

ARTHUR PAES NORRGEN

**AVALIAÇÃO FINANCEIRA DE INVESTIMENTOS EM OFERTAS
PÚBLICAS INICIAIS**

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para a obtenção de Diploma
de Engenheiro de Produção.

São Paulo
2007

ARTHUR PAES NORRGEN

**AVALIAÇÃO FINANCEIRA DE INVESTIMENTOS EM OFERTAS
PÚBLICAS INICIAIS**

Trabalho de Formatura apresentado à
Escola Politécnica da Universidade de
São Paulo para a obtenção de Diploma
de Engenheiro de Produção.

Professor Orientador: João Eduardo de
Morais Pinto Furtado

São Paulo

2007

FICHA CATALOGRÁFICA

Norgren, Arthur Paes

Avaliação financeira de investimentos em ofertas públicas iniciais / A. P. Norgren. -- São Paulo, 2006
126 p.

Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo

**1.Finanças corporativas 2.Avaliação de Investimentos
3.Ativos de renda variável 4.Ofertas públicas iniciais
I.Universidade de São Paulo. Escola Politécnica. Departamento de Engenharia de produção II.t.**

À minha família,
À minha namorada,
E aos meus amigos e colegas de trabalho,
Pelo apoio e carinho ao longo de todos esses anos.

AGRADECIMENTOS

Ao meus pais Lars e Betania, pelo incentivo, carinho e extrema dedicação, e que ao longo de todos estes anos contribuíram enormemente para a minha formação.

Ao meu irmão David, pelos conselhos valiosos, pela opinião sincera e pela disposição de estar ao meu lado me ajudando a melhorar o presente trabalho e mais outros tantos.

Ao meu orientador, professor João Furtado, pela orientação, pelo apoio, pelas críticas e pela dedicação, sem os quais a realização deste trabalho não seria possível.

Aos meus colegas de trabalho, pela orientação no que tange a compreensão das ferramentas de modelagem financeira aqui utilizadas.

Aos funcionários e professores da Escola Politécnica, que contribuiram muito para a minha formação acadêmica e pessoal.

A todos que contribuiram direta ou indiretamente para a execução deste trabalho.

RESUMO

No ano de 2006, um volume extraordinário de processos de abertura de capital de empresas privadas ocorreu no Brasil. Segundo estimativas de analistas do setor, este movimento representa uma tendência de acentuação do crescimento de ofertas públicas iniciais, que é até o presente momento confirmada pelos números de ofertas já realizadas este ano e em análise pela Comissão de Valores Mobiliários.

O objetivo do presente trabalho é definir uma abordagem eficiente para a avaliação financeira de investimentos nos papéis emitidos por estas empresas, levando em consideração os recursos e informações disponíveis antes da realização das ofertas públicas decorrentes do processo de abertura de capital. Para tanto, foi adotado um enfoque fundamentalista de avaliação de empresas e de ativos financeiros.

Como resultados, se apresenta uma sugestão de metodologia para avaliar a viabilidade de investimentos em ofertas públicas iniciais e são discutidas algumas peculiaridades deste tipo de análise, quando comparada à análise de investimentos em ações ou recibos de ações de empresas que já possuem o capital aberto.

Palavras-chave: Finanças corporativas. Avaliação de investimentos. Ativos de renda variável. Ofertas públicas iniciais.

ABSTRACT

In the year 2006, an extraordinary volume of initial public offerings of privately held companies has occurred in Brazil. According to financial analysts, this fact indicates an upward trend of growth in the number of offers, which is confirmed up to this moment by the quantity of IPOs submitted and under analysis by the Brazilian regulating agency, CVM.

The main goal of this paper is to provide an efficient approach to the valuation of investments in IPOs, taking into account the resources and information available before the realization of the offerings. As a mean to reach this objective, a fundamentalist approach was followed. The results of this work were the proposal of a methodology to evaluate the feasibility of investments in IPOs and a discussion on some of the aspects that make this valuation different from the valuation of stocks of public companies.

Keywords: Corporate finance. Investment valuation. Variable Income assets. Initial public offers.

SUMÁRIO

INTRODUÇÃO	16
RELAÇÃO ENTRE ENGENHARIA DE PRODUÇÃO E O TRABALHO DE FORMATURA	20
IMPORTÂNCIA DO ESTÁGIO PARA O TRABALHO DE FORMATURA	21
REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS	22
AVALIAÇÃO QUALITATIVA	23
<i>Introdução</i>	23
<i>Avaliação da Atratividade da Indústria</i>	24
As cinco forças competitivas de Porter	24
<i>Avaliação da Estratégia Competitiva da Empresa</i>	28
Definição de estratégia competitiva	28
Formulação e adequação da estratégia competitiva	30
<i>Uma Abordagem Diferente</i>	32
AVALIAÇÃO QUANTITATIVA	36
<i>Introdução</i>	36
Parâmetros a serem definidos antes da avaliação.....	37
Condições gerais da empresa avaliada	39
<i>Conhecimentos Teóricos Básicos.....</i>	40
Demonstrativos financeiros.....	40
Matemática financeira	46
<i>Métodos de Avaliação</i>	48
Abordagens por lucros gerados	49
Abordagens por comparação de mercado	58
Abordagens baseadas na avaliação dos ativos da companhia	62
PARTICULARIDADES DA AVALIAÇÃO DE EMPRESAS EM ESTÁGIO INCIPIENTE DE CRESCIMENTO	64
<i>Introdução</i>	64
<i>Diferenças Operacionais.....</i>	68
<i>Diferenças Relativas às Transações</i>	71
<i>Diferenças Relativas às Dinâmicas dos Mercados</i>	73
APLICAÇÃO PRÁTICA DO CONTEÚDO APRESENTADO	77
DEFINIÇÃO DO OBJETO DE ESTUDO	78
<i>A Oferta</i>	79
O SETOR: EDUCAÇÃO SUPERIOR	82
<i>A Regulamentação.....</i>	83
<i>Comparação com Outros Países.....</i>	85
<i>A Importância das Instituições Privadas</i>	87
<i>As Cinco Forças Competitivas de Porter.....</i>	90
Baixas barreiras à entrada de novos competidores.....	90
Baixo poder de barganha dos fornecedores.....	90
Moderado poder de barganha dos compradores.....	91
Alta competitividade	91
Baixa ameaça de substitutos.....	92
A EMPRESA: ANHANGUERA EDUCACIONAL S.A	93
<i>Histórico</i>	94
<i>A Empresa Hoje</i>	95

<i>Estratégias da Empresa</i>	96
<i>Definição da Estratégia Competitiva</i>	99
<i>Formulação e Adequação da Estratégia Competitiva</i>	100
Pontos fortes	100
Pontos fracos	101
Valores dos implementadores da estratégia	101
Oportunidades	101
Ameaças	102
Expectativas da sociedade	102
AVALIAÇÃO FINANCEIRA DA EMPRESA	103
<i>Análise por Desconto de Lucros Econômicos</i>	104
As premissas.....	104
O modelo de avaliação	115
<i>Análise por Múltiplos de Mercado</i>	117
Definição dos múltiplos comparados	117
Escolha do <i>Peer Group</i>	119
Comparação de múltiplos.....	120
DISCUSSÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS	122
DISCUSSÃO DOS RESULTADOS OBTIDOS	123
PARTICULARIDADES DA AVALIAÇÃO DE OFERTAS PÚBLICAS INICIAIS.....	125
CONSIDERAÇÕES FINAIS	126
ANEXO I – DEMONSTRATIVOS FINANCEIROS DA ANHANGUERA	127
BIBLIOGRAFIA	129

LISTA DE ILUSTRAÇÕES

Ilustração 1 – Número de IPOs na Bovespa.....	17
Ilustração 2 – Desempenho do Índice Bovespa desde 2004	17
Ilustração 3 - As forças competitivas de Porter.....	25
Ilustração 4 - Matriz da estratégia competitiva	28
Ilustração 5 - Formação da estratégia competitiva.....	30
Ilustração 6 - Balanço patrimonial	42
Ilustração 7 - Demonstrativo de fluxos de caixa do exercício	43
Ilustração 8 - Demonstrativo de resultados do exercício	44
Ilustração 9 - Cálculo do fluxo de caixa livre	50
Ilustração 10 - Ciclo de vida de uma determinada indústria	64
Ilustração 11 - Impacto de diferentes premissas na avaliação de uma empresa em estágio incipiente de crescimento	66
Ilustração 12 - Descasamento entre oferta e demanda	67
Ilustração 13 - Número de alunos matriculados e taxa de matrícula por país.....	85
Ilustração 14 - Taxas de matrícula de países latinoamericanos.....	86
Ilustração 15 - Evolução da participação do setor público e privado no ensino superior no Brasil	89
Ilustração 16 - Cidades onde a Anhanguera possuía unidades na data da oferta	94
Ilustração 17 - Evolução do número de alunos matriculados e de unidades	95
Ilustração 18 – Estimativa de margem EBITDA	110
Ilustração 19 – Cálculo do custo de capital	114
Ilustração 20 - Avaliação das fontes de valor da companhia (em mil reais).....	116

LISTA DE TABELAS

Tabela 1 - Diferenças operacionais entre empresas em diferentes estágios de crescimento....	69
Tabela 2 - Diferenças entre transações entre empresas em diferentes estágios de crescimento	72
Tabela 3 - Diferenças relativas à dinâmica dos mercados entre empresas em diferentes estágios de crescimento (continua)	74
Tabela 4 - Diferenças relativas à dinâmica dos mercados entre empresas em diferentes estágios de crescimento (conclusão)	75
Tabela 5 - Composição do capital social da companhia antes e após a oferta	80
Tabela 6 - Destinação dos recursos da oferta.....	81
Tabela 7 - Cronograma da oferta.....	81
Tabela 8 - Cursos oferecidos pela Anhanguera.....	96
Tabela 9 - Mensalidades das maiores concorrentes da Anhanguera	97
Tabela 10 - Notas do Provão e do ENAD das maiores concorrentes da Anhanguera	98
Tabela 11 - Índices de desistência e taxas de maturidade	106
Tabela 12 - Estimativa da evolução do número de alunos e de capacidade.....	106
Tabela 13 - Margem EBITDA dos concorrentes globais da Anhanguera.....	107
Tabela 14 – Taxas anuais médias de depreciação e amortização	110
Tabela 15 - Estimativas de depreciação e amortização (em mil reais)	111
Tabela 16 - Estimativas de contas a receber (em mil reais)	112
Tabela 17 - Estimativas de estoques (em mil reais)	112
Tabela 18 - Estimativas de contas a pagar (em mil reais)	113
Tabela 19 - Estimativas de capital de giro e sua variação (em mil reais)	113
Tabela 20 - Modelo de avaliação e estimação dos lucros líquidos (em mil reais)	115
Tabela 21 - Estimação dos fluxos de caixa líquidos (em mil reais)	116
Tabela 22 - Análise de sensibilidade do preço por <i>unit</i> (em reais)	116
Tabela 23 - Análise de sensibilidade do valor da empresa (em mil reais)	116
Tabela 24 - Comparação de múltiplos com as empresas que atuam no setor de educação....	120
Tabela 25 - Comparação de múltiplos com as empresas de países em desenvolvimento que atuam no setor de educação.....	121
Tabela 26 - Comparação de múltiplos com empresas brasileiras do setor de varejo.....	121
Tabela 27 - Múltiplos selecionados.....	124

Tabela 28 – Valorização dos papéis de empresas listadas na BOVESPA em 2007	126
Tabela 29 - Demonstrativos de Exercícios dos Resultados de 2004, 2005 e 2006	127
Tabela 30 – Balanço Patrimonial de 2004, 2005 e 2006.....	128

LISTA DE EQUAÇÕES

Equação 1 - Identidade contábil	41
Equação 2 - Valor futuro e presente de um fluxo de caixa	46
Equação 3 - Valor presente de uma série de fluxos de caixa	46
Equação 4 - Limite de somatória I	47
Equação 5 - Limite de somatória II	47
Equação 6 - Composição do custo de capital de uma empresa	52
Equação 7 - Custo de capital médio ponderado	53
Equação 8 - Custo da dívida antes de impostos	53
Equação 9 - Valor da empresa pelo método de desconto dos lucros econômicos	54
Equação 10 - Valor da empresa pelo método de capitalização com fluxos constantes.....	55
Equação 11 - Valor da empresa pelo método de capitalização com fluxos com crescimento constante	55
Equação 12 - Taxa de crescimento dos fluxos de caixa	56
Equação 13 - Cálculo da taxa de reinvestimento dos lucros	56
Equação 14 - Modelo Dupont para a obtenção do ROE	57
Equação 15 – Cálculo do Giro	111

LISTA DE ABREVIATURAS E SIGLAS

ADRs	<i>American Depository Receipts</i>
AESA	Anhanguera Educacional S.A.
APT	<i>Arbitrage Pricing Theory</i>
BACEN	Banco Central do Brasil
BNDES	Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social
BOVESPA	Bolsa de Valores de São Paulo
CAPEX	<i>Capital Expenditures</i>
CAPM	<i>Capital Asset pricing Model</i>
CNE	Conselho Nacional de Educação
COFINS	Contribuição Financeira Social
CPI	<i>Consumer Price Index</i>
CVM	Comissão de Valores Mobiliários
DRE	Demonstrativo de Resultado do Exercício
EBIT	<i>Earnings Before Interest and Taxes</i>
EBITDA	<i>Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization</i>
EV	<i>Enterprise Value</i>
FCFE	<i>Future Cash Flow to Earnings</i>
FEA	Faculdade de Economia e Administração
FIES	Programa de Financiamento ao Estudo Superior
GAAP	<i>Generally Accepted Accounting Principles</i>
GDRs	<i>Global Depository Receipts</i>
IBGE	Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística
IBOVESPA	Índice Bovespa
INEP	Instituto Nacional de Pesquisas sdflkdsdfgs
IPCA	Índice de Preços ao Consumidor Amplo
IPO	<i>Initial Public Offer</i>
LLC	<i>Limited Liability Company</i>
MEC	Ministério da Educação e Cultura
NYSE	<i>New York Stock Exchange</i>
PIS	Programa de Integração Social
PROUNI	Programa Universidade para Todos
ROE	<i>Return On Equity</i>
RR	<i>Retention Rate</i>

SA	Sociedade Anônima
SINAES	Sistema Nacional de Avaliação do Ensino Superior
SWOT	<i>Strengths, Weaknesses, Opportunities and Threats</i>
UNESCO	United Nations
USP	Universidade de São Paulo
WACC	<i>Weighted Average Cost of Capital</i>
WC	<i>Working Capital</i>

Introdução

Antes de se introduzir o presente trabalho, é de grande importância definir o que é uma oferta pública inicial. Uma empresa pode financiar suas atividades e investimentos essencialmente de três formas: a partir dos fluxos de caixa gerados pelas suas operações, através da aquisição de dívida e através de aumento de patrimônio líquido. A abertura de capital é um mecanismo segundo o qual uma empresa de capital fechado passa a se valer de um mercado organizado para transacionar suas ações ou recibos de ações publicamente, onde praticamente qualquer investidor, seja ele individual ou institucional, é elegível para comprar estas ações ou recibos.

Para realizar a abertura de capital, uma empresa geralmente contrata um banco de investimentos que a auxilia a preparar toda a documentação necessária para a oferta pública inicial (IPO, do inglês *Initial Public Offer*) que deve ser encaminhada à Comissão de Valores Mobiliários (CVM), órgão governamental responsável pela regulamentação do mercado de capitais brasileiro. Além disso, o banco de investimentos auxilia a empresa a vender os papéis da companhia, através da apresentação da empresa ao mercado, da divulgação de relatórios sobre a empresa e da atuação direta no mercado, visando garantir a liquidez dos papéis oferecidos através de compras e vendas por um período após a oferta.

O tema do presente trabalho, a avaliação financeira de investimentos em IPOs e, mais especificamente, as ofertas *per se*, tem crescente destaque na mídia voltada para a área financeira e nas discussões acerca do mercado de capitais no Brasil. Isto se dá, em grande parte, devido ao crescente número de ofertas realizadas nos últimos anos. O quadro abaixo, elaborado com dados obtidos no *site* da CVM, ilustra este fato.

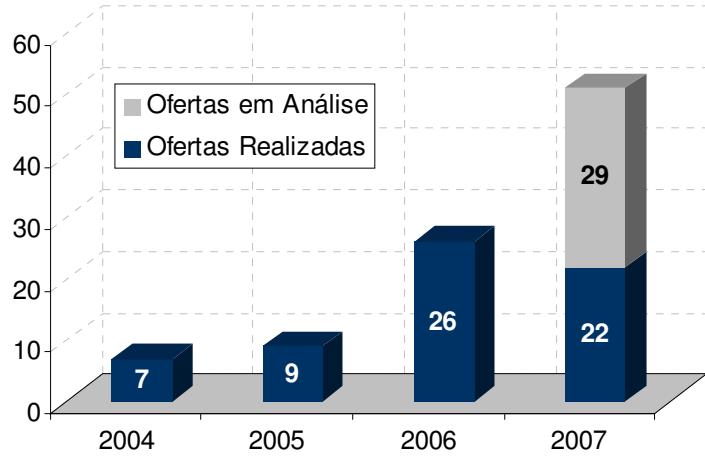


Ilustração 1 – Número de IPOs na Bovespa
Fonte: CVM

Comenta-se no mercado que o número de ofertas deste ano deve facilmente passar de cinqüenta.

Alguns fatores contribuíram para o aumento do número de ofertas que vem acontecendo ano a ano. Entre eles se destacam o bom momento da economia mundial, a maior atratividade do mercado de capitais brasileiro, o aumento da conscientização da população sobre o investimento em ações e uma certa euforia que vem ocorrendo nos últimos meses em torno do mercado de capitais brasileiro. Como consequência destes fatores, aumentam os investimentos no mercado de capitais da BOVESPA. O índice BOVESPA vem sucessivamente apresentando alta valorização e quebrando recordes históricos, conforme gráfico abaixo.

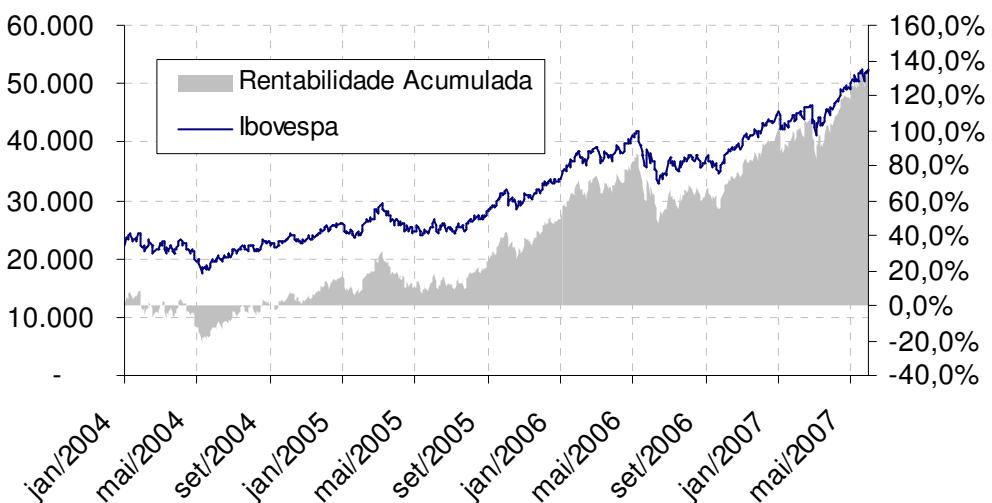


Ilustração 2 – Desempenho do Índice Bovespa desde 2004
Fonte : Bovespa

Com este aumento de visibilidade do mercado, diversas empresas, diretores e sócios de empresas e bancos de investimento acreditam que a realização de uma oferta pública inicial no atual bom momento da bolsa de ações brasileira reflete uma possibilidade de captar recursos a bons preços no mercado. Somente para ilustrar este conceito, segundo reportagem publicada no jornal valor econômico em maio deste ano, enquanto as ações da Natura foram vendidas pelo equivalente a 7,8 vezes a sua projeção de caixa operacional em 2004, no ano passado os papéis da Gafisa foram colocados por 19,2 vezes este múltiplo. Embora estas empresas atuem em áreas diferentes, este caso não é único, e claramente houve uma grande mudança da dimensão de valor das operações realizadas. Outro fato interessante de ser levantado aqui é que recentemente, até fundos de investimentos estão realizando ofertas públicas, como é o caso do GP Participações e do Tarpon Investments, que realizaram ofertas recentemente, e do Claritas, que enviou o pedido de entrada à CVM.

Entretanto, é importante ressaltar que, na medida que se multiplica o número de ofertas, se multiplica também o número de ofertas supervalorizadas, ou simplesmente caras para o investidor. O investidor precisa perceber que colocar dinheiro em um IPO, como muitos fazem, especialmente pessoas físicas, não é garantia de retornos financeiros, seja no curto, médio ou no longo prazo. É necessário que se realize uma avaliação profunda do investimento a ser feito, levando em consideração as características tanto da empresa quanto da oferta realizada.

