locável (ABL) e 429,1 mil m2 de ABL próprio. É a maior prestadora de serviços de administração e comercialização de shopping centers no Brasil. Administra 22 shoppings, comercializa 26 e presta serviço para 20 dos 34 shoppings em que detém propriedade. A BRMALLS é a única empresa com presença nacional em todas as cinco regiões do Brasil, atendendo a consumidores de todas as diferentes classes de renda.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa									17,05	758,48
Aplicações Financeiras CP										
Ativo Circulante									667,09	893,18
Aplicações Financeiras LP									632,98	161,96
Realizável a Longo Prazo									2.123,71	2.520,17
Ativo Permanente									1.481,96	1.817,01
Ativo Total									2.790,80	3.413,35
Passivo										
Contas a Pagar									25,45	10,44
Dívida de Curto Prazo									59,85	90,71
Passivo Circulante									187,53	177,17
Dívida de Longo Prazo									775,39	1.371,51
Exigível a Longo Prazo									824,45	1.455,58
Patrimônio Líquido									1.778,82	1.780,60
Total Passivo									2.790,80	3.413,35

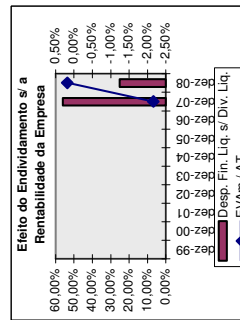
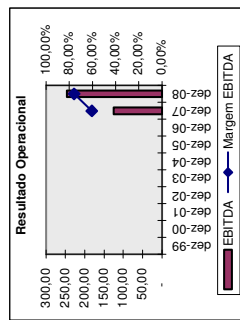
Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL									207,04	323,88
Receita USD										
Receita									207,04	323,88
Crescimento Vendas (ano)										56,44%
Custo Mercadoria Vendida									48,44	55,14
EBIT									43,40	142,06
Margem Operacional									20,96%	43,86%
Despesas Financeiras									103,79	135,76
Lucro Líquido									(70,36)	(30,46)
EBITDA									125,10	245,79
Margem EBITDA									60,42%	75,89%
Total Dívida Bruta									835,25	1.462,22
Caixa e Aplc. Fin. CP									650,03	920,44
Total Dívida Líquida									185,21	541,78
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

Indicadores

EBIT s/ PL									2,44%	7,98%
Dívida/Ativos:									29,93%	42,84%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.									56,04%	25,06%
EVAm/ AT									-2,16%	0,18%

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,43
Dívida/PL:	0,82
Dívida/EBITDA:	5,95
Interest Cover:	1,05
Interest to Sales:	2,39
% Dívida CP:	6%
% Dívida LP:	94%
Liq. Corrente:	5,04
Liq. Imediata:	4,28
Liq. Geral:	0,63
ROE:	-1,7%
ROA:	-0,9%
Margem Lq.:	-9,4%
Desp.Fin.s/ Div.	9,3%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



3.3.2 Mídia

As emissoras de televisão aberta continuam sendo as principais provedoras de mídia no Brasil. O Brasil é o maior mercado de emissoras de televisão aberta da América Latina, com aproximadamente 30 milhões de domicílios urbanos com televisão em 31 de dezembro de 2003, segundo a ABTA (Associação Brasileira de TV Paga). A maioria dos serviços da televisão aberta é transmitida por seis redes de emissoras de televisão privadas nacionais e uma rede de emissoras estatais de alcance nacional. Essas redes nacionais de televisão utilizam um ou mais satélites, para retransmitirem seus sinais.

O faturamento do mercado das operadoras de TV por Assinatura em 2007 cresceu 22%, atingindo um novo recorde: R\$ 6,7 bilhões. Isso envolve basicamente as mensalidades, o pay-per-view e a internet em alta velocidade e voz. Nesses dados não estão inclusas as receitas vindas da área de publicidade para o mercado de TV por Assinatura, pois essas receitas são captadas principalmente pelas programadoras.

No Brasil, são empregadas três tecnologias de distribuição de sinais de televisão por assinatura, com características bastante diferenciada: o cabo, o MMDS (*Multipoint Multichannel Distribution System*) e o DTH (*Direct to Home* – bandas C e Ku).

O cabo é o sistema de distribuição mais utilizado no Brasil. Seu custo de instalação por domicílio atingido é mais alto que os outros sistemas, mas uma rede de cabo pode ser utilizada posteriormente para a prestação de diversos outros serviços, como comunicação de dados, acesso à internet, telefonia, etc. Segundo a Pay-TV Survey Nº 142, em 30 de setembro de 2008, o mercado brasileiro de televisão a cabo consistia em 50 operadoras de cabo em 204 municípios, atendendo a um número estimado de 3,6 milhões de assinantes.



Segundo a legislação brasileira, as licenças de serviços de televisão a cabo em uma área específica não são exclusivas. Em 2007, a Anatel aprovou a aquisição de companhias a cabo por parte de duas grandes companhias de telecomunicações, o que aumentou a concorrência, principalmente no mercado *triple play* (serviços de vídeo, banda larga e voz).

O DTH (*Direct to Home*) é um sistema de TV paga no qual o assinante recebe os canais diretamente de um satélite geoestacionário ou mesmo continental, com mais de 180 canais digitais, e a rápida implantação. Já O MMDS (*Multipoint Multichannel Distribution System*) é também chamado nos EUA de *wireless cable*. No MMDS, os sinais são distribuídos aos assinantes por meio de microondas terrestres, de forma semelhante aos canais da TV aberta. Uma de suas principais vantagens é a portabilidade proporcionada pelo sinal de microondas, que permite a recepção do sinal em qualquer ponto da área de cobertura, em geral toda a cidade

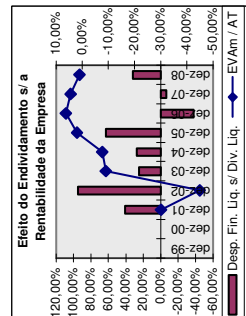
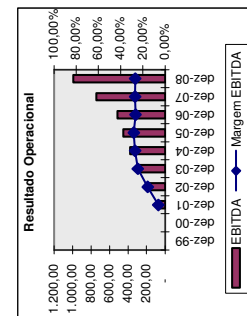


Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: NET SERVICOS DE COMUNICACOES
Setor: Consumo Cíclico
Segmento: Mídia
Descrição da Empresa: A NET Serviços é a maior empresa multisserviços via cabo da América Latina. Presente em 92 cidades, entre elas São Paulo, Rio de Janeiro, Belo Horizonte, Porto Alegre, Curitiba, Florianópolis, Manaus, Brasília e Goiânia, oferece serviços de TV por assinatura, internet banda larga e voz por meio de um único cabo. Com 50% do mercado de TV por assinatura e 24% do mercado de banda larga, possui uma rede que atinge mais de 10 milhões de domicílios.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa			28,60	25,80	13,20	13,18	25,61	25,42	61,73	124,79
Aplicações Financeiras CP			1,90	30,28	188,50	311,56	378,52	481,04	507,88	612,09
Ativo Circulante			243,31	190,38	442,58	613,23	688,56	808,04	954,36	1.177,11
Aplicações Financeiras LP			-	282,31	215,83	139,13	80,93	2.296,60	26,37	26,37
Realizável a Longo Prazo			2.306,91	2.061,21	1.659,01	1.616,49	1.633,73	2.382,24	4.131,98	4.909,45
Ativo Permanente			1.215,00	1.102,25	978,38	844,67	837,13	1.069,48	1.504,36	2.280,42
Ativo Total			2.550,23	2.251,60	2.101,59	2.229,72	2.322,29	3.190,27	5.086,34	6.086,56
Passivo										
Contas a Pagar			194,07	272,39	222,18	199,81	132,86	227,76	309,27	446,77
Dívida de Curto Prazo			583,25	1.299,21	1.342,17	1.569,33	139,38	8,65	24,67	58,33
Passivo Circulante			1.059,99	1.704,18	1.703,41	1.930,32	417,96	440,64	611,56	987,60
Dívida de Longo Prazo			969,17	-	-	-	650,00	900,70	1.099,98	1.701,49
Exigível a Longo Prazo			1.177,80	441,17	560,18	507,00	1.282,69	1.509,21	1.736,37	2.455,56
Patrimônio Líquido			312,43	106,25	(162,00)	(207,60)	621,65	1.240,43	2.738,40	2.643,40
Total Passivo			2.550,23	2.251,60	2.101,59	2.229,72	2.322,29	3.190,27	5.086,34	6.086,56



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL			1.146,06	1.150,66	1.245,42	1.392,70	1.593,08	1.936,04	2.738,66	3.690,41
Receita USD			-	-	-	-	-	-	-	-
Receita			1.146,06	1.150,66	1.245,42	1.392,70	1.593,08	1.936,04	2.738,66	3.690,41
Crescimento Verdadeiro (ano)			0,40%	0,40%	8,24%	11,83%	14,39%	21,53%	41,46%	34,75%
Custo Mercadoria Vendida			688,00	688,00	688,61	831,57	932,86	1.090,78	1.640,97	2.153,99
EBIT			(146,02)	(99,62)	43,06	133,04	238,67	320,13	338,60	384,41
Margem Operacional			-12,74%	-8,66%	3,46%	9,55%	14,98%	16,54%	12,36%	10,42%
Despesas Financeiras			621,59	911,20	232,56	303,30	191,51	117,69	114,78	318,53
Lucro Líquido			(699,89)	(1.125,38)	(268,39)	(45,40)	125,66	81,93	174,26	(95,01)
EBITDA			70,00	178,73	306,47	376,36	450,06	515,43	743,19	991,61
Margem EBITDA			6,11%	15,53%	24,61%	27,02%	28,25%	26,62%	27,14%	26,87%
Total Dívida Bruta			1.552,42	1.298,21	1.342,17	1.569,33	789,38	909,35	1.124,64	1.759,82
Caixa e Aplc. Fin. CP			30,50	339,39	417,54	463,86	485,06	1.221,81	2.866,21	763,25
Total Dívida Líquida			1.521,92	959,83	924,63	1.105,46	304,32	(312,47)	(1.741,56)	996,57
Câmbio			2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

Indicadores

EBIT s/ PL			-46,74%	-93,76%	-26,58%	-64,09%	38,39%	25,81%	12,36%	14,54%
Dívida/Ativos:			60,87%	57,66%	63,86%	70,38%	33,99%	28,50%	22,11%	28,91%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.			40,84%	49,93%	25,15%	27,44%	62,93%	-37,67%	-6,59%	31,96%
EVAm / AT			-30,10%	-44,89%	-9,02%	-7,64%	2,03%	6,35%	4,40%	1,08%



3.3.3 Transporte

Segundo o WATS (*World Air Transport Statistics 51st edition*), publicado em 2007, o Brasil é o 4º maior mercado doméstico mundial de aviação, cobrindo uma vasta área, maior do que a dos Estados Unidos continental, e com uma população de cerca de 184 milhões de pessoas em 2007, de acordo com o IBGE. A ponte aérea entre São Paulo e o Rio de Janeiro é uma das mais movimentadas do mundo.

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

O setor de viagens de negócios é o maior e mais lucrativo segmento do setor de transporte aéreo no Brasil. Acredita-se que as viagens de negócios representaram aproximadamente 70% do total da demanda no Brasil para vôos aéreos domésticos, número que é significativamente maior do que a proporção desse segmento na aviação civil internacional.

O mercado para aviação civil no Brasil apresenta um grande potencial, pois a maior parte da população ainda utiliza apenas transporte rodoviário. Com a redução no preço das tarifas apresentada ao longo dos últimos anos, existe um movimento de popularização do transporte aéreo como meio de locomoção.

O setor é regulamentado pela ANAC, que substituiu o DAC como órgão regulador da aviação civil e comercial no Brasil. A ANAC possui competência para conceder às companhias aéreas brasileiras o direito de operar novas rotas domésticas, bem



como aumentar as frequências das rotas existentes e a entrada de novas companhias no mercado brasileiro de aviação civil.

O ano de 2008 foi turbulento para o setor aéreo brasileiro. Apesar do bom desempenho operacional apresentado pela aviação civil nacional em 2008, quando a demanda por RPK (passageiros pagantes por quilometro percorrido) no mercado doméstico expandiu 7,7% na comparação com 2007, as companhias aéreas nacionais sofreram forte expansão dos custos, impulsionados, principalmente, pela alta do petróleo. O preço do querosene de aviação ("QAV"), em conjunto com a trajetória do câmbio, são as variáveis que mais influenciam os custos incidentes sobre o setor, uma vez que o combustível é o insumo que mais pesa na composição dos custos e que muitos dos insumos relacionados à atividade são atrelados à moeda norte-americana. Esta situação gerou a necessidade das companhias reajustarem o preço médio das passagens de forma a repassar parte da alta dos custos. O repasse, porém, não pôde ser integral visto que a demanda por passagens aéreas apresenta elasticidade-preço negativa, ou seja, quanto mais se eleva o preço das passagens, mais que proporcionalmente se reduz a demanda pelas mesmas.

Até o terceiro trimestre de 2008 a taxa de crescimento da demanda de RPK ainda apresentava elevados crescimentos. Porém, foi a partir do quarto trimestre de 2008, mas especificamente em outubro e novembro de 2008, meses auges da crise internacional, que a demanda por RPK arrefeceu. No mercado internacional, por sua vez, a taxa de crescimento da demanda de RPK apresentou crescimento na comparação com 2007. A baixa base de comparação é uma das explicações. Porém, outras duas explicações mais importantes foram a valorização do Real perante o dólar durante a maior parte de 2008, bem como a expansão na oferta de assentos promovida pela GOL e pela TAM.

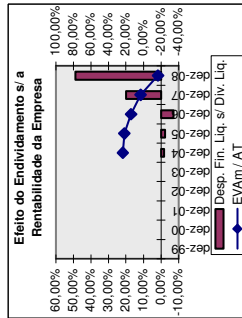
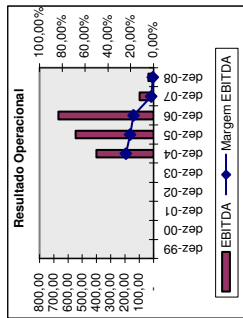


Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: GOL LINHAS AEREAS
Setor: Consumo Cíclico
Segmento: Transporte

Descrição da Empresa:
A GOL iniciou seus vôos em janeiro de 2001 como a primeira companhia aérea brasileira do século 21. Com cerca de 16 mil colaboradores, a GOL opera cerca de 800 vôos diários para 49 destinos que conectam todas as mais importantes cidades do Brasil e os dez principais mercados internacionais da América do Sul. A empresa opera com as marcas GOL, VARIIG, GOLLOG, SMILES e Voe Fácil.

Indicadores Correntes											
Balanco Patrimonial:											
Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Caixa						7,28	25,96	699,99	916,16	148,72	Dívida/Ativos: 0,47
Aplicações Financeiras CP						841,82	843,07	1.006,36	516,64	20,61	Dívida/PL: 3,18
Ativo Circulante						1.317,97	1.546,71	2.724,58	3.067,93	1.661,92	Dívida/EBITDA: 93,35
Aplicações Financeiras LP						34,82	31,45	66,53	1.415,42	971,32	Interest Cover: (0,08)
Realizável a Longo Prazo						227,19	709,15	1.055,59	2.696,90	5.596,66	Interest to Sales: 5,80
Ativo Permanente						131,36	580,03	795,43	1.251,42	2.998,76	% Dívida CP: 28%
Ativo Total						1.545,16	2.255,86	3.780,17	5.764,83	7.258,58	% Dívida LP: 72%
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	Liq. Corrente: 0,64
Contas a Pagar						36,44	73,92	124,11	326,36	283,72	Liq. Imediata: 0,07
Dívida de Curto Prazo						118,35	54,02	140,69	824,13	967,45	Liq. Geral: 0,33
Passivo Circulante						517,81	653,53	955,52	2.162,78	2.582,58	ROE: -129,2%
Dívida de Longo Prazo						-	-	726,98	1.066,10	2.438,88	ROA: -19,1%
Exigível a Longo Prazo						23,53	29,42	756,69	1.191,06	3.604,39	Margem Liq.: -21,6%
Patrimônio Líquido						1.003,82	1.572,92	2.067,96	2.410,99	1.071,61	Desp.Fin.s/ Div. 32,4%
Total Passivo						1.545,16	2.255,86	3.780,17	5.764,83	7.258,58	
Demonstração de Resultado											
Receita BRL	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Receita USD						1.654,36	2.669,09	3.802,02	4.967,26	6.406,19	
Receita						1.654,36	2.669,09	3.802,02	4.967,26	6.406,19	
Crescimento Verdade (ano)						968,04	61,34%	42,45%	30,65%	28,97%	
Custo Mercadoria Vendida						377,88	1.745,57	2.577,11	4.403,31	5.540,27	
EBIT						22,84%	510,46	608,94	2,44	(88,64)	
Margem Operacional						12,93	19,12%	16,02%	0,05%	-1,38%	
Despesas Financeiras						12,93	19,38	64,79	(191,02)	1.104,70	
Lucro Líquido						255,47	424,50	684,47	272,26	(1.384,74)	
EBITDA						400,78	546,67	667,19	98,60	36,49	
Margem EBITDA						24,23%	20,48%	17,55%	1,98%	0,57%	
Total Dívida Bruta						118,35	54,02	867,67	1.890,23	3.406,33	
Caixa e Aplíc. Fin. CP						883,91	900,48	1.772,88	2.848,22	1.140,65	
Total Dívida Líquida						(765,56)	(846,47)	(905,21)	(957,98)	2.265,68	
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337	
Indicadores											
EBIT s/ PL						37,64%	32,45%	29,45%	0,10%	-8,27%	
Dívida/Ativos:						7,66%	2,39%	22,95%	32,79%	46,93%	
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.						-1,69%	-2,29%	-7,16%	19,94%	48,76%	
EVAm / AT						23,62%	21,77%	14,40%	3,36%	-16,44%	



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: TAM SA

Descrição da Empresa:

Setor: Consumo Cíclico

Segmento:

Transporte

A TAM (BOVESPA: TAMM4 e NYSE:TAM), a maior companhia aérea do Brasil, presta serviços de transporte aéreo regular no Brasil e no exterior. É líder no mercado doméstico, com 50,3% de participação de mercado e 75,2% no mercado internacional entre as companhias aéreas brasileiras em 2008. A companhia também presta serviços de transporte de encomendas expressas, de cargas convencionais e especiais, atendendo a diversas localidades no Brasil e no exterior por meio da unidade de negócios TAM Cargo.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa				45,82	71,24	85,92	92,94	122,46	134,87	1.914,06
Aplicações Financeiras CP				-	101,08	210,94	902,52	2.330,52	2.472,00	-
Ativo Circulante				591,02	774,41	1.133,28	2.182,23	3.862,72	5.029,64	3.873,03
Aplicações Financeiras LP				12,67	5,49	125,92	118,73	377,60	656,74	0,07
Realizável a Longo Prazo				2.946,18	2.014,08	1.059,29	1.128,58	1.305,63	1.513,32	9.350,83
Ativo Permanente				2.353,16	1.565,26	715,29	768,61	791,69	789,89	7.562,62
Ativo Total				3.537,20	2.788,49	2.192,57	3.310,81	5.168,35	6.542,96	13.223,87
Passivo										
Contas a Pagar				316,81	199,79	264,22	282,05	346,82	426,86	486,10
Dívida de Curto Prazo				340,21	250,37	198,16	206,61	351,60	986,22	928,78
Passivo Circulante				1.120,60	966,34	1.070,96	1.393,13	2.029,29	2.751,98	4.024,16
Dívida de Longo Prazo				1.601,00	957,19	288,90	340,35	831,89	772,39	7.211,44
Exigível a Longo Prazo				2.212,13	1.779,25	928,79	1.155,75	1.686,93	2.296,70	8.567,35
Patrimônio Líquido				204,48	42,90	192,82	761,93	1.452,13	1.494,29	632,36
Total Passivo				3.537,20	2.788,49	2.192,57	3.310,81	5.168,35	6.542,96	13.223,87

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL						3.384,28	4.229,08	5.498,74	6.102,56	7.864,97
Receita USD						1.136,09	1.419,69	1.845,91	2.048,61	2.727,07
Receita						4.520,37	5.648,77	7.344,65	8.151,17	10.592,04
Crescimento Verdade (ano)						3.012,58	24,96%	30,02%	10,98%	29,94%
Custo Mercadoria Vendida						280,11	379,69	4.730,67	5.858,94	7.681,95
EBIT						280,11	396,11	870,38	217,26	725,19
Margem Operacional						6,20%	7,01%	11,85%	2,67%	6,85%
Despesas Financeiras						57,34	89,58	314,43	(316,24)	2.780,73
Lucro Líquido						341,13	187,37	555,95	128,90	(1.360,11)
EBITDA						373,83	482,80	972,95	334,11	1.189,08
Margem EBITDA						8,27%	8,55%	13,25%	4,10%	11,23%
Total Dívida Bruta						487,06	546,96	1.183,50	1.758,61	8.140,22
Caixa e Aplc. Fin. CP						422,78	1.114,18	2.830,58	3.263,62	1.914,13
Total Dívida Líquida						64,28	(567,22)	(1.647,08)	(1.505,01)	6.226,09
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

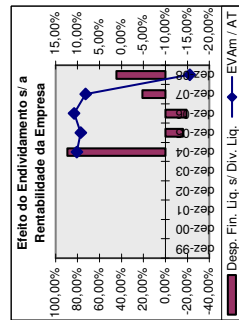
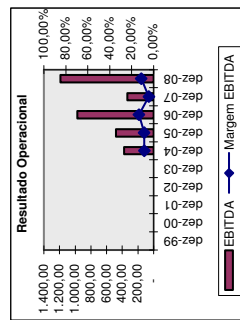
Indicadores

EBIT s/ PL						145,27%	51,99%	59,94%	14,54%	114,68%
Dívida/Ativos:						22,21%	16,52%	22,90%	26,88%	61,56%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.						89,21%	-15,79%	-19,09%	21,01%	44,66%
EVAm / AT						10,16%	9,26%	10,76%	8,15%	-15,54%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,62
Dívida/PL:	12,87
Dívida/EBITDA:	6,85
Interest Cover:	0,26
Interest to Sales:	3,81
% Dívida CP:	11%
% Dívida LP:	89%
Liq. Corrente:	0,96
Liq. Imediata:	0,48
Liq. Geral:	0,24
ROE:	-215,1%
ROA:	-10,3%
Margem Lq.:	-12,8%
Desp.Fin.s/ Div.:	34,2%





3.4 Setor de Materiais Básicos

Representado neste trabalho pelos subsetores de: mineração, petróleo e gás, petroquímicos e siderurgia oferecem insumos e matéria prima para toda a cadeia produtiva. Costumam localizar-se próximas a portos, ferrovias e fontes de matéria-prima para facilitar o recebimento de insumos e facilitar o escoamento da produção. Atuam na exploração e transformação de matéria prima bruta em produtos a serem utilizados por outras indústrias.