O objetivo deste trabalho é desenvolver uma metodologia para avaliar se os investimentos nos ativos oferecidos pelas empresas em seus IPOs apresentam potencial de lucro, especialmente no longo prazo, e decidir pela sua realização ou não-realização. É importante ressaltar neste ponto que existe uma grande quantidade de material disponível acerca da avaliação fundamentalista (baseada nos fundamentos das companhias, e não em características como histórico de preços dos seus papéis, por exemplo) de empresas para investimento em ativos financeiros de renda variável, publicada tanto no Brasil como no exterior. Entretanto, quando se considera a avaliação de investimento em ofertas públicas iniciais, algumas particularidades devem ser notadas, como por exemplo, as consequências da limitação de dados disponíveis e da impossibilidade de comunicação com a empresa após a submissão do pedido de abertura de capital à CVM (o chamado período de silêncio). No presente texto, busca-se dar enfoque também a estes aspectos, que geralmente são deixados de lado quando realizada a análise de investimentos em ações.

A avaliação eficaz de investimentos em ofertas públicas iniciais é de grande importância para todos os *stakeholders* envolvidos na transação. É importante para os investidores, dado que permite o investimento consciente e o melhor conhecimento da empresa e das características dos papéis sob análise. A avaliação é importante para as empresas, porque permite a elas, se bem avaliadas, obter os recursos desejados.

Finalmente, a avaliação eficiente de ofertas públicas iniciais é importante para o mercado de capitais, porque permite que as iniciativas que possuem valor sejam financiadas e incentiva o desenvolvimento do mercado. O país e a sociedade, por conseguinte, são beneficiados por este movimento, que fomenta o crescimento da economia e da distribuição de capital produtivo no Brasil, acarretando na geração de novos empregos e tecnologias.

Para a realização do presente trabalho, será elaborada a revisão bibliográfica de diversas fontes renomadas e de opiniões diferentes acerca da avaliação de empresas, tanto com enfoque qualitativo como com enfoque quantitativo. Todas as análises apresentadas aqui possuem orientação fundamentalista e são orientadas para o longo prazo, não buscando fórmulas ou soluções “mágicas” para decidir como um investimento deve ser realizado. Em seguida, será desenvolvido e realizado um estudo de caso composto pela avaliação detalhada de uma empresa que está realizando a abertura de capital durante o período de elaboração deste trabalho. Durante a realização do presente trabalho, serão levados em conta os aspectos que podem diferenciar esta análise por se tratar da avaliação de uma oferta pública inicial.

Relação entre Engenharia de Produção e o Trabalho de Formatura

A aplicação de um método de avaliação eficaz de empresas que desejam abrir seu capital exige do avaliador conhecimento e compreensão do processo produtivo e grande capacidade analítica e viabiliza o investimento consciente. Em virtude da grande complexidade e das necessidades específicas geradas por tal processo de avaliação, é extremamente perceptível a ampla relação que o tema abordado tem com o curso de Engenharia de Produção, com diversas das matérias do departamento de Engenharia de Produção e com a profissão do Engenheiro de Produção.

O curso de Engenharia de Produção da Escola Politécnica da Universidade de São Paulo visa formar profissionais com múltiplas capacidades e conhecimentos acerca dos processos e métodos de produção e distribuição de bens e serviços, de forma que este possua uma visão holística do ciclo produtivo. Cabe a este profissional compreender como, porque e para quem bens e serviços são produzidos. Além disso, o curso ainda possibilita ao estudante desenvolver seu raciocínio analítico e estratégias para solucionar problemas, independentes de quais sejam estes problemas. Em função disto, os profissionais formados pela escola são, em geral, muito bem aceitos nas áreas financeira e de consultoria, inclusive desenvolvendo e realizando análises de empresas.

Durante o curso, diversas das disciplinas ministradas que compõem o instrumental do Engenheiro de Produção possuem relação com o tema deste trabalho. Ao invés de citá-las uma a uma, é preferível citar alguns dos conceitos aprendidos no curso que possuem importância para o desenvolvimento deste trabalho, é possível destacar: os conhecimentos de contabilidade, matemática financeira, economia, avaliação estratégica de empresas, avaliação de projetos, estatística, entre outros, conforme ficará claro no decorrer deste trabalho.

Importância do Estágio para o Trabalho de Formatura

Atualmente o autor realiza estágio em um *Hedge Fund*, um fundo de investimentos que capta recursos fora do Brasil (*OffShore*) mas realiza seus investimentos majoritariamente em ações de empresas brasileiras listadas na bolsa de valores do estado de São Paulo (BOVESPA) ou recibos de ações de empresas brasileiras listados na bolsa de ações de Nova Iorque (NYSE), as ADRs (do inglês *American Depository Receipts*).

O fundo segue uma estratégia *long and short* fundamentalista, o que significa que ele pode se valer tanto da compra de ativos que considera ter um valor intrínseco estimado acima do valor estipulado pelo mercado quanto da venda de ativos que considera ter valor intrínseco estimado abaixo do estipulado pelo mercado. Em outras palavras, o fundo aproveita discrepâncias entre o valor de mercado e intrínseco estimado dos ativos para tentar realizar ganhos financeiros.

A equipe do fundo é, na data da entrega deste trabalho, composta por sete pessoas, sendo elas: o gestor do portfolio do fundo, responsável pela alocação dos ativos investidos e pelas estratégias adotadas pelo fundo; dois *traders*, responsáveis por emitir as ordens de compra e venda de ativos do fundo; um analista de *middle* e *back office*, responsável pelas rotinas do fundo, como cálculo de cotas, batimento da carteira do fundo e das transações realizadas com as corretoras e entidades de custódia, entre outros; e três analistas de *research*, responsáveis pela análise de empresas e detecção de oportunidades de investimento.

O estágio é realizado na área de *research*, sendo a análise e avaliação de empresas e de seus papéis negociados em bolsa a atividade essencial desenvolvida. O tema do trabalho de formatura é diretamente relacionado a este estágio, dado que os IPOs representam significativas oportunidades de investimento no mercado de ações brasileiro, conforme conteúdo apresentado anteriormente. O estudo e a prática de uma metodologia para avaliar oportunidades de investimento em IPOs é de grande valor para o fundo e para o autor, devendo representar um aumento da qualidade na análise de tais oportunidades.

O fundo gentilmente concedeu o uso de sua estrutura e de fontes de dados, como Bloomberg e Economática, para que este trabalho fosse realizado de maneira apropriada.

Referências Bibliográficas

Este capítulo contém o instrumental teórico necessário para a avaliação financeira investimentos em IPOs. Apesar do tema do presente trabalho ser voltado para a área financeira, também são apresentados aqui instrumentos para a avaliação qualitativa da empresa, dado que a realização desta análise é de vital importância para a compreensão da empresa em estudo e, por conseguinte, para a avaliação financeira, que, conforme será explicado posteriormente, depende de uma série de premissas e suposições que devem ser bem fundamentadas.

O capítulo é dividido em três partes: avaliação qualitativa, contendo a descrição de ferramentas e métodos que auxiliam a avaliação qualitativa de empresas; avaliação qualitativa, contendo a descrição de ferramentas e métodos utilizados na avaliação financeira de empresas; e particularidades da avaliação de empresas em estágio incipiente de crescimento, parte que contém algumas das peculiaridades que devem ser observadas quando se avalia empresas no início do seu ciclo de vida, cenário comum quando se avalia IPOs.

Avaliação Qualitativa

Introdução

Quando se considera a avaliação qualitativa das empresas, além do uso do conceito a ser apresentado posteriormente de ciclo de vida da indústria e de suas peculiaridades, são disponíveis diversas técnicas bem aceitas por profissionais da área financeira que, além de serem de relativa fácil aplicação e compreensão, auxiliam o analista no entendimento do setor e da empresa sob avaliação. O objetivo deste item é apresentar uma abordagem metodológica utilizando algumas destas ferramentas. O resultado esperado da adoção desta abordagem é, como mencionado anteriormente, atingir um maior grau de conhecimento da empresa avaliada e do setor em que ela atua, sendo assim mais precisa a estimativa de parâmetros como receitas, taxas de desconto e outras variáveis de suma importância para o processo de avaliação financeira.

Em síntese, a abordagem para a avaliação qualitativa de empresas aqui apresentada pode ser dividida em duas partes: a avaliação da atratividade da indústria na qual a empresa se encontra e a avaliação da estratégia competitiva adotada por essa empresa. Esta abordagem, partindo de aspectos mais gerais em direção a aspectos mais específicos, permite ao avaliador compreender melhor o funcionamento do negócio antes de julgar se as políticas e atitudes tomadas pela empresa estão na direção correta.

É importante ressaltar que metodologia apresentada acima é fundamentada majoritariamente na metodologia apresentada por Michael Porter em suas publicações. Com o objetivo de não expor apenas as idéias do autor e, por conseguinte, de diminuir a parcialidade na adoção do conteúdo teórico, no final deste item foi incluído um tópico com uma abordagem crítica sobre este tipo de avaliação de setores e da estratégia competitiva de empresas.

É importante ressaltar que o conhecimento e a compreensão de aspectos macroeconômicos referentes ao mercado ou mercados no qual a empresa atua são de suma importância para as análises qualitativa e quantitativa. Não cabe ao escopo deste texto, porém, apresentar um resumo teórico sobre macroeconomia, dado que muitos dos aspectos relevantes à análise proposta são intuitivos e não dependem de modelos teóricos. No decorrer aplicação prática do conteúdo aqui apresentado, quando houver necessidade, ressalvas e explicações serão feitas.

Avaliação da Atratividade da Indústria

Esta primeira parte tem por objetivo fornecer ao avaliador ferramentas para facilitar a compreensão e análise da indústria na qual a empresa atua, visando facilitar o entendimento do negócio da empresa e a avaliação das estratégias adotadas pela mesma no ambiente em que está imersa. Para tanto, foi buscado na literatura o consagrado modelo das cinco forças competitivas de Porter, que sistematiza a avaliação de características estruturais de uma empresa e que será explicado a seguir:

As cinco forças competitivas de Porter

Segundo Porter (1998), a atratividade e o potencial de lucro de empresas atuantes em uma indústria específica são determinados no longo prazo através da interação das seguintes cinco forças: barreiras à entrada de novos competidores, ameaça de produtos ou serviços substitutos, poder de barganha dos fornecedores, poder de barganha dos compradores e rivalidade existente entre os competidores na indústria.

O autor defende que quanto maior a presença destas forças, menor será o potencial de lucro da indústria ao longo do tempo, sendo que na hipótese das forças estarem presentes em seus extremos, a tendência é de que a indústria seja levada a uma situação de mercado prefeito, onde não há, no longo prazo, oportunidade de lucro econômico.

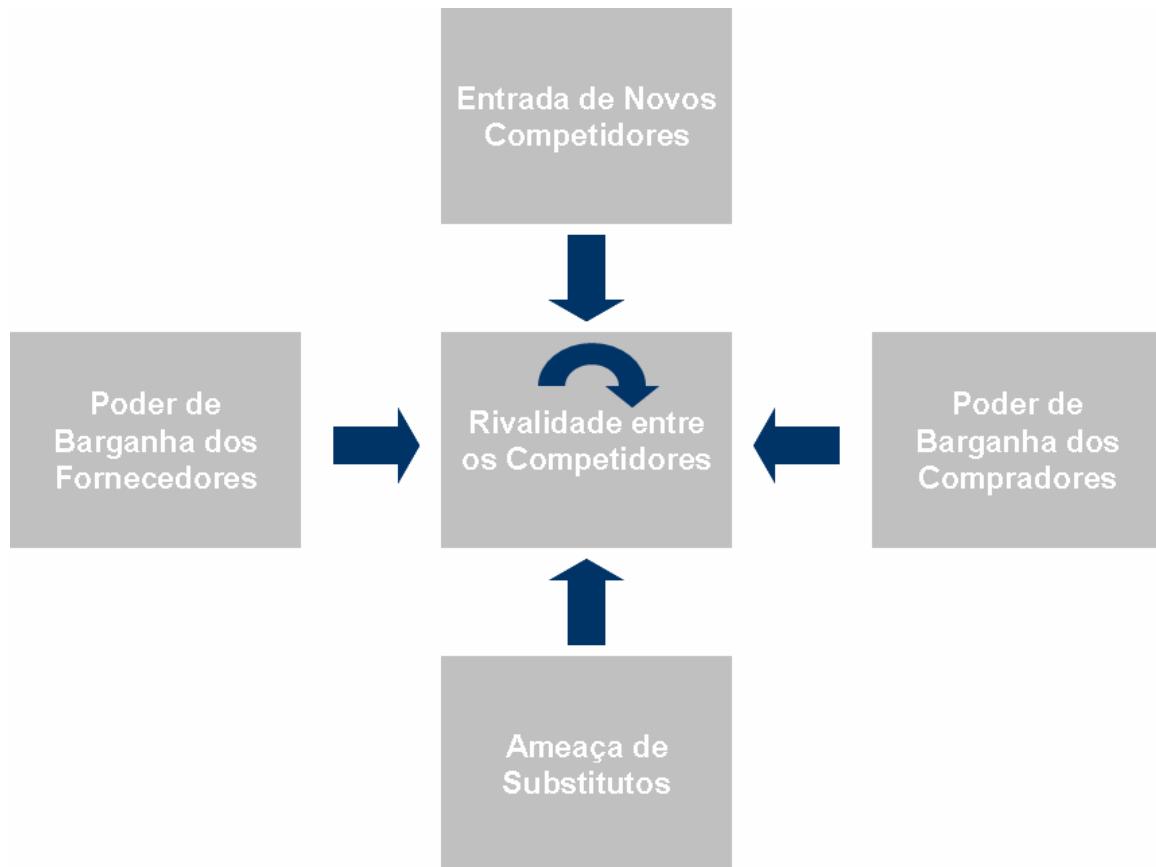


Ilustração 3 - As forças competitivas de Porter

Fonte : Porter (1998)

Abaixo, segue uma breve discussão acerca de cada uma das forças e de fatores que intensificam (ou podem atenuar, se ocorrerem no sentido oposto) sua presença e, portanto, devem ser analisados:

Barreiras à entrada de novos competidores: esta força representa a facilidade com que novos competidores podem entrar na indústria sob análise, aumentando a competitividade e minando o potencial de lucro da indústria no longo prazo. Alguns fatores que intensificam esta força ou, em outras palavras, diminuem as barreiras à entrada de novos competidores são:

- a ausência ou baixa presença de economias de escala na indústria,
- a baixa diferenciação dos produtos comercializados na indústria,
- o baixo grau de rejeição a novos competidores por parte dos *players* já atuantes,
- a baixa identificação do consumidor com as marcas atuantes indústria,
- as baixas necessidades de capital para se estabelecer na indústria,
- a facilidade de acesso aos canais de distribuição e

- as políticas governamentais favoráveis à entrada de novos competidores (como, por exemplo, benefícios fiscais).

Ameaça de produtos ou serviços substitutos: esta força representa o perigo potencial que outros produtos ou serviços semelhantes que supram as mesmas necessidades do consumidor saciadas pelos produtos ou serviços fornecidos pela indústria em análise oferecem à lucratividade de longo prazo desta indústria. Alguns fatores que intensificam a ameaça apresentada por produtos ou serviços substitutos são:

- a performance relativa ao preço destes produtos substitutos,
- a inclinação dos compradores a aceitar produtos substitutos e
- os custos associados à mudança para um produto substituto.

Poder de barganha dos fornecedores: esta força representa o potencial dos fornecedores de capturar valor nas transações realizadas. Alguns fatores que intensificam a força relativa dos fornecedores de uma indústria são:

- a alta diferenciação dos produtos fornecidos,
- a ausência de insumos substitutos,
- a grande concentração ou tamanho dos fornecedores,
- o alto grau de importância de vendas em grandes volumes para o fornecedor e
- as ameaças de integração vertical na cadeia de suprimento.

Poder de barganha dos compradores: esta força representa o potencial dos compradores ou clientes de capturar valor nas transações realizadas. Alguns fatores que intensificam a força relativa dos clientes de uma indústria são:

- a alavancagem do poder de barganha através de concentração de compradores ou de volume,
- a alta presença de produtos substitutos (em geral decorrentes da baixa diferenciação do produto, pouca identificação com a marca, entre outros) e
- a alta sensibilidade a preços dos compradores.

Rivalidade existente entre competidores da indústria: esta força representa a ameaça ao potencial de lucro advinda da alta competitividade entre os *players* atuantes em uma indústria. Alguns fatores que intensificam esta competição são:

- a colocação da indústria em um estágio favorável de crescimento,
- a baixa diferenciação do produto ou serviço oferecido,
- a baixa importância da marca para o consumidor,
- as baixas barreiras para a entrada e saída da indústria,
- os altos custos fixos e
- a baixa necessidade de investimentos em capital e conhecimento para atuar na indústria.

Através da simples comparação entre os fatores mencionados é possível perceber o alto grau de integração entre as forças e perceber que a análise das mesmas deve ser feita da forma mais integrada o possível, o que tende a facilitar a compreensão do funcionamento da indústria sob análise.

Avaliação da Estratégia Competitiva da Empresa

Esta segunda parte tem por objetivo fornecer ao analista ferramentas para avaliar a estratégia competitiva adotada pela empresa e compreender a sua adequação a situação em que a empresa se encontra. Para tanto, foram buscadas na literatura a definição de estratégia competitiva e fatores que influenciam a determinação desta estratégia por parte da empresa e sua adequação ao ambiente em que a companhia se encontra.

Definição de estratégia competitiva

Segundo Porter (1998), a posição relativa de uma empresa na indústria em que atua é vital para determinar sua lucratividade. A determinação deste posicionamento é feita de acordo com a estratégia competitiva da empresa, que pode ser implícita (não declarada) ou explícita (declarada). Na sua abordagem, o autor defende que as empresas se posicionam em sua indústria de acordo com duas dimensões: uma é representada pelo *trade-off* entre a busca pela liderança através de menores custos ou diferenciação dos produtos e a outra é representada pela abrangência do mercado em que atuam ou pretendem atuar. De acordo com o autor, a estratégia competitiva de qualquer empresa pode ser enquadrada na matriz abaixo:

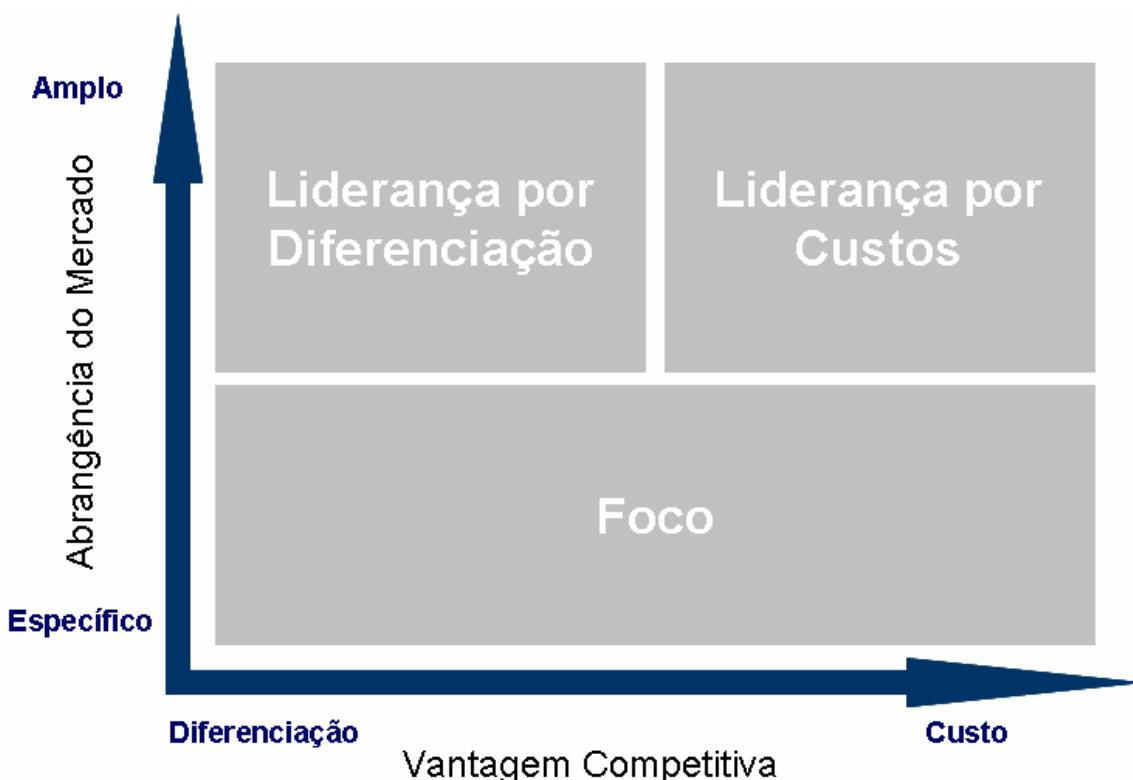


Ilustração 4 - Matriz da estratégia competitiva
Fonte : Porter (1998)

Abaixo, segue uma breve descrição de cada um destes quadrantes:

Liderança por custos: a meta de uma empresa que pretende ser líder por custos é ser o produtor de menores custos na indústria em que atua. Segundo Porter (1998), o líder por custos tem como meta realizar custos operacionais baixos em todos os segmentos que atua. Se a empresa for bem sucedida neste objetivo, ela pode cobrar preços iguais aos cobrados pelo mercado para seus produtos e serviços ou preços até menores do que a média e ainda assim ter um desempenho econômico superior quando comparada a seus concorrentes. Vale ressaltar que para que a empresa obtenha sucesso nesta estratégia, o consumidor do produto ou serviço oferecido deve aceitar este bem como semelhante aos produtos e serviços oferecidos pelos concorrentes. Se várias empresas seguirem esta estratégia em uma indústria, a tendência é que haja baixas margens e grande competição no setor.