Os produtos oferecidos por este setor em geral são negociados nas principais bolsas de mercadoria e futuro do mundo. A alta volatilidade dos preços afetam diretamente os resultados das empresas deste setor. Expectativas e especulações sobre o comportamento futuro da economia ditam o comportamento destas *commodities*.

O ano de 2008 foi marcado pela alta volatilidade das *commodities* metálicas e energéticas. No começo do ano estas *commodities* atingiram sua máxima histórica, devido a depreciação do dólar e a forte demanda, especialmente vinda da China. O ciclo de alta foi fortemente interrompido com o agravamento da crise econômica. A queda das cotações foi forte e rápida; de julho/08 a dezembro/08 perderam mais da metade do seu valor.

	<u>VALE</u>	<u>ULTRAPAR</u>	<u>PETROBRAS</u>	<u>BRASKEM</u>	<u>CSN</u>	<u>GERDAU</u>	<u>USIMINAS</u>
Ativo Total	185.779,50	9.667,17	294.514,00	22.701,94	31.497,44	59.050,52	27.580,05
Patrimônio Líquido	102.356,00	4.688,26	144.388,00	3.679,86	6.662,59	25.043,57	15.115,48
Endividamento Bruto	45.363,77	3.671,92	63.323,00	11.986,09	14.549,18	23.233,84	6.691,26
Disponibilidades	27.261,11	2.173,24	23.330,00	4.432,56	10.658,66	5.435,01	5.046,22
Endividamento Líquido	18.102,66	1.498,68	39.993,00	7.553,54	3.890,52	17.798,83	1.645,04
Receita	70.541,00	28.267,98	232.183,40	17.959,51	14.002,87	41.907,84	15.706,53
Receita BRL	11.853,00	19.792,57	147.678,00	13.649,23	10.811,28	10.057,88	13.512,39
Receita USD	58.688,00	8.475,41	84.505,40	4.310,28	3.191,59	31.849,96	2.194,14
EBITDA	32.512,22	1.079,43	58.152,02	2.486,17	6.593,01	9.901,09	5.851,10
Margem EBITDA	46%	4%	25%	14%	47%	24%	37%
Lucro Líquido	21.279,63	390,27	33.915,27	(2.492,11)	5.774,15	3.940,51	3.224,43



3.4.1 Mineração

De acordo com o *International Iron and Steel Institute* – IISI, a produção de aço bruto mundial em 2008 alcançou 1.329,7 milhões de toneladas, apresentando queda de 1,2% em comparação com 2007. A produção de aço diminuiu em quase todos os principais países produtores de aço e regiões, incluindo UE, América do Norte, América do Sul e da CEI. No entanto, na Ásia, em particular na China, e no Oriente Médio apresentaram crescimento. A partir de setembro de 2008 a produção de aço a nível mundial registrou desaceleração e em dezembro atingiu queda recorde de 24,3% quando comparada com o mesmo mês de 2007.

Assim como nos últimos anos, a performance do setor foi puxada pela China, que mostrou incremento de 2,6% em sua produção, para 502,2 milhões de toneladas, respondendo por 38% do total de aço bruto produzido no mundo. Se desconsiderarmos a China, a produção global registraria queda de 3,3%.

A intensificação da crise financeira global a partir do último trimestre de 2008 aprofundou de maneira substancial seu impacto recessivo sobre a economia global. Uma das conseqüências desse processo foi o forte efeito negativo sobre a produção do aço, tendo em vista sua relevância para a produção industrial e a construção civil. Desse modo, a indústria siderúrgica em diversas regiões do mundo anunciou significativos cortes de produção, estimados em aproximadamente 20% da produção global quando comparada com o mesmo período de 2007. Tendo em vista que a única utilização do minério de ferro é na fabricação do aço, sua demanda sofreu direta e imediatamente o efeito da retração da produção siderúrgica. A queda na produção de aço, inclusive na China, ficou evidente com a queda nos preços no mercado *spot* do minério de ferro, do frete transoceânico e do aumento de estoques de minério de ferro.



Vale lembrar que a produção de minério de ferro é realizada em grande escala e não há simplesmente espaço disponível para a acumulação de estoques envolvendo dezenas de milhões de toneladas de minério.

A contração da produção industrial global também afetou consideravelmente a demanda por metais básicos, como o níquel, o cobre, alumínio, entre outros. O novo cenário exigiu que as maiores mineradoras do mundo realizassem ajustes de produção para adaptar-se ao novo ambiente. As maiores companhias mundiais de mineração reduziram planos de expansão em aproximadamente US\$ 200 bilhões.

Segundo o Instituto Brasileiro de Mineração - IBRAM, a produção brasileira de minério de ferro em 2008 é estimada em 409 milhões de toneladas, equivalente a 19% do total mundial, de 1,9 bilhão de toneladas. A China é o maior produtor, com 600 milhões de toneladas em 2008. A Vale é a maior empresa brasileira produtora, com participação de 79% da produção total.

As exportações brasileiras de bens primários de Ferro em 2008 atingiram 298 milhões de toneladas, com valor FOB de US\$ 16 bilhões, representando aumento de 11% em quantidade e de 52% no valor das exportações em comparação com 2007. As exportações de minério de ferro destinam-se, principalmente, aos mercados asiático e europeu. Observando a participação dos mercados em 2008 e constata-se o forte crescimento da China com 31%, seguido pelo Japão (11%) Coréia (4%), Alemanha (8,5%), Itália (4,89%), França (4,1%), Argentina e Trinidad e Tobago, cada um com 3% e Outros com 29%.

Vale mencionar que a crise enfrentada pelo setor siderúrgico levou a uma queda de 40% nas exportações brasileiras de minério em dezembro de 2008 na comparação com igual mês de 2007 e redução de 23% sobre o mês anterior.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: VALE SA

Sector: Materiais Básicos

Segmento:

A Vale produz e comercializa minério de ferro, pelotas, níquel, concentrado de cobre, carvão, bauxita, alumina, alumínio, potássio, caulim, manganes e ferroligas. Para dar suporte ao desenvolvimento e escoamento da produção, atuam como uma operadora logística e priorizam projetos de geração de energia voltados para o autoconsumo, de forma a garantir competitividade.

Descrição da Empresa:

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	67,00	83,00	93,00	324,00	610,00	416,00	586,00	3.407,00	794,91	1.814,00
Aplicações Financeiras CP	2.791,71	2.559,33	2.715,40	3.946,60	1.481,93	3.500,76	2.117,25	6.370,98	1.330,00	22.825,00
Ativo Circulante	5.670,58	6.111,21	7.235,01	10.877,42	8.557,99	11.930,55	12.570,84	27.169,66	21.152,01	55.883,48
Aplicações Financeiras LP	183,70	181,68	316,21	-	58,81	108,97	149,14	2.090,04	2.100,24	2.622,11
Realizável a Longo Prazo	14.094,58	17.719,19	19.170,40	22.588,04	28.533,27	31.542,03	41.022,89	95.839,25	111.745,80	129.896,00
Ativo Permanente	10.821,47	12.582,44	12.790,85	15.665,71	21.165,76	24.797,94	33.767,78	77.611,13	91.959,00	110.493,50
Ativo Total	19.765,17	23.830,40	26.405,41	33.465,45	37.091,26	43.472,09	53.593,73	123.008,90	132.897,80	185.779,50
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	327,87	824,42	832,71	1.386,44	1.302,07	1.972,06	2.684,10	5.164,43	4.293,81	5.248,41
Dívida de Curto Prazo	2.949,90	2.242,96	2.808,57	4.313,33	4.253,50	3.041,02	3.456,42	3.661,16	3.361,41	2.669,91
Passivo Circulante	4.522,67	5.132,89	5.336,47	6.792,92	7.579,97	9.326,98	11.666,96	16.613,06	19.345,68	18.639,04
Dívida de Longo Prazo	3.504,72	5.659,90	6.764,87	10.255,39	9.455,76	9.044,83	9.066,38	46.003,62	32.444,68	42.693,86
Exigível a Longo Prazo	9.232,54	13.238,56	9.295,48	13.732,16	13.574,74	13.944,46	14.924,14	61.296,25	51.839,33	64.784,47
Patrimônio Líquido	10.532,63	10.591,84	11.773,47	12.940,38	15.936,54	20.200,64	27.002,64	45.099,59	61.712,83	102.356,00
Total Passivo	19.765,17	23.830,40	26.405,41	33.465,45	37.091,26	43.472,09	53.593,74	123.008,90	132.897,84	185.779,51

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	1.042,29	1.423,83	1.579,02	2.192,11	2.903,60	4.113,55	5.076,61	6.763,91	9.872,00	11.853,00
Receita USD	5.936,86	8.110,12	8.994,03	12.486,22	16.538,81	23.430,66	28.916,23	38.527,05	55.091,46	58.688,00
Receita	6.979,15	9.533,95	10.573,05	14.678,33	19.442,41	27.544,21	33.992,84	45.290,96	64.763,46	70.541,00
Crescimento Vendas (ano)	0,39	36,61%	10,90%	38,83%	32,46%	41,67%	16,31%	33,24%	42,99%	8,92%
Custo Mercadoria Vendida	3.790,75	5.255,57	5.544,64	7.646,54	10.985,20	14.123,04	16.311,32	20.756,13	30.083,75	32.155,62
EBIT	2.366,84	2.757,10	3.109,70	5.125,00	6.195,50	10.857,24	14.853,65	20.088,31	29.314,75	27.399,81
Margem Operacional	33,91%	28,92%	29,41%	34,92%	31,87%	39,42%	43,70%	44,35%	45,26%	38,84%
Despesas Financeiras	3.750,95	1.504,57	2.600,28	7.441,78	3.732,73	2.000,08	505,00	6.657,31	2.679,00	2.292,00
Lucro Líquido	1.251,20	2.132,66	3.050,71	2.043,26	4.508,85	6.459,52	10.162,37	13.431,00	20.005,56	21.279,63
EBITDA	2.926,84	3.501,10	3.908,70	6.235,00	7.471,50	12.647,24	16.847,65	21.994,88	33.484,75	32.512,22
Margem EBITDA	41,94%	36,72%	36,97%	42,48%	38,43%	45,92%	49,56%	48,58%	51,70%	46,09%

Total Dívida Bruta	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa e Aplicações Financeiras CP	6.454,62	7.902,86	9.573,24	14.568,72	13.709,26	12.085,65	12.522,80	49.664,78	35.806,09	48.363,77
Caixa e Aplicações Financeiras LP	3.042,41	2.824,01	3.124,61	4.270,60	2.150,74	4.025,73	2.852,40	11.868,01	4.228,15	27.261,11
Total Dívida Líquida	3.412,21	5.078,85	6.448,63	10.298,12	11.558,52	8.059,92	9.670,40	37.796,76	31.577,94	18.102,66
Cambio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

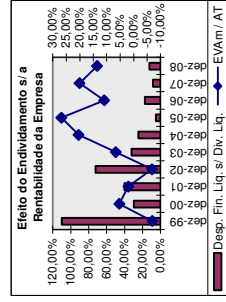
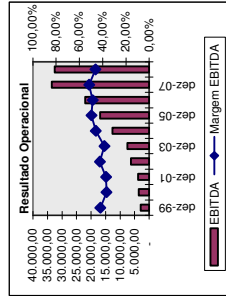
Indicadores

Divida/Ativos:	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Divida/PL	22,47%	26,03%	26,41%	39,60%	38,88%	53,75%	55,01%	44,54%	47,50%	26,77%
Divida/Ativos:	32,66%	33,16%	36,25%	43,53%	36,96%	27,80%	23,37%	40,37%	26,94%	24,42%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	109,93%	29,62%	40,32%	72,26%	32,29%	24,82%	5,22%	17,61%	8,48%	12,66%
EVAm / AT	-7,00%	5,26%	1,93%	-6,92%	6,64%	20,37%	26,77%	10,92%	20,04%	13,51%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Divida/Ativos:	0,24
Divida/PL:	0,44
Divida/EBITDA:	1,40
Interest Cover:	11,95
Interest to Sales:	30,78
% Divida CP:	6%
% Divida LP:	94%
Liq. Corrente:	3,00
Liq. Imediata:	1,32
Liq. Geral:	0,60
ROE:	20,8%
ROA:	11,5%
Margem Liq.:	30,2%
Desp. Fin. s/ Div.:	5,1%





3.4.2 Petróleo e Gás

O ano foi marcado pela alta volatilidade do preço do petróleo. Até 31/10/08, os preços mínimo, máximo e médio foram de US\$ 59/barril, US\$ 147/barril e US\$ 108/barril, respectivamente.

A depreciação do dólar e menores taxas de juros nos EUA conduziram a um significativo aumento das apostas dos *hedge funds*, configurando uma forte demanda especulativa pelo petróleo. Pressionadas também pela demanda aquecida e oferta restrita pela falta de investimentos no passado e outras dificuldades para exploração, tanto políticas, como econômicas e geográficas, o barril de petróleo ultrapassou, pela primeira vez, a casa dos US\$ 100/barril em fevereiro/08, e bateu sucessivos recordes nos meses seguintes.

O ciclo de alta somente foi interrompido a partir de setembro/08 com o agravamento da crise financeira mundial trazendo expectativas de redução do consumo e crescimento nos estoques da *commodity*, especialmente nos EUA, maior consumidor mundial de petróleo.

Esse cenário fez com que a Opep antecipasse sua reunião de 18 de novembro/08 e anunciasse, no dia 24 de outubro/08, um corte de 1,5 milhão de barris/dia na produção do cartel. Como o corte de outubro não surtiu o efeito esperado, em 17 de dezembro/08 a Opep anunciou um novo corte de produção de 2,2 milhões de barris/dia, a partir de 1º de janeiro de 2009.

A queda dos preços do petróleo tem pouco impacto imediato sobre o Brasil, que ganha como importador da *commodity* e perde com eventual redução dos dividendos da Petrobras e *royalties* pagos à União. Mas, quanto menor o preço do barril, maior será a necessidade de captação pela Petrobras para executar os planos de exploração nas áreas do pré-sal.



Ao longo de 2009, a Petrobras pretende colocar em operação mais quatro plataformas contribuindo para o aumento da produção nacional. A meta da Companhia para 2009 é produzir uma média de 2.513 mil barris de óleo equivalente por dia (boed) no País (contra 2.176 mil boed em 2008) e 244 mil boed no exterior (ante 224 mil boed em 2008). Na exploração, o teste de longa duração de Tupi, teve reservas inicialmente estimadas pela Petrobras entre 5 a 8 bilhões boed.

Já as reservas provadas de gás natural cresceram a uma taxa média de 7,7% a.a, analisando o período compreendido entre os anos de 1970 e 2007. Este crescimento está relacionado principalmente às descobertas decorrentes do esforço contínuo do país para diminuir o grau de dependência do petróleo. As principais descobertas ocorreram na Bacia de Campos, bem como na Bacia do Solimões.

A evolução das reservas de gás natural no país apresenta um comportamento muito próximo ao das reservas de petróleo, devido principalmente à ocorrência de gás natural sob a forma associada. Há, no entanto, a expectativa de que novas reservas de gás natural sejam descobertas, eminentemente sob a forma não-associada, tal como é sinalizado pelas descobertas recentes na Bacia de Santos.

Em 2007, as reservas provadas de gás natural ficaram em torno de 364,9 bilhões m³, um crescimento de 4,9% em relação a 2006.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

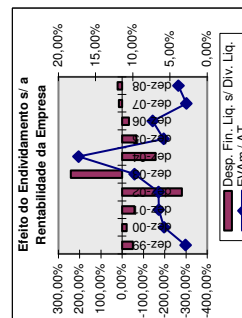
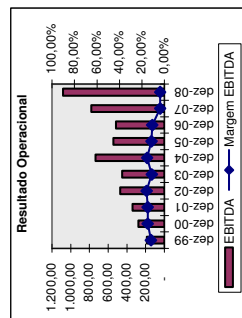
Dissertação de Mestrado

Nome: ULTRAPAR PARTICIPAÇÕES
Sector: Materiais Básicos
Segmento: Petróleo e Gás

Descrição da Empresa: A Ultrapar é um dos maiores e mais sólidos grupos econômicos brasileiros, com operações no Brasil, México, Argentina, Estados Unidos e Venezuela, e com posição diferenciada nos três segmentos em que atuam suas unidades de negócio: distribuição de combustíveis através da Ipiranga e da Ultragaz, produção de químicos por meio da Oxiteno e soluções logísticas integradas para grãos especiais com a Ultracargo.