Liderança por diferenciação: empresas que buscam ser líderes por diferenciação dos produtos ou serviços oferecidos detectam uma ou mais necessidades do consumidor a serem supridas e se focam em satisfazê-las da forma mais eficaz possível. Se bem sucedido, o produtor pode então cobrar um preço mais elevado pelo produto ou serviço oferecido com exclusividade. Vale ressaltar que a necessidade a ser suprida não depende exclusivamente de atributos do produto por si só, mas pode estar relacionado a outros fatores, como, por exemplo, o método de entrega.

Foco: esta estratégia se traduz em se concentrar em um grupo específico de compradores, segmento da linha de produtos ou mercado geográfico e pode tomar várias formas. O objetivo maior da estratégia de foco é atender uma demanda especial extremamente bem, baseada na idéia de que uma empresa mais focada pode atingir um objetivo particular de forma mais precisa do que empresas que atuam de forma mais generalista. A empresa pode, para determinado mercado especificamente, atingir um grau elevado de diferenciação ou custos e desta forma obter retornos superiores à média da indústria em que se situa.

Porter (1998) ainda defende que empresas que buscam ao mesmo tempo a liderança por custos e por diferenciação geralmente não conseguem uma posição confortável com relação a seus concorrentes dado que se colocam em desvantagem quando comparadas àqueles que têm como meta única reduzir seus custos ou diferenciar seus produtos. Isso porque as empresas que exclusivamente diferenciam seus produtos podem cobrar preços mais altos e as empresas que buscam redução de custos apresentam uma estrutura de custos mais eficiente.

Vale ressaltar que em indústrias onde todos os competidores se posicionam da mesma forma, a estratégia de buscar ambos os tipos de diferenciação pode ser eficaz. Ainda, uma empresa pode seguir diversas estratégias competitivas em suas unidades de negócios diferentes. Por fim, é importante ressaltar que empresas podem ser bem-sucedidas em mudar de estratégia competitiva, considerando que os mercados estão sempre em transição e que em alguns casos evoluções são necessárias.

Formulação e adequação da estratégia competitiva

Segundo Porter (1998), a formulação da estratégia competitiva de uma empresa depende de quatro fatores que determinam os limites do que uma companhia pode atingir com sucesso. Estes fatores podem ser classificados como internos à companhia (Pontos fortes e fracos e Valores dos implementadores da estratégia) ou externos à companhia (Oportunidades e ameaças à industria, expectativas amplas da sociedade). Cabe observar que a análise de dois destes fatores, pontos fortes e fracos e ameaças e oportunidades é popularmente conhecida como análise SWOT (sigla originada do inglês *strengths, weaknesses, opportunities and threats*).



Ilustração 5 - Formação da estratégia competitiva
Fonte : Porter (1998)

Segue abaixo uma breve descrição de cada um destes fatores:

Pontos fortes e fracos: são as qualidades ou defeitos da empresa que refletem o posicionamento da empresa em relação a seus competidores quando considerados os seus ativos e passivos tangíveis e intangíveis e estratégias. Exemplos de pontos fortes são posse de patentes e tecnologias avançadas ou marcas reconhecidas pelo mercado, estrutura de custos eficiente, capital humano altamente qualificado, entre outros. Exemplos de pontos fracos são baixo desempenho operacional, alta necessidade de investimentos, entre outros. Vale lembrar que estes aspectos devem sempre ser avaliados levando em consideração a situação das empresas concorrentes.

Valores dos implementadores da estratégia: refletem os valores pessoais, motivações anseios dos gestores da empresa e de pessoas que tem papel importante na implementação da estratégia competitiva da empresa. Os valores pessoais dos gestores da empresa se refletem nas estratégias adotadas e, portanto, nos pontos fortes e fracos da companhia.

Oportunidades e ameaças à indústria: são reflexos do ambiente competitivo em que a empresa se encontra. A análise deve compreender, além da determinação das potenciais oportunidades e ameaças às atividades da empresa, uma avaliação das reações da empresa a situações passadas, de modo a estimar se a empresa sabe lidar com estes fatores externos.

Expectativas amplas da sociedade: refletem os impactos de aspectos regulatórios, sociais e ambientais a que as atividades da empresa estão sujeitas. O impacto destas expectativas geralmente pode se dar sobre a industria toda, mas em alguns casos pode recair exclusivamente sobre uma ou algumas empresas, especialmente quando os competidores se encontram dispersos geograficamente.

Uma Abordagem Diferente

Prahald e Hamel (1989), apresentam uma abordagem diferente para a avaliação de estratégias de empresas e setor e ao mesmo tempo uma crítica à abordagem apresentada anteriormente. No tempo de sua publicação, as grandes empresas americanas e européias estavam sendo alcançadas por seus competidores orientais, especialmente os japoneses.

Segundo os autores, as abordagens comumente apresentadas por empresas e escolas ocidentais no final da década de oitenta (como as discutidas por Porter) se focavam exclusivamente nos recursos disponíveis para os competidores em uma indústria. As empresas vistas como ameaças eram aquelas que tinham posse destes recursos e podiam afetar o mercado no futuro próximo. Em função destes aspectos, os autores defendem que a análise tradicional da competitividade se assemelha a tirar uma foto de algo em movimento. Sozinha, esta fotografia não apresenta informações valiosas sobre a velocidade ou a direção deste objeto. Utilizando-se apenas das informações que têm em mãos, os gestores que seguem estas abordagens muitas vezes se vêem incapazes de prever movimentos futuros das empresas concorrentes, decorrentes da inovação e motivação de outros competidores.

Além disso, os autores defendem que a estratégia defendida pelas escolas e empresas ocidentais até o momento buscava copiar as vantagens competitivas de empresas líderes não passava de uma maneira gastar recursos para reproduzir características que outras empresas já possuíam e não levava à renovação. Como resultado, muitos gestores que adotam este tipo de estratégia se vêem em um jogo onde nunca conseguem alcançar seu competidor, que está sempre um passo à frente. Muitos gestores, segundo os autores, deveriam se focar em rever seus conceitos de estratégia para reconquistar a competitividade.

As empresas orientais eram guiadas por uma motivação estratégica (*strategic intent*) focada no longo prazo e estável que guiava as atividades destas empresas inovadoras permitindo ao mesmo tempo flexibilidade e improvisação, tornando suas atividades imprevisíveis, especialmente quando analisadas através dos mecanismos ocidentais de avaliação de empresas. Esta motivação estratégica se focava em um tema que exigia comprometimento por parte da empresa inteira e busca uma causa objetiva, como se tornar líder mundial de mercado. A motivação estratégica era constituída por consistência no longo prazo, foco no médio prazo e criatividade e comprometimento no curto prazo.

Segundo os autores, o processo de planejamento estratégico é mais compreendido pela maioria dos gestores do que o processo de motivação estratégica, dado que seus objetivos de curto prazo são mais tangíveis. Em virtude disso, em muitos casos as empresas não agem em antecipação ao que não conseguem prever e seus planos estratégicos refletem mais os problemas do passado do que oportunidades futuras, sendo mudanças de estratégia freqüentes quando se adota esta abordagem. Como resultado, o crescimento destas empresas depende mais da capacidade criativa de indivíduos e de pequenas equipes do que das atitudes dos gestores da companhia.

Em outras palavras, enquanto o planejamento estratégico se foca no aproveitamento dos recursos existentes para desfrutar as oportunidades disponíveis, a motivação estratégica almeja atingir objetivos ambiciosos desenvolvendo novas técnicas e maneiras para ultrapassar os desafios que se apresentam, o que acarreta na criação de vantagens competitivas. Para vencer estes desafios, os gestores devem compartilhar responsabilidades e ganhos com empregados de baixo escalão e se valem do uso da inteligência coletiva da empresa, fundamentada na alta qualificação de seus funcionários, e devem se focar em atingir com urgência metas de curto prazo que estabelecem.

As vantagens competitivas criadas como resultado são aproveitadas pela empresa e raramente são duradouras, uma vez que tendem ser copiadas pela concorrência. A essência do processo é, inclusive, criar as vantagens competitivas antes da concorrência e aproveitá-las antes que os concorrentes começem a copiá-las. Os autores defendem que a vantagem competitiva mais duradoura é a capacidade da empresa melhorar e desenvolver novas habilidades.

No âmbito de atingir esta motivação estratégica, uma empresa muitas vezes se depara com concorrentes maiores e com mais recursos. Por isso, para que seja possível obter sucesso na disputa pela liderança, muitas vezes as regras do jogo corporativo devem ser reinventadas na busca pela inovação. Os autores defendem que quatro abordagens foram tomadas pelas empresas japonesas na sua expansão:

Construir diversas vantagens competitivas: algumas empresas perceberam que sua vantagem competitiva em custos baixos era perecível e dependia de fatores externos e decidiram, portanto, utilizar a posição que já tinham para se alavancar e construir outras vantagens ao longo do tempo, como marcas fortes e reconhecimento pela qualidade dos serviços prestados. Para estas empresas, a escolha entre diferenciação e custos não foi mutuamente exclusiva, conforme a teoria de Porter, mas a adoção de uma estratégia híbrida foi determinante para o sucesso.

Busca por oportunidades inusitadas: outras empresas se valeram do benefício da surpresa para ganhar espaço no mercado global. A exploração de mercados inusitados, representado por um segmento de produtos, uma fatia do mercado ou até um mercado geográfico onde grandes competidores ainda não possuíam atividades. Como resultado, estas empresas puderam construir uma base e uma reputação para, ao longo dos anos, poder competir diretamente com seus maiores concorrentes do passado.

Mudança do ambiente competitivo: a mudança do produto ou serviço oferecido na indústria ou de características do próprio produto resultou para muitas companhias em sucesso em um mercado que foi redefinido. As barreiras à inovação se mostraram em diversos casos menores do que as barreiras à simples imitação do que havia sendo feito. Outra consequência da mudança do mercado foi a maior dificuldade dos grandes concorrentes em retaliar rapidamente contra quem impôs esta mudança. Características que eram vistas como grandes vantagens de grandes corporações, como grandes equipes de vendas, se tornaram inclusive barreiras a esta retaliação.

Criação de alianças com competidores: várias empresas se valeram de acordos com competidores para conhecer melhor seus concorrentes e adquirir conhecimentos acerca de suas virtudes e defeitos para poder competir com eles no futuro.

Enquanto os orientais se focavam nestas premissas para gerir suas empresas, os ocidentais procuravam regras, sistemas e receitas simples para definir as estratégias das empresas que controlavam e para compreender seus concorrentes, o que acarretou numa redução no número de opções que os gestores de empresas estavam dispostos a considerar para suas empresas. Além disso, diversas das estratégias adotadas se focavam em se adequar à estrutura atual da indústria, que não passava de um reflexo das forças do líder desta indústria.

A estratégia de jogar pelas regras do líder obviamente estava fadada ao insucesso. Como resultado de sua abordagem diferente e da disposição dos ocidentais a dançar conforme a música, as empresas orientais, no decorrer de duas décadas, obtiveram expressivos ganhos em participação de mercado.

Em um segundo artigo, Prahalad e Hamel (1990) afirmam que os gestores de uma empresa devem ser valorizados pelas suas capacidades de gerar, cultivar e explorar as competências essências da companhia que tornam o crescimento possível. Estes profissionais devem ter uma visão holística da empresa, e não setorial. As empresas não podem se focar exclusivamente nas suas unidades de negócio, e sim nas suas competências essenciais (core competences), que devem transcender as barreiras destas unidades. As empresas bem

sucedidas, segundo os autores, gerem um portfolio de competências, e não de unidades de negócios.

No curto prazo, a competitividade de uma empresa depende da relação entre preço e performance de seus produtos ou serviços já existentes. No longo prazo, entretanto, a competitividade depende da capacidade da empresa em desenvolver suas competências essenciais de maneira mais eficiente que a concorrência, de modo que oportunidades futuras sejam aproveitadas.

Os autores defendem que as empresas diversificadas bem sucedidas são como árvores: suas competências essenciais são suas raízes, os produtos essenciais são o tronco e os produtos finais desenvolvidos a partir dos essenciais são os frutos e folhas. O controle destas competências essenciais permite às empresas a invenção de novos produtos e até de novos mercados, tendo em vista estas competências e as necessidades dos clientes.

Controlar estas competências é uma tarefa árdua e custosa, que requer comprometimento total da equipe de gestão da empresa. O foco dos gestores deve se voltar para harmonizar e democratizar o uso das competências essenciais dentro da empresa, de modo a incentivar sua aplicação e renovação, dado que as competências não se desgastam com a prática, mas se fortalecem. Os autores defendem que os gestores devem incentivar a cultura de que as competências essenciais são interdepartamentais e que devem servir à empresa como um todo.

O foco exclusivo em unidades de negócio pode levar às empresas a não investir o suficiente no desenvolvimento de competências e produtos ou serviços essenciais, a não compartilhar recursos entre suas unidades de negócios e a limitar a inovação à produtos ou serviços que não possuem características híbridas ou multifuncionais.

Os autores sugerem três testes para determinar as competências estratégicas de uma empresa: verificar se esta competência provê acesso a uma grande variedade de mercados; verificar se esta competência agrega algo ao valor percebido pelo consumidor final do produto ou serviço oferecido; verificar se esta competência não é fácil de ser copiada pela concorrência.

Avaliação Quantitativa

Introdução

Este capítulo tem por objetivo apresentar o instrumental teórico necessário para a aplicação dos métodos mais relevantes de avaliação financeira de empresas encontrados na literatura. Para facilitar a compreensão e eventual consulta ao material apresentado, o capítulo foi dividido nos seguintes itens: esta introdução, que apresenta alguns conceitos e definições importantes para a aplicação dos métodos de avaliação e uma parte descrevendo os métodos de avaliação de acordo com o foco de sua abordagem.

Antes de apresentar os conceitos introdutórios mencionados acima, é necessário definir o que é a avaliação quantitativa. O processo de avaliação quantitativa consiste em atribuir um valor financeiro ao objeto da avaliação. Para tanto, o avaliador deve interpretar diversas informações acerca das propriedades do objeto e do mercado em que este é negociado, se valendo do denso instrumental teórico que existe sobre o assunto. Entretanto, apesar de denso, este instrumental por si só não é suficiente para realizar a avaliação de forma completa, dado que uma série de parâmetros deve ser estimada. Em virtude disso, são necessários bom senso, coerência e alguma experiência por parte do avaliador.

Abaixo, segue a definição de alguns destes parâmetros, aqueles que devem ser determinados antes mesmo da avaliação começar e independente do método de avaliação escolhido.

Parâmetros a serem definidos antes da avaliação

Pratt, Reilly e Schweihs (2002) destacam que dever ser dada especial atenção aos seguintes fatores, a serem definidos antes da realização da avaliação:

Valor

O fato de que o objeto de avaliação pode ter diversos valores pode não ser intuitivo para muitas pessoas. Dependendo do que se deseja medir e da finalidade desta medição, a percepção e o conceito de valor adequados para cada situação particular podem ser diferentes, ainda que se esteja avaliando o mesmo ativo.

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), existem três principais definições de valor que são comumente aceitas por profissionais que atuam na área de avaliação financeira: valor justo de mercado, valor de investimento e valor intrínseco ou fundamental. Segue abaixo uma breve descrição de cada um destes:

Valor justo de mercado: é o valor pelo qual determinado ativo teria a maior probabilidade de ser negociado em um mercado ideal, onde se supõe que tanto os compradores quanto os vendedores tenham considerável acesso à informação e que o bem negociado possua um grau satisfatório de liquidez. Este conceito de valor depende, portanto, fortemente das condições do mercado no momento da avaliação.

Valor de investimento: é o valor que determinado bem tem a cada investidor em particular, levando em conta, portanto, as características dos possíveis compradores. Por exemplo, uma empresa provavelmente terá maior valor de investimento para um potencial comprador com o qual tenha possíveis sinergias, como por exemplo, uma empresa que esteja na mesma cadeia produtiva e que possa desfrutar de economias de escala, do que para um potencial comprador com o qual estas sinergias não existam. Este tipo de valor é o valor buscado em fusões ou aquisições de empresas. O valor de investimento é, inclusive, muitas vezes chamado de valor estratégico.

Valor intrínseco: é o conceito de valor obtido através de uma avaliação analítica exclusivamente das características do objeto de avaliação (como, por exemplo, receita potencial a ser gerada, crescimento potencial, entre outros). Portanto, diferentemente do valor de investimento, o valor intrínseco não depende de sinergias entre o comprador e o objeto da compra. De forma mais clara, é o valor real, potencial, de determinado objeto. Este valor é o

tipo de valor buscado por investidores no mercado de capitais e é, portanto, o valor que será buscado na aplicação prática do conteúdo.

Tendo em vista os conceitos apresentados acima, é fácil perceber que uma empresa pode facilmente ter determinado valor justo de mercado, ter um valor de investimento diverso para um investidor com o qual tem sinergias e ao mesmo tempo ter um valor intrínseco ou real totalmente diferente dos anteriores. Portanto, é extremamente necessário que antes que se comece a avaliar determinada empresa, se defina claramente qual tipo de valor é buscado.

Objeto de avaliação

Por mais banal que possa parecer, a definição do objeto de avaliação deve ser feita claramente antes de se começar a análise. No caso da avaliação de empresas, um ponto importante a ser verificado, como será mostrado adiante, é verificar se a avaliação comprehende apenas o patrimônio líquido da companhia ou o capital total investido. Estes aspectos dependem da estrutura de capital da empresa.

Data da avaliação

A seleção da data (ou datas) da avaliação é ponto crítico para a avaliação dado que mesmo pequenas alterações em datas podem acarretar em grandes mudanças no valor percebido. A ocorrência de eventos pontuais, por exemplo, pode impactar fortemente o valor percebido de um ativo. Além disso, a avaliação de fluxos de caixa depende de uma data específica para que se considere o valor presente de receitas futuras, como será explicado mais adiante. Também é importante ressaltar que no caso da avaliação de empresas, é aconselhável que se utilizem os dados contábeis o mais confiáveis possível, que geralmente são liberados no término do ano fiscal.

Condições gerais da empresa avaliada

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002) , antes de ser realizada a avaliação, também é de suma importância que se verifiquem algumas características da empresa a ser avaliada que podem ter grande influência sobre a abordagem a ser tomada na avaliação da empresa.

Características relevantes da estrutura societária e liquidez

Dois aspectos importantes das características da estrutura societária do objeto avaliado que têm impacto significante sobre o valor a ser determinado são o grau de controle dos proprietários e o grau de comercialização ou liquidez do objeto. O primeiro aspecto é importante porque a possibilidade de participar das decisões tomadas sobre o objeto tem valor e deve ser avaliada. O segundo aspecto deve ser avaliado dado que a facilidade para se desfazer de um investimento também tem valor. Embora potencialmente relacionados, , Reilly e Schweihs (2002) aconselham que estes temas sejam abordados individualmente, dado que eles representam eventos que podem ser independentes.

Acesso a fontes de informação ou condições limitadoras

Devido à confidencialidade e sigilo a que podem estar sujeitas diversas informações relevantes à avaliação, é altamente recomendável definir as condições limitantes à busca de informação. Um exemplo de variável a ser avaliada é o grau de facilidade para marcar entrevistas com a gestão de uma empresa avaliada.

Drivers de valor

Conforme o que foi afirmado na explicação da avaliação qualitativa da empresa, a análise do impacto causado pelos fatores que levam a empresa a se diferenciar em relação a seus concorrentes é de grande importância para a quantificação do valor. Tamanho da companhia, fidelidade dos clientes, aspectos específicos da regulamentação vigente e estrutura da concorrência, entre outros, são características que claramente tem impacto sobre o potencial de geração de riqueza de qualquer empresa e devem, portanto, ser levados em consideração.

Conhecimentos Teóricos Básicos

A familiaridade com alguns conceitos teóricos é de suma importância para que se possam aplicar de forma correta os diversos métodos de avaliação financeira, que serão descritos posteriormente. São estes conceitos:

Demonstrativos financeiros

Os demonstrativos financeiros de uma empresa constituem, segundo Pratt, Reilly e Schweih (2002) e Koller, Goedhart e Wessels (2005), a mais importante fonte de informação a que um analista financeiro tem acesso. Além de, na maioria dos casos, serem documentos de fácil obtenção, todos os métodos de avaliação financeira dependem da interpretação dos demonstrativos financeiros, especialmente do balanço patrimonial, do demonstrativo de fluxos de caixa e do demonstrativo de resultado do exercício, que são apresentados a seguir.

Vale ressaltar que todos os três demonstrativos são relativos a um determinado período e estão diretamente interligados como ficará claro adiante. As notas explicativas comumente presentes nos demonstrativos financeiros divulgados pelas empresas também têm grande importância para a compreensão e avaliação dos demonstrativos e devem ser analisadas.

Nota-se que este item tem por objetivo apresentar os demonstrativos financeiros acima listados e algumas propriedades contábeis relevantes para a avaliação financeira de empresas. Conhecimentos mais profundos de contabilidade são aconselháveis e em muitos casos até necessários para a realização de avaliações financeiras; estes, porém, não estão incluídos no escopo deste texto. A série de livros sobre contabilidade elaborada pela equipe de professores da FEA USP foi utilizada como base para o material aqui apresentado.

Comecemos pelo balanço patrimonial, que é subdividido em três classes: ativo, passivo e patrimônio líquido. Em seu lado esquerdo, o balanço patrimonial apresenta um resumo dos ativos que empresa possui, bem como o valor histórico destes itens após os ajustes devidos, como depreciações e amortizações. Os ativos representam todos os recursos e bens que a empresa possui, sejam eles operacionais ou não operacionais. Exemplos de ativos são disponibilidades em caixa, estoques, máquinas, imóveis, entre outros.

A obtenção de recursos para a compra destes ativos é realizada através de três fontes: financiamento através de dívidas, emissão de novas ações e geração de caixa através das atividades da empresa. Todas estas fontes são apresentadas do lado direito do balanço patrimonial e têm apresentado seu valor histórico, após os devidos ajustes.

Os passivos da empresa representam as obrigações da empresa para com terceiros, que geralmente não são atreladas a seu desempenho operacional e que devem, portanto, ser honradas independentemente da empresa atingir resultados bons ou ruins no período. Como exemplos de passivos temos dívidas de longo prazo, contas a pagar, entre outros.

O patrimônio líquido representa os direitos proprietários residuais dos acionistas sobre os ativos da empresa, ou seja, os direitos proprietários dos acionistas depois de honrados os passivos da empresa. Daí surge a identidade contábil, descrita conforme a formula abaixo:

$$PL = AT - PT$$

Equação 1 - Identidade contábil

Onde

PL = Patrimônio Líquido

AT = Ativo Total

PT = Passivo Total

O patrimônio líquido da empresa é composto pelas ações da empresa e pelos lucros contábeis acumulados, que serão detalhados no próximo demonstrativo contábil a ser explicado, o demonstrativo de resultados. É importante frisar que assim como os detentores de dívida, os acionistas da empresa são remunerados, apenas de forma diferente, através de dividendos, que representam uma parte dos lucros da companhia e são, portanto, altamente dependentes do desempenho operacional da mesma.

Os ativos e passivos da empresa são geralmente classificados e ordenados no balanço de pagamentos de acordo com sua liquidez, ou seja, com a facilidade com que a empresa tem em se desfazer deles. Segue abaixo esquema representativo do balanço patrimonial de uma empresa qualquer:

Balanço Patrimonial da Empresa ABC em DD/MM/AAAA	
Ativo	Passivo
Circulante	Circulante
Disponibilidades	Contas a pagar
Contas a receber	Dívidas com vencimento no período
Estoques	Dividendos a pagar
Outros	Outros
Realizável à Longo Prazo	Exigível à Longo Prazo
Empréstimos a receber	Dívidas de curto prazo
Créditos com partes relacionadas	Dívidas de longo prazo
Impostos a recuperar	Outros
Outros	
Permanente	Patrimônio Líquido
Investimentos	Capital social
Imobilizado	Lucros/prejuízos acumulados
Diferido	Reserva de reavaliação
	Reserva de lucros

Ilustração 6 - Balanço patrimonial
Elaborado pelo autor

Além do balanço patrimonial da empresa, são necessários documentos que demonstrem a origem das movimentações em dinheiro no período e dos lucros no período. O demonstrativo de fluxos de caixa tem como objetivo fornecer informação sobre as receitas e pagamentos efetuados pela empresa no período em dinheiro e equivalentes, como fundos, títulos de dívida e outros ativos considerados de altíssima liquidez. Estas transações são apresentadas de acordo com a sua natureza, que pode ser operacional, de investimento e de financiamento.

Fluxos de caixa operacionais: representam as transações que resultam em alterações nos ativos e passivos de curto prazo da empresa e nas transações em dinheiro e equivalentes apresentadas nos demonstrativo de resultado do exercício. São os fluxos que sustentam as operações da empresa.

Fluxos de caixa de investimento: representam as compras e vendas em dinheiro e equivalentes de ativos produtivos pela empresa.

Fluxos de caixa de financiamento: representam os fluxos de caixa gerados pela adesão e pagamento de dívidas. O pagamento de juros não é um fluxo de caixa de financiamento, e sim operacional, dado que não altera o valor das dívidas adquiridas.

Demonstrativo de Fluxos de Caixa da Empresa ABC no Exercício de AAAA	
Lucro Líquido	
Fluxos de Caixa Operacionais	
(+) Despesas sem fluxo financeiro real (depreciação, amortização, etc)	
(+) Juros e dividendos recebidos	
(-) Variação do capital de giro	
(-) Juros pagos	
(-) Impostos pagos	
Fluxos de Caixa de Investimento	
(+) Venda de ativos não circulantes	
(+) Recebimento do principal de empréstimos cedidos	
(-) Compras de ativos não circulantes	
(-) Empréstimos cedidos	
Fluxos de Caixa de Financiamento	
(+) Empréstimos tomados	
(+) Emissão de ações	
(-) Pagamento de principal de empréstimos tomados	
(-) Recompra de ações	
(-) Pagamento de dividendos	

Ilustração 7 - Demonstrativo de fluxos de caixa do exercício

Elaborado pelo autor

A definição do lucro líquido é baseada em conceitos contábeis, e não exclusivamente em receitas em dinheiro e equivalentes. Em virtude disso, o demonstrativo de fluxos de caixa tem como função fornecer informações sobre as fontes e usos do dinheiro, dado que esta informação é relevante para a avaliação da situação financeira da empresa.

A partir dos demonstrativos de fluxo de caixa o avaliador pode, por exemplo, saber se a empresa gera dinheiro suficiente para realizar suas operações, se a empresa tem dinheiro para honrar seus passivos, se novos passivos são necessários, se existe dinheiro para imprevistos e se a empresa tem dinheiro para investir em novas oportunidades.

Finalmente, o demonstrativo de resultados do exercício detalha o processo de cálculo dos lucros contábeis da empresa no determinado exercício. Em outras palavras, contém uma explicação de como se chegou ao resultado apresentado no balanço de pagamentos, através da atribuição de receitas e despesas relativas no período especificado.

A compra e venda (exceto no caso de lucro ou prejuízo, ou seja, se o valor da venda for diferente do valor contábil) de novos ativos e atividades de financiamentos não fazem parte do escopo do demonstrativo de resultados, que tem por função indicar as fontes do eventual lucro ou prejuízo da empresa no período. Por isso, nele são incluídas não somente despesas que representam fluxos financeiros, mas também outros encargos como depreciação e amortização, que são descontados do valor dos ativos da companhia no período.

Segue abaixo esquema representativo do demonstrativo de resultados do exercício para uma empresa qualquer:

Demonstrativo de Resultados da Empresa ABC no Exercício de AAAA	
Receita Bruta	
(-) Impostos sobre vendas	
(-) Devoluções	
(-) Abatimentos	
Receita Líquida	
(-) Custo de produtos vendidos	
(-) Depreciação e amortização	
Lucro Bruto	
(-) Despesas de vendas	
(-) Despesas gerais	
(-) Despesas administrativas	
(-) Outras despesas operacionais	
Lucro Operacional	
(-) Despesas financeiras	
(+) Receitas financeiras	
(-) Outras despesas (receitas) não operacionais	
Lucros Antes dos Impostos	
(-) Imposto de renda	
Lucro Líquido	

Ilustração 8 - Demonstrativo de resultados do exercício
Elaborado pelo autor

Vale lembrar que os demonstrativos financeiros em geral são apresentados e preparados pela própria empresa e no caso de empresas em estágio incipiente de crescimento ou de capital fechado, freqüentemente não são auditados. Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), o analista prudente deve estar sempre atento para a necessidade de realizar eventuais ajustes nos demonstrativos financeiros apresentados pela empresa devido à ocorrência de três fatores.

O primeiro fator é relativo ao fato de muitas vezes estarem presentes nos demonstrativos financeiros informações que não estão apresentadas de maneira pertinente à avaliação realizada e que devem, portanto, ser adequadas. É o caso da reavaliação de estoque por diferentes métodos (como, por exemplo, de FIFO para LIFO) e a desconsideração de ativos não operacionais, realizadas nos balanços patrimoniais, e de ajustes em virtude de pagamentos de salários muito acima do valor de mercado para os sócios da empresa e ao custo de produtos vendidos resultantes da reavaliação de estoques, feitos nos demonstrativos de resultados do exercício.

O segundo fator diz respeito à freqüência com que as companhias se munem de manobras contábeis para aparentar falsas condições financeiras favoráveis a potenciais investidores. Aqui se destacam os usos de financiamentos que não aparecem no balanço patrimonial, como a venda de recebíveis, a aplicação de métodos de depreciação e

amortização muito agressivos e a capitalização de despesas, quando realizada de maneira imprópria.

Finalmente, o analista deve ajustar os demonstrativos financeiros da empresa analisada, especialmente o demonstrativo de fluxos de caixa e o demonstrativo de resultados do exercício, de acordo com a freqüência de ocorrência dos lançamentos listados. Pode haver necessidade de retirar lançamentos de natureza não recorrente e/ou extraordinária dos demonstrativos da empresa em virtude do objetivo da análise que é feita. Despesas com emissão de ações e perdas de ativos provocadas por acidentes não recorrentes são exemplos deste tipo de lançamentos.

Matemática financeira

O conhecimento de alguns conceitos básicos da matemática financeira é vital para a compreensão e realização da avaliação financeira de ativos, especialmente quando se aplicam métodos sustentados no transporte de fluxos de caixa futuros a valores atuais.

Segundo Assaf Neto (2003), a determinação a determinação do valor que um fluxo de caixa terá em um momento futuro depende é um produto do valor presente deste fluxo multiplicado pelo fator de capitalização, ou seja, um mais a taxa de juros compostos aplicável elevado ao numero de períodos no futuro. De forma análoga, o valor presente de um fluxo de caixa pode ser calculado a partir de seu valor futuro e do fator de capitalização pertinente. No caso do calculo do valor presente de um fluxo, a taxa utilizada é denominada taxa de desconto, uma vez que se esta descontando fluxos de caixa futuros. As formulas abaixo ilustram estes conceitos:

$$FV = PV * (1 + r)^t \therefore PV = \frac{FV}{(1 + r)^t}$$

Equação 2 - Valor futuro e presente de um fluxo de caixa

Onde

FV = valor futuro

PV = valor presente

r = taxa de juros ou desconto

t = numero de períodos passados

No caso das avaliações financeiras de ativos, o que geralmente se busca é a soma de uma série de fluxos financeiros futuros descontados por uma taxa de capitalização, conforme será elaborado no item seguinte. Entretanto, já é possível adiantar que quando se analisa uma série de fluxos de caixa, é utilizada a formula abaixo, de acordo com os conceitos já apresentados:

$$PV = \sum_{1}^n \frac{FV_t}{(1 + r)^t}$$

Equação 3 - Valor presente de uma série de fluxos de caixa

Onde

FV_t = valor futuro do fluxo de caixa ocorrido no período t

PV = valor presente

r = taxa de desconto

n = numero de fluxos de caixa avaliados

Outros conceitos que devem ser introduzidos aqui são os limites de duas somatórias quando o numero de fluxos tende ao infinito. O limite da primeira somatória a ser apresentado corresponde à soma na perpetuidade de uma série de fluxos de valor 1 quando se utiliza uma taxa de desconto igual a r . Esta soma é de grande importância para o cálculo de valores na perpetuidade quando não há uma taxa de crescimento, conforme será descrito adiante, e é igual à 1 dividido pela taxa, conforme fórmula abaixo.

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \sum_1^t \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{1}{r}$$

Equação 4 - Limite de somatória I

O limite da segunda somatória a ser apresentado corresponde à soma na perpetuidade de uma série de fluxos que crescem a uma taxa g quando se utiliza uma taxa de desconto igual a r . Esta soma é de grande importância para o cálculo de valores na perpetuidade quando há uma taxa de crescimento, conforme será descrito adiante, e é descrita pela fórmula abaixo.

$$\lim_{t \rightarrow \infty} \sum_1^t \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{(1+g)}{r-g}$$

Equação 5 - Limite de somatória II

Métodos de Avaliação

De acordo com Pratt, Reilly e Schweihs (2002), apesar de haver uma vasta gama de métodos de avaliação financeira que é renovada com grande freqüência, os mesmos podem ser agrupados em três grandes categorias conforme o foco de sua abordagem: lucros gerados, comparação com o mercado e avaliação baseada nos ativos da companhia.

Algumas observações devem ser feitas antes que se comece a descrever os métodos. A primeira é que eles não são completamente independentes entre si, partindo muitas vezes de premissas semelhantes. Na abordagem de estimativa de valor por comparação com o mercado, por exemplo, o valor observado depende, em muitos casos, de um múltiplo gerado a partir de alguma definição de lucro da empresa.

A segunda observação é que, em condições ideais, onde há disponibilidade de tempo e recursos para a realização da avaliação financeira, estes métodos não devem ser utilizados isoladamente, mas em conjunto. A aplicação de mais de um método de avaliação serve como base para identificar eventuais falhas na execução de determinada abordagem, a partir da análise das discrepâncias entre os resultados obtidos.

Abordagens por lucros gerados

Os métodos apresentados neste item são baseados no conceito de desconto de fluxo de caixa já apresentado. Segundo Damodaran (2002), o valor de qualquer ativo é uma função dos fluxos de caixa gerados por este ativo, do tempo de vida do ativo e do crescimento esperado destes fluxos e do risco associado a eles. Os dois métodos apresentados a seguir se baseiam neste conceito. A diferença entre eles é que, como ficará claro posteriormente, na avaliação pelo método do desconto dos lucros econômicos são previstos fluxos de caixa variáveis que não crescem a uma taxa constante ao longo de determinado período de tempo, enquanto na avaliação por capitalização é estimado que as receitas futuras tendam a estabilidade ou cresçam a uma taxa aproximadamente constante. Dependendo do método escolhido, os fluxos esperados são trazidos a valor presente por meio de uma taxa de desconto ou capitalização, que tem papel fundamental na determinação do valor.

É de grande importância frisar que a aplicação dos métodos de avaliação qualitativa das práticas gerenciais da empresa e de avaliação de cenários macroeconômicos apresentados anteriormente tem papel fundamental na elaboração de previsões de receitas futuras da empresa.

Desconto dos lucros econômicos

O método de desconto dos lucros econômicos é baseado nos conceitos de matemática financeira apresentados anteriormente e é constituído fundamentalmente por duas etapas: a projeção das receitas econômicas de determinada empresa e o cálculo do valor presente destes fluxos. Para realizar estes passos, é necessário que se definam de forma clara os fluxos de caixa a serem descontados e a taxa de desconto a ser utilizada.

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), é necessário levar em consideração dois pontos antes da determinação dos fluxos a serem descontados e da taxa de desconto escolhida. O primeiro é a definição de que parte da empresa se está avaliando. Procedimentos diferentes devem ser tomados se a avaliação compreende apenas o patrimônio líquido da empresa ou se compreende o patrimônio líquido mais a dívida da empresa (capital investido total), especialmente na determinação dos fluxos financeiros.

O segundo ponto que deve ser observado é o horizonte de tempo das previsões. Não existe um consenso entre qual horizonte de tempo deve ser adotado. Teoricamente, quanto

mais períodos estudados, melhor. Entretanto, os autores aconselham não estender este período de forma que as projeções de fluxo de caixa se tornem imprecisas e, portanto, inválidas.

A partir do ponto em que se estima que os fluxos de caixa futuros sejam constantes ou cresçam a uma taxa constante, é utilizado o método de capitalização, descrito no próximo item, para o cálculo do valor terminal do negócio.

Fluxos de caixa

Diversas medidas de receitas econômicas podem ser utilizadas na aplicação do método de desconto dos lucros econômicos, independente da parte da estrutura de capital da empresa que se está avaliando. Entretanto, segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), o fluxo de caixa líquido é a medida mais comumente utilizada por analista, essencialmente por duas razões:

Preferência conceitual: o fluxo de caixa líquido representa, conceitualmente, o que a maioria dos investidores está atrás: o tanto de receita que pode ser extraído do negócio. É o tanto de dinheiro que pode ser retirado periodicamente do negócio para ser utilizado para outros propósitos que não sustentação das operações.

Base empírica: por ser prática comum no mercado utilizar os fluxos de caixa líquidos, existe uma base maior de empresas avaliadas por este método e, por conseguinte, há maior comparabilidade entre análises feitas a partir deste conceito.

Seguem abaixo as metodologias para a obtenção do fluxo de caixa líquido, levando em consideração o que está sendo avaliado (patrimônio líquido ou capital investido total):

Fluxo de Caixa Líquido	
Patrimônio Líquido	Capital Total Investido
Lucro Líquido	Lucro Líquido
(+) Depreciações e amortizações	(+) Depreciações e amortizações
(-) Variações em ativos não circulantes	(-) Variações em ativos não circulantes
(-) Variação do capital de giro	(-) Variação do capital de giro
(+) Variações em dívidas de longo prazo	(+) Despesa com juros livre de impostos
Fluxo de Caixa Líquido	(+) Dividendos de ações preferenciais
	Fluxo de Caixa Líquido

Ilustração 9 - Cálculo do fluxo de caixa livre
Elaborado pelo autor

Para realizar a avaliação, devem ser estimados os fluxos de caixa normalizados para o período determinado. Segundo Damodaran (2000), fluxos de caixa normalizados são fluxos de caixa ajustados para eventos extraordinários e não recorrentes que refletem de melhor forma o potencial de valorização da empresa em estudo.

Taxa de desconto utilizada

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), a taxa de desconto do patrimônio líquido, comumente conhecida como custo de capital, é a taxa de retorno total exigida por um investimento ao longo de sua vida, levando em consideração diversas características particulares ao objeto de avaliação, como por exemplo o risco específico de tal investimento. De acordo com esta definição, retorno total é o retorno composto tanto pela apreciação do investimento feito quanto pelas receitas geradas pelo mesmo.

Existem vários métodos utilizados para definir o custo de capital de uma empresa. Entre eles, é possível citar o modelo CAPM (do inglês *Capital Asset Pricing Model*), o modelo APT (do inglês *Arbitrage Pricing Theory*), o modelo de crescimento de Gordon e a composição analítica da taxa. Devido ao fato de as empresas que buscam um IPO em muitos casos estarem em estágio incipiente de crescimento, ainda não possuírem capital aberto, não serem negociadas nos mercados de capitais e, por isso possuírem uma difícil mensuração da correlação entre o seu valor e do mercado, as três primeiras metodologias, que dependem destes conceitos, se mostram inadequadas. Portanto, a abordagem analítica da taxa de desconto a ser escolhida é prática comum na avaliação financeira destas companhias. Segundo esta linha de pensamento, Pratt, Reilly e Schweihs (2002) alegam que a taxa de desconto é composta pelos seguintes itens:

Taxa de retorno livre de risco: é a taxa segundo a qual o investidor pode ter certeza de receber o retorno anunciado na data do investimento. Em outras palavras, em um investimento pela taxa livre de risco não há risco do investimento não ser honrado ou de ser recebida outra quantia que não a previamente estipulada. Exemplos comuns de taxas livre de risco são as taxas pagas pelo governo dos Estados Unidos da América nos papéis que representam sua dívidas pública, dado que estes papéis possuem alta liquidez e são freqüentemente listados entre os investimentos mais seguros do mundo.

Prêmio por risco: o risco representa a incerteza sobre o valor que um investidor receberá pelo investimento feito. Investidores bem informados exigem um prêmio, um bônus para investir em um ativo que não tem a rentabilidade precisamente garantida. Quanto maior a incerteza ao investidor, maior o prêmio cobrado. O risco pode ser tanto particular a um investimento (como o risco de investir em determinada empresa ou determinado setor) quanto relativo às condições econômicas na data da avaliação (como a disponibilidade de crédito, perspectivas de crescimento ou recessão, entre outros).

Premio por tamanho: segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), diversas pesquisas mostram resultados empíricos comprovando que grande parte do risco de diversas empresas pode ser creditado ao tamanho delas. Uma empresa pequena geralmente passa ao investidor um grau maior de incerteza do que uma empresa semelhante com um porte maior.

Premio por falta de liquidez: o premio por falta de liquidez leva em consideração que o investidor bem informado certamente prefere um investimento líquido, que possa ser negociado e transformado em dinheiro a qualquer momento. Em virtude disso, é exigido um prêmio no retorno de um investimento em condições semelhantes que não possua um mercado onde possa ser negociado instantaneamente sem que haja perda nos lucros obtidos. Este prêmio tem papel importante na avaliação da taxa de desconto para de empresas em estágio incipiente de crescimento, dado que estas empresas geralmente possuem baixa liquidez.