Balanco Patrimonial:											
Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Caixa	15,73	33,13	35,62	53,57	46,74	41,28	32,71	31,99	203,06	164,35	0,38
Aplicações Financeiras CP	840,84	829,14	620,34	584,37	507,35	517,10	1.218,21	1.038,08	1.419,86	1.962,08	0,78
Ativo Circulante	1.112,91	1.190,84	1.045,19	1.186,90	1.164,73	1.256,43	1.888,30	1.807,07	5.695,70	5.135,81	3,40
Aplicações Financeiras LP	28,37	26,69	25,78	26,05	27,40	67,79	400,81	578,76	180,76	46,81	2,14
Realizável a Longo Prazo	809,65	823,69	906,74	941,02	1.187,54	1.322,33	1.742,97	2.042,77	3.528,80	4.531,36	85,91
Ativo Permanente	665,65	655,95	707,87	779,47	968,56	1.047,43	1.072,73	1.111,78	2.268,89	3.131,50	45%
Ativo Total	1.922,55	2.014,53	1.951,92	2.127,91	2.352,27	2.578,76	3.631,27	3.849,84	9.224,50	9.667,17	55%
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Contas a Pagar	73,04	86,84	88,45	104,44	90,28	102,05	90,94	112,53	582,68	614,20	1,87
Dívida de Curto Prazo	190,12	134,06	124,53	219,83	325,88	293,04	153,71	115,55	1.818,66	1.658,12	0,77
Passivo Circulante	356,28	321,61	323,92	468,23	577,11	596,67	440,18	431,39	3.009,02	2.747,72	0,59
Dívida de Longo Prazo	279,14	291,78	290,17	363,64	306,27	258,09	1.278,61	1.381,85	1.359,23	2.013,81	8,3%
Exigível a Longo Prazo	352,33	383,97	388,36	437,65	386,26	353,37	1.371,29	1.451,81	1.579,91	2.231,19	4,0%
Patrimônio Líquido	1.213,94	1.308,95	1.239,65	1.222,03	1.388,90	1.628,72	1.819,80	1.966,64	4.635,58	4.688,26	1,4%
Total Passivo	1.922,55	2.014,53	1.951,92	2.127,91	2.352,27	2.578,76	3.631,27	3.849,84	9.224,50	9.667,17	9,0%

Dívida/Ativos:	0,38
Dívida/PL:	0,78
Dívida/EBITDA:	3,40
Interest Cover:	2,14
Interest to Sales:	85,91
% Dívida CP:	45%
% Dívida LP:	55%
Liq. Corrente:	1,87
Liq. Imediata:	0,77
Liq. Geral:	0,59
ROE:	8,3%
ROA:	4,0%
Margem Liq.:	1,4%
Desp.Fin.s/ Div.:	9,0%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



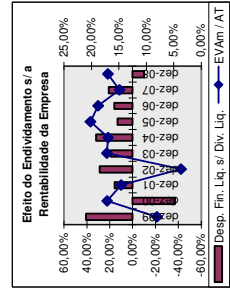
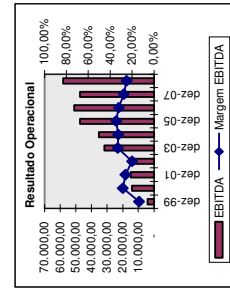
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: PETROBRAS - PETROLEO BRAS **Sector:** Materiais Básicos **Segmento:** Petróleo e Gás

Descrição da Empresa: A Petrobrás é uma companhia integrada que atua na exploração, produção, refino, comercialização e transporte de petróleo e seus derivados no Brasil e no exterior. Possui mais de 100 plataformas de produção, dezessais refinarias, trinta mil quilômetros em dutos e mais de seis mil postos de combustíveis. A Petrobras desenvolve diversas atividades no exterior, tal como: compra e venda de petróleo, equipamentos, materiais e serviços; operação financeira com bancos e bolsa de valores; recrutamento de pessoal especializado; afretamento de navios, entre outros.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	487,13	671,16	1.819,04	1.523,78	2.214,66	1.644,49	3.651,64	3.686,87	2.329,58	15.889,00
Aplicações Financeiras CP	4.906,57	10.720,26	15.289,59	10.385,07	22.737,88	17.290,94	19.765,40	24.142,24	10.741,27	-
Ativo Circulante	14.721,87	24.357,18	33.933,16	38.430,99	51.869,29	51.287,42	60.235,19	67.219,42	53.373,77	64.695,00
Aplicações Financeiras LP	9.377,49	10.508,11	1.371,89	64,54	662,69	5.476,83	5.259,54	6.901,61	15.447,42	7.441,00
Realizável a Longo Prazo	41.930,78	42.621,96	41.225,43	58.829,10	84.365,07	95.747,71	123.286,00	143.318,70	177.854,00	229.819,00
Ativo Permanente	23.119,51	24.527,36	27.742,30	40.786,24	64.778,77	76.745,32	105.429,40	115.340,80	139.940,70	192.053,00
Ativo Total	56.552,64	66.979,13	75.158,59	97.260,09	136.234,40	147.035,10	183.521,10	210.538,10	231.227,80	294.514,00
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	2.377,98	3.938,80	4.433,00	6.442,00	7.039,31	9.003,11	8.976,36	11.510,17	13.791,20	18.010,00
Dívida de Curto Prazo	10.487,60	8.082,57	5.132,49	6.015,76	8.132,07	5.495,20	10.503,00	12.522,28	8.501,23	13.274,00
Passivo Circulante	18.077,45	20.141,74	21.864,16	29.227,02	36.897,86	33.957,99	42.360,15	48.157,42	47.555,01	62.993,00
Dívida de Longo Prazo	8.553,66	9.195,89	13.702,64	24.786,00	34.115,88	31.721,39	34.439,48	31.542,85	29.806,59	50.049,00
Exigível a Longo Prazo	20.578,77	21.612,96	24.285,47	34.313,37	48.349,80	48.543,31	56.196,87	57.374,68	63.512,59	87.133,00
Patrimônio Líquido	17.996,43	25.224,44	29.008,96	33.719,69	50.986,70	64.533,81	84.964,09	105.006,00	120.160,20	144.388,00
Total Passivo	56.552,65	66.979,14	75.158,59	97.260,08	136.234,36	147.035,11	183.521,11	210.538,10	231.227,80	294.514,00



* Elaborado pelo Autor:
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores

EBIT s/ PL	35,14%	52,39%	37,94%	26,79%	52,25%	44,99%	46,06%	39,09%	30,32%	31,94%
Dívida/Ativos:	33,61%	25,80%	25,06%	31,67%	31,01%	25,31%	24,49%	20,93%	16,57%	21,50%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	40,90%	-37,18%	15,92%	29,01%	19,21%	32,05%	13,11%	16,09%	20,84%	-9,92%
EVAm / AT	8,08%	17,17%	14,57%	3,67%	17,31%	16,95%	20,16%	18,78%	14,87%	17,01%



3.4.3 Petroquímicos

A indústria petroquímica transforma subprodutos de petróleo bruto, principalmente nafta ou gás natural, em bens de consumo e industriais, utilizados para diversas finalidades. O setor petroquímico brasileiro é, em geral, dividido em produtores de primeira, segunda e terceira geração, de acordo com a fase de transformação das diversas matérias-primas ou insumos petroquímicos. Os produtores de primeira geração do Brasil, denominados "craqueadores", fracionam ou "craqueiam" a nafta ou gás natural, seu principal insumo, transformando-os em petroquímicos básicos. Os petroquímicos básicos produzidos pelas unidades de craqueamento de nafta incluem: olefinas, principalmente eteno, propeno e butadieno; e aromáticos, tais como benzeno, tolueno e xilenos.

Os produtores de segunda geração processam os petroquímicos básicos comprados das unidades de craqueamento de nafta, produzindo petroquímicos intermediários, que incluem: Polietileno, poliestireno e PVC (produzidos a partir do eteno); Polipropileno e acrilonitrila (produzidos a partir do propeno); Caprolactama (produzida a partir do benzeno); e Polibutadieno (produzido a partir do butadieno). Existem 36 produtores de segunda geração em atividade no Brasil.

Os produtores de terceira geração, denominados transformadores, compram os petroquímicos intermediários de produtores de segunda geração e os transformam em produtos finais, incluindo: Plásticos (produzidos a partir de polietileno, polipropileno e PVC); Fibras acrílicas (produzidas a partir de acrilonitrila); Nylon (produzido a partir de caprolactama); Elastômeros (produzidos a partir de butadieno); e Embalagens descartáveis (produzidas a partir de poliestireno e polipropileno). Os produtores de terceira geração fabricam vários bens de consumo e industriais, inclusive recipientes e materiais de embalagem, tais como sacos, filme e garrafas, tecidos, detergentes, tintas, autopeças, brinquedos e bens



de consumo eletrônicos. Existem mais de 8.500 produtores de terceira geração em atividade no Brasil.

Os mercados brasileiros de petroquímica são mercados cíclicos e sensíveis a alterações relativas na oferta e procura. A procura por produtos petroquímicos é afetada de maneira significativa pela conjuntura econômica do Brasil e de outros países do Mercosul, em particular a Argentina. Os mercados brasileiros são também afetados pela natureza cíclica dos mercados internacionais, visto que os preços de produtos petroquímicos praticados no Brasil são em parte determinados tomando por referência preços cobrados no mercado internacional por esses produtos e pelos preços, inclusive custos de tributação e transporte, pagos por empresas importadoras de produtos petroquímicos.

A forte volatilidade de preços do petróleo em 2008 comprimiu globalmente as margens da indústria petroquímica. No Brasil as refinarias fornecem insumos a preço de mercado e procuram repassar integralmente as variações de custo, mas com um mês de defasagem. A demanda aquecida permitiu às empresas repassarem aos clientes os aumentos dos preços internacionais e registrarem aumento de preço médio em reais. Entretanto, o setor não conseguiu repassar todo o aumento da nafta e as margens ficaram pressionadas.

Conforme divulgado pela COPLAST - ABIQUIM, as vendas totais de termoplásticos alcançaram em 2008 4.283 mil t, 11% inferior ao volume de 2007. As vendas internas (3.522 mil t) recuaram 5%, com as exportações (761 mil t) declinando 32%. O volume vendido no mercado interno representou 82% das vendas totais, perfil este mais favorável do que de 2007, de 77%.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Dissertação de Mestrado

Nome: BRASKEM AS

Sector: Materiais Básicos

Segmento:

Petroquímicos

A Braskem é líder do mercado latino-americano de resinas termoplásticas. Em agosto de 2002, os grupos Odebrecht e Mariani integraram seus ativos petroquímicos à Copene Petroquímica do Nordeste S.A. A Braskem é a primeira petroquímica integrada do país, que combina operações da primeira e da segunda geração da cadeia produtiva do plástico. A primeira geração é responsável pelo ciclo de negócios ligados à produção de matérias-primas básicas como eteno, propeno e cloro, fundamentais para a segunda geração, que cuida das resinas termoplásticas.

Descrição da Empresa:

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa				129,69	234,25	1.753,32	2.135,74	1.547,06	1.890,15	2.611,80
Aplicações Financeiras CP				691,38	965,13	20,47	145,79	413,89	248,70	337,02
Ativo Circulante				3.648,75	4.092,50	5.334,08	5.817,89	5.951,00	6.596,29	7.752,08
Aplicações Financeiras LP				3.663,33	1.947,21	404,06	90,42	1.544,55	2.977,42	1.483,94
Realizável a Longo Prazo				10.439,23	9.790,53	9.558,75	9.772,87	10.353,33	14.295,71	14.949,86
Ativo Permanente				4.579,17	5.031,96	5.397,17	5.964,16	6.688,70	8.404,08	10.278,40
Ativo Total				14.087,97	13.883,02	14.892,83	15.590,75	16.304,32	20.892,00	22.701,94
Passivo										
Contas a Pagar				1.704,94	1.081,85	2.038,94	2.580,17	3.022,09	2.967,93	4.906,75
Dívida de Curto Prazo				2.876,57	2.745,65	1.780,59	904,30	1.811,59	1.179,98	2.146,27
Passivo Circulante				5.435,06	4.474,49	4.536,67	4.444,10	5.506,95	5.922,91	7.573,67
Dívida de Longo Prazo				5.173,18	5.088,07	4.219,05	4.456,82	4.917,98	7.201,95	9.839,82
Exigível a Longo Prazo				6.398,03	6.741,55	5.965,60	6.489,65	6.463,72	8.614,12	11.448,42
Patrimônio Líquido				2.254,89	2.666,98	4.390,56	4.657,00	4.333,65	6.354,97	3.679,86
Total Passivo				14.087,98	13.883,02	14.892,83	15.590,75	16.304,32	20.892,00	22.701,95

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL					8.020,78	10.244,60	10.816,39	10.375,64	14.118,31	13.649,23
Receita USD					2.115,03	1.947,40	2.258,69	2.617,06	3.561,07	4.310,28
Receita					10.135,81	12.192,00	13.075,08	12.992,70	17.679,38	17.959,51
Crescimento Verdade (ano)					20,29%	20,29%	7,24%	-0,63%	36,07%	1,58%
Custo Mercadoria Vendida					8.089,27	9.078,32	10.361,72	10.792,06	14.440,94	15.140,77
EBIT					1.430,88	2.145,95	1.593,50	1.048,68	1.392,69	1.175,15
Margem Operacional					14,12%	17,60%	12,19%	8,07%	7,88%	6,54%
Despesas Financeiras					737,96	1.528,25	522,09	947,33	367,00	3.685,00
Lucro Líquido					215,14	690,86	625,83	101,35	547,58	(2.492,11)
EBITDA					2.365,14	3.093,61	2.587,53	2.068,84	2.702,55	2.486,17
Margem EBITDA					23,33%	25,37%	19,79%	15,92%	15,29%	13,84%
Total Dívida Bruta					7.833,72	5.999,64	5.361,12	6.729,57	8.381,93	11.986,09
Caixa e Apl. Fin. CP					4.484,40	2.177,84	2.371,95	3.505,50	5.116,27	4.432,56
Total Dívida Líquida					3.565,35	3.821,80	2.989,17	3.224,07	3.265,66	7.553,54
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

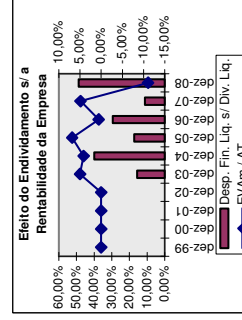
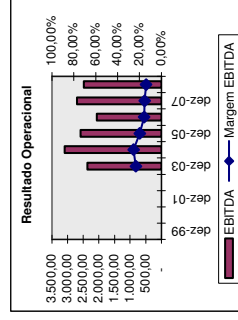
Indicadores

EBIT s/ PL				57,14%	53,65%	48,88%	34,22%	24,20%	21,92%	31,93%
Dívida/Ativos:					56,43%	40,29%	34,39%	41,27%	40,12%	52,80%
Desp. Fin. Lq. s/ Div. Lq.					15,74%	39,99%	17,47%	29,38%	11,24%	48,79%
EVAm / AT					4,99%	4,15%	6,87%	0,62%	4,91%	-11,06%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,53
Dívida/PL:	3,26
Dívida/EBITDA:	4,82
Interest Cover:	0,32
Interest to Sales:	4,87
% Dívida CP:	18%
% Dívida LP:	82%
Liq. Corrente:	1,02
Liq. Imediata:	0,39
Liq. Geral:	0,37
ROE:	-67,7%
ROA:	-11,0%
Margem Lq.:	-13,9%
Desp.Fin.s/ Div.:	30,7%





3.4.4 Siderurgia

A siderurgia é um dos termômetros da economia mundial porque aço continua sendo essencial nos setores automotivo, de construção, maquinário, eletrodomésticos e outros. Apresentando ampla vantagem econômica, apesar das ameaças potenciais de materiais substitutos, tais como plástico, alumínio, vidro e cerâmica, (especialmente para a indústria automotiva), o uso do aço continua sendo indispensável.

A economia que vinha em uma seqüência positiva desde 2003 sofreu um baque em setembro de 2008. A quebra dos bancos Lehman Brothers e Merry Lynch nos EUA desencadeou um cenário marcado por uma forte crise de confiança no setor financeiro, com repercussões profundas na economia global, afetando especialmente as economias mais desenvolvidas, como dos EUA, Europa e Japão. Vale destacar que a crise afetou setores da construção civil e automobilístico, importantes consumidores de produtos siderúrgicos.

Segundo números divulgados pela Associação Mundial de Aço (*Wolrdsteel*), a produção mundial de aço bruto recuou 24,3% em dezembro de 2008 sobre mesmo mês de 2007. Com isso, a produção de 2008, de 1,3 bilhão de toneladas ficou 1,2% abaixo do volume de um ano atrás. A queda ocorreu devido ao corte brusco na produção das siderúrgicas por causa da crise econômica global. Ainda segundo a *Wolrdsteel*, em janeiro de 2009 a produção de aço pode registrar queda de 20% em relação ao mesmo mês de 2008.

A China, maior produtora de aço do mundo (38% da produção mundial), foi fortemente afetada ao final do 3T08 e em out/08 a produção caiu após mais de seis anos de crescimento contínuo. Diante desse cenário, ainda no 4T08, o governo chinês anunciou aumento dos gastos públicos, através de um pacote de estímulo fiscal de, aproximadamente, US\$ 600 bilhões para projetos de infra-



estrutura, projetos sociais e gastos na reconstrução de áreas afetadas pelo terremoto em Sichuan.

No Brasil, o crescimento dos setores de construção civil e automobilístico foi o grande responsável pela expansão da siderurgia. A liquidez dos mercados proporcionou crédito abundante aos consumidores. Os financiamentos de veículos tinham prazos longos e taxa de juros bastante atraentes. As construtoras, além de capitalizadas em função das recentes ofertas públicas de ações, tinham crédito disponível para financiar capital de giro e as prestações dos imóveis.

No 3T08, essa situação começou a se reverter com o agravamento da crise financeira mundial e seus efeitos sobre a economia real. A economia brasileira começou a mostrar sinais de desaceleração e, em consequência, as siderúrgicas brasileiras passaram a sinalizar redução de produção e investimentos anteriormente anunciados.

A produção brasileira de aço bruto em 2008 foi de 33,7 milhões de toneladas, decréscimo de 0,2% em relação a 2007, devido, principalmente, às quedas de produção registradas em novembro e dezembro em decorrência da baixa demanda de praticamente todos os setores consumidores do produto.

As exportações de produtos siderúrgicos em 2008 atingiram 9,3 milhões de toneladas no valor de US\$ 8,1 bilhões. A queda no volume de 10,9% ocorreu devido, principalmente, à prioridade das empresas em atender o mercado interno devido ao forte crescimento observado até o 3T08. A receita das exportações apresentou crescimento de 21% decorrente dos elevados níveis de preço no mercado internacional naquele período.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: CIA SIDERURGICA NACIONAL SA
Setor: Materiais Básicos
Segmento: Siderurgia
Descrição da Empresa: A Companhia Siderúrgica Nacional foi fundada em 9 de abril de 1941 e iniciou suas operações em 1º de outubro de 1946, sendo a primeira produtora integrada de aço plano no Brasil. Privatizada em 1993, possui capacidade de produção anual de 5,6 milhões de toneladas e cerca de dezesseis mil empregados. A CSN concentra suas atividades em siderurgia, mineração e infra-estrutura. O aço da CSN está presente em diversos segmentos, entre os quais se destacam o Automotivo, Construção Civil, Embalagem, Linha Branca e OEM, fornecidos para clientes no Brasil e no Exterior.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa			59,86	141,09	169,82	109,49	135,19	167,29	225,34	232,07
Aplicações Financeiras CP			600,58	1.477,16	3.654,76	3.561,72	3.708,75	2.455,81	3.620,93	8.992,05
Ativo Circulante			2.851,56	4.227,07	6.775,38	8.608,51	8.164,08	7.927,76	8.396,14	18.328,70
Aplicações Financeiras LP			-	134,82	241,78	322,79	817,41	1.982,95	2.051,70	1.434,55
Realizável a Longo Prazo			10.581,48	11.207,16	15.746,82	16.096,13	16.283,63	17.100,54	18.656,10	13.168,74
Ativo Permanente			8.117,55	8.975,71	13.134,05	13.666,80	13.948,26	15.295,64	10.083,78	21%
Ativo Total			13.433,04	15.434,23	22.522,20	24.704,65	24.447,71	25.028,30	27.052,24	31.497,44
Passivo										
Contas a Pagar			384,63	696,13	518,86	760,47	1.261,69	1.568,33	1.346,79	1.939,21
Divida de Curto Prazo			2.728,71	3.076,49	2.386,77	1.772,46	1.464,49	1.080,49	1.827,99	2.997,45
Passivo Circulante			3.732,36	4.728,64	4.542,52	6.163,66	4.819,66	4.317,78	6.844,15	9.633,23
Divida de Longo Prazo			2.842,53	3.709,57	6.570,64	6.697,24	7.334,01	8.344,82	6.930,89	11.551,73
Exigível a Longo Prazo			4.582,54	5.810,41	10.560,30	11.885,72	13.155,61	14.586,38	12.665,83	15.201,62
Patrimônio Líquido			5.118,13	4.895,19	7.419,38	6.655,27	6.472,44	6.124,14	7.542,26	6.662,59
Total Passivo			13.433,04	15.434,23	22.522,20	24.704,65	24.447,71	25.028,30	27.052,24	31.497,44

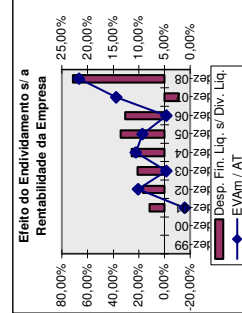
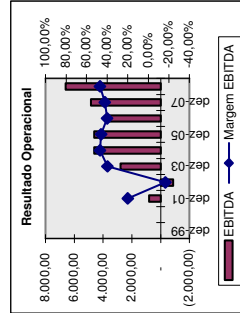
Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL			2.731,93	3.543,34	4.786,43	6.722,38	6.885,66	6.501,96	8.228,51	10.811,28
Receita USD			1.250,55	1.621,97	2.191,00	3.077,19	3.151,93	2.538,41	3.212,47	3.191,59
Receita			3.982,47	5.165,31	6.977,43	9.799,57	10.037,59	9.040,37	11.440,98	14.002,87
Crescimento Verdade (ano)			2.280,48	29,70%	35,08%	40,45%	2,43%	-9,93%	26,55%	22,39%
Custo Mercadoria Vendida			2.280,48	2.747,99	3.837,56	4.997,24	5.695,70	5.988,79	6.674,22	6.976,38
EBIT			722,36	2.417,32	2.083,21	3.773,94	3.698,32	2.654,97	3.585,61	9.606,89
Margem Operacional			18,14%	-27,29%	29,86%	38,51%	36,84%	29,37%	31,34%	68,61%
Despesas Financeiras			578,99	844,19	1.031,81	1.150,86	1.417,53	1.487,45	(316,24)	2.780,73
Lucro Líquido			299,83	(194,68)	1.031,01	1.981,79	2.005,29	1.167,53	2.922,35	5.774,15
EBITDA			799,83	(863,46)	2.772,41	4.612,01	4.622,41	3.616,37	4.827,57	6.593,01
Margem EBITDA			20,08%	-16,72%	39,73%	47,06%	46,05%	40,00%	42,20%	47,08%
Total Divida Bruta			5.571,24	6.786,06	8.957,41	8.469,69	8.796,51	9.425,30	8.758,88	14.549,18
Caixa e Apl. Fin. CP			680,44	1.753,07	4.066,36	3.994,00	4.662,35	4.606,05	5.997,97	10.658,66
Total Divida Líquida			4.910,81	5.032,99	4.891,05	4.475,69	4.136,16	4.819,25	2.860,91	3.890,52
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

Indicadores

EBIT s/ PL	14,11%	49,38%	28,08%	56,71%	57,14%	43,35%	47,54%	144,19%
Divida/Ativos:	41,47%	43,97%	39,77%	34,28%	35,99%	37,66%	32,38%	46,19%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	11,79%	16,77%	21,10%	25,71%	34,27%	30,86%	-11,05%	71,47%
EVAm / AT	1,07%	10,19%	4,67%	10,62%	9,33%	4,66%	14,42%	21,67%

Indicadores Correntes

Divida/Ativos:	0,46
Divida/PL:	2,18
Divida/EBITDA:	2,21
Interest Cover:	3,45
Interest to Sales:	5,04
% Divida CP:	21%
% Divida LP:	79%
Liq. Corrente:	1,90
Liq. Imediata:	0,96
Liq. Geral:	0,73
ROE:	86,7%
ROA:	18,3%
Margem Liq.:	41,2%
Desp.Fin.s/ Div.:	19,1%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: GERDAU SA

Descrição da Empresa:

Sector: Materiais Básicos

Segmento:

O Grupo Gerdau ocupa a posição de 13º maior produtor de aço do mundo e é líder no segmento de aços longos nas Américas. Possui 337 unidades industriais e comerciais, além de cinco joint ventures e quatro empresas coligadas, o que faz com que esteja presente em 14 países: Argentina, Brasil, Canadá, Chile, Colômbia, Espanha, Estados Unidos, Guatemala, Índia, México, Peru, República Dominicana, Uruguai e Venezuela. Possui capacidade instalada de 26 milhões de toneladas por ano e fornece aço para os setores da construção civil, indústria e agropecuária.

Siderurgia

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	694,86	25,49	7,12	71,37	121,62	333,72	271,40	703,23	2.026,10	2.026,61
Aplicações Financeiras CP	-	678,68	1.005,70	1.359,29	895,39	1.708,25	5.193,30	4.560,36	3.113,28	3.386,64
Ativo Circulante	2.295,84	2.557,63	3.360,28	5.371,09	5.334,88	9.556,27	12.129,18	14.053,66	15.312,97	20.775,54
Aplicações Financeiras LP	-	-	310,60	916,23	461,41	123,68	17,42	363,87	18,62	21,77
Realizável a Longo Prazo	4.065,88	4.347,92	6.406,14	9.090,92	8.911,86	9.107,56	9.750,01	12.875,88	26.240,93	38.274,98
Ativo Permanente	3.632,41	3.848,75	5.307,87	7.597,32	7.378,73	7.927,36	8.693,50	11.183,65	15.827,94	20.054,75
Ativo Total	6.361,72	6.905,55	9.766,42	14.462,01	14.246,74	18.663,82	21.879,19	26.929,54	41.553,91	59.050,52
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	310,38	313,44	580,79	925,54	1.192,43	1.935,95	1.675,46	2.060,25	2.586,63	2.855,42
Dívida de Curto Prazo	1.295,11	1.465,96	2.106,65	3.707,92	2.417,40	1.971,38	1.329,97	1.960,82	2.539,11	3.933,12
Passivo Circulante	1.903,76	2.131,24	3.154,30	5.388,90	4.342,90	5.247,67	4.189,11	5.496,69	6.587,15	8.475,44
Dívida de Longo Prazo	1.600,19	1.720,24	2.090,12	3.459,86	3.845,12	4.405,46	6.321,46	7.105,06	13.364,28	19.300,72
Exigível a Longo Prazo	2.282,16	2.326,42	2.896,27	4.652,47	5.048,70	5.803,11	7.549,56	8.701,74	18.243,56	25.531,50
Patrimônio Líquido	2.175,79	2.447,88	3.915,85	4.420,64	4.855,15	7.613,05	10.140,52	12.731,11	16.723,21	25.043,57
Total Passivo	6.361,72	6.905,55	9.766,42	14.462,01	14.246,74	18.663,83	21.879,19	26.929,54	41.553,92	59.050,51

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	827,50	1.247,06	1.354,33	2.473,66	3.475,41	5.879,18	5.311,44	5.173,69	6.655,84	10.057,88
Receita USD	2.482,51	3.949,03	4.534,07	6.688,05	9.891,55	13.718,08	15.934,31	18.343,07	22.282,60	31.849,96
Recetta	3.310,02	5.196,10	5.888,40	9.161,71	13.366,96	19.597,26	21.245,75	23.516,76	28.938,44	41.907,84
Crescimento Vendas (ano)		56,98%	13,32%	55,59%	45,90%	46,61%	8,41%	10,69%	23,05%	44,82%
Custo Mercadoria Vendida	2.229,74	3.857,86	4.172,15	6.538,99	10.076,74	13.352,24	15.519,86	17.020,83	21.728,04	31.018,95
EBIT	645,84	769,57	1.082,85	1.622,65	2.067,10	4.932,52	4.175,27	4.301,44	4.630,22	8.005,01
Margem Operacional	19,51%	14,81%	18,39%	17,71%	15,46%	25,17%	19,65%	18,29%	16,00%	19,10%
Despesas Financeiras	543,52	495,26	675,04	1.379,71	587,14	411,37	506,64	1.269,22	(316,24)	2.760,73
Lucro Líquido	352,75	392,94	723,99	798,69	1.137,22	2.831,34	2.781,34	2.880,92	3.076,35	3.940,51
EBITDA	1.125,84	1.269,57	1.582,85	2.134,42	2.671,98	5.699,19	5.013,87	5.312,87	5.730,22	9.901,09
Margem EBITDA	34,01%	24,43%	26,88%	23,30%	19,99%	29,08%	23,60%	22,59%	19,80%	23,63%
Total Dívida Bruta	2.895,31	3.186,20	4.166,77	7.167,78	6.262,53	6.376,84	7.651,43	9.065,88	15.903,39	23.233,84
Caixa e Apliq. Fin. CP	694,86	704,17	1.323,42	2.346,89	1.478,42	2.165,64	5.482,12	5.627,46	5.158,00	5.435,01
Total Dívida Líquida	2.200,44	2.482,03	2.843,35	4.820,89	4.784,11	4.211,20	2.169,31	3.438,42	10.745,39	17.798,83
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

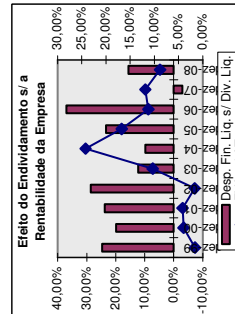
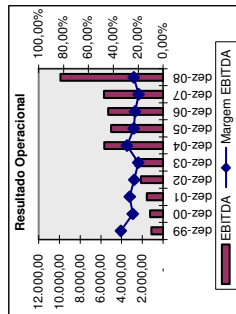
Indicadores

EBIT s/ PL	29,68%	31,44%	27,65%	36,71%	42,58%	64,79%	41,17%	33,79%	27,69%	31,96%
Dívida/Ativos:	45,51%	46,14%	42,66%	49,56%	43,96%	34,17%	34,97%	33,67%	38,27%	39,35%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	24,70%	19,95%	23,74%	28,62%	12,27%	9,77%	23,35%	36,91%	-2,94%	15,62%
EVAm / AT	1,61%	3,97%	4,18%	1,68%	10,39%	24,22%	16,77%	11,26%	11,90%	8,85%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,39
Dívida/PL:	0,93
Dívida/EBITDA:	2,35
Interest Cover:	2,88
Interest to Sales:	15,07
% Dívida CP:	17%
% Dívida LP:	83%
Liq. Corrente:	2,45
Liq. Imediata:	0,64
Liq. Geral:	0,23
ROE:	15,7%
ROA:	6,7%
Margem Liq.:	9,4%
Desp.Fin.s/ Div.	12,0%





Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: USINAS SIDER MINAS GERAIS

Setor: Materiais Básicos

Segmento:

Siderurgia

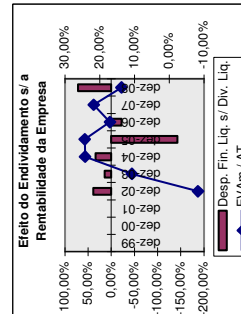
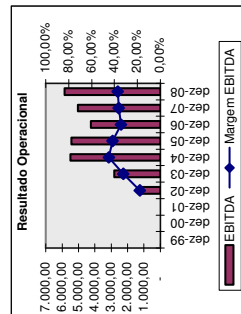
Descrição da Empresa:

Constituída como uma joint-venture entre o capital estatal brasileiro e acionistas japoneses (liderados pela Nippon Steel), a Usiminas iniciou suas atividades operacionais em 1962. Atualmente a Companhia é o maior e mais moderno complexo siderúrgico de aços planos da América Latina. É formada por 5 unidades de negócio (mineração, siderurgia, produção de bens de capital, logística, soluções e serviços) com operações dentro e fora do Brasil. A Usiminas tem capacidade para produzir 9,5 milhões de toneladas de aço por ano em suas duas usinas – Ipatinga/MG e Cubatão/SP, o que representa aproximadamente 25% da produção brasileira e 50% de participação no mercado interno de laminados planos.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa			149,11	129,13	103,35	240,35	2.721,06	418,82	165,61	
Aplicações Financeiras CP			582,64	713,88	1.798,82	1.783,87	-	3.532,11	2.758,63	
Ativo Circulante			3.700,75	4.247,63	6.343,22	6.640,13	7.582,23	8.962,93	11.898,80	
Aplicações Financeiras LP			57,13	179,52	439,85	1.658,52	1.797,88	1.724,17	2.121,98	
Realizável a Longo Prazo			11.822,08	11.325,18	10.638,26	11.555,13	11.393,26	11.735,82	15.681,25	
Ativo Permanente			9.297,98	9.274,44	8.895,88	8.648,78	8.471,97	9.011,41	10.339,71	
Ativo Total			15.522,82	15.572,81	16.981,47	18.195,26	18.975,49	20.698,75	27.580,05	
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar			687,09	316,76	347,24	395,10	525,04	833,80	1.102,41	
Dívida de Curto Prazo			3.894,08	2.764,18	1.357,96	1.151,22	739,95	563,92	1.088,34	
Passivo Circulante			5.038,48	4.205,28	3.916,82	3.940,37	3.175,79	3.769,39	4.419,79	
Dívida de Longo Prazo			5.113,85	4.327,37	3.508,33	2.292,58	2.319,16	2.011,97	5.602,92	
Exigível a Longo Prazo			7.363,92	7.253,71	6.921,01	5.418,18	5.283,63	4.340,95	8.044,78	
Patrimônio Líquido			3.120,43	4.113,82	6.143,66	8.836,71	10.516,07	12.588,41	15.115,48	
Total Passivo			15.522,83	15.572,81	16.981,48	18.195,26	18.975,49	20.698,75	27.580,05	

Dívida/Ativos:	0,24
Dívida/PL:	0,44
Dívida/EBITDA:	1,14
Interest Cover:	4,19
Interest to Sales:	13,22
% Dívida CP:	16%
% Dívida LP:	84%
Liq. Corrente:	2,69
Liq. Imediata:	0,66
Liq. Geral:	0,75
ROE:	21,3%
ROA:	11,7%
Margem Liq.:	20,5%
Desp.Fin.s/ Div.:	17,8%



Indicadores	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
EBIT s/ PL										
Dívida/Ativos:										
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.										
EVAm/AT										

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



3.5 Setor de Utilidade Pública

O setor de utilidade pública está representado neste trabalho pelos subsetores de: água e saneamento, energia elétrica e telefonia fixa. São empresas de prestação de serviços de natureza social, cuja atuação visa trazer benefícios para a sociedade ou um determinado setor dela. Fornecem serviços indispensáveis, e portanto a interrupção do fornecimento provoca danos substanciais aos usuários.

Constituem monopólios naturais, principalmente pelo fato de que se duas empresas atuam numa mesma área, elas incorrem em custos maiores aos de um monopolista, visto que em regra geral, estes serviços são prestados em condições de custos decrescentes em relação à produção.

Em geral são empresas, cuja receita é predominantemente em Reais. Geram receitas estáveis e crescentes devido ao contínuo crescimento da demanda. Sofrem pouco com os ciclos econômicos e estão de certa forma atreladas ao crescimento populacional. Os serviços de utilidade pública são intensivos em uso de capital.

	<u>SABESP</u>	<u>ELETRORAS</u>	<u>CESP</u>	<u>REDE ENERGIA</u>	<u>BR TELECOM</u>
Ativo Total	20.522,99	138.053,90	17.061,18	11.334,18	19.437,44
Patrimônio Líquido	10.492,43	85.851,03	7.904,53	2.523,01	7.807,50
Endividamento Bruto	6.865,11	27.335,81	3.895,85	4.484,68	4.885,98
Disponibilidades	2.732,94	19.463,26	438,16	1.290,83	4.560,15
Endividamento Líquido	4.132,17	7.872,56	3.457,69	3.193,85	325,83
Receita	6.351,67	29.235,72	2.480,05	3.995,76	11.296,84
Receita BRL	6.351,67	29.235,72	2.480,05	3.995,76	11.296,84
Receita USD	-	-	-	-	-
EBITDA	2.731,65	7.504,57	(1.177,12)	905,87	3.936,66
Margem EBITDA	43%	26%	-47%	23%	35%
Lucro Líquido	1.008,09	6.136,50	(2.351,64)	205,34	782,21



3.5.1 Água e Saneamento

O setor é dividido em dois segmentos bastante distintos: segmento água e segmento esgoto. No segmento água as baixas taxas de crescimento observadas em 2008 se deveram ao fato de que o mercado é quase plenamente atendido tanto em São Paulo como em Minas Gerais. No primeiro caso, o índice de cobertura é de 100% da área atendida e no segundo o índice é de 98%. No segmento esgoto existe uma demanda “reprimida” enorme, mas os investimentos necessários são pesados. O índice de atendimento em São Paulo é de 79% e em Minas Gerais de 81%. O potencial de crescimento, portanto, nesse último segmento é bem maior, bastando para isso que as empresas de saneamento realizem os investimentos necessários.

No plano tarifário todas as empresas do setor são reguladas, sendo a Sabesp pela ARSESP (Agência Reguladora de Saneamento e Energia do Estado de São Paulo). A fórmula de repasse para a Sabesp é IPCA para custos gerenciáveis e repasse pleno para custos não gerenciáveis.

Com relação aos efeitos que a atual crise econômica poderá ter sobre as empresas do setor, uma separação se faz necessária. No aspecto de demanda, o setor é praticamente imune à crise. Serviços de água e esgoto são bens essenciais e praticamente inelásticos. Pode ser que haja alguma diminuição do consumo nos segmentos industrial e comercial, mas estes representam parcela pequena do faturamento das empresas. Na Sabesp, por exemplo, tais itens atingem apenas 11,4 % do volume total. O consumo dos serviços água e esgoto têm uma correlação muito mais forte com crescimento da população do que com PIB.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: C/A SANEAMENTO BASICO DE SP
Setor: Utilidade Pública
Segmento: Água e Saneamento

A Sabesp é uma empresa de economia mista, de capital aberto, que tem como principal acionista o Governo do Estado de São Paulo. É uma concessionária de serviços sanitários, responsável pelo planejamento, construção e operação de sistemas de água e esgoto (doméstico e industrial) em 366 municípios paulistas. A Sabesp possui 1.357 unidades de produção, divididas em 198 Estações de Tratamento de Água (ETA), 1.078 Poços Profundos e 81 outros sistemas. Essas unidades são responsáveis pela geração de 100 mil litros de água potável por segundo.

Descrição da Empresa:

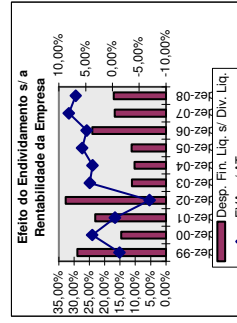
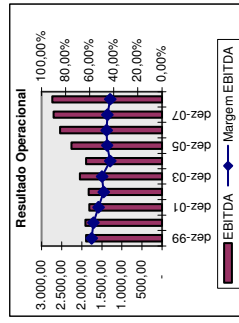
Balanco Patrimonial:

	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Ativo										
Caixa	185,26	232,71	460,22	414,67	252,44	105,02	280,17	328,21	72,83	624,62
Aplicações Financeiras CP	-	-	-	47,47	-	-	-	-	392,16	1,12
Ativo Circulante	1.515,61	1.524,52	1.371,08	1.592,19	1.157,72	1.229,79	1.725,39	2.012,79	2.238,41	2.238,41
Aplicações Financeiras LP	1,39	0,74	0,74	13,15	0,74	431,95	445,81	1.738,27	1.867,52	2.107,21
Realizável a Longo Prazo	13.601,28	13.667,62	14.546,80	14.739,75	15.372,95	15.554,02	15.709,78	16.080,92	16.438,86	18.284,58
Ativo Permanente	13.298,31	13.346,36	13.509,95	13.608,37	14.063,25	14.040,92	14.116,10	13.837,50	14.060,07	14.926,62
Ativo Total	15.116,88	15.192,14	15.917,88	16.331,94	16.530,67	16.783,81	17.435,17	18.093,71	18.663,38	20.522,99
Passivo										
Contas a Pagar	42,39	56,44	81,02	36,61	51,93	51,58	77,78	144,17	165,27	187,14
Divida de Curto Prazo	841,55	381,65	549,32	1.332,47	997,00	1.486,81	759,01	852,48	742,11	1.448,86
Passivo Circulante	1.268,04	789,50	1.518,56	2.021,29	1.728,32	2.100,89	1.691,97	2.101,94	2.454,74	3.016,92
Divida de Longo Prazo	5.023,65	5.616,06	5.920,63	6.592,65	6.267,27	5.553,84	5.905,21	5.474,25	4.943,12	5.416,25
Exigível a Longo Prazo	5.577,30	6.134,17	6.402,64	7.064,18	7.225,41	6.731,33	7.260,65	6.879,54	6.424,63	7.013,64
Patrimônio Líquido	8.271,54	8.268,47	7.996,69	7.246,48	7.576,94	7.951,59	8.482,55	9.112,24	9.784,01	10.492,43
Total Passivo	15.116,88	15.192,15	15.917,88	16.331,94	16.530,67	16.783,81	17.435,17	18.093,71	18.663,38	20.522,99

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL	3.235,72	3.355,75	3.434,77	3.767,15	4.109,88	4.397,07	4.953,36	5.527,33	5.970,84	6.351,67
Receita USD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Receita	3.235,72	3.355,75	3.434,77	3.767,15	4.109,88	4.397,07	4.953,36	5.527,33	5.970,84	6.351,67
Crescimento Verdade (ano)	-	3,71%	2,35%	9,68%	9,10%	6,99%	12,65%	11,59%	8,02%	6,38%
Custo Mercadoria Vendida	1.796,58	1.944,16	2.126,17	1.814,98	2.046,83	2.253,38	2.390,42	2.616,76	2.695,70	2.831,81
EBIT	1.439,14	1.411,60	1.308,60	1.305,89	1.476,89	1.292,49	1.654,45	1.897,74	2.076,40	2.113,85
Margem Operacional	44,48%	42,06%	38,10%	34,67%	35,94%	29,39%	33,40%	34,33%	34,78%	33,28%
Despesas Financeiras	1.640,21	839,24	1.386,97	2.438,89	779,24	667,86	668,43	1.025,07	560,96	707,53
Lucro Líquido	(235,45)	521,44	216,23	(650,52)	833,32	513,03	865,65	872,66	1.048,70	1.008,09
EBITDA	1.889,14	1.911,60	1.808,60	1.824,96	2.041,34	1.891,40	2.250,43	2.539,91	2.698,95	2.731,65
Margem EBITDA	58,38%	56,96%	52,66%	48,44%	49,67%	43,02%	45,43%	45,95%	45,20%	43,01%
Total Divida Bruta	5.865,20	5.997,71	6.469,95	7.925,12	7.264,26	7.050,65	6.664,22	6.326,73	5.685,24	6.865,11
Caixa e Aplc. Fin. CP	186,65	233,45	480,96	475,29	253,18	536,98	725,98	2.066,48	2.332,52	2.732,94
Total Divida Líquida	5.678,55	5.764,26	6.008,99	7.449,84	7.011,08	6.513,68	5.938,24	4.260,25	3.352,72	4.132,17
Câmbio	1.789	1.955	2.320	3.533	2.889	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,33
Dívida/PL:	0,65
Dívida/EBITDA:	2,51
Interest Cover:	2,99
Interest to Sales:	8,98
% Dívida CP:	21%
% Dívida LP:	79%
Liq. Corrente:	0,74
Liq. Imediata:	0,21
Liq. Geral:	0,40
ROE:	9,6%
ROA:	4,9%
Margem Liq.:	15,9%
Desp.Fin.s/ Div.:	10,3%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



3.5.2 Energia Elétrica

O setor elétrico brasileiro está dividido em cinco regiões geográficas: Sudeste, Sul, Centro-Oeste, Norte e Nordeste, interconectados por linhas de transmissão com alta capacidade. Está representado por diferentes agentes - públicos e privados - responsáveis pela geração, transmissão, distribuição e comercialização de energia elétrica, bem como da regulação e fiscalização dessas atividades, exercidas pelo Poder Concedente e pela Agência Nacional de Energia Elétrica (ANEEL).