O custo de capital de uma empresa pode ser, portanto formulado segundo a seguinte equação:

$$Ke = RFR + RP + SP + LP$$

Equação 6 - Composição do custo de capital de uma empresa

Onde

Ke = custo de capital

RFR = taxa de retorno livre de risco

RP = prêmio por risco

SP = prêmio por tamanho

LP = prêmio por falta de liquidez

É importante ressaltar que a escolha da taxa de desconto do patrimônio líquido a ser utilizada é de extrema importância, dado que pequenas alterações nesta taxa podem causar enormes variações no valor presente calculado.

Custo de capital ponderado

Segundo Koller, Goedhart e Wessels (2005) e Damodaran (2002), quando se avalia o capital investido total de empresas com estruturas de capital mistas, que possuem tanto dívida quanto patrimônio líquido em sua composição, deve ser calculado o custo de capital médio ponderado (WACC, do inglês *weighted average cost of capital*). Como o nome sugere, é obtida uma média entre o custo do financiamento das dívidas da empresa, representado pelo custo que a esta teria atualmente para contrair nova dívida, e o custo de capital da empresa,

ponderada pela participação de cada um destes itens na composição da estrutura de capital da companhia.

$$WACC = \frac{E}{D+E} * Ke + \frac{D}{D+E} * Kd'$$

Equação 7 - Custo de capital médio ponderado

Onde

$WACC$ = custo de capital médio ponderado

E = valor financeiro do patrimônio líquido na composição da estrutura de capital da empresa

D = valor financeiro da dívida na composição da estrutura de capital da empresa

Ke = custo de capital

Kd' = custo da dívida antes dos impostos

É importante ressaltar que do custo de financiamento da dívida deve ser descontado o benefício fiscal gerado, uma vez que o custo real da dívida é menor do que o aparente, se levado em consideração que as despesas de financiamento reduzem o lucro obtido e, portanto, os impostos recolhidos durante o período de pagamento da dívida. O custo de financiamento é calculado de acordo com a seguinte formula:

$$Kd' = Kd * (1 - t)$$

Equação 8 - Custo da dívida antes de impostos

Onde:

Kd' = custo da dívida antes de impostos

Kd = custo da dívida

t = taxa de impostos pagos pela empresa como percentual dos lucros

Um ponto de grande importância é que, de acordo com a definição apresentada anteriormente, a taxa de desconto para determinada empresa depende da definição de valor escolhida para a análise e também da natureza dos fluxos financeiros que foram previstos.

Formulação

O valor total da empresa pode ser, portanto, representado pela seguinte formula:

$$PV = \sum_{t=1}^n \frac{NCF_t}{(1+r)^t} + TV$$

Equação 9 - Valor da empresa pelo método de desconto dos lucros econômicos

Onde

PV = valor presente da empresa

NCF_t = valor futuro do fluxo de caixa líquido relativo ao período t

TV = valor terminal, calculado pelo método de capitalização, apresentado a seguir

r = taxa de desconto apropriada (Ke ou $WACC$)

Capitalização de mercado

O método de capitalização de mercado parte das mesmas premissas e é uma simplificação do método de desconto dos lucros econômicos. Entretanto, o método de capitalização supõe que os fluxos de receita gerados pela empresa são aproximadamente constantes ou crescem a uma taxa aproximadamente constante. Apenas um fluxo de receita econômica normalizado é transformado em uma indicação de valor. É, portanto, desaconselhável a utilização deste método quando se estima que haverá grandes mudanças na dimensão dos fluxos de caixa estimados, principalmente nos anos mais próximos, que têm maior valor presente.

Bem como para o método de desconto de receitas econômicas, o avaliador deve levar em consideração a parte da empresa que se está avaliando (patrimônio líquido ou capital total) na escolha da taxa de capitalização e dos fluxos financeiros.

Fluxos financeiros

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), a princípio, qualquer medida de lucro econômico pode ser capitalizada. Exemplos comuns são receitas, lucros, fluxos de caixa e dividendos. Entretanto, pelos mesmos motivos apresentados para o método de desconto de lucros financeiros, a medida comumente utilizada por analistas é a do fluxo de caixa líquido.

Deve ser ressaltado, porém, que os fluxos de caixa devem ser normalizados, ou seja, itens extraordinários e não recorrentes devem ser subtraídos de sua composição, dado que apenas um fluxo servirá como estimativa de receita para todos os períodos posteriores.

Taxa de capitalização

A determinação da taxa de capitalização a ser utilizada deve levar em conta o fato de se estar avaliando uma perpetuidade, ou seja, o que está sendo calculado é o valor presente de uma série infinita de fluxos futuros. Os limites apresentados anteriormente são aplicados em conjunto com os conceitos de matemática financeira para chegar às formulas abaixo:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCF_t}{(1+r)^t} \quad \forall NCF_1 = NCF_2 = \dots = NCF_n = NCF$$

$$PV = NCF * \sum_{t=1}^{\infty} \frac{1}{(1+r)^t} = \frac{NCF}{c}$$

Equação 10 - Valor da empresa pelo método de capitalização com fluxos constantes

Onde

NCF = valor futuro do fluxo de caixa líquido normalizado para todos os períodos

PV = valor presente

r = taxa de desconto

c = taxa de capitalização

$r = c$

Quando pertinente, é considerada nesta previsão uma taxa de crescimento na perpetuidade dos fluxos financeiros. Em função disto, a formula acima pode ser reescrita da seguinte maneira:

$$PV = \sum_{t=1}^{\infty} \frac{NCF_t}{(1+r)^t} \quad \forall NCF = \frac{NCF_1}{(1+g)^1} = \frac{NCF_2}{(1+g)^2} = \dots = \frac{FV_n}{(1+g)^n}$$

$$PV = NCF * \sum_{t=1}^{\infty} \frac{(1+g)^t}{(1+r)^t} = \frac{NCF * (1+g)}{r-g} = \frac{NCF_1}{c}$$

Equação 11 - Valor da empresa pelo método de capitalização com fluxos com crescimento constante

Onde

FV_i = valor futuro do fluxo de caixa previsto para o período i

PV = valor presente

r = taxa de desconto

g = taxa de crescimento dos fluxos de caixa

c = taxa de capitalização

A taxa de capitalização pode ser descrita, portanto, como o custo de capital subtraído da taxa de crescimento prevista. Logo, a determinação da taxa de crescimento tem importante papel na aplicação do método de capitalização.

Segundo Damodaran (2002), a taxa de crescimento de uma empresa para determinado período pode ser determinada segundo a seguinte formula:

$$g_t = RR * ROE$$

Equação 12 - Taxa de crescimento dos fluxos de caixa

Onde

g = taxa de crescimento esperada dos fluxos de caixa no período t

RR = taxa de reinvestimento dos lucros

ROE = margem de retorno sobre o patrimônio líquido

Ainda segundo Damodaran (2002), a taxa de reinvestimento da empresa pode ser avaliada pela fórmula:

$$RR = \frac{Capex - Depr + \Delta WC}{Ebit(1-t)}$$

Equação 13 - Cálculo da taxa de reinvestimento dos lucros

Onde

RR = taxa de reinvestimento dos lucros

$Capex$ = gastos líquidos com capital (investimentos – receitas geradas pelas vendas de ativos fixos)

Depr = gastos com depreciação no período

ΔWC = variação no capital de giro não monetário no período

Ebit = lucro antes dos juros e de impostos

t = taxa de impostos sobre os lucros da empresa

Adicionalmente, de acordo com o modelo Dupont apresentado por Hooke (1998),

$$ROE = \frac{NI}{E} = \frac{NI}{sales} * \frac{A}{E} * \frac{sales}{A}$$

Equação 14 - Modelo Dupont para a obtenção do ROE

Onde

NI = lucro líquido

E = patrimônio líquido

sales = receitas

A = ativos totais

A margem de retorno sobre o patrimônio líquido pode ser calculada, portanto, como um produto da margem de lucro, do coeficiente de alavancagem e do giro dos ativos da empresa.

É importante ressaltar que *g* na fórmula 12 representa a taxa de crescimento sustentável da empresa, estimada para a perpetuidade. Uma empresa passa por várias fases e possui diferentes taxas de crescimento e custos de capital nestes momentos. Por isso, ainda é importante lembrar que o modelo de capitalização de mercado pode ser alterado para avaliar períodos em que as taxas de crescimento e/ou custo de capital são variáveis.

Abordagens por comparação de mercado

As abordagens por comparação de mercado partem do pressuposto que existe um número relevante de empresas que possuem semelhanças com a empresa estudada e que, devido a estas características, possuem valor comparável. Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), existem dois principais métodos de avaliação seguem esta abordagem, que serão descritos a seguir: a comparação com empresas semelhantes de capital aberto e a comparação com transações envolvendo empresas semelhantes.

Ambos os métodos devem ser aplicados com cautela, dado que dependem diretamente da quantidade e da qualidade de dados a serem utilizados como parâmetros de comparação. É necessário frisar que no caso de empresas que estão realizando seu IPO, freqüentemente a quantidade de dados de qualidade disponíveis é mais escassa, devido em grande parte a dois fatores: ausência de empresas listadas ou não listadas em bolsa que atuam no mesmo setor e baixa pressão por parte de órgãos reguladores e investidores para empresas de capital fechado e pequeno porte divulgarem estas informações.

Comparação com empresas semelhantes de capital aberto

O método de avaliação por comparação com empresas de capital aberto tem como propósito definir medidas de valor baseadas nos preços que empresas comparáveis a empresa objeto de estudo que são negociadas nos mercados de capitais. Segundo Damodaran (2002), tais medidas de valor são denominadas múltiplos, e geralmente se caracterizam como o preço da ação ordinária de uma empresa dividido por alguma variável econômica da mesma, como por exemplo receitas brutas ou líquidas, lucro líquido, fluxo de caixa, entre outros.

Como nos casos de avaliação a partir de métodos por receitas geradas pode se escolher avaliar somente o patrimônio líquido ou capital total investido na empresa. No ultimo caso, os múltiplos levam em consideração não somente o preço das ações da empresa, mas o valor total de capitalização de mercado do patrimônio líquido e das dívidas de longo prazo da mesma (EV, do inglês *enterprise value*). Obviamente, o denominador do múltiplo em questão também é ajustado para refletir a inclusão das dívidas no numerador, incluindo, por exemplo, os dividendos das ações preferenciais da empresa.

É importante ressaltar que de acordo com a definição adotada, o múltiplo representa uma aproximação do valor justo de mercado equivalente de uma empresa negociada

publicamente, análise pertinente quando se leva em consideração a avaliação de investimentos em IPOs.

A avaliação de empresas por múltiplos de mercado é geralmente realizada por analistas devido a sua relativa simplicidade de aplicação e serve muitas vezes como um indicador de valor, não sendo em muitos casos considerada como uma análise completa. Nos casos em que se busca saber outros padrões de valor da empresa, como o valor de investimento, a comparação por múltiplos de empresas semelhantes de capital aberto tem o papel importante de determinar uma noção de grandeza do valor de mercado da empresa, servindo então como parâmetro de comparação.

Escolha das empresas comparáveis

A avaliação por múltiplos depende diretamente da seleção criteriosa de empresas comparáveis a empresa que está sendo avaliada. Pratt, Reilly e Schweihs (2002) defendem que a pergunta essencial que se deve fazer quando se decide se uma empresa é ou não comparável à empresa estudada é: os princípios econômicos que influenciam os resultados desta empresa são os mesmos que influenciam os resultados da empresa estudada?

Nesta linha, ainda segundo os autores, alguns dos pontos mais importantes que devem ser avaliados quando se escolhe as empresas comparáveis são: produtos oferecidos pela empresa, mercados em que a empresa atua, práticas gerenciais da empresa, lucros e margens da empresa, pagamento de dividendos pela empresa, valor contábil da empresa, posição da empresa na indústria onde atua, estrutura de capital da empresa e situação financeira da empresa.

Levando estes critérios em consideração, se torna claro que a escolha de empresas comparáveis é mais trabalhosa do que pode parecer em um primeiro momento. Além disso, em muitos casos pode ser difícil definir um grupo de empresas que seja realmente comparável a empresa estudada. Obviamente é preferível fazer a comparação com um grupo pequeno de empresas do que estender a análise a empresas que não tenham características similares e, portanto, tenham diferenças potenciais em seus múltiplos.

Procedimentos adotados

Os múltiplos de mercado geralmente são calculados com o preço de mercado da ação na data de avaliação dividido pelo indicador financeiro escolhido da data mais próxima o possível. É importante ressaltar que para todas as empresas avaliadas é necessário que se

realizem os cálculos com dados das mesmas datas, para que a variável tempo não tenha influência na determinação do valor do múltiplo.

A escolha do indicador financeiro depende diretamente das características do grupo de empresas a ser avaliado. Para ilustrar tal conceito, vale o exemplo de uma indústria na qual as margens de lucro antes do gastos com juros, impostos, depreciação e amortização (EBITDA, do inglês *earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*) sejam parecidas, mas as margens de lucro líquido não sejam devido a estruturas de capital e localizações geográficas diferentes entre as empresas. Obviamente, como preferência o múltiplo levaria em consideração o EBITDA das empresas, e não os lucros líquidos. Outro exemplo é que em casos onde as margens de lucro entre empresas são muito parecidas e os dados contábeis não são muito confiáveis, é comum utilizar múltiplos de preço sobre vendas.

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), o período de análise de múltiplos comumente adotado por analistas é de cerca de cinco anos, exceto em casos de empresas que atuam em indústrias cíclicas, onde deve ser levado em consideração ao menos um ciclo produtivo, que pode durar mais do que cinco anos. Após a determinação do período de observação, geralmente são calculados a média, o desvio padrão e o coeficiente de variação dos múltiplos das empresas no período, que então são comparados. Então, é possível verificar a confiabilidade do modelo gerado a partir das escolhas feitas e determinar se há empresas ou períodos de tempo que se mostram muito diferentes dos restantes e não deveriam ter sido incluídos. A partir deste processo é possível determinar o múltiplo adequado e, por conseguinte, uma estimativa para o valor da empresa estudada.

Comparação com transações envolvendo empresas semelhantes

Os conceitos que fundamentam a aplicação do método de comparação por transações semelhantes são os mesmos conceitos que sustentam a aplicação do método de comparação com empresas semelhantes de capital aberto. Entretanto, a principal diferença entre estas abordagens é que a comparação envolvendo transações semelhantes se vale, como o nome sugere, da posse de dados de transações com empresas semelhantes à estudada, como fusões ou aquisições ocorridas no passado.

Claramente há menos transações do que exemplos de empresas comparáveis, dado que nem todas empresas existentes necessariamente passam por alguma transação. Em contrapartida, as empresas comparadas não precisam ser empresas de capital aberto, o que ainda não compensa o baixo número de transações. Como resultado, o acesso dados

disponíveis para a aplicação deste método é ainda mais restrito do que na aplicação do método de múltiplos de mercado.

A aplicação do método de comparação com transações envolvendo empresas semelhantes também é similar a do método de múltiplos de mercado. A partir das transações realizadas são calculados múltiplos que permitem a estimativa do valor da empresa estudada a partir de suas variáveis econômicas. É importante ressaltar que além dos ajustes que devem ser feitos para o método de avaliação por múltiplos de mercado, ainda é necessário levar em consideração o valor de ativos não operacionais nas transações comparáveis, como imóveis ou terrenos, a serem devidamente descontados dos valores totais envolvendo as transações.

Abordagens baseadas na avaliação dos ativos da companhia

O método de avaliação baseado na avaliação dos ativos da companhia é muitas vezes confundido com o simples ato de encontrar o valor contábil da empresa. Entretanto, dependendo do tipo de valor que se busca na análise, as quantidades obtidas podem ser extremamente diferentes da encontradas nos demonstrativos financeiros.

O valor contábil da empresa, de acordo os princípios contábeis geralmente aceitos (GAAP, do inglês *generally accepted accounting principles*), é calculado de acordo com princípio do custo histórico. De maneira simples, os ativos são contabilizados de acordo com o que custaram na sua aquisição e, no caso de se desgastarem, são devidamente depreciados. Isto permite conservadorismo e consistência na elaboração dos demonstrativos financeiros da empresa.

Entretanto, quando se avalia financeiramente uma empresa, na maioria dos casos se busca um tipo de valor atual de seus ativos, de acordo com as definições de valor apresentadas anteriormente. De acordo com a abordagem aqui apresentada, é necessário, portanto, reavaliar os ativos enumerados nos balanços da empresa individualmente ou em grupo de acordo com a definição de valor escolhida para que se chegue a uma conclusão sobre o valor total da companhia. Adicionalmente, é necessário frisar que muitos dos ativos mais importantes para uma empresa não estão presentes em seus demonstrativos financeiros. É o caso dos ativos intangíveis, como valor da marca, relacionamento com clientes e fornecedores, capital humano, entre outros, que também devem ser avaliados.

Quando se busca o valor do patrimônio líquido da companhia, a dívida da empresa também deve ser reavaliada para que somente então o avaliador possa se valer da identidade contábil já apresentada anteriormente para chegar ao resultado desejado.

Metodologia

Segue abaixo um roteiro elaborado por Pratt, Reilly e Schweihs (2002) para realizar a avaliação baseada na avaliação dos ativos da companhia:

Obter ou desenvolver um balanço da empresa fundamentado nos GAAP: este é o primeiro passo e que possui extrema importância dado que o método de avaliação se baseia neste demonstrativo contábil, que deve, portanto, apresentar informações precisas, completas e coerentes.

Identificar os ativos e passivos a serem reavaliados: é necessário determinar quais dos ativos e passivos possuídos pela companhia possuem valor diferente do apresentado no balanço patrimonial da empresa para que se possa seguir com a avaliação.

Identificar ativos e passivos que não estão no balanço e que devem ser avaliados: devem ser identificados os ativos intangíveis que possuem valor para a empresa, bem como dívidas que não foram apresentadas no balanço patrimonial. Como exemplos de ativos intangíveis podem ser mencionados valores de marcas, carteira de clientes e posição no mercado; como exemplos de passivos que não estão presentes no balanço patrimonial podem ser mencionadas contingências legais e ambientais que a empresa possua.

Avaliar os itens descritos acima de acordo com a definição de valor escolhida: O próximo passo é constituído pela avaliação dos itens identificados nos passos anteriores de acordo com o conceito de valor que é buscado.

Construir um novo balanço com estes valores, que servirá de base para a avaliação: o último passo da avaliação consiste em elaborar um novo balanço patrimonial para a empresa, composto por todos os itens reavaliados e não reavaliados (se existirem) que será utilizado como referência na busca do valor da empresa. Depois dos novos valores serem atribuídos, é possível calcular o valor do patrimônio líquido da empresa através do uso da identidade contábil.

Os ativos devem ser avaliados de acordo com uma ou mais entre três abordagens descritas abaixo:

Abordagem por custos: baseia-se no princípio econômico da substituição, segundo o qual nenhuma pessoa pagaria mais por um ativo do que o preço para adquirir um ativo semelhante de utilidade comparável.

Abordagem de capitalização de receitas: baseia-se no desconto a valor presente dos fluxos financeiros que podem ser gerados pelo ativo em estudo.

Abordagem por vendas comparáveis: é baseado na existência de eficiência dos mercados e de oferta e demanda. Nestas condições, um indicativo eficiente do valor de um ativo é seu valor de mercado. Freqüentemente são necessários ajustes aos valores obtidos, como, por exemplo, ajustes em função da idade do ativo.

Esta avaliação obviamente envolve um altíssimo grau de complexidade, necessidade de informações e aplicação de recursos, de forma que se mostra uma alternativa não muito comum quando se avalia investimentos em IPOs de empresas.

Particularidades da Avaliação de Empresas em Estágio Incipiente de Crescimento

Introdução

Este item tem por objetivo descrever algumas particularidades da avaliação de empresas em estágio incipiente de crescimento, dado que muitas das empresas que visam abrir seu capital a partir de uma oferta primária ou secundária de ações se encontram neste estágio ou possuem características semelhantes às de empresas que se encontram neste estágio, devendo estes importantes aspectos ser considerados na avaliação. É importante ressaltar, entretanto, que no Brasil, devido ao estágio incipiente em que o mercado de capitais se encontra, grande parte dos IPOs realizados ainda são ofertas de empresas em um estágio mais avançado do seu crescimento.

A definição de empresas em estágio de crescimento incipiente adotada aqui leva em consideração os conceitos apresentados por Hooke (1998), segundo os quais as indústrias passam por diferentes fases, sendo cada uma delas associada a um diferente grau de desempenho para as empresas atuantes neste setor. Estas fases são: pioneirismo, crescimento, maturidade e declínio. Segue abaixo esquema ilustrativo do conceito:

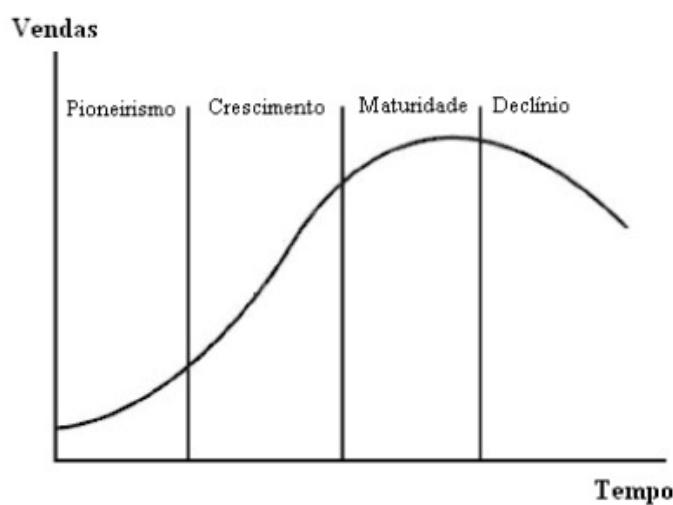


Ilustração 10 - Ciclo de vida de uma determinada indústria
Fonte : Hooke (1998)

Pioneerismo: neste primeiro estágio, a aceitação do produto ou serviço oferecido na indústria ainda é incerta e há indecisão com relação à melhor estratégia a ser adotada pelas empresas que atuam no setor. Altos investimentos são necessários e geralmente as empresas

ainda não geram lucros contábeis ou econômicos. É um período onde o risco do investimento é maior.