Aproximadamente 42% da capacidade instalada de geração de energia no Brasil é atualmente de propriedade da Eletrobrás, sociedade de economia mista controlada pelo Governo Federal. Por meio de suas subsidiárias, a Eletrobrás é responsável também por 70% da capacidade instalada de transmissão acima de 230 kV. Além disso, alguns estados brasileiros controlam empresas que se dedicam à geração, transmissão e distribuição de energia elétrica. Estas incluem, entre outras, a CESP, a COPEL e a CEMIG. Empresas privadas detêm aproximadamente 30%, 63% e 29% do mercado de geração, distribuição e transmissão (rede básica), em termos de capacidade total, de acordo com os dados da ANEEL.

A capacidade total de geração de energia instalada no Brasil, em dezembro de 2005, era de 92.738 MW, segundo o ONS. Em 2006, o Ministério de Minas e Energia (MME) publicou o Plano Decenal de Expansão nos termos do qual a capacidade de geração do País deverá aumentar aproximadamente 129.886 MW até 2015, dos quais 104.282 MW deverão corresponder a energia hidrelétrica e 25.604 MW a energia termelétrica. As usinas hidrelétricas geram aproximadamente 75% de toda a energia elétrica produzida no Brasil.

As empresas ou consórcios que desejam construir e/ou operar instalações para geração hidrelétrica, transmissão ou distribuição de energia no Brasil devem



participar de processos licitatórios. Concessões dão o direito de gerar, transmitir ou distribuir energia em determinada área de concessão por um período determinado. Esse período é limitado a 35 anos para novas concessões de geração, e 30 anos para novas concessões de transmissão ou distribuição. Concessões existentes poderão ser renovadas. Os Contratos de Concessão para distribuição prevêem reajustes anuais da tarifa, além da Revisão Tarifária Periódica, que ocorre a cada quatro anos.

O setor de energia elétrica foi favorecido em 2008, principalmente nos segmentos residencial e comercial (baixa tensão), devido ao avanço no consumo. Nesses segmentos, os fatores principais são renda e emprego. A combinação de demanda forte e falta de chuvas, durante os primeiros meses do ano, provocou uma explosão nos preços da energia *spot*, o que beneficiou significativamente geradoras que tinham energia descontratada.

Paradoxalmente, com preços em alta no segmento de geração, as distribuidoras tiveram fortes perdas, devido à chamada “revisão tarifária”, que ocorre a cada quatro anos. E isso se deu, não por razões de mercado, mas por um detalhe regulatório. A fórmula de cálculo dos reajustes, elaborada pela Aneel, tem como um dos parâmetros o “risco Brasil”, o qual teve forte queda nos quatro anos antecedentes. A esmagadora maioria das distribuidoras teve reajustes negativos de tarifas.

O setor de energia elétrica é notoriamente resistente a crises econômicas. Segundo estudos da EPE (Empresa de Pesquisa Energética), este setor não acompanha o crescimento econômico, quando o mesmo acelera, nem tampouco, reduz o ritmo na mesma proporção do PIB, quando este desacelera.

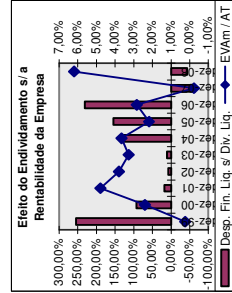
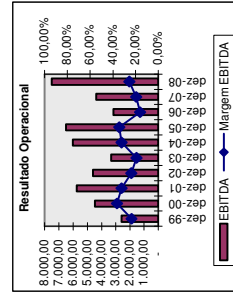


Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: CENTRAIS ELETRICAS BRASILEIRA
Setor: Utilidade Pública
Sector: Energia Elétrica
Descrição da Empresa: Maior companhia do setor de energia elétrica da América Latina, criada em 1962, a Eletrôbras lidera um Sistema composto de seis subsidiárias, de seis distribuidoras, do Centro de Pesquisas de Energia Elétrica (Cepel) e da Eletrôbras Participações S.A. (Eletrôpar), além de possuir metade do capital de Itaipu Binacional. Presentes em todo o Brasil, as empresas do grupo Eletrôbras têm capacidade instalada para produção de 38.111 MW, incluindo metade da potência da usina de Itaipu pertencente ao Brasil. São 57,261 km de linhas de transmissão, representando mais de 57% do total nacional, 29 usinas hidrelétricas, 15 termelétricas e duas nucleares.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa	1.392,76	2.615,56	2.313,41	1.682,51	2.788,06	2.657,20	3.817,84	5.459,14	238,83	903,63
Aplicações Financeiras CP	2.133,46	1.994,61	293,12	295,74	378,73	410,12	237,35	132,00	7.856,08	12.662,76
Ativo Circulante	6.901,44	9.105,49	10.131,97	10.987,51	12.181,19	11.904,27	12.811,28	15.221,63	18.609,96	25.597,66
Aplicações Financeiras LP	10.759,31	11.042,40	12.012,89	1.007,43	3.176,52	23.539,62	22.060,42	19.895,50	17.355,50	5.895,87
Realizável a Longo Prazo	77.997,44	82.072,38	94.712,56	110.515,90	106.596,10	107.164,80	107.636,30	106.670,00	101.968,70	112.456,30
Ativo Permanente	65.959,22	69.178,18	73.239,34	84.007,73	80.132,46	79.720,08	78.674,38	77.695,28	72.113,98	80.262,67
Ativo Total	84.898,88	91.177,88	104.844,50	121.503,40	118.177,30	119.069,00	120.447,60	121.891,60	120.578,70	138.053,90
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Contas a Pagar	939,43	1.271,12	3.242,78	3.464,83	2.467,82	2.116,54	2.252,89	1.976,90	2.291,93	2.594,57
Dívida de Curto Prazo	1.456,05	1.866,75	1.933,87	1.483,61	2.416,00	2.666,28	1.651,12	1.990,18	1.429,20	1.714,61
Passivo Circulante	6.989,79	7.967,33	10.145,66	9.022,34	9.404,53	10.125,71	9.043,30	10.001,51	11.002,71	14.287,02
Dívida de Longo Prazo	13.410,09	14.921,48	23.629,33	35.577,97	26.662,38	25.203,04	25.712,32	24.078,62	19.952,71	25.621,20
Exigível a Longo Prazo	18.208,65	20.814,38	30.107,49	45.631,28	41.237,43	38.825,12	35.441,22	33.809,80	29.227,12	37.915,89
Patrimônio Líquido	59.700,44	62.396,17	64.591,38	66.849,75	68.135,31	70.118,20	75.963,09	78.080,33	80.348,85	85.851,03
Total Passivo	84.898,88	91.177,88	104.844,53	121.503,37	118.177,27	119.069,03	120.447,61	121.891,64	120.578,68	138.053,94



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores

Indicadores	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
EBIT s/ PL	2,83%	5,19%	10,73%	10,63%	9,26%	8,56%	6,00%	6,15%	2,92%	6,02%
Dívida/Ativos:	17,51%	18,41%	24,38%	30,50%	24,48%	23,41%	22,72%	21,39%	17,73%	19,80%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	254,57%	92,97%	17,52%	7,35%	10,70%	133,46%	154,82%	231,46%	-64,11%	-42,98%
EVAm / AT	0,25%	2,40%	4,78%	3,79%	3,26%	3,64%	2,18%	2,83%	-0,22%	6,19%



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Dissertação de Mestrado

Nome: CIA ENERGETICA DE SP

Sector: Utilidade Pública

Segmento:

Energia Elétrica

Descrição da Empresa:

A CESP é a maior empresa de produção de energia elétrica do Estado de São Paulo e a terceira maior do País. Sua potência instalada total é de 7.455,30 MW. Possui seis usinas hidrelétricas: Ilha Solteira, Porto Primavera e Jupia (Rio Paraná), Três Ilmões (Rio Tietê), e Paratubuna e Jaguarí (bacia do Rio Paraíba do Sul). As usinas da CESP são integradas ao Sistema Interligado Nacional (SIN) e despatchadas pelo Operador Nacional do Sistema Elétrico (ONS). O mercado suprido pela CESP é composto pelas principais distribuidoras de energia elétrica do Estado de São Paulo: Eletropaulo, Bandeirante, CPFL e Elektro.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa							25,53	201,73	18,19	28,22
Aplicações Financeiras CP							22,30	126,84	661,51	383,59
Ativo Circulante							636,34	1.049,12	1.296,75	1.036,72
Aplicações Financeiras LP							279,52	872,42	725,69	26,35
Realizável a Longo Prazo							18.838,04	18.625,86	18.351,05	16.024,47
Ativo Permanente							17.700,14	17.450,70	17.321,03	14.628,52
Ativo Total							19.474,37	19.674,98	19.647,80	17.061,18
Passivo										
Contas a Pagar							119,18	114,48	171,20	109,47
Dívida de Curto Prazo							1.889,55	1.350,17	555,47	340,76
Passivo Circulante							2.847,35	2.371,78	1.954,26	1.806,52
Dívida de Longo Prazo							5.997,49	3.826,71	3.108,56	3.555,09
Exigível a Longo Prazo							9.562,20	7.156,74	7.368,48	7.350,14
Patrimônio Líquido							7.064,83	10.146,46	10.325,05	7.904,53
Total Passivo							19.474,38	19.674,98	19.647,80	17.061,18

Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL							1.839,87	2.060,34	2.181,71	2.480,05
Receita USD							-	-	-	-
Receita							1.839,87	2.060,34	2.181,71	2.480,05
Crescimento Vendas (ano)							11,98%	5,89%	13,67%	13,67%
Custo Mercadoria Vendida							1.003,41	1.029,54	1.002,13	1.319,13
EBIT							562,91	815,90	776,99	1.022,18
Margem Operacional							30,59%	39,60%	35,61%	41,22%
Despesas Financeiras							852,33	712,00	314,28	1.019,33
Lucro Líquido							(195,76)	(118,37)	178,59	(2.351,64)
EBITDA							1.043,40	1.296,55	1.448,25	1.626,46
Margem EBITDA							56,71%	62,93%	66,38%	65,58%

Total Dívida Bruta							7.887,05	5.176,88	3.664,02	3.895,85
Caixa e Aplic. Fin. CP							327,35	1.200,99	1.405,39	438,16
Total Dívida Líquida							7.559,70	3.975,89	2.258,63	3.457,69
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337

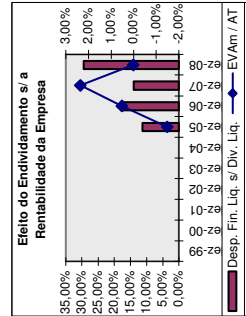
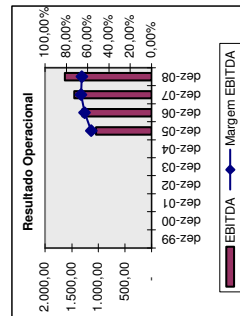
Indicadores

EBIT s/ PL							7,97%	8,04%	7,53%	12,93%
Dívida/Ativos:							40,50%	26,31%	18,65%	22,83%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.							11,27%	17,91%	13,91%	29,48%
EVAm/ AT							-1,49%	0,53%	2,36%	0,02%

* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,23
Dívida/PL:	0,49
Dívida/EBITDA:	2,40
Interest Cover:	1,00
Interest to Sales:	2,43
% Dívida CP:	9%
% Dívida LP:	91%
Liq. Corrente:	0,57
Liq. Imediata:	0,23
Liq. Geral:	0,11
ROE:	-29,8%
ROA:	-13,8%
Margem Liq.:	-94,8%
Desp.Fin.s/ Div.:	26,2%





Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Nome: REDE ENERGIA SA
Setor: Utilidade Pública
Segmento: Energia Elétrica
Descrição da Empresa: A Rede Energia é um dos maiores grupos empresariais privados do setor energético brasileiro. A empresa atua na distribuição, comercialização e geração de energia. É a responsável pelo abastecimento de cerca de 34% de todo o território nacional. Isto significa atender 15 milhões de pessoas, em 578 municípios, de sete diferentes estados brasileiros: São Paulo, Minas Gerais, Paraná, Tocantins, Mato Grosso, Mato Grosso do Sul e Pará.

Balanco Patrimonial:

Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Caixa				34,44	42,68	74,50	89,64	211,42	612,31	129,48
Aplicações Financeiras CP				24,36	24,64	144,96	171,13	289,07	-	266,47
Ativo Circulante				849,20	906,45	1.187,85	1.383,84	1.760,79	1.933,71	2.150,81
Aplicações Financeiras LP				393,99	647,93	650,10	875,01	2.086,09	2.024,49	894,88
Realizável a Longo Prazo				4.871,54	4.922,61	4.688,31	6.880,72	7.242,02	8.009,67	9.183,37
Ativo Permanente				3.226,32	3.207,78	2.858,06	4.421,06	4.519,96	5.153,44	6.011,89
Ativo Total				5.720,73	5.829,06	5.876,16	8.264,57	9.002,81	9.943,38	11.334,18
Passivo										
Contas a Pagar				362,34	382,43	526,62	480,11	380,54	424,86	534,95
Dívida de Curto Prazo				734,57	442,16	498,82	706,78	801,26	373,09	1.015,40
Passivo Circulante				1.687,89	1.385,17	1.617,85	2.030,11	1.865,74	1.641,56	2.520,66
Dívida de Longo Prazo				1.544,57	1.577,76	1.106,33	958,85	1.981,40	3.106,67	3.469,28
Exigível a Longo Prazo				2.541,94	3.173,50	3.305,88	3.736,33	4.639,55	5.695,20	6.290,51
Patrimônio Líquido				1.490,90	1.270,39	952,44	2.498,12	2.497,52	2.606,62	2.523,01
Total Passivo				5.720,73	5.829,06	5.876,16	8.264,57	9.002,81	9.943,38	11.334,18

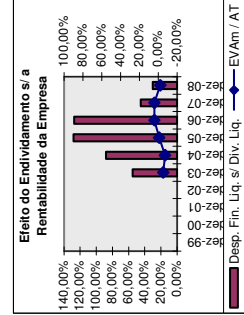
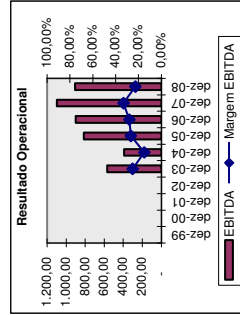
Demonstração de Resultado	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08
Receita BRL					2.266,13	2.650,95	3.049,13	3.216,73	3.300,19	3.995,76
Receita USD										
Receita					2.266,13	2.650,95	3.049,13	3.216,73	3.300,19	3.995,76
Crescimento Verdade (ano)					1.424,61	1.619,70	1.874,97	1.800,93	2.091,72	2.835,92
Custo Mercadoria Vendida					406,30	226,55	580,63	612,50	772,29	720,63
EBIT					17,93%	8,55%	19,04%	19,04%	23,40%	18,03%
Margem Operacional					714,44	648,12	679,43	250,00	376,34	958,40
Despesas Financeiras					(189,49)	(199,45)	(22,61)	88,52	51,45	205,34
Lucro Líquido					567,94	394,05	816,29	900,13	1.096,13	905,87
EBITDA					25,06%	14,86%	26,77%	27,98%	33,21%	22,67%
Margem EBITDA					2.019,91	1.605,15	1.665,64	2.782,66	3.479,76	4.484,68
Total Dívida Bruta					2.279,14	452,79	1.135,77	2.586,57	2.636,80	1.290,83
Caixa e Apl. Fin. CP					1.826,35	735,60	529,86	196,09	842,97	3.193,85
Total Dívida Líquida					2.320	2.654	2.341	2.138	1.771	2.337

Indicadores

EBIT s/ PL					31,98%	23,79%	23,24%	24,52%	29,63%	28,56%
Dívida/Ativos:					34,65%	27,32%	20,15%	30,91%	35,00%	39,57%
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.					54,76%	88,11%	128,23%	127,50%	44,64%	30,01%
EVAm / AT					-5,29%	-7,17%	-1,20%	4,03%	3,98%	-2,10%

Indicadores Correntes

Dívida/Ativos:	0,40
Dívida/PL:	1,78
Dívida/EBITDA:	4,95
Interest Cover:	0,75
Interest to Sales:	4,17
% Dívida CP:	23%
% Dívida LP:	77%
Liq. Corrente:	0,85
Liq. Imediata:	0,16
Liq. Geral:	0,29
ROE:	8,1%
ROA:	1,8%
Margem Liq.:	5,1%
Desp.Fin.s/ Div.:	21,4%



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



3.5.3 Telefonia Fixa

No Brasil, a reestruturação do setor de telecomunicações conduzida na segunda metade dos anos 90 propiciou a universalização do serviço telefônico fixo, aumentando muito sua abrangência geográfica e sua penetração em todas as camadas da população, principalmente entre os domicílios das classes C, D e E. Entre 2001 e 2006, por exemplo, a penetração da telefonia fixa e móvel, como percentual dos domicílios, evoluiu de 58,9% para 74,5%. Atualmente, 34 mil localidades brasileiras dispõem do serviço telefônico.

Em 2007, a riqueza produzida pelo setor representou cerca de 6,5% do PIB brasileiro. Os investimentos realizados 2007 foram de R\$ 11,8 bilhões, com uma força de trabalho de mais de 312 mil pessoas.

Em decorrência desse desenvolvimento, houve também uma importante expansão da Internet no Brasil. De acordo com estudos especializados, o Brasil tem o terceiro maior mercado de Internet das Américas, ficando atrás apenas dos EUA e do Canadá.