Crescimento: nesta fase, o produto ou serviço oferecido já foi bem aceito. A boa execução da estratégia escolhida leva a um grande aumento das vendas e dos lucros, resultando para as empresas líderes em taxas de crescimento maiores do que as da economia como um todo.

Maturidade: nesta fase, o crescimento da indústria já está aquém do crescimento global da economia. O mercado para este setor já se encontra saturado. Retornos se tornam estáveis e oportunidades de crescimento acima da média advém principalmente da consolidação através de fusões ou aquisições e aumentos significativos de *market-share*.

Declínio: nesta fase, mudanças nas necessidades dos clientes e nas tecnologias disponíveis acarretam na redução dos produtos ou serviços oferecidos pela indústria. As margens de lucro das empresas diminuem, o que resulta em uma maior consolidação no setor, na reinvenção das empresas atuantes nesta indústria e na falência de empresas.

A análise de fases pode ser feita considerando empresas individualmente no lugar de indústrias, e os resultados obtidos são semelhantes. Para empresas novas, em geral os riscos são maiores, investimentos significativos são necessários e geralmente não há ou há pouca geração de lucros. Em seguida, se a empresa continuar ativa, ela possivelmente passará por uma fase de prosperidade na qual suas margens começarão a aumentar. Depois deste período de crescimento, no caso da empresa não se reinventar, possivelmente, devido à competição crescente e à mudanças nas necessidades dos clientes, o faturamento e os lucros da empresa se estabilizarão e eventualmente cairão.

É importante ressaltar que, a rigor, uma empresa em estágio incipiente de crescimento pode se encontrar em uma indústria que esteja em qualquer fase entre as mencionadas anteriormente, embora seja mais raro encontrar empresas novas em indústrias nas fases de maturidade ou especialmente declínio.

É intuitivo perceber que aportes de capital têm importância vital para o desenvolvimento de determinada empresa, setor ou economia, especialmente quando esta se encontra nos estágios incipiente ou crescimento. Parte do capital necessário para fomentar este crescimento pode ser originada através das próprias atividades da empresa, mas freqüentemente, devido a fatores como ciclicidade dos negócios, necessidades de grandes aportes de capitais por diversos motivos, como aquisições estratégicas ou grandes investimentos, e alterações na estrutura de capital (amento ou diminuição da alavancagem), as

empresas buscam recursos de terceiros, os investidores. Estes recursos podem ser obtidos através de participações no capital da empresa ou da aquisição de novas dívidas.

Os objetos de estudo do presente trabalho podem ser empresas que se encontram no início da fase de crescimento. Neste contexto, as avaliações são mais difíceis de serem realizadas, dado que ainda há incertezas com relação aos resultados possíveis da estratégia competitiva adotada, em muitos casos ainda em desenvolvimento. Por isso, a avaliação financeira de um negócio nesta condição depende de premissas que são originadas a partir de diversas estimativas e suposições, o que freqüentemente acarreta na percepção de diferentes valores pelas partes interessadas na avaliação da empresa. É, portanto, de suma importância que durante o processo de avaliação todas estas premissas, além de bem fundamentadas, sejam bem explicadas e justificadas. O gráfico abaixo ilustra os conceitos apresentados até o momento.

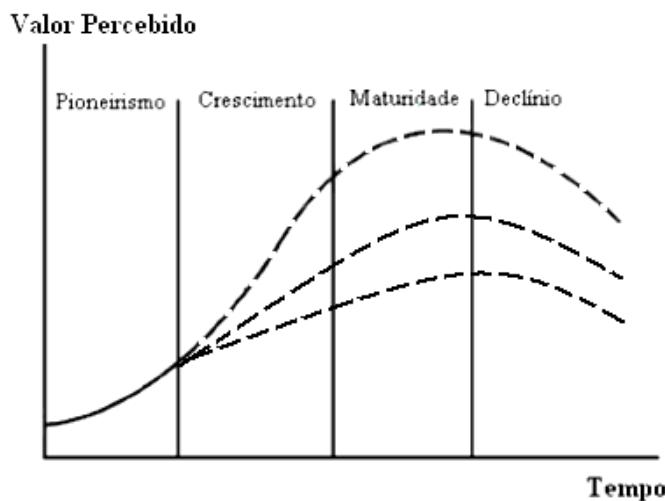


Ilustração 11 - Impacto de diferentes premissas na avaliação de uma empresa em estágio incipiente de crescimento
Elaborado pelo autor

Diferenças relativas à percepção e expectativas de valor da empresa sob avaliação entre investidores e tomadores de recursos ocorrem com freqüência quando se avaliam empresas que se encontram nos primeiros estágios de crescimento. De acordo com Damodaran (1998) estas variações nos valores percebidos se dão devido principalmente a incertezas nos modelos de avaliação decorrentes da existência de lucros contábeis negativos e da ausência de dados históricos e de empresas comparáveis ou em fases mais adiantadas do ciclo de vida, acarretam em um descasamento entre a oferta e a demanda por negócios de compra ou venda e financiamento de empresas.

No específico caso da avaliação de investimentos em IPOs, isso pode resultar em um descasamento entre a oferta e a demanda por papéis de uma empresa a um preço determinado. Uma avaliação eficaz por parte dos vendedores da empresa e dos potenciais compradores resultaria em um preço mais justo por estes papéis.



Ilustração 12 - Descasamento entre oferta e demanda
Elaborado pelo autor

Uma análise crítica do conteúdo apresentado até o presente momento denota a necessidade de adaptações aos métodos de avaliação qualitativa e quantitativa convencionais quando o objeto de análise é uma empresa em estágio incipiente de crescimento. O intuito deste subitem é listar algumas das particularidades de empresas neste estágio de crescimento que fazem com que este cuidado especial na adaptação de métodos de avaliação seja necessário.

O material de referência para a listagem e explanação destas características é o livro de Pratt, Reilly e Schweihs (2002) que, apesar do enfoque na avaliação quantitativa, apresenta conclusões valiosas acerca das diferenças entre empresas que estão em estágio incipiente de crescimento e empresas que já estão em uma fase mais avançada de seu desenvolvimento.

Claramente, existem diversas diferenças entre empresas nos primeiros estágios de crescimento e empresas já consolidadas, independente das suas áreas de atuação. Apesar de muitas vezes serem ignoradas por analistas que, de forma ingênua, aplicam a mesma metodologia da mesma forma para dimensionar o valor negócios de diferentes portes e em diferentes estágios de desenvolvimento, estas diferenças têm um importante papel na avaliação qualitativa e quantitativa das empresas.

Segundo os autores, as diferenças entre as empresas em estágio incipiente de crescimento e as outras empresas podem ser classificadas em três grupos: diferenças operacionais, diferenças relativas às transações a que as empresas estão sujeitas e diferenças relativas às dinâmicas dos mercados nos quais as empresas se encontram. Estas diferenças serão apresentadas em maior detalhe nos itens seguintes.

Diferenças Operacionais

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), o analista deve considerar as diferenças nas estruturas organizacionais e entre as práticas contábeis, financeiras e gerenciais de empresas já consolidadas ou em estágio incipiente de crescimento. Estas diferenças afetam a disponibilidade de dados e, portanto, o processo de avaliação das empresas.

Em geral, empresas em estágio avançado do seu desenvolvimento têm a sua disposição uma grande quantidade de meios de financiamento, característica que não é comum a empresas em estágio incipiente de crescimento. Isto acarreta no uso de meios alternativos de financiamento como, por exemplo, capital próprio dos donos do negócio. Por causa disso, em muitos casos é comum o uso de propriedades e garantias pessoais dos acionistas das empresas, o que freqüentemente prejudica pequenos negócios quanto às suas habilidades de perseguir financiamentos para estratégias de crescimento ou outras decisões estratégicas de custo elevado.

Outra diferença importante entre empresas em diferentes estágios de desenvolvimento é que, geralmente, no caso das empresas consolidadas a remuneração dos acionistas das companhias não tem um caráter de salário, mas se manifesta através de dividendos ou outro tipo de distribuição de lucros. No caso de grande parte das empresas em estágio incipiente de crescimento esta distinção não é feita. Este fato está diretamente relacionado à forma segundo a qual as empresas de diferentes portes se organizam, sendo freqüente no caso das pequenas empresas em estágio incipiente de crescimento os acionistas também ocuparem cargos na alta gestão da companhia.

Vale aqui observar que no caso do Brasil isto também acontece em muitas empresas consideradas consolidadas. Entretanto, políticas de governança corporativa e atenção às demandas de acionistas minoritários são cada vez mais freqüentes e a situação mostra que aos poucos se altera.

O quadro apresentado a seguir sumariza as principais diferenças operacionais entre empresas em estágio incipiente de crescimento e empresas já consolidadas e é adaptado do conteúdo apresentado por Pratt, Reilly e Schweihs (2002).

Fator	Estágio Avançado	Estágio Incipiente
Disponibilidade de financiamento de dívida	Financiamento de dívidas geralmente é disponível	Financiamentos de dívidas substanciais podem não ser disponíveis e, portanto, meios alternativos de financiamento podem se fazer necessários
Financiamento de dívidas pelo donos	Empréstimos ao negócio geralmente não são providos pelos donos do capital	Freqüentemente os donos do negócio fazem empréstimos ao mesmo
Qualidade da contabilidade	Geralmente os documentos contábeis são preparados de acordo com princípios contábeis e são auditados por contadores independentes	Geralmente os documentos contábeis são preparados internamente e não são sujeitos a auditorias externas
Ocorrência de lucros contábeis e econômicos negativos	Pouco frequente (exceto para cíclicas), pode demonstrar problemas financeiros da empresa no curto prazo	Frequente
Gastos pessoais dos donos	Tipicamente gastos de sócios não são pagos pela empresa	Tipicamente gastos de sócios são pagos pela empresa
Gestão	O negócio tem, provavelmente, membros independentes em seu conselho de administração e em cargos de alta gestão	Freqüentemente todos os membros do conselho de administração e em cargos de alta gestão são sócios da empresa
Transações comerciais	As empresas realizam transações comerciais totalmente separadas das realizadas pelos donos do capital	Freqüentemente as transações comerciais das empresas e dos donos do capital não podem ser facilmente distinguidas
Diversificação dos investimentos	Freqüentemente os donos do capital possuem investimentos além do negócio em questão	Freqüentemente os donos do capital não possuem mais investimentos além do negócio em questão
Transações e interações com os donos do capital	Geralmente há poucas transações ou relações contratuais com os donos da empresa	Freqüentemente os sócios da empresa são também os donos de imóveis e outros ativos utilizados pela mesma
Estrutura de capital	Geralmente o capital provém de fora da empresa, os donos não são empregados da empresa	Geralmente o capital provém de dentro da empresa, os donos são empregados da empresa
Mix de capital	Geralmente os passivos têm significativa importância na estrutura de capital da empresa	Geralmente o patrimônio líquido representa a maior parte do capital da empresa
Custo de capital	Geralmente, quanto maior o tamanho da empresa em uma indústria, menor o seu custo de capital	Geralmente, quanto menor o tamanho da empresa em uma indústria, maior o seu custo de capital

Tabela 1 - Diferenças operacionais entre empresas em diferentes estágios de crescimento
Fonte: adaptado de Pratt, Reilly e Schweihs (2002)

No caso específico das empresas que estão passando por um processo de abertura de capital, os seguintes aspectos devem ser observados:

Disponibilidade de financiamento de dívida e estrutura e custo de capital: muitas das empresas que estão ingressando no mercado de capitais através de uma oferta pública inicial já possuem algum tipo de dívida em seus balanços. Entretanto, as exigências para se ingressar no mercado de capitais, como, por exemplo, a maior disponibilização de informações, facilitam a posterior aquisição de dívida e melhores condições de financiamento. Por isso, estas empresas tendem a apresentar com o tempo melhorias na sua estrutura de capital e redução do seu custo de capital.

Qualidade da contabilidade: conforme mencionado previamente, as empresas que desejam abrir seu capital no Brasil devem atender algumas exigências da CVM e da Bovespa. Dentre elas, está a apresentação dos documentos contábeis auditados para os três últimos períodos fiscais. Isto não é, conforme será mencionado adiante, garantia de que as estas empresas terão seus dados contábeis e sua contabilidade executadas de maneira apropriada em períodos maiores do que este.

Ocorrência de lucros contábeis e econômicos: empresas participando de ofertas públicas iniciais apresentam, em muitos casos, períodos recentes com prejuízos ou baixos lucros e fluxos de caixa que podem inclusive ser negativos. Isto se dá em virtude do caráter incipiente de muitas destas empresas, nas quais um crescente número de investimentos vinha sendo feito. Estes fatores dificultam a avaliação por descontos de fluxos de caixa, que muitas vezes devem ser normalizados para que possuam significância.

Gestão: em muitos casos de IPOs, os controladores da empresa, membros do conselho administrativo, têm participação ativa na gestão da companhia. Em virtude disso, deve ser dada atenção especial às políticas de governança corporativa da empresa, de modo que se verifique se os interesses do conselho de administração e da equipe de gestão estão alinhados com os interesses do acionista minoritário. Vale ressaltar aqui que as empresas que ingressam no Novo Mercado da Bovespa já apresentam alguns mecanismos de defesa ao acionista minoritário, como o *tag along* de 100%, que garante ao acionista minoritário o direito de vender suas ações pelo mesmo valor oferecido aos acionistas majoritários no caso de uma aquisição ou oferta pública de aquisição de ações no mercado.

Diferenças Relativas às Transações

Segundo Pratt, Reilly e Schweihs (2002), cabe ao analista levar em consideração as diferenças relacionadas à maneira como a empresa avaliada seria vendida e onde e como esta companhia seria vendida. Para o caso de avaliação de IPOs, é importante lembrar que a maioria destas particularidades não se aplica, dado que as empresas avaliadas estão buscando exatamente uma maneira de formalizar as transações a que estão sujeitas.

As motivações econômicas dos potenciais compradores são uma das grandes diferenças entre as vendas de empresas em estágio incipiente de crescimento, que geralmente possuem porte menor, e empresas já consolidadas. No caso das empresas já consolidadas, o retorno esperado sobre o investimento ou o retorno sobre o patrimônio líquido são freqüentemente listados como as principais motivações para o negócio. No caso de empresas em estágio incipiente de crescimento, muitas vezes o comprador está “comprando” um emprego e o salário potencial do dono é levado em consideração.

Outro ponto importante a ser ressaltado é que ao passo que na maioria dos casos um grande negócio já consolidado é comprado ou vendido por razões estratégicas, pequenos negócios freqüentemente são comprados ou vendidos por motivo pessoais, como a morte do dono ou a necessidade de dinheiro por parte do(s) sócio(s).

Novamente, o quadro apresentado a seguir sumariza as principais diferenças entre transações financeiras envolvendo empresas em estágio incipiente de crescimento e empresas já consolidadas e é uma adaptação do conteúdo apresentado por Pratt, Reilly e Schweihs (2002).

Fator	Estágio Avançado	Estágio Incipiente
Motivações de potenciais compradores e vendedores	Primariamente econômicas	Freqüentemente pessoal. "Compra" de emprego.
Tipo de corretor	Geralmente banqueiro de investimentos ou analista financeiro participam da transação	Ocasionalmente corretor de pequenos negócios esta envolvido no negócio
Custos da transação	Custos relativamente baixos, como porcentagem do valor final do negócio	Custos relativamente altos se comparados com os custos de transação para grandes negócios
Tempo da transação	Geralmente mais curto	Geralmente mais longo
Fonte de financiamento para a compra	Tipicamente proveniente do comprador e de diversas fontes de financiamento	Freqüentemente fornecida pelo vendedor e de fontes tradicionais de financiamento, como bancos comerciais
Estrutura da transação: ações vs venda de ativos	Geralmente venda de ações	Geralmente venda de ativos
Tipos e numeros de potenciais compradores	Freqüentemente diversos compradores de diversos tipos	Freqüentemente poucos compradores de poucos tipos
Maneira de condução da transação	Venda geralmente exposta ao mercado em âmbito nacional ou supra-nacional	Venda geralmente exposta ao mercado em âmbito regional
Tipo de comprador	O comprador pode ser tanto passivo quanto um investidor profissional	Comprador seria provavelmente um gestor ativo ou concorrente

Tabela 2 - Diferenças entre transações entre empresas em diferentes estágios de crescimento
Fonte: adaptado de Pratt, Reilly e Schweihs (2002)

Para o caso de empresas que estão passando por um processo de abertura de capital vale ressaltar que os últimos documentos fiscais apresentados possivelmente incluem uma parte das despesas para a abertura de capital e devem ser ajustados, devido à natureza não recorrente destes gastos. Quanto aos outros pontos, a empresa se assemelha às características apresentadas para empresas em estágio avançado.

Diferenças Relativas às Dinâmicas dos Mercados

Finalmente, segundo , Reilly e Schweihs (2002), o analista deve considerar também a qualidade e a quantidades dos dados disponíveis para a avaliação, inclusive das informações fornecidas pelo mercado. Estes fatos claramente têm grande influência sobre a metodologia de avaliação selecionada, as análises feitas e as conclusões atingidas. Em geral, as informações disponíveis quando se analisa empresas em estágio de desenvolvimento avançado, alem de serem mais fácil acesso, são auditadas e revistas com maior freqüência.

Diversos destes pontos são importantes quando se avalia IPOs, dado que as empresas em geral não têm um grande histórico de demonstrativos financeiros e, especialmente quando se lida com mercados em desenvolvimento, não existem companhias abertas que atuam no mesmo ramo e se classificam diretamente como “comparáveis” ou mesmo um histórico de transações comparáveis acessível. Segue abaixo uma adaptação conteúdo apresentado por Pratt, Reilly e Schweihs (2002).

Fator	Estágio Avançado	Estágio Incipiente
Disponibilidade de dados acerca da precificação de companhias abertas	Geralmente há dados de companhias abertas disponíveis para análise	Frequentemente dados desta natureza não estão disponíveis publicamente
Disponibilidade de dados acerca de transações como fusões e aquisições envolvendo companhias abertas	Geralmente há dados de companhias abertas disponíveis para análise	Frequentemente dados desta natureza não estão disponíveis publicamente
Qualidade de informações financeiras e operacionais acerca da empresa sob análise, inclusive de histórico de informações	Geralmente disponível em grande quantidade e publicamente	Frequentemente não disponível publicamente
Qualidade de informações financeiras e operacionais acerca da empresa sob análise, inclusive de histórico de informações	Geralmente disponível material de qualidade satisfatória	Frequentemente não disponível publicamente material de qualidade satisfatória
Listagem e informações detalhadas sobre todos ativos possuídos pela companhia, incluindo estimativas de valor de mercado	Geralmente disponível em grande quantidade e publicamente	Frequentemente não disponível publicamente

Tabela 3 - Diferenças relativas à dinâmica dos mercados entre empresas em diferentes estágios de crescimento (continua)

Fonte: adaptado de Pratt, Reilly e Schweihs (2002)

Fator	Estágio Avançado	Estágio Incipiente
Aplicabilidade de descontos no valor calculado da empresa, como por exemplo alto grau de dependência de empregados, clientes ou fornecedores chave, baixa diversificação da linha de produtos ou serviços oferecidos, falta de diversificação geográfica, entre outros	Geralmente menos aplicáveis	Mais aplicáveis quando comparado a empresas em estágio incipiente de crescimento
Possibilidade de contar com auxílio de profissionais de fora, como consultores, contadores, advogados, entre outros	Extremamente alta e frequente	Baixa e menos frequente
Disponibilidade de informações acerca da indústria, competidores e posição competitiva em que a empresa atua	Geralmente alta, inclusive com possibilidade dos competidores e da indústria se encontrarem em estágio mais desenvolvido, o que aumentaria a disponibilidade de dados desta natureza	Em geral menor do que para empresas em estágio avançado de desenvolvimento
Disponibilidade de informações econômicas de relevância para a empresa sob análise	Geralmente alta, dado que estudos específicos são conduzidos e que aspectos macroeconômicos têm grande impacto sobre as atividades da empresa	Geralmente menor, dado que frequentemente as empresas dependem de fatores econômicos específicos

Tabela 4 - Diferenças relativas à dinâmica dos mercados entre empresas em diferentes estágios de crescimento (conclusão)

Fonte: adaptado de Pratt, Reilly e Schweihs (2002)

No caso específico das empresas que estão passando por um processo de abertura de capital, entretanto, os seguintes aspectos devem ser observados:

Disponibilidade de dados acerca da precificação de companhias abertas, de dados relativos a fusões e aquisições, e de dados sobre a indústria e concorrentes: em muitos casos, as empresas que estão em fase de abertura de capital podem não possuir concorrentes diretos de capital aberto no setor em que atuam. Isto significa a ausência de tanto de dados como de um grupo de análise para a comparação por múltiplos. Estes problemas podem ser

contornados através da pesquisa e comparação com dados de outros países e outros mercados relevantes onde haja informação comparável.