O ano de 2008 foi marcante para o setor de telecomunicações no Brasil. Pelo lado microeconômico, inúmeros acontecimentos importantes movimentaram todos os participantes do setor como por exemplo a fusão da Oi com a Brasil Telecom. Enquanto que pelo macroeconômico, a deflagrada crise passou despercebida pelas operadoras de telefonia, não resultando em impactos significativos no desempenho operacional do setor.

Em set/08 teve início a portabilidade numérica dos serviços de telefonia fixa e móvel nacionais. Com a portabilidade será possível manter o seu número telefônico, tanto fixo quanto móvel, ao trocar de operadora em uma mesma área local.



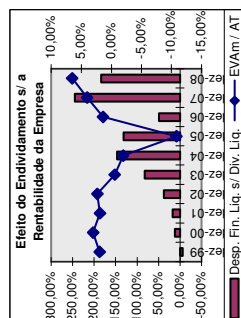
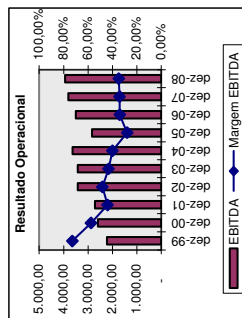
Pontifícia Universidade Católica de São Paulo

Dissertação de Mestrado

Nome: BRASIL TELECOM PART SA
Setor: Utilidade Pública
Segmento: Siderurgia

Descrição da Empresa: A Brasil Telecom é a primeira empresa completa de telecomunicações que atende de forma integrada todas as demandas do mercado e integra suas operações fixa e móvel, dados e voz, longa distância nacional e internacional, data center, internet grátis, banda larga e acesso discado em soluções convergentes para sua casa, sua empresa e sua cidade. Desde 1998 a Brasil Telecom presta serviços de telefonia fixa local no Distrito Federal e nos estados do Acre, Rondônia, Tocantins, Mato Grosso do Sul, Goiás, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul.

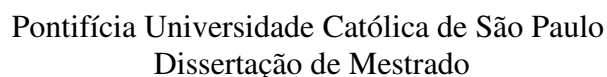
Indicadores Correntes											
Balanco Patrimonial:											
Ativo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Caixa	28,60	25,58	26,13	62,85	151,02	71,86	63,28	127,90	3.364,55	2.709,81	Divida/Ativos: 0,25
Aplicações Financeiras CP	1.020,04	1.993,32	439,40	1.533,32	1.805,63	3.154,73	2.550,49	3.846,05	561,90	1.846,60	Divida/PL: 0,63
Ativo Circulante	2.045,01	3.821,81	2.324,33	3.749,33	4.681,11	6.742,08	6.431,01	7.498,11	7.436,00	7.591,49	Divida/EBITDA: 1,24
Aplicações Financeiras LP	140,24	105,94	97,38	161,29	241,07	519,15	423,41	330,07	201,51	3,74	Interest Cover: 3,12
Realizável a Longo Prazo	7.476,22	10.387,03	12.354,58	12.353,10	11.640,07	11.979,82	11.771,78	10.295,68	9.993,32	11.845,95	Interest to Sales: 18,89
Ativo Permanente	6.046,54	8.828,08	10.314,32	10.023,58	9.031,80	8.887,00	8.220,00	6.535,35	5.664,20	5.902,64	% Divida CP: 16%
Ativo Total	9.521,23	14.208,84	14.678,91	16.102,43	16.321,18	18.721,90	18.202,79	17.793,79	17.429,31	19.437,44	% Divida LP: 84%
Passivo	dez-99	dez-00	dez-01	dez-02	dez-03	dez-04	dez-05	dez-06	dez-07	dez-08	
Contas a Pagar	326,04	793,81	1.210,84	919,49	936,11	1.769,78	1.787,86	1.474,67	1.482,99	1.889,89	Liq. Corrente: 1,53
Divida de Curto Prazo	443,89	1.187,22	448,78	591,87	1.696,96	856,64	1.201,68	1.109,56	496,78	760,63	Liq. Imediata: 0,92
Passivo Circulante	1.482,46	2.862,82	2.622,06	2.478,71	3.747,17	4.613,45	5.429,43	4.852,40	4.727,37	4.971,03	Liq. Geral: 0,93
Divida de Longo Prazo	26,73	2.354,06	2.699,47	3.584,29	2.093,04	3.851,59	3.367,40	4.285,63	3.886,63	4.125,35	ROE: 10,0%
Exigível a Longo Prazo	288,45	2.794,71	3.732,84	5.043,15	4.192,14	5.791,68	5.726,13	5.852,70	5.629,66	6.658,91	ROA: 4,0%
Patrimônio Líquido	7.750,32	8.551,31	8.324,01	8.580,57	8.381,86	8.316,76	7.047,23	7.088,69	7.072,28	7.807,50	Margem Liq.: 12,2%
Total Passivo	9.521,23	14.208,84	14.678,91	16.102,43	16.321,18	18.721,89	18.202,79	17.793,79	17.429,31	19.437,44	
Demonstração de Resultado											
Receita BRL	3.058,48	4.510,17	6.158,41	7.071,37	7.915,19	9.064,86	10.138,68	10.296,66	11.058,55	11.296,84	
Receita USD	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	
Receita	3.058,48	4.510,17	6.158,41	7.071,37	7.915,19	9.064,86	10.138,68	10.296,66	11.058,55	11.296,84	
Crescimento Verdadas (ano)	-	47,46%	36,54%	14,82%	11,93%	14,52%	11,85%	1,56%	7,40%	2,15%	
Custo Mercadoria Vendida	2.831,98	3.912,62	2.956,04	4.441,34	4.848,08	5.822,72	6.518,21	6.459,93	6.382,20	6.209,42	
EBIT	226,50	597,55	714,66	1.289,95	1.219,02	1.043,44	37,44	770,52	1.326,19	1.863,91	
Margem Operacional	7,41%	13,25%	11,60%	18,24%	15,40%	11,51%	0,37%	7,48%	11,99%	16,50%	
Despesas Financeiras	43,03	163,03	436,71	914,80	1.309,92	1.410,32	2.012,41	527,57	625,10	597,90	
Lucro Líquido	218,02	409,61	261,00	442,98	145,14	252,22	(29,56)	470,37	671,29	782,21	
EBITDA	2.226,50	2.597,55	2.710,94	3.414,10	3.424,63	3.632,10	2.835,38	3.501,75	3.797,15	3.936,66	
Margem EBITDA	72,80%	57,59%	44,02%	48,28%	43,27%	40,07%	27,97%	34,01%	34,34%	34,85%	
Total Dívida Bruta	470,62	3.541,28	3.148,24	4.176,17	3.790,00	4.708,23	4.569,08	5.375,19	4.383,40	4.885,98	
Caixa e Aplíc. Fin. CP	1.188,88	2.124,83	562,91	1.757,46	2.197,73	3.745,75	3.037,18	4.304,03	4.127,96	4.560,15	
Total Dívida Líquida	(718,27)	1.416,45	2.585,34	2.418,71	1.592,27	962,48	1.531,90	1.071,16	255,45	325,83	
Câmbio	1,789	1,955	2,320	3,533	2,889	2,654	2,341	2,138	1,771	2,337	
Indicadores											
EBIT s/ PL	2,92%	6,99%	8,59%	15,03%	14,54%	12,55%	0,53%	10,87%	18,75%	23,87%	
Divida/Ativos:	4,94%	24,92%	21,45%	25,94%	23,22%	25,15%	25,10%	30,21%	25,15%	25,14%	
Desp. Fin. Liq. s/ Div. Liq.	-5,99%	11,51%	16,89%	37,82%	82,27%	146,63%	131,37%	49,25%	244,71%	183,50%	
EVAm/ AT	1,93%	3,06%	1,89%	2,33%	-0,56%	-1,96%	-10,85%	1,37%	4,02%	6,51%	



* Elaborado pelo Autor;
Fontes: Bovespa, site da empresa e Bloomberg



Capítulo 4 – Análise dos Resultados Obtidos



Os resultados obtidos demonstram a um primeiro olhar que na maior parte das situações a dívida contraída em dólar afetou negativamente a situação financeira da empresa. Seja em decorrência do maior custo da dívida ou devido ao aumento significativo do endividamento financeiro, sem a contrapartida no resultado obtido pelo lado operacional.

No gráfico abaixo, podemos observar que para a média das empresas que possuem alguma dívida em dólar, o endividamento líquido cresceu como algo próximo a 45,0% durante a crise de 2008. Note que foi utilizado endividamento líquido ao invés do endividamento bruto, pois em alguns casos, existem empresas que possuem sua atividade operacional no exterior e nestes casos, a variação cambial afeta tanto o endividamento como o caixa e as aplicações financeiras da companhia, formando um hedge natural.

<u>Empresa</u>	2008	2007	Var. Div. 08 - 07
LUPATECH	872,93	428,14	104%
EMBRAER	(822,41)	(1.309,43)	37%
BR MALLS	703,73	818,20	-14%
NET SERVICOS	1.022,94	555,04	84%
GOL	1.241,12	457,43	171%
TAM	6.226,16	(256,78)	2525%
AMBEV	7.726,40	7.543,95	2%
JBS	3.324,88	2.367,93	40%
MARFRIG	3.241,81	1.195,94	171%
MINERVA	943,38	153,01	517%
SADIA	5.039,81	1.308,42	285%
DASA	522,72	359,92	45%
VALE	20.724,77	33.678,18	-38%
ULTRAPAR	1.545,50	1.554,97	-1%
PETROBRAS	47.434,00	25.236,98	88%
BRASKEM	9.037,48	6.243,08	45%
CSN	14.317,11	4.912,61	191%
GERDAU	17.820,59	10.816,38	65%
USIMINAS	3.767,02	(1.375,05)	374%
SABESP	6.239,38	5.220,24	20%
ELETRONBRAS	13.769,42	13.287,00	4%
CESP	3.402,08	2.984,31	14%
REDE ENERGIA	4.088,73	2.867,45	43%
BRASIL TELECOM	4.001,80	4.663,90	-14%
Média			45,0%



Entre as empresas que apresentaram uma elevação muito significativa no endividamento líquido, destaca-se a companhia aérea TAM.

Os motivos que levaram a TAM à um aumento do endividamento líquido tão expressivo foi o fato da empresa possuir 61 aeronaves contabilizadas como arrendamento financeiro. Ou seja, uma empresa de transporte aéreo adquire através de arrendamento financeiro aeronaves para poder operacionalizar sua atividade. Neste caso, a empresa está de certa forma contraindo uma dívida no valor das aeronaves. No caso da TAM, ela possui 38 aeronaves contratadas pela Airbus e 3 pela Boeing, sendo todas elas em USD. Portanto a desvalorização cambial teve um impacto direto no endividamento da empresa. Resultado, a relação dívida e total de ativos subiu de 77% em 2007 para 95% em 2008.

Outro fator que contribuiu para o aumento do endividamento líquido foi o fato da empresa possui operações de hedge financeiro contra uma possível alta no preço do petróleo. Como o petróleo no final do 4T08 apresentou desvalorização de mais de \$50 do valor, isto representou uma redução no caixa da empresa na ordem de R\$ 145 milhões realizados e R\$ 919 milhões ainda não realizado.

Por fim, considerando que aproximadamente 75% da receita da empresa é denominada em BRL, a empresa não possui um hedge natural à desvalorização cambial. Portanto, uma desvalorização acentuada do real frente ao dólar afeta diretamente a viabilidade da operação.

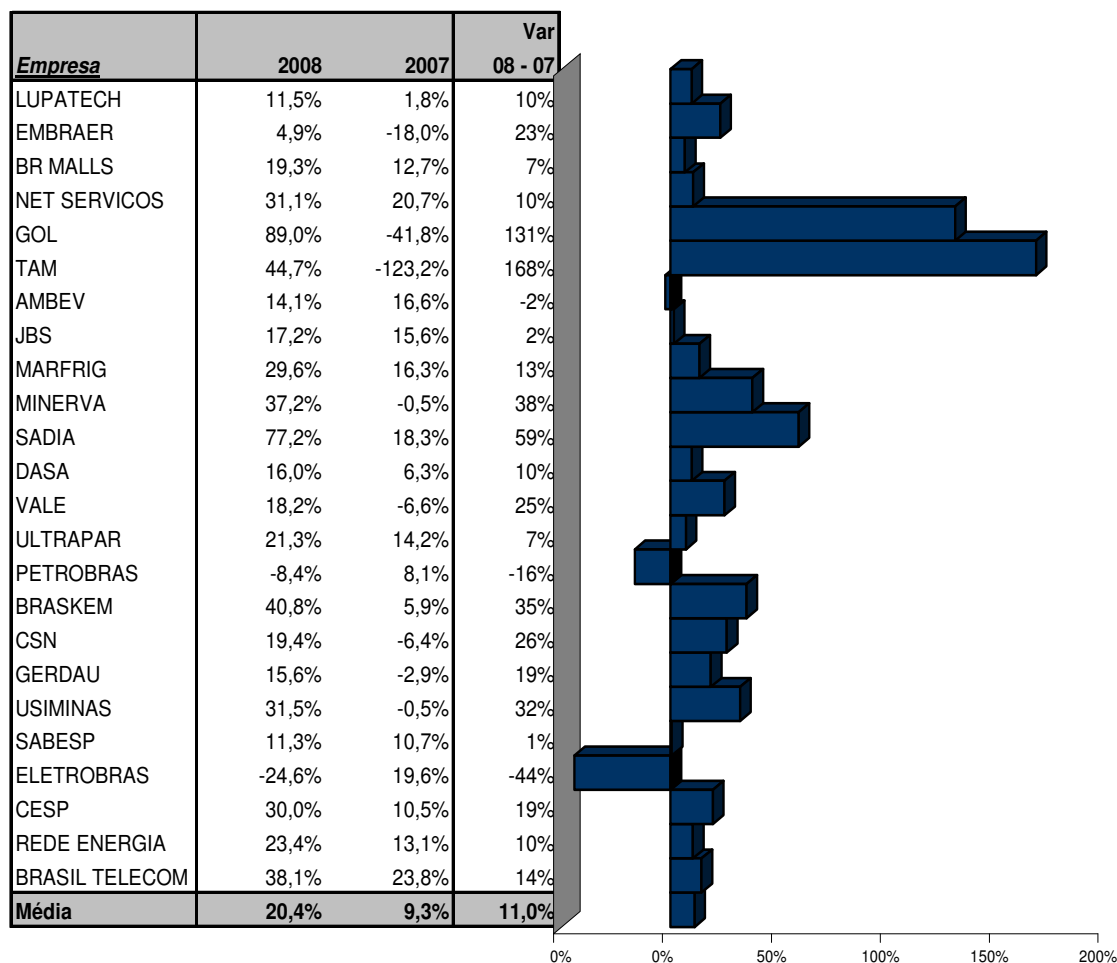
No entanto, apenas o aumento do endividamento líquido, não necessariamente significa que a empresa apresentou uma piora na situação financeira. Existem casos em que a empresa possa ter contraído dívidas para expandir a atividade operacional ou com o intuito de melhorar o custo de capital da empresa.



Uma outra forma de avaliar o efeito da variação cambial sobre a situação financeira da empresa é analisando o custo do endividamento. Uma forma de observar o custo do endividamento da empresa é dividir o resultado financeiro líquido (receita menos despesa financeira) pelo endividamento líquido.

Conforme pode se observar no gráfico abaixo, em média o custo da dívida das empresas que possuem alguma dívida em USD subiu 11,0% em 2008. Em grande parte dos casos, a variação cambial foi a grande responsável pelo aumento no custo da dívida.

Variação da Desp. (Receita) Financeira sobre o Endividamento Líquido: 2008 - 2007





Grande parte das empresas que contraem uma dívida em USD fazem isto porque possui um hedge natural com as atividades de fora do país ou com as receitas de exportações. Para as empresas que possuem grande parte da receita em BRL, uma alternativa de proteger contra possíveis variações cambiais é realizar um hedge via operações de derivativos.

No entanto, a estrutura de hedge com derivativos, além de ter um custo elevado afeta diretamente o caixa da companhia. No caso de operações com futuros, além do ajuste diário a empresa tem que manter uma margem de proteção depositada na BMF. Caixa que acaba não sendo utilizado na atividade principal da companhia.

Este é o motivo pelo qual muitas empresas acabam não se protegendo contra possíveis variações cambiais ou acabam buscando alternativas mais “baratas” para tentar se proteger. Mas em ambos os casos a falta de proteção acaba causando problemas que podem inclusive afetar a operação principal da empresa.

Observando o aumento do custo financeiro das empresas listadas, a SADIA foi uma das empresas que apresentou o maior incremento neste indicador, além das empresas do setor de transporte aéreo já citado acima. O indicador passou de 18% em 2007 para 77% em 2008.

No caso da SADIA, com o intuito de “baratear” o custo do hedge financeiro, a empresa realizou operações “exóticas” de derivativo financeiro que renderam a empresa um resultado financeiro negativo de R\$ 3,892 bilhões, sendo R\$ 705,9 milhões já realizados, afetando o caixa da empresa.



Em 30 de setembro de 2008, a SADIA possui a seguinte posição em derivativos:

	Notional		Taxa	Valor
	Original (1)	Exposto (2)	Média	Justo
	US\$ mil	US\$ mil	R\$/US\$	R\$ mil
<u>Contratos futuros de dólar</u>				
Non Deliverable Forward	317.500	317.500	1,96	-6.549
Target Forward	2.286.666	4.518.333	1,77	-755.478
Venda de opções de compra US\$	1.531.667	1.531.667	1,84	-144.002
Posição vendida de US\$	4.135.833	6.367.500	1,81	-906.029
Non Deliverable Forward	2.508.333	2.508.333	1,88	111.764
Target Forward	473.333	473.333	1,78	82.300
Compra de opções de compra US\$	1.021.667	1.021.667	1,81	74.770
Posição comprada de US\$	4.003.333	4.003.333	1,85	268.834
Posição líquida de US\$	132.500	2.364.167		-637.195
<u>Contrato de opções-dólar futuro</u>				
Compra de opções de venda US\$	1.800.000	-	1,76	-17.326
Total a valor justo				-654.521

Importante notar que a empresa obteve o maior prejuízo na estrutura de Target Forward vendida em USD.

Esta estrutura corresponde a uma operação de balcão de venda de dólar com vencimentos futuros, sem desembolso de caixa inicial, com as seguintes condições: Caso a Ptax (dólar a vista) na data do vencimento (*fixing date*) estiver abaixo do dólar contratado (*strike*), a Companhia receberá a diferença entre o dólar contratado e o Ptax, multiplicado pelo valor base original, acrescido de um cupom. Se o dólar estiver acima do strike, a Companhia pagará a diferença entre o dólar contratado e o Ptax, multiplicada pelo dobro do valor base.

Resumindo, Target Forward corresponde a uma venda de dólar futuro casada com uma venda de opção de compra. Conforme demonstrado abaixo, caso o preço do dólar sofra pouca volatilidade a empresa consegue incrementar seu ganho em aproximadamente 20%. No entanto, se o dólar for na posição contrária ao



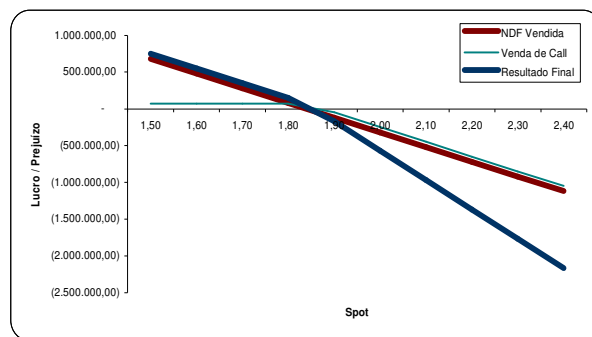
esperado a empresa sofre uma perda dobrada na operação. Isto foi o que ocorreu no caso da SADIA.

Data	29/8/2008
Ptax	1,634
Vol ult. 30dias:	9,9%
Valorização do Strike:	12,6%

Strike	1,840
Premio	0,0356
Valor do Contrato	50.000,00
Nº de contratos estimados (x 1000):	40

BRL mil

Spot	NDF Vendida	Venda de Call	Resultado Final
1,50	680.000,00	71.200,00	751.200,00
1,60	480.000,00	71.200,00	551.200,00
1,70	280.000,00	71.200,00	351.200,00
1,80	80.000,00	71.200,00	151.200,00
1,90	(120.000,00)	(48.800,00)	(168.800,00)
2,00	(320.000,00)	(248.800,00)	(568.800,00)
2,10	(520.000,00)	(448.800,00)	(968.800,00)
2,20	(720.000,00)	(648.800,00)	(1.368.800,00)
2,30	(920.000,00)	(848.800,00)	(1.768.800,00)
2,40	(1.120.000,00)	(1.048.800,00)	(2.168.800,00)



Neste caso, além de não ter protegido a receita de exportações em USD contra uma possível valorização do câmbio, a empresa não só deixou de aproveitar a alta do dólar como também gerou um resultado negativo na ordem de R\$ 2,5 bilhões.

Este resultado mostra que uma forte variação cambial afeta não somente o endividamento como também uma má gestão financeira pode trazer resultados muito negativos, afetando o caixa e a atividade principal da empresa.

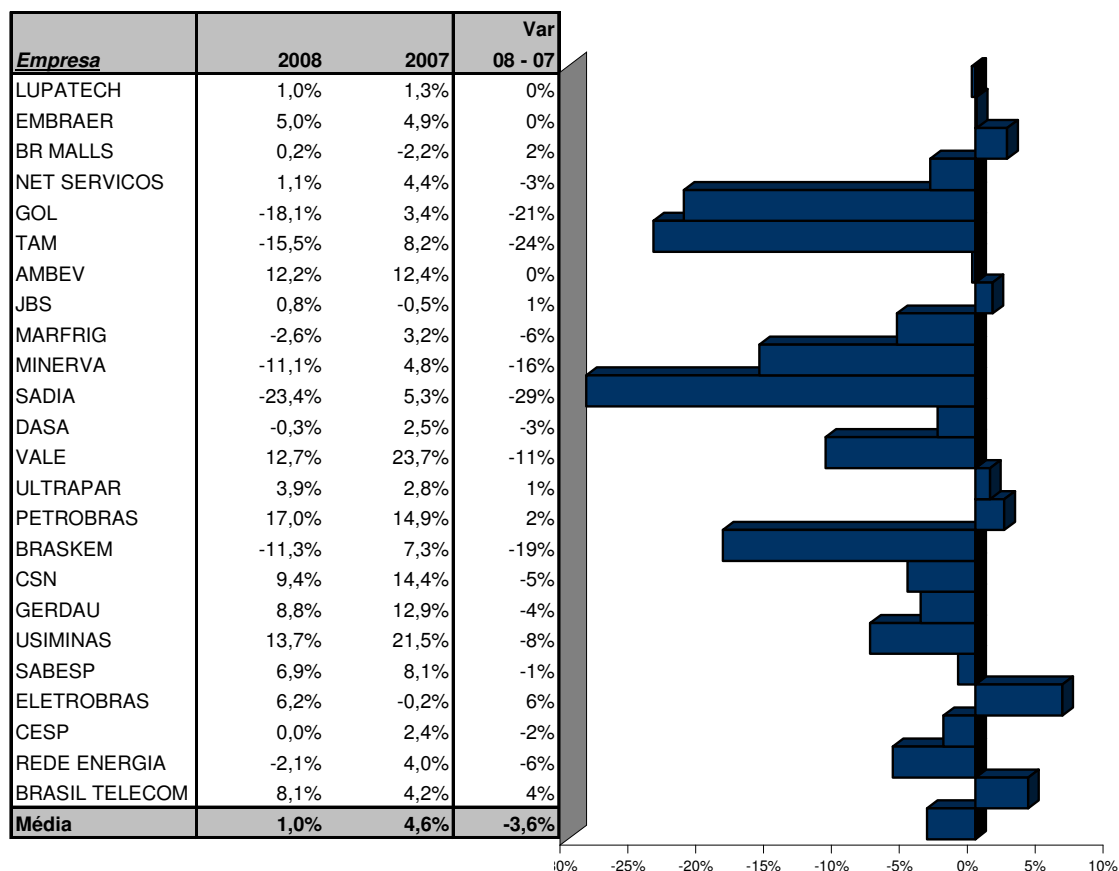
Um outro indicador utilizado neste trabalho para verificar o efeito cambial sobre o resultado da empresa foi utilizar a relação do resultado operacional da empresa descontado pelo resultado financeiro sobre ativo total. O objetivo deste indicador é observar se existem casos onde o custo financeiro pode ter aumentado, mas este aumento pode ter sido compensado por um incremento no resultado operacional da empresa. Em outras palavras, verificar se não foi o caso da empresa ter contraído mais dívida com o objetivo de expandir as operações.

Abaixo segue uma tabela do EVAm / AT das companhias selecionadas.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Variação do Res. Operacional descontado da Desp. (Receita) Financeira sobre o Ativo Total: 2008 - 2007



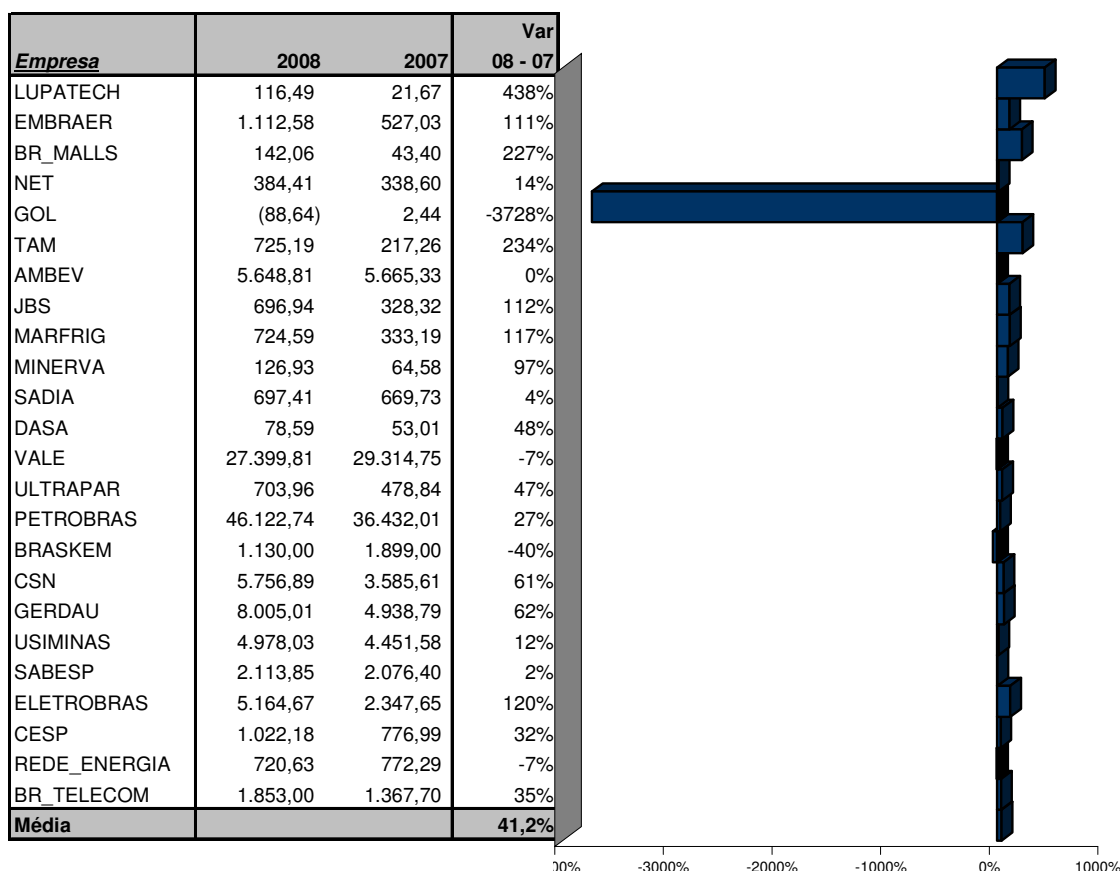
Pode-se observar que na média o resultado gerado pela companhia foi 3,6% pior em 2008.

Este resultado pode ter sido influenciado tanto pelo aumento do custo financeiro como uma piora no resultado operacional. Como já foi demonstrado acima houve um aumento significativo no custo financeiro, mas através do gráfico abaixo podemos verificar que em média as empresas obtiveram um bom resultado operacional em 2008. Em média, as empresas obtiveram uma alta de 41,2% nos resultados atrelados a atividade principal.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Variação do Res. Operacional: 2008 - 2007



Observando o indicador resultado operacional descontado pelo resultado financeiro sobre o ativo total, a companhia BRASKEM foi uma das que apresentou pior resultado, com uma queda de 19% em relação à 2007. Empresas como GOL e TAM, já mencionadas no trabalho, que tiveram a margem operacional pressionada devido ao aumento do preço do petróleo no primeiro semestre e o efeito da variação cambial sobre a dívida; e a SADIA, também já citada, que teve perda financeira com derivativos financeiros, foram companhias com destaque negativo neste indicador.

A BRASKEM foi uma empresa que sofreu tanto na piora de seu resultado operacional quanto no efeito da variação cambial sobre o endividamento. Na questão operacional, a receita líquida apresentou uma redução de 4,41% em



relação à receita registrada em 2007, refletindo a redução da demanda, afetada pela desestocagem da cadeia produtiva e dos menores preços de petroquímicos básicos – principalmente eteno, propeno e BTX (benzeno, tolueno e xilenos). Com isso, o ROA da empresa saiu de 8% em 2007 para – 18% em 2008.

O EBITDA da BRASKEM no ano de 2008 alcançou R\$ 2,4 bilhões ante aos R\$ 3,2 bilhões em 2007. Essa redução é explicada pela combinação de maior custo da nafta, com impacto de R\$ 739 milhões e menores volumes vendidos de petroquímicos básicos e resinas.

Já o resultado financeiro líquido da BRASKEM foi R\$ 3,7 bilhões negativos comparados aos R\$ 367 milhões negativos em 2007. Os efeitos da variação cambial impactaram negativamente em R\$ 2,6 bilhões. É importante ressaltar que o efeito da variação cambial sobre o endividamento, não tem impacto direto sobre o caixa da companhia no curto prazo. Esse valor será desembolsado por ocasião do vencimento da dívida, que tem prazo médio de 11 anos. Pelo perfil de geração de caixa da Braskem, atrelada ao dólar, a apreciação cambial, apesar do seu efeito contábil negativo no curto prazo, tem impacto líquido positivo sobre o fluxo de caixa da companhia no médio prazo.

Portanto, pode-se perceber que no caso da BRASKEM o efeito da variação cambial sobre a dívida da companhia teve um impacto negativo sobre o lucro líquido da empresa, mas não teve tanto impacto na situação financeira da empresa. O que mais afetou a piora da empresa em 2008 foi o resultado operacional fortemente impactado pela queda na demanda.

Nem sempre uma queda no lucro líquido resultante de uma variação cambial sobre a dívida da empresa significa que a empresa apresentou uma piora na situação financeira. Muitas vezes a companhia pode não ter efeito caixa sobre variação cambial e estar *hedgeada* pela operação em USD da empresa.



Um exemplo que demonstra bem esta situação é a JBS. Em 11 de julho de 2007, a companhia, por meio de sua subsidiária integral J&F Acquisition, criada com esse fim específico, concluiu a aquisição do controle acionário da Swift Foods Company sociedade com sede em Delaware, Estados Unidos da América, pelo valor de US\$ 1.459 milhões, sendo US\$ 225 milhões pagos a HM Capital Partners, antiga acionista controladora da Swift, e US\$ 1.234 milhões utilizados para a liquidação de passivos financeiros da Swift Foods.

Parte substancial do financiamento dos recursos para aquisição da Swift Foods pela Companhia foi oriunda do aumento de capital aprovado no montante de R\$ 1,85 bilhões mediante a emissão de 227,4 milhões de novas ações ordinárias. Adicionalmente, a JBS USA contraiu empréstimos no montante de aproximadamente US\$815 milhões, dos quais US\$750 milhões referem-se a empréstimos captados como parte da estrutura de capital utilizada para a aquisição da Swift.

R\$ milhões	3T07	2T07	Var %
			3T07 / 2T07
Enividamento Bruto	3.949,5	2.229,0	77,20%
Disponibilidades	1.621,0	816,4	98,60%
Endividamento Líquido	2.328,5	1.412,6	64,80%
Dívida Líquida / EBITDA	3,3	2,3	

Esta operação, apesar de ter elevado o endividamento líquido da companhia em quase 65%, consolidou a JBS como a maior empresa do mundo no setor de carne bovina. Com isso, a Companhia passou a ter capacidade de produção e distribuição no Brasil, na Argentina, nos Estados Unidos da América e na Austrália, os quatro principais países consumidores de carne bovina do mundo. Essa posição possibilitou à Companhia (i) ter acesso aos dois blocos de barreiras



comerciais: Atlântico e Pacífico; (ii) diversificar o risco em relação a barreiras fito sanitárias; e (iii) unificar e fortalecer a marca Swift globalmente.

A aquisição da Swift também possibilitou à companhia atingir o mercado consumidor norte americano, maior consumidor mundial de carne bovina.

Consumo Mundial de Carne Bovina (em milhares de toneladas)		
	2006	2007
Estados Unidos	12.800	12.815
União Européia	8.220	8.550
China	7.413	7.756
Brasil	6.935	7.095
Outros	16.141	16.324
Total	51.509	52.540

O resultado da aquisição pode ser visto nos resultados operacionais divulgados no balanço de 2008. Em 2008, a receita líquida da empresa cresceu 114,55% se comparado à 2007, atingindo R\$ 30,34 bilhões. O EBITDA da empresa apresentou um crescimento ainda mais significativo na ordem de 160% se comparado com 2007, com uma melhoria também na margem EBITDA passando de 3,18% em 2007 para 3,85% em 2008.

Com relação ao endividamento, a companhia apresentou uma elevação de 40% no endividamento líquido em 2008, atingindo R\$ 3,3 bilhões ante R\$ 2,3 bilhões em 2007, causado principalmente pela variação cambial sobre a dívida total de aproximadamente R\$ 160,0 milhões. Apesar deste resultado, a empresa encontra-se em uma situação confortável, visto que esta variação cambial não teve efeito caixa e está protegida, visto que 91% da receita líquida é denominada em USD.

Em 2008, mesmo com todo o problema que o setor de carnes e derivados sofreu após o agravamento da crise financeira, já mencionado, a companhia conseguiu apresentar uma variação positiva do resultado operacional descontado pelo



resultado financeiro sobre o ativo total. Resultado bem superior à média das empresas selecionadas, que apresentaram um decréscimo de 3,6%.

A forte desvalorização do real frente ao dólar trouxe resultado desfavorável a grande maioria das empresas analisadas. Mesmo nos casos em que os indicadores se mostraram favorável, como no caso da ELETROBRAS, uma análise mais profunda faz-se necessário.

A ELETROBRAS apresentou um crescimento do lucro líquido de quase 300%. Isto se deve em parte de uma boa melhoria do resultado operacional, cujo crescimento foi de 120% em relação à 2007, mas uma parte significativa foi do resultado financeiro que melhorou 230%, saindo de uma despesa financeira de R\$2,6 bilhões em 2007 para uma receita financeira de R\$ 3,38 bilhões em 2008. A valorização do real em relação ao dólar norte-americano e o fato de a ELETROBRAS deter relevante parcela de seus recebíveis, indexados principalmente à moeda norte-americana criaram um cenário de ganho para a companhia. Nos 12 meses de 2008 a ELETROBRAS registrou ganho cambial de R\$ 4.297 milhões, contra uma perda de R\$ 3.001 milhões no exercício de 2007.

A grosso modo, o resultado financeiro pode parecer ter sido muito favorável a ELETROBRAS, mas olhando detalhadamente pode representar riscos para a companhia. No encerramento do exercício de 2008, a companhia mantinha 784 contratos concedidos de empréstimos e financiamentos, totalizando R\$ 42,23 milhões (31 de dezembro de 2007 - R\$ 36,52 milhões), sendo 48% indexado em USD.

Do total de empréstimos concedidos, grande parte foi para empresas controladas e coligadas e o restante para empresas que atuam no mesmo setor. As empresas deste setor possuem como característica uma receita quase que exclusivamente em BRL. A forte desvalorização cambial ocorrida em 2008 sobre o endividamento



das empresas deste setor afeta diretamente o resultado operacional e a capacidade de pagamento das dívidas, elevando desta forma, o risco de inadimplência para a ELETROBRAS.

É importante citar que a atividade principal da ELETROBRAS é geração e transmissão de energia, e portanto qualquer ganho vindo por atividade financeiras deve ser visto como um risco para a empresa. Operação financeira deve ser exercida por instituições financeiras.



4.2. Analise por Grupo

O mercado externo apresenta algumas facilidades em captação devido à maior liquidez. No entanto, caso a empresa possua receitas provenientes apenas do mercado local, a captação externa pode se tornar um grande risco. É importante a empresa ter suas receitas e obrigações casadas na mesma moeda.

Empresas que possuem grande parte da sua receita em moeda estrangeira, pode buscar de maneira controlada um financiamento externo. Neste caso, mesmo que a companhia apresente um resultado negativo no momento da desvalorização, a empresa não terá efeito caixa, visto que parte da receita estará na mesma moeda, representando um *hedge* natural, como foi o caso da JBS. Neste sentido, empresas do setor de commodities (mineração, óleo e gás, siderurgia) e consumo destinado à exportação, como por exemplo, as frigoríficas, tendem a sentir menos os efeitos de oscilações abruptas do câmbio.

No caso das empresas, cuja atividade concentra-se exclusivamente no Brasil, a captação em outra moeda, representa um risco muito adverso para a empresa. Como estas empresas não possuem um *hedge* natural, a única forma delas se protegerem é através do uso de derivativos. Empresas dos setores de telecomunicação, utilidade pública, transporte aéreo e consumo interno tendem a sofrer mais com grandes oscilações do câmbio.

O uso de derivativos, além de consumir o caixa da empresa e representar um custo adicional à dívida, uma má gestão destes ativos pode resultar em perdas inimagináveis, como ocorreu no caso de SADIA.



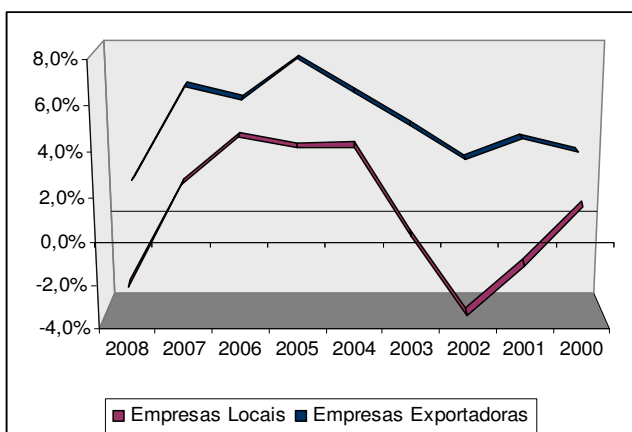
É muito importante para as empresas vincularem o financiamento com a receita, pois caso isto não seja feito, em um cenário de *stress* o custo do financiamento pode se tornar inviável.

Separando o EVAm/AT por grupo, sendo o primeiro grupo de empresas que possuem parte da receita atrelada a moeda estrangeira e o segundo grupo com receitas predominantemente em reais, pode-se observar nas tabelas abaixo que o resultado final da média das empresas cuja receita está vinculada a moeda estrangeira foi superior a média das empresas cuja receita provem de vendas no mercado local. Ou seja, empresas, cuja atividade concentra-se predominantemente no Brasil tiveram uma piora ainda mais acentuada da situação financeira, devido a forte variação cambial.