Disponibilidade de informações financeiras e operacionais de qualidade acerca da empresa sob análise, inclusive com histórico: as empresas que estão em processo de abertura de capital geralmente disponibilizam em seus prospectos de oferecimento algumas informações financeiras e operacionais, inclusive porque são obrigadas pela CVM e pela Bovespa. Entretanto, em alguns casos, o histórico destes dados não é muito extenso e de muita qualidade, o que pode dificultar a análise da empresa.

Aplicação Prática do Conteúdo Apresentado

Este item tem como função realizar e explicar uma aplicação prática do conteúdo apresentado anteriormente através da análise de um estudo de caso baseado em uma situação real. O intuito desta parte é do trabalho é solucionar o problema apresentado na sua introdução, que se constitui na determinação de uma abordagem para a avaliação da viabilidade financeira do investimento em uma oferta inicial pública. Para tanto, foi realizada a avaliação financeira de um IPO de uma empresa que foi listada em bolsa no decorrer da realização deste trabalho.

A resolução do problema seguirá a ordem segundo a qual o conteúdo teórico foi apresentado, sendo realizados comentários relativos a esta teoria sempre que necessário.

Definição do Objeto de Estudo

Para definir o objeto do estudo de caso que será apresentado a seguir, foi adotado o critério de escolher uma empresa que possuísse características que pudessem enriquecer a análise e que tivesse sua oferta pública inicial realizada durante o período de execução deste trabalho. Tendo isto em mente, a empresa escolhida para a análise foi a Anhanguera Educacional S.A., empresa do ramo de educação secundária que realizou seu IPO no primeiro semestre de 2007.

A análise desta empresa pode ser muito rica do ponto de vista prático, pois, conforme ficará claro adiante, ela possui algumas características que podem fazer com que sua análise não seja trivial. Entre estas características, podemos citar a ausência de competidores diretos com o capital aberto, a estrutura de capital da companhia, a alta dependência a fatores externos (como regulamentação), entre outros. Antes de continuar a presente avaliação, é necessário compreender no que constitui a oferta analisada.

A Oferta

Para que análise seja possível, é necessário compreender a oferta que está sendo feita. Para isso, é imprescindível buscar algumas informações extremamente importantes, como o tipo de ativo que está sendo ofertado, o tipo de emissão, a quantidade ofertada, o preço da oferta, as datas relevantes, entre outros. Estas informações devem ser obrigatoriamente divulgadas pela empresa no prospecto da oferta, que geralmente pode ser encontrado no *site* da empresa na Internet e sempre pode ser encontrado no *site* da Comissão de Valores Mobiliários (CVM), em versão provisória enquanto a oferta está em análise e em versão definitiva após a oferta ter sido aprovada.

No caso da Anhanguera, a oferta realizada não é muito usual, dado que são ofertadas *units*, e não ações. Neste caso particular, cada *unit* representa um recibo que equivale a uma ação ordinária da empresa acrescida de seis ações preferenciais. Foram ofertadas *units* em função da regulamentação específica para instituições de ensino, que devem apresentar entraves à eventual troca de controle. Se fossem oferecidas ações ordinárias no Novo Mercado da BOVESPA, como é o caso da maioria dos IPOs que ocorreram este ano, estes entraves não existiriam. As *units* oferecem aos seus portadores os seguintes benefícios, semelhantes aos benefícios oferecidos aos portadores de ações e entre eles se destacam:

- direito de voto nas Assembléias Gerais da companhia;
- direito ao dividendo mínimo obrigatório em cada exercício social equivalente a 1% do lucro líquido da empresa;
- em caso de alienação do controle da companhia, os portadores têm direito de alienação de suas *units* de emissão da companhia nas mesmas condições asseguradas ao acionista controlador alienante (100% de *tag-along*);
- os demais direitos assegurados às *units* nos termos previstos no regulamento do Nível 2 da Bovespa, no Estatuto Social da Companhia e na Lei das Sociedades por Ações; e
- atribuição de dividendos integrais, juros sobre capital próprio e todos os outros benefícios que vierem a ser declarados pela companhia a partir da data de liquidação.

A oferta das *units* da Anhanguera é uma oferta mista. Isto significa que serão ofertados tanto recibos de ações que serão emitidas pela empresa para captação de recursos, através de uma oferta primária (o equivalente a 20.000.000 de *units*), como serão ofertados recibos de ações de posse de antigos acionistas, através de uma emissão secundária (o equivalente a 4.750.000 de *units*) que não acarreta em nenhum fluxo de recursos para a empresa.

A oferta constitui uma oferta global. Em outras palavras, as *units* serão emitidos e negociados diretamente na BOVESPA (24.332.500 *units*) e no exterior, como *Global Depository Receipts* (208.750 GDRs), cada um constituindo um recibo que equivale a duas *units*. Complementarmente, o coordenador líder tem o direito a uma opção de subscrever um lote suplementar de *units* ou GDRs equivalente a quinze por cento do total ofertado inicialmente, com o intuito de suprir o excesso de demanda pelos papéis, que pode ser executada até trinta dias após o primeiro dia útil subsequente a data de publicação do inicio da oferta global.

Segue abaixo quadro com a composição do capital social da companhia antes e após a oferta, no caso da opção de *units* e GDRs suplementares não ser executada. FEBR, ou Fundo de Educação para o Brasil, é um fundo de participações gerido pela Pátria Banco de Negócios, Assessoria, Gestão e Participações Ltda., uma instituição com grande experiência na área de *private equity* e que participa ativamente da gestão da Anhanguera. A Viana do Castelo é uma sociedade entre Antonio Luiz Carbonari, José Luis Poli, fundadores da Anhanguera, e seus familiares.

Acionista	Antes da Oferta				Após a Oferta			
	ON	%	PN	%	ON	%	PN	%
FEBR	365,606,855	83.10%	99,035,120	79.30%	362,291,367	78.80%	79,142,192	32.30%
Viana do Castelo	71,422,515	16.20%	8,562,577	6.90%	71,422,515	15.50%	8,562,577	3.50%
Antonio Carbonari Netto	792,556	0.20%	4,755,335	3.80%	612,409	0.10%	3,674,453	1.50%
José Luis Poli	506,670	0.10%	3,040,023	2.40%	384,721	0.10%	2,308,329	0.90%
Alex Carbonari	506,670	0.10%	3,040,023	2.40%	384,721	0.10%	2,308,329	0.90%
Erik Carbonari	991,811	0.20%	5,950,869	4.80%	0	0.00%	3	0.00%
Claudia Maria Fontanesi Poli	76,463	0.00%	458,778	0.40%	57,807	0.00%	346,842	0.10%
Alexandre Teixeira de Assumpção Saigh	5	0.00%	0	0.00%	5	0.00%	0	0.00%
Luiz Otavio Reis de Magalhães	5	0.00%	0	0.00%	5	0.00%	0	0.00%
Olimpio Matarazzo Neto	5	0.00%	0	0.00%	5	0.00%	0	0.00%
Octavio Lopes Castello Branco Neto	5	0.00%	0	0.00%	5	0.00%	0	0.00%
Sergio Vicente Bicicchi	5	0.00%	0	0.00%	5	0.00%	0	0.00%
Outros	0	0.00%	0	0.00%	24,750,000	5.40%	148,500,000	60.70%
Total	439,903,565	100.00%	124,842,725	100.00%	459,903,565	100.00%	244,842,725	100.00%

Tabela 5 - Composição do capital social da companhia antes e após a oferta
Fonte : Anhanguera (prospecto)

O preço de cada *unit*, segundo o coordenador líder, possivelmente seria estabelecido no intervalo entre 14,00 R\$ e 18,00 R\$. Este preço acabou sendo fixado em R\$ 18,00, preço auferido através da realização de um processo de *Bookbuilding*, que reflete o valor pelo qual os investidores institucionais apresentaram suas ordens de aquisição no contexto da oferta. Os valores que servirão de parâmetro para a avaliação financeira do investimento e que deverão ser comparados com o valor intrínseco de cada *unit*, a ser determinado mais adiante no trabalho, entretanto, são os valores do intervalo, dado que durante a época (ver cronograma abaixo) que foi realizada a oferta, estes eram os dados disponíveis.

De acordo com o valor auferido por *unit*, o total de recursos captado pela empresa (levando em conta apenas a emissão primária) foi de 423.225.000,00 R\$, livre de comissões e despesas. Estes recursos, segundo o prospecto da oferta, serão destinados aos seguintes fins:

Fim	%
Potenciais aquisições	49%
Expansão de unidades existentes e abertura de novas unidades	41%
Quitação de dívidas de curto prazo	10%

Tabela 6 - Destinação dos recursos da oferta

Fonte : Anhanguera (prospecto)

A oferta teve como coordenador líder o Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A., como coordenadores da oferta no Brasil os Bancos Banco de Investimentos Credit Suisse (Brasil) S.A. e Banco Merril Lynch de Investimentos S.A. e como coordenadores contratados os bancos ABN AMRO Real S.A., Banco Bradesco S.A. e BES Investimentos do Brasil S.A. – Banco de Investimentos. Os coordenadores da oferta global foram os bancos Credit Suisse Securities (USA) LLC e Merril Lynch, Pierce, Fenner & Smith.

Finalmente, segue abaixo uma reprodução do cronograma geral da oferta, com as datas mais importantes desta, que é disponibilizado no prospecto:

Evento	Data Prevista
Publicação do Aviso ao Mercado	16 de fevereiro de 2007
Disponibilização do Prospecto Preliminar	16 de fevereiro de 2007
Início do Road Show	20 de fevereiro de 2007
Início do Procedimento de Bookbuilding	20 de fevereiro de 2007
Republicação do Aviso ao Mercado	26 de fevereiro de 2007
Início do Período de Reserva (inclusive para Pessoas Vinculadas)	26 de fevereiro de 2007
Encerramento do Período de Reserva Para Pessoas Vinculadas	27 de fevereiro de 2007
Publicação do Comunicado ao Mercado	1 de março de 2007
Início do prazo para desistência de Pedidos de Reserva por Investidores Não - Institucionais	1 de março de 2007
Término do prazo para desistência de Pedidos de Reserva por Investidores Não-Institucionais	7 de março de 2007
Encerramento do Período de Reserva	7 de março de 2007
Encerramento do Road Show	8 de março de 2007
Encerramento do Procedimento de Bookbuilding	8 de março de 2007
Fixação do Preço por Unit	8 de março de 2007
Assinaturas do Contrato de Distribuição e do International Agency and Purchase Agreement	8 de março de 2007
Registro da Oferta Global	9 de março de 2007
Publicação do Anúncio de Início	9 de março de 2007
Disponibilização do Prospecto Definitivo	9 de março de 2007
Início do prazo de exercício da Opcão de Units/ GDSs Suplementares	9 de março de 2007
Início de Negociação das Units da Oferta Brasileira	12 de março de 2007
Data de Liquidação da Oferta Global	14 de março de 2007
Encerramento do prazo de exercício da Opcão de Units /GDSs Suplementares	11 de abril de 2007
Publicação do Anúncio de Encerramento	16 de abril de 2007

Tabela 7 - Cronograma da oferta

Fonte : Anhanguera (prospecto)

O Setor: Educação Superior

Este item tem como função apresentar um panorama do setor de educação superior no Brasil. Para tanto, ele foi dividido em três partes: a primeira é constituída por uma breve descrição dos aspectos regulatórios do setor, em função da sua importância para a compreensão das atividades das instituições de ensino no país; a segunda é constituída por uma comparação do mercado de educação superior no Brasil com os mercados de outros países; finalmente, na terceira é explicada a importância das instituições privadas para o setor.

Vale ressaltar que aqui será dado enfoque ao mercado atendido pela Anhaguera Educacional e pelos seus concorrentes, cujo público alvo é constituído majoritariamente por jovens de baixa-renda que trabalham durante o dia e pretendem cursar a graduação no período da noite. Cursos de pós-graduação também são inseridos na análise, mas representam uma pequena parcela do total.

Certamente, um dos ativos mais importantes para uma instituição de ensino superior é a sua reputação. Entretanto, dentro do universo da análise proposta, que conforme ficará claro a seguir é dominado por pequenas instituições, é raro encontrar escolas reconhecidas ou renomadas. Estas escolas, inclusive, podem ser consideradas pontos fora da curva nesta análise, dado que se encontram em situação semelhante à das escolas públicas, dado que são disputadas por um outro tipo de público.

A Regulamentação

De acordo com a Constituição Federal do Brasil, a educação é um direito de todos os cidadãos e é um dever do Estado e da família. O investimento privado em educação é permitido no país, contanto que as normas e regulamentações aplicáveis sejam cumpridas pelas instituições privadas, que devem ser credenciadas, e que a qualidade dos serviços oferecidos seja avaliada e aprovada pelos órgãos governamentais reguladores. O setor de educação superior obviamente se inclui nestes critérios e está sujeito a diversos riscos (no sentido amplo da palavra) relacionados à alta influência do governo. Para compreender a dinâmica do setor, é necessário conhecer alguns destes órgãos reguladores e suas funções relacionadas ao ensino superior:

Ministério da Educação (MEC): autoridade máxima no ensino superior, tem como funções confirmar as decisões tomadas pelos outros órgãos, além de regulamentar e monitorar o sistema de ensino superior como um todo.

Conselho Nacional de Educação (CNE): órgão consultivo do MEC, composto pela Câmara da Educação Básica e pela Câmara da Educação Superior. Tem como funções principais decidir a respeito dos pedidos de credenciamento de instituições de ensino superior, oferecer suporte ao MEC em suas decisões, aprovar os instrumentos de avaliação para credenciamento de instituições e impor penalidades às instituições de ensino superior, quando necessário. Cada uma de suas câmaras é constituída de doze membros nomeados pelo Presidente da República.

Instituto Nacional de Estudos e Pesquisas Educacionais Anísio Teixeira (INEP): tem como responsabilidades desenvolver os mecanismos de avaliação para credenciamento de instituições, realizar as avaliações das instituições para credenciamento e reconhecimento dos cursos, implementar o Sistema Nacional de Avaliação do Ensino Superior (SINAES), e compilar e realizar a análise dos dados referentes ao ensino superior no Brasil. Seu presidente é nomeado pelo MEC e indicado pelo Presidente da República.

É importante ressaltar a importância do SINAES, que tem como objetivo melhorar a qualidade do ensino superior no Brasil. Os resultados das avaliações são publicados pelo MEC e variam em uma escala de 1 a 5, sendo os resultados acima de 3 considerados satisfatórios. No caso do resultado ser inferior a 3, é firmado um termo de compromisso entre a instituição avaliada e o MEC que inclui as condições insatisfatórias encontradas por meio dos exames feitos, as providências que devem ser tomadas para corrigir estas condições e os

prazos estipulados para a correção. No caso de não-cumprimento destes termos, são impostas penalidades a estas instituições.

Ainda, é importante ressaltar que, para atuar no ensino superior no Brasil, uma instituição de ensino deve ser credenciada no MEC e enquadrada em uma das três categorias abaixo:

Faculdades: instituições que oferecem cursos superiores em mais de uma área do conhecimento. Têm administração e direção específicas e são mantidas por uma única entidade mantenedora. Podem oferecer cursos de graduação convencionais, cursos de graduação tecnológica, cursos de especialização, cursos de mestrado e cursos de doutorado. Faculdades não podem criar cursos novos, abrir novas vagas ou estabelecer novas unidades sem autorização do MEC. Podem ser públicas ou privadas.

Centros universitários: instituições que oferecem cursos de ensino superior, programas de extensão universitária e qualificação para seus professores em mais de uma área do conhecimento. Os centros universitários podem criar, organizar e extinguir cursos, bem como criar ou remanejar vagas nos cursos existentes sem autorização prévia do MEC, contanto que estas atividades sejam realizadas no município onde se encontra a sede do centro universitário. Um terço do corpo docente do centro universitário deve ser composto por mestre e doutores e um quinto deve ser composto por professores que trabalham em tempo integral. Já deve ter operado como faculdade e ter recebido avaliações satisfatórias.

Universidades: instituições que oferecem cursos de ensino superior, programas de extensão universitária, qualificação para seus professores e desenvolvimento de pesquisa institucional em mais de uma área do conhecimento. As universidades podem criar, organizar e extinguir cursos, bem como criar ou remanejar vagas nos cursos existentes sem autorização prévia do MEC, contanto que estas atividades sejam realizadas no município onde se encontra a sede do centro universitário, além de poder solicitar ao MEC o credenciamento de novas unidades e cursos dentro do estado onde se localiza sua sede, em outro município. Um terço do corpo docente do centro universitário deve ser composto por mestre e doutores e um terço deve ser composto por professores que trabalham em tempo integral. Já deve ter operado como faculdade e ter recebido avaliações satisfatórias.

Comparação com Outros Países

Segundo dados do MEC e da UNESCO, o Brasil possuía em 2004 o quinto maior número de estudantes de segundo grau no mundo e o maior na América Latina, com aproximadamente 4.2 milhões de estudantes. Entretanto, uma pesquisa da UNESCO atesta que o percentual de alunos matriculados em função da população em idade teórica de cursar o ensino superior, definida para cada país como a faixa etária entre a idade média de ingresso em cursos de graduação e cinco anos após a idade média de término destes cursos, está entre as mais baixas entre os países com os maiores números de estudantes. Estes dados representam um alto potencial de crescimento no número de alunos. Seguem abaixo gráficos que ilustram estes conceitos:

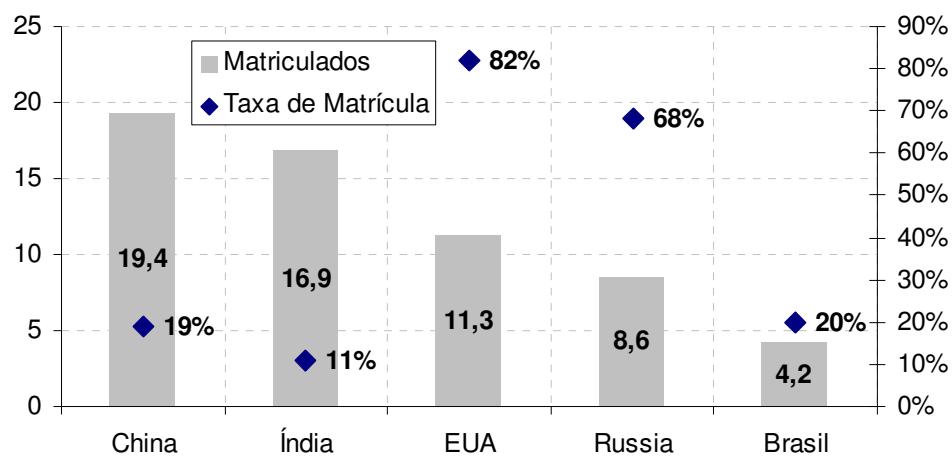


Ilustração 13 - Número de alunos matriculados e taxa de matrícula por país
Fontes: UNESCO, MEC

É importante observar que as taxas de matrícula do Brasil são relativamente menores quando comparadas às taxas dos países latino-americanos, conforme quadro abaixo:

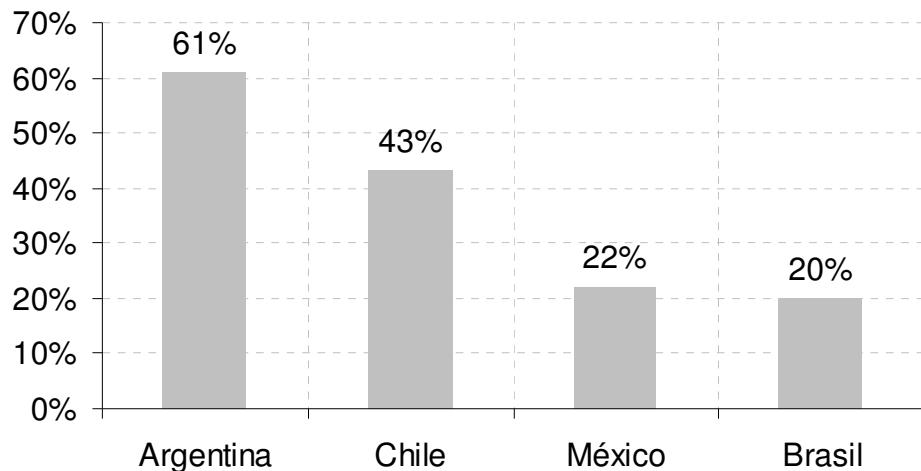


Ilustração 14 - Taxas de matrícula de países latinoamericanos

Fontes: UNESCO, MEC

Como conclusão, é possível perceber que o setor de educação superior no Brasil, além de já possuir dimensões comparáveis aos maiores do mundo, apresenta alto potencial de crescimento, dado a baixa proporção da população que estuda, quando comparada a outros países, especialmente os países vizinhos. Entre os fatores que contribuiriam para aumentar as taxas de matrícula no Brasil, podem se destacar o aumento da renda real dos habitantes do país, e a diminuição das desigualdades sociais.