<i>Empresa</i> <i>"Exportadoras"</i>	2008	2007	Var 08 - 07
LUPATECH	1,0%	1,3%	-0,3%
EMBRAER	5,0%	4,9%	0,1%
AMBEV	12,2%	12,4%	-0,2%
JBS	0,8%	-0,5%	1%
MARFRIG	-2,6%	3,2%	-6%
MINERVA	-11,1%	4,8%	-16%
SADIA	-23,4%	5,3%	-29%
VALE	12,7%	23,7%	-11%
PETROBRAS	17,0%	14,9%	2%
BRASKEM	-11,3%	7,3%	-19%
CSN	9,4%	14,4%	-5%
GERDAU	8,8%	12,9%	-4%
USIMINAS	13,7%	21,5%	-8%
Média	5,0%	7,3%	-2,3%

<i>Empresa</i> <i>"Locais"</i>	2008	2007	Var 08 - 07
BR MALLS	0,2%	-2,2%	2%
NET SERVICOS	1,1%	4,4%	-3%
GOL	-18,1%	3,4%	-21%
TAM	-15,5%	8,2%	-24%
DASA	-0,3%	2,5%	-3%
ULTRAPAR	3,9%	2,8%	1%
SABESP	6,9%	8,1%	-1%
ELETRONBRAS	6,2%	-0,2%	6%
CESP	0,0%	2,4%	-2%
REDE ENERGIA	-2,1%	4,0%	-6%
BRASIL TELECOM	8,1%	4,2%	4%
Média	0,2%	3,4%	-3,2%

Isto se comprova mesmo pegando períodos maiores. No gráfico abaixo, onde foi utilizada o ROA da média de cada grupo, pode-se perceber que do total de empresas que utilizam captação via moeda estrangeira, empresas exportadoras apresentam menores oscilações, visto que a desvalorização cambial, apesar de elevar o endividamento financeiro é contrabalanceado pela melhoria dos resultados operacionais, devido ao ganho com as exportações.



Empresas como: BR MALLS, NET, GOL, TAM, DASA, ULTRAPAR, SABESP, ELETROBRAS, CESP, REDE ENERGIA e BRASIL TELECOM são mais propícias a apresentar uma piora na situação financeira em momentos de forte desvalorização cambial, devido a

concentração de suas atividades unicamente no Brasil.

No caso de DASA, por exemplo, isto foi menos perceptível. A empresa emitiu um título em dólar e manteve o recurso aplicado na mesma moeda, não sofrendo variação cambial. No entanto, a empresa possui suas operações exclusivamente no Brasil e terá que em algum momento internalizar este recurso, podendo vir a sofrer efeitos adversos. Mesmo na atual condição onde o recurso está aplicado na mesma moeda em que foi captado, a empresa está sendo afetada negativamente, pois o custo de captação foi de 10% ao ano, superior a aplicação que está rendendo próximo a 2% ao ano. Como a nova emissão foi de US\$ 200.000,00, mantendo a atual situação, o resultado financeiro desta operação é de aproximadamente um prejuízo de US\$ 18,00 milhões ao ano.

Já no caso de REDE ENERGIA, a situação é um pouco mais complicada. A empresa já possui uma alavancagem financeira muito elevada, e o aumento do dólar frente ao real, dificultou ainda mais a capacidade de pagamento da dívida pela empresa. O resultado consolidado de 2008 só não foi pior, pois a empresa optou em marcar a mercado uma dívida lançada em dólar. Isto trouxe um benefício de R\$ 802 milhões ao balanço da companhia.



A Marcação a Mercado estabelece que o valor de um determinado ativo, seja calculado pelo preço transacionado no mercado. No caso de REDE, a emissão em dólar esta sendo negociada com 60% de desconto, refletindo a sensibilidade do mercado quanto ao risco da empresa. Quanto maior o desconto, maior risco percebido pelo mercado.

Excluindo o benefício da marcação a mercado, o endividamento líquido de REDE chegaria a quase R\$ 4,9 bilhões, 70% superior ao valor registrado em 2007. Para a empresa, isto reflete em um endividamento líquido de 1,2 vezes a receita líquida e 6,8 vezes o resultado operacional. A capacidade da empresa em honrar suas dividas, neste caso, é muito pequena.

No caso de REDE, não se pode dizer que a desvalorização do real foi fundamental para que a empresa se encontre na atual situação financeira, mas pode-se dizer que a variação cambial contribui negativamente para que isto ocorresse.



Capítulo 5 – Conclusão



Com base nos resultados obtidos, podem-se destacar alguns fatores que em conjunto podem levar uma empresa a apresentar dificuldades financeiras: alto endividamento e elevada alavancagem financeira, alta exposição cambial sem a contrapartida da receita na mesma moeda, uso indevido de derivativos cambiais e alta exposição a fatores voláteis.

Não necessariamente uma empresa que apresentar um ou mais destes fatores tenderá a ter uma situação financeira prejudicada, como no caso da JBS, que além de possuir um alto endividamento, possui uma exposição cambial elevada. A JBS, não só sobreviveu a crise como também conseguiu expandir as operações.

Segundo a teoria de *Trade Off* para uma empresa otimizar sua estrutura de capital, é importante a captação de recursos através de capital de terceiros. Mas, fundamental é definir qual a melhor estratégia adotada para não ocorrer surpresas futuras que possam acabar com a atividade principal da empresa.

Conforme se pode observar no trabalho, o grau de alavancagem financeira não foi o determinante de resultados adversos. Por mais que durante a crise empresas que possuíam exposição cambial terem apresentado um aumento da alavancagem financeira, não foi este o principal motivo que levou certas empresas a ter uma maior dificuldade financeira.



Pontifícia Universidade Católica de São Paulo
Dissertação de Mestrado

Alavancagem Financeira

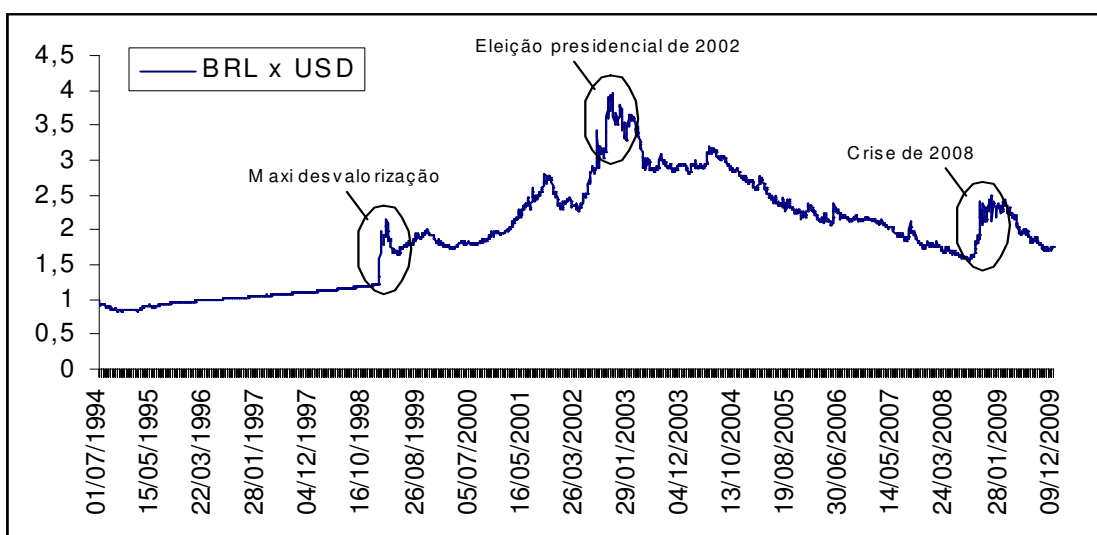
Empresa	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
LUPATECH								106%	260%	615%
EMBRAER	189%	69%	72%	58%	80%	79%	75%	56%	58%	70%
BR_MALLS									47%	82%
NET			497%	1222%	-829%	-756%	127%	73%	41%	67%
GOL						12%	3%	42%	78%	318%
TAM				949%	2815%	253%	72%	82%	118%	1287%
AMBEV		61%	132%	107%	133%	45%	36%	49%	56%	63%
JBS									123%	92%
MARFRIG									172%	157%
MINERVA									101%	448%
SADIA	200%	196%	162%	254%	196%	153%	139%	158%	125%	1839%
DASA						55%	58%	73%	79%	211%
VALE	61%	75%	81%	113%	86%	60%	46%	110%	58%	44%
ULTRAPAR	39%	33%	33%	48%	46%	34%	79%	76%	69%	78%
PETROBRAS	106%	68%	65%	91%	83%	58%	53%	42%	32%	44%
BRASKEM				357%	294%	137%	115%	155%	132%	326%
CSN			109%	139%	121%	127%	136%	154%	116%	218%
GERDAU	133%	130%	106%	162%	129%	84%	75%	71%	95%	93%
USIMINAS				289%	172%	79%	39%	29%	20%	44%
SABESP	71%	73%	81%	109%	96%	89%	79%	69%	58%	65%
ELETRONBRAS	25%	27%	40%	55%	43%	40%	36%	33%	27%	32%
CESP							112%	51%	35%	49%
REDE_ENERGIA				153%	159%	169%	67%	111%	133%	178%
BR_TELECOM	6%	41%	38%	49%	45%	57%	65%	76%	62%	63%
média	92,3%	32,2%	59,0%	173,1%	152,9%	32,2%	58,8%	67,4%	87,3%	270,2%
var. cambial	48%	9,3%	18,7%	52,3%	-18,2%	-8,1%	-11,8%	-8,7%	-17,2%	31,9%

Já uma empresa que apresente uma combinação dos fatores determinantes dificilmente sobreviverá a movimentos abruptos cambiais. Este foi o caso da SADIA, cujo uso indevido de derivativos cambiais colocou a empresa em uma situação financeira indesejada, colocando em risco o operacional da empresa.

Movimentos cambiais abruptos ocorrem ao longo dos ciclos financeiros. Desde o plano real o Brasil já sofreu fortes variações cambiais, como a ocorrida em 1999 na maxidesvalorização e em 2002 durante as eleições presidenciais. No entanto, passado o momento de *stress* as condições da economia voltam ao normal e



poucas empresas apresentam problemas de solvência. Em 2001 foi o caso da GLOBO, que apresentava grande parte de seu passivo em moeda estrangeira e que ao longo da desvalorização cambial ocorrida no período, não teve condições de honrar suas dívidas. Já em 2008, houve o caso de SADIA, que precisou ser adquirida pela PERDIGÃO. Neste trabalho, não foi possível entrar em mais detalhes no caso da GLOBO, já que esta não possui capital aberto, dificultando assim a obtenção de dados.



Elaborado pelo Autor, Fonte Ipeadata, 2009

Pode-se concluir, portanto, que muito mais do que problema com o câmbio, estas empresas sofreram por não saber lidar com isto.

Muitas empresas aproveitam das boas opções de captação externa e conseguem tirar bons frutos. Oscilações são naturais a qualquer atividade, basta as empresas saberem lidar com isso.



Referências Bibliográficas

- ACNIELSEN. <http://br.nielsen.com/trends/index.shtml> Acesso em 21.jan.2009
- AGÊNCIA NACIONAL DE SAÚDE SUPLEMENTAR. www.ans.gov.br Acesso em 23.fev.2009
- ASSOCIAÇÃO BRASILEIRA DA INDÚSTRIA DE MÁQUINAS E EQUIPAMENTOS – ABIMAQ. www.abimaq.org.br. Acesso em 30.mar.2009
- ASSOCIAÇÃO NACIONAL DOS BANCOS DE INVESTIMENTO – ANBID. <http://www.anbid.com.br>. Acesso em 15.mar.2009
- ALVES JÚNIOR, A., FERRARI FILHO, F. & PAULA, L.F., 2004. Crise cambial, instabilidade financeira e reforma do sistema financeiro internacional, em FERRARI FILHO, F E PAULA, L.F. *Globalização Financeira: ensaios de macroeconomia aberta*. Ed. Vozes, Petrópolis.
- ASSAF NETO, A. *Finanças Corporativas e Valor*. Ed. Atlas, São Paulo
- ANG, J.; CHUA, J.; MCCONNELL, J. 1982. The administrative costs of corporate bankruptcy: a note. *Journal of Banking and Finance*.
- BECK, T. Impediments to the development and efficiency of financial intermediation in Brazil. Washington: The World Bank, 2000.
- BHATTACHARYA, S. & THAKOR, A., 1993. Contemporary Banking Theory. *Journal of Financial Intermediation*, Vol. 3
- BANCO CENTRAL, 2008. Juros e Spread Bancário. <http://www4.bcb.gov.br/pec/gci/port/focus/FAQ01Juros%20e%20Spread%20Banc%C3%A1rio.pdf> . Acesso em 18.mai.2009
- BOLSA DE MERCADORIAS & FUTUROS – BMF. <http://www.bmf.com.br/portal/portal.asp>. Acesso em 22.abr.2009
- BORGES, J., 2007 *Os empreendedores vão à Bolsa*. Ed. Abril, São Paulo
- BORGES NETO, J. M. Fluxos Internacionais de Capitais e Alternativas de Políticas Econômicas e Sociais. www.rls.org.br/publique/media/Controle_JoaoMachado.pdf. Acesso em 15.set.2008



BOTARO, R. F. O Mercado de Títulos de Países Emergentes nos Anos 90. http://www.tesouro.fazenda.gov.br/Premio_TN/vpremio/divida/1afdpVPTN/BOTARO_Rubens_Fernandes.pdf. Acesso em 12.nov.2008

BOVESPA. <http://www.bovespa.com.br/Principal.asp>. Acesso em 15.mai.2009

BRIGHAM, E. F. & HOUSTON, J. F., 1999. *Fundamentos da moderna administração financeira*. São Paulo

CANADEAN GLOBAL BEVERAGE INDUSTRY REPORTS. www.canadean.com . Acesso em 15.jul.2008

CANUTO, O., 2000. A Crise Asiática e Seus Desdobramentos. <http://www.uff.br/cpgeconomia/v2n2/3-otaviano.pdf>. Acesso em 18.jul.2008

CANUTO, O. & LIMA, G.T., 1999. Crises Bancárias, Redes de Segurança Financeira e Regimes de *Currency Board* em economias emergentes. <http://www.eco.unicamp.br/publicacoes/textos/download/texto83.pdf>. Acesso em 22.jul.2008

CARVALHAL, A. L. & LEAL, R. P., 2007. O Mercado de Títulos Privados de Renda Fixa no Brasil

CASELANI, C. N., A Irracionalidade das Bolhas. <http://www.rae.com.br/artigos/2067.pdf>. Acesso em 13.set.2008

COHEN, R. D., A Generalised Procedure for Locating the Optimal Capital Structure. Wilmott Magazine

CUNHA, A. M., 2000. De volta para o futuro? Crises e recuperação econômica no Pacífico Asiático. Ensaios FEE, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre.

CUNHA, A. M., 2003. Crises financeiras: o que há de errado? Ensaios FEE, Fundação de Economia e Estatística, Porto Alegre.

FABOZZI, F. J., 2000. *Mercados, Análise e Estratégias de Bônus: Títulos de Renda Fixa*. Ed. Qualitymark, Rio de Janeiro.

FAMA, E. F., 1976. *Foundations of Finance: Portfolio Decisions and Securities Prices*. Basic Books, New York.

FOSTER, G., 1986. *Financial Statement Analysis*. Prentice-Hall, New Jersey



GARCIA JUNIOR, N., 2007. Grau de Endividamento das Maiores Empresas Privadas Brasileiras por Setores. PUC, São Paulo

GARBADE, K., 1999. *Fixed Income Analytics*. MIT Press, London.

GITMAN, L., 1997. *Princípios da administração financeira*. Harbra, São Paulo.

GOLDSTEIN, M., 1998. *The Asian Financial Crisis: Causes, Cures, and Systemic Implications*. Institute International Economics, New York.

GORDON, M., 1963. Optimal Investment and financing policy. The Journal of Finance.

GRIFFITH-JONES, S., 1998. The East Asian Financial Crisis: A Reflection on Its Causes, Consequences and Policy Implications. Institute of Development Studies, Brighton.

HARRIS, M.& RAVIV, A., 1991. The theory of the capital structure. Journal of Finance.

HORNE, J., 1984. *Fundamentos de Administração Financeira*. Prentice Hall, Rio de Janeiro.

INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA - IBGE
www.ibge.gov.br Acesso em 20.abr.2009

JOHAN, A. S., 2008. A permanent Solution to the Global Banking Crisis.

JENSEN, M. & MECKLING, W. H., 1976 Theory of the Firm: Managerial Behavior, Agency Costs and Ownership Structure. Journal of Financial Economics

KRAUS, A. & LITZENBERGER, R. H., 1973 A State-preference model of optimal financial leverage. Journal of Finance

LAMEIRA, V. J., 2003. *Mercado de Capitais*. Ed. Florense Universitaro

LINTNER, J., 1962. Dividends, earnings, leverage, stock prices and the supply of capital to corporations. The Review of Economics and Statistics

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H., 1958 The cost of capital, corporate finance and theory of investment. American Economic Review

MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H., 1961 Dividend Policy and Market Valuation: a reply. The Journal of Business



MODIGLIANI, F. & MILLER, M. H., 1963 Corporate Income taxes and the cost of capital: a correction. American Economic Review

MYERS, S.C., 1984. Capital Structure Puzzle. Journal of Finance

PASCUAL, J. G., 2001. *Análisis de la Empresa Através de su Información Económico-Financiera: fundamentos teóricos e aplicaciones*. Ed. Pirâmide, Madri.

PRESS RELEASE. 4T 2008. Ambev.

_____. BR Malls.
_____. Brasil Telecom.
_____. Braskem.
_____. CESP.
_____. CSN.
_____. Dasa.
_____. Eletrobrás.
_____. Embraer.
_____. Gerdau.
_____. Gol.
_____. JBS.
_____. Lupatech.
_____. Marfrig.
_____. Minerva.
_____. Net Serviços.
_____. Petrobrás.
_____. Rede Energia.
_____. Sabesp.
_____. Sadia.
_____. Tam.
_____. Ultrapar.
_____. Usiminas.
_____. Vale.

RICARDO, J., 2003. Crises Financeiras em Economias de Mercado Emergente: Origens, Ajustamento e Lições de Política. <http://www.ordemeconomistas.pt/temasdeeconomia>. Acesso em 01.jan.2009

ROSS, S. A., et al., 2002. Administração Financeira: Corporate Finance. Ed. Atlas, São Paulo.

SECRETARIA DO COMÉRCIO EXTERIOR (SECEX).



STATE STREET GLOBAL MARKETS. www.statestreetglobalmarkets.com/. Acesso em 21 mai. 2009

TRAJANO DA SILVA, P. R., 2007. Padrão de Financiamento da Indústria de Papel e Celulose no Brasil nos Anos 1990. PUC, São Paulo

UBS INVESTMENT RESEARCH, 2008. <http://www2.desenvolvimento.gov.br/sitio/sececx/depPlaDesComExterior/indEstatisticas/balComercial.php> Acesso em 15.fev.2009

WARD, M. P., 2003. Capital Structure Research – Initiation of Auto Sector Coverage.

WORLD HEALTH ORGANIZATION. www.who.int Acesso em 21.mai.2009

Livros Grátis

(<http://www.livrosgratis.com.br>)

Milhares de Livros para Download:

[Baixar livros de Administração](#)

[Baixar livros de Agronomia](#)

[Baixar livros de Arquitetura](#)

[Baixar livros de Artes](#)

[Baixar livros de Astronomia](#)

[Baixar livros de Biologia Geral](#)

[Baixar livros de Ciência da Computação](#)

[Baixar livros de Ciência da Informação](#)

[Baixar livros de Ciência Política](#)

[Baixar livros de Ciências da Saúde](#)

[Baixar livros de Comunicação](#)

[Baixar livros do Conselho Nacional de Educação - CNE](#)

[Baixar livros de Defesa civil](#)

[Baixar livros de Direito](#)

[Baixar livros de Direitos humanos](#)

[Baixar livros de Economia](#)

[Baixar livros de Economia Doméstica](#)

[Baixar livros de Educação](#)

[Baixar livros de Educação - Trânsito](#)

[Baixar livros de Educação Física](#)

[Baixar livros de Engenharia Aeroespacial](#)

[Baixar livros de Farmácia](#)

[Baixar livros de Filosofia](#)

[Baixar livros de Física](#)

[Baixar livros de Geociências](#)

[Baixar livros de Geografia](#)

[Baixar livros de História](#)

[Baixar livros de Línguas](#)

[Baixar livros de Literatura](#)
[Baixar livros de Literatura de Cordel](#)
[Baixar livros de Literatura Infantil](#)
[Baixar livros de Matemática](#)
[Baixar livros de Medicina](#)
[Baixar livros de Medicina Veterinária](#)
[Baixar livros de Meio Ambiente](#)
[Baixar livros de Meteorologia](#)
[Baixar Monografias e TCC](#)
[Baixar livros Multidisciplinar](#)
[Baixar livros de Música](#)
[Baixar livros de Psicologia](#)
[Baixar livros de Química](#)
[Baixar livros de Saúde Coletiva](#)
[Baixar livros de Serviço Social](#)
[Baixar livros de Sociologia](#)
[Baixar livros de Teologia](#)
[Baixar livros de Trabalho](#)
[Baixar livros de Turismo](#)