A Importância das Instituições Privadas

Além do alto potencial de crescimento, o sistema de ensino superior no Brasil exibe um grande paradoxo. O ensino superior público, reconhecido pela sua alta qualidade, geralmente é cursado, em sua maior parte, por alunos com maior poder aquisitivo, que têm melhor condições para se preparar para concorrer às disputadas vagas. Segundo dados do INEP, enquanto na rede privada em 2005 a relação média candidato por vaga foi de 1,3, na rede pública este número era de 7,4. Enquanto isso, os alunos de poder aquisitivo menor geralmente não conseguem ser aprovados nas instituições públicas ao mesmo tempo que se vêem obrigados a ingressar no mercado de trabalho. Com consequência, as pessoas nestas condições que decidem obter seu diploma de graduação freqüentemente ingressam em faculdades privadas, que são em geral menos exigentes em seus processos seletivos e oferecem cursos à noite em uma carga horária mais compatível com as necessidades deste público.

Em função deste paradoxo, o governo federal se encontra em uma situação delicada, dado que atender na rede pública a demanda crescente não é economicamente viável devido aos altos custos que o sistema de universidades públicas já representa para o país. Como resultado, no decorrer dos últimos anos o governo federal tomou algumas iniciativas que tiveram como fim viabilizar a atuação privada no setor de educação superior. Estas iniciativas são voltadas especialmente para lidar com a situação dos alunos de baixa-renda. Entre elas, se destacam:

Plano Nacional de Educação: implementado pelo governo federal em janeiro de 2001 e com prazo de duração até 2011, estabelece uma meta de que até 2010, seja ofertada educação superior à no mínimo trinta por cento da população brasileira entre 18 e 24 anos. Atualmente, esta taxa é de cerca de onze por cento.

Programa Universidade para Todos (PROUNI): instituições privadas sem fins lucrativos já desfrutam de benefícios fiscais há longa data. O PROUNI, instituído em 2004, trouxe este benefício também para as entidades com fins lucrativos. Segundo o programa, instituições que concederem bolsas integrais e parciais a alunos de graduação de baixa renda serão sujeitas à isenção de determinados impostos federais. Para receber os benefícios, as instituições devem cumprir suas obrigações fiscais e oferecer no mínimo uma bolsa de estudos integral para cada 10,7 alunos matriculados regularmente em graduação ou oferecer uma bolsa de estudos integral para cada 22 alunos matriculados regularmente em graduação

mais bolsas de estudo parciais de 25% ou 50% que devem totalizar 8,5% da receita obtida com alunos matriculados regularmente em graduação. Como resultado, a instituição será isenta do pagamento de PIS/COFINS sobre a receita proveniente dos cursos de graduação e do imposto de renda e contribuição social sobre os lucros líquidos provenientes dos cursos de graduação.

Programa de Financiamento Estudantil (FIES): o programa foi criado em 2001 com o intuito de financiar alunos que não podem arcar com os custos totais da graduação. Para receber os benefícios, os alunos devem estar matriculados regularmente em uma instituição que tenha recebido avaliação positiva do MEC. De acordo com o programa, os alunos que forem elegíveis podem ter até 70% do valor total de suas mensalidades financiado pela Caixa Econômica Federal com juros que atualmente são de 9% ao ano, que devem ser pagos trimestralmente. O principal do empréstimo deverá ser pago até um ano após a conclusão do curso.

Em função destas medidas tomadas pelo governo federal e de incentivos da mesma natureza tomados nas esferas estaduais e municipais, em conjunto com o aumento do crédito pessoal decorrente da queda das taxas de juros, com o aumento da oferta de cursos e de instituições de ensino e com a perspectiva de maior renda para profissionais diplomados, que segundo estudo da Hoper Educacional recebem salários em média 171% maiores, espera-se o crescimento significativo de alunos no ensino superior no Brasil, em especial na rede de ensino privado, que deve aumentar sua já grande importância em relação ao número total de estudantes.

Alguns dados conformam esta tendência. De acordo com dados do MEC, do INEP-Edudata Brasil e de estimativas da Hoper educacional, em 2005, dos 4,5 milhões de alunos matriculados no ensino superior no Brasil, somente 1,2 milhão eram atendidos pela rede pública. Ainda de acordo com os dados mencionados, a média entre 2000 e 2005 de alunos da rede privada que estudavam a noite é de cerca de 70%, contra cerca de 37% para a rede pública, o que fortalece o ponto de que um maior número de estudantes que trabalham em período integral na rede privada. Segue abaixo uma tabela com os números reais do INEP entre 1997 e 2005 e estimativas elaboradas pela Hoper Educacional até 2010.

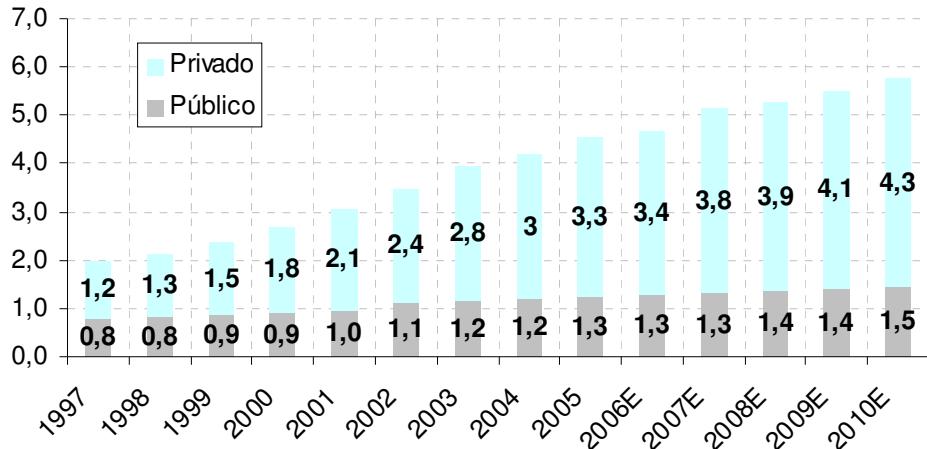


Ilustração 15 - Evolução da participação do setor público e privado no ensino superior no Brasil

Fontes: INEP, Hoper Educacional

Finalmente, é importante mencionar que este mercado onde atuam instituições particulares é altamente segmentado. Apesar de não haver grande disponibilidade de dados acerca deste mercado, dado que salvo a Anhanguera todas as outras redes que atuam no setor não possuem o capital aberto ou não demonstraram interesse por tal assunto, existem alguma informações divulgadas pelos órgãos reguladores que confirmam esta afirmação.

De acordo com o INEP, em 2006 existiam mais de 2.140 instituições privadas que forneciam cursos superiores, contra 1.934 instituições em 2005 e 1.770 em 2004, o que representa um crescimento médio anual de quase dez por cento. Com relação ao *market share* destas empresas, é possível observar uma alta fragmentação no mercado, dado que em 2004, ultima data com dados deste caráter disponíveis no site do INEP, as vinte maiores instituições particulares concentravam 25% dos alunos, enquanto os outros alunos se dividiam entre as instituições restantes.

As Cinco Forças Competitivas de Porter

Neste item, será realizada a análise das cinco forças competitivas de Porter para o setor de educação superior privada no Brasil, tendo como base o panorama apresentado no item anterior.

Baixas barreiras à entrada de novos competidores

Levando em conta os dados apresentados, é fácil perceber que as barreiras à entrada de novos competidores no setor são baixas. As economias de escala, embora possam ser um diferencial para as grandes instituições, não apresentam uma barreira à entrada de novos competidores, dado que a indústria é altamente fragmentada e os pequenos concorrentes correspondem a uma parcela grande do mercado. As necessidades de investimento, lembrando mais uma vez a grande presença das pequenas instituições, em geral também não são significativamente altas e não representam uma barreira significativa à entrada.

Também deve ser levado em conta o aspecto regulatório, segundo o qual todas as instituições devem ser credenciadas e ter seus cursos de graduação autorizados pelo MEC através de uma avaliação que considera aspectos como o projeto pedagógico, número de alunos, listas de professores, entre outros. O grande número de instituições particulares existente e a baixa qualidade global do ensino, entretanto, revelam que a análise para a aprovação de novos cursos não é muito criteriosa e não apresenta uma barreira significativa à entrada de novos competidores. Esta situação pode mudar no futuro, caso haja uma maior e mais criteriosa fiscalização governamental no que diz respeito à qualidade dos cursos oferecidos, o que não deve acontecer no curto-prazo.

Baixo poder de barganha dos fornecedores

Em virtude da natureza do serviço prestado e da estrutura de custos das instituições que atuam no setor, é possível perceber que seus maiores fornecedores são os professores e outros profissionais que atuam nestas instituições. Tendo estes aspectos em mente, é possível analisar separadamente o poder de barganha de cada uma destas classes de profissionais:

Professores: possuem em geral baixo poder de barganha, devido à força relativa das grandes instituições de ensino, que terminam por padronizar os salários de professores e, por menos apropriado que seja, muitas vezes se focam em custo ao invés de qualidade. Este efeito se propaga para as pequenas instituições. Quando se consideram instituições de ensino que priorizam a qualidade de ensino, entretanto, este poder de barganha passa a ser maior.

Prestadores de serviços (limpeza, manutenção, segurança, etc...): possuem baixo poder de barganha devido ao baixo nível de qualificação necessário para desempenhar as funções cotidianas e ao excesso de oferta de profissionais destas classes no mercado brasileiro. Os profissionais são facilmente substituíveis.

Fornecedores de materiais: neste ponto, vale lembrar que os materiais didáticos recomendados aos alunos não são, na maioria dos casos, fornecidos pelas instituições de ensino e representam um custo adicional para os alunos. Quando os materiais são fornecidos, o seu custo geralmente é repassado para os alunos através da mensalidade. Os gastos com outros materiais, por sua vez, representam em geral uma parcela pequena das despesas totais das instituições e não apresentam caráter de materiais únicos ou essenciais, podendo ser comprados de diversos fornecedores. Uma exceção pode ser feita para equipamentos técnicos e materiais específicos (como material de laboratório) que, entretanto, não são representativos no universo global avaliado.

Moderado poder de barganha dos compradores

Os clientes do setor, os alunos, possuem poder de barganha moderado com relação às instituições de ensino. Se por um lado o fator do preço da mensalidade tem grande importância na escolha da faculdade, especialmente quando se leva em consideração o público-alvo de instituições como a Anhanguera, a variedade dos cursos oferecidos, sua qualidade e a localização das unidades também são fatores-chave na escolha da instituição, que diminuem este poder de barganha do aluno.

Adicionalmente, a presença de serviços substitutos é baixa, conforme será discutido posteriormente, e os alunos geralmente não se concentram e individualmente não representam parte significativa das receitas das instituições, características que configuram um baixo poder de barganha a estes consumidores.

Alta competitividade

Conforme mencionado anteriormente, existe um grande número de instituições privadas, grandes e pequenas, na disputa por alunos. O preço das mensalidades é somente um dos fatores afetados por este embate, sendo a busca por melhor qualidade, por melhores localizações e os gastos com publicidade e divulgação também influenciados pela alta competitividade no setor.

Um fator importante que contribuí para aumentar a competitividade no setor é exatamente a baixa qualidade e diferenciação, em geral, dos serviços oferecidos. Com um

nível baixo de qualidade no serviço prestado, os consumidores se vêem menos suscetíveis ao apelo da marca ou do nome da instituição de ensino e passam a priorizar outros aspectos quando escolhem onde estudar.

Deve ser observado aqui também que os fatores que proporcionam baixas barreiras à entrada de novos competidores também ajudam a intensificar a competição no setor, uma vez que o grande número de instituições de ensino e cursos criados a cada ano agrava a competitividade existente entre os concorrentes que já atuavam no setor.

Baixa ameaça de substitutos

Apesar de ser difícil a comparação e de praticamente não serem encontrados substitutos diretos para os serviços oferecidos pelo setor, foram considerados como substitutos os seguintes serviços, para efeito de análise:

Serviços de educação à distância: serviços de educação à distância podem ser considerados como substitutos aos serviços oferecidos pelas instituições de ensino convencionais. Entretanto, não apresentam uma ameaça à indústria porque geralmente oferecem qualidade reconhecidamente inferior e ainda são desacreditados pelo público geral. Em função disso, ainda não representam parcela significativa do mercado total analisado.

Serviço militar: o serviço militar pode ser encarado como uma alternativa ao estudo superior, especialmente quando se analisa o mercado voltado para o estudante de baixa-renda. Entretanto, este serviço não se apresenta como um grande substituto, dado que não atinge o mesmo universo de potenciais clientes, como deficiente físicos ou mulheres, que por questões sócio-culturais não possuem interesse significativo pelo serviço militar mas por outro lado já representam a maior parte dos alunos do ensino superior.

A Empresa: Anhanguera Educacional S.A.

Este item tem por objetivo apresentar a Anhanguera Educacional S.A., se aproveitando para tanto do contexto do setor, apresentado anteriormente. Para tanto, o item foi dividido em cinco partes: a primeira é constituída pela descrição de um breve histórico da empresa; a segunda é constituída por uma breve descrição de como a empresa se encontra hoje; na terceira parte, são discutidas as estratégias adotadas pela empresa; na quarta parte, é realizada a análise da definição da estratégia competitiva da empresa; finalmente, na quinta parte são avaliadas a formulação e a adequação da estratégia competitiva da Anhanguera.

É importante ressaltar que a durante o período de análise a empresa, como acontece freqüentemente quando se analisa IPOs, se encontrava em período de silêncio imposto pela CVM. Portanto, o contato direto com a empresa não se mostrou uma alternativa factível. A maioria das informações aqui presentes, portanto, é fundamentada no conteúdo disponível no *site* da empresa e no prospecto da oferta, inclusive nos demonstrativos financeiros, que seguem anexos ao trabalho.

Histórico

A Anhanguera Educacional S.A. é uma instituição de ensino relativamente jovem. A escola foi fundada pelos professores Antônio Carbonari e José Luis Poli em 1994 em Leme, no interior Paulista. Entre 1994 e 2003, a empresa se expandiu para mais cinco cidades do interior paulista, se aproximando da marca de 10,000 alunos matriculados. Em 2003, as instituições que compunham a Anhanguera foram convertidas em instituições com fins lucrativos e no mesmo ano a entidade mantenedora da Universidade Anhembi-Morumbi tornou-se acionista da companhia.

Em 2005, este grupo trocou sua participação na Anhanguera por uma participação em um fundo de *private equity* gerido pelo Pátria, que passou a participar ativamente da gestão da empresa. Entre 2003 e 2006 foram investidos mais de cento e vinte milhões de reais no negócio. No ano de 2006, a empresa inaugurou mais uma unidade e adquiriu dois campus, totalizando uma capacidade de 30,000 alunos nas treze unidades da empresa espalhadas por dez cidades. Além destas unidades, a empresa possuía seis unidades na fase de implantação na data da oferta. Segue abaixo figura retirada do *site* da companhia onde se identifica a localização de todas estas unidades:



Ilustração 16 - Cidades onde a Anhanguera possuía unidades na data da oferta
Fonte : Anhanguera ([website](#))

A Empresa Hoje

A Anhanguera Educacional S.A. é hoje uma das maiores instituições com fins lucrativos que atuam no setor de ensino superior no Brasil. A empresa, no momento do IPO, oferece quarenta e oito modalidades de cursos superiores distribuídos em suas treze unidades, sendo a maior parte destes cursos de graduação com duração que varia entre três e cinco anos.

A meta da empresa é oferecer ensino de qualidade a preços baixos a seus alunos. Os alunos da Anhanguera são, em geral, jovens de baixa-renda que trabalham durante o dia e estudam no período noturno. Segundo pesquisa interna realizada pela empresa, do total de alunos da Anhanguera adicionados de 15.731 candidatos que prestaram o vestibular em dezembro de 2006, mais de 83% trabalham, mais de 74% freqüentaram escolas públicas no ensino médio e mais de 64% vivem com renda mensal familiar de até 1.500,00 R\$. Segue abaixo um quadro com a evolução do número de alunos da empresa nos últimos anos:

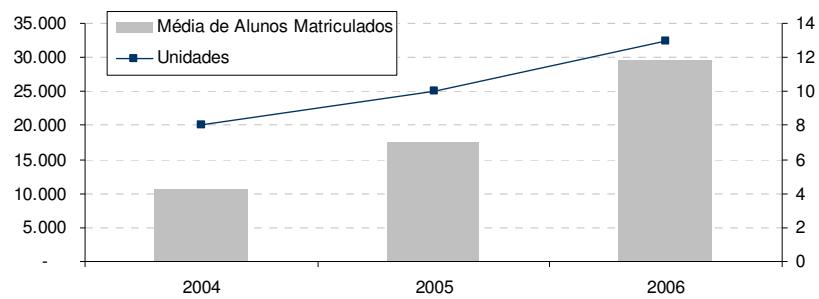


Ilustração 17 - Evolução do número de alunos matriculados e de unidades

Fonte : Anhanguera (prospecto)

Estratégias da Empresa

A empresa acredita que quatro fatores são determinantes para alunos e potenciais alunos na escolha da instituição de ensino superior: a variedade de cursos oferecidos, a localização das unidades, o preço das mensalidades e a qualidade do ensino oferecido. A preocupação com estes pontos se reflete nas estratégias adotadas pela empresa para atingir sua meta de oferecer ensino de qualidade a um preço baixo para um número cada vez maior de alunos.

Com relação à variedade de cursos oferecidos, já foi mencionado que na data da oferta a empresa oferece quarenta e oito cursos, na sua maioria cursos de graduação, ramo em que se foca por acreditar que apresenta o maior potencial de crescimento. Além disso, o portfolio de cursos oferecidos pela Anhanguera é constantemente reavaliado em com base em pesquisas de mercado, da demanda específica de cada região em que atua, do desenvolvimento econômico destas regiões e dos cursos oferecidos pelos concorrentes.

Curso	Média de Alunos Matriculados	%	Duração em Meses	Mensalidade
Humanas	Administração de Empresas	8.424	28,5%	48
	Direito	2.008	6,8%	60
	Comunicação	1.383	4,7%	48
	Ciências Contábeis	1.171	4,0%	48
	Letras - Português e Inglês	776	2,6%	36
	Pedagogia	957	3,2%	36
	Outros	253	0,9%	48
Exatas	Ciência da Computação	1.545	5,2%	48
	Engenharia	4.221	14,3%	60
	Sistemas da Informação	496	1,7%	48
Saúde	Enfermagem	1.409	4,8%	48
	Fisioterapia	1.234	4,2%	48
	Medicina Veterinária	877	3,0%	60
	Educação Física	208	0,7%	60
	Psicologia	475	1,6%	48
	Outros	167	0,6%	36 – 60
Outros	Graduação Tecnológica	3.263	11,0%	24 – 30
	Pós-graduação	519	1,8%	12
	Extensão	195	0,7%	n/a

Tabela 8 - Cursos oferecidos pela Anhanguera
Fonte : Anhanguera (prospecto)

Quanto à localização das novas unidades, a empresa procura construir novas faculdades ou realizar aquisições em regiões selecionadas através de extensivas análises que compreendem diversos fatores, como estudos demográficos que verificam a presença do

público alvo nestas regiões, a atuação de competidores na região, a presença de redes de transporte público e facilidade de acesso ao local, a taxa de penetração do ensino superior no local, entre outras. Como resultado, a empresa vê atualmente mais de oitenta cidades no Brasil que apresentam potencial para a implementação do seu modelo de negócios.

Com relação aos preços das mensalidades, a Anhanguera utiliza uma estrutura de custos enxuta, baseada na centralização das atividades operacionais, administrativas, de controle e planejamento e pedagógicas, aliada à de ganhos em economias de escala. Isto permite que a empresa cobre mensalidades em média menores do que as cobradas pelos seus concorrentes. As mensalidades, inclusive, são determinadas em função da estrutura de custos de cada curso e dos valores cobrados pela concorrência nos locais próximos de cada uma das unidades. A empresa ainda oferece redução de custos aos estudantes através do Programa Livro Texto, que compreende oferecer aos alunos livros texto personalizados com preços até 85% menores do que os praticados em livrarias, e que se faz possível em função da padronização dos métodos de ensino realizada pela empresa. Segue abaixo um quadro com o custo das mensalidades do curso de administração de empresas noturno da Anhanguera em comparação aos custos das mensalidades das suas maiores concorrentes diretas, que atuam nas mesmas regiões:

Mensalidades - Administração Noturno - 1º semestre de 2007	Mínimo	Máximo	Média
AESA	311	449	388
Uniban	439	439	439
Uninove	n/a	n/a	456
Unip	n/a	n/a	705

Tabela 9 - Mensalidades das maiores concorrentes da Anhanguera

Fontes: Anhanguera (prospecto), websites das universidades

Com relação à qualidade dos cursos oferecidos, a Anhanguera adota uma política de centralização e unificação do projeto pedagógico de todos os seus cursos, que são desenvolvidos através de reuniões do corpo docente com assessores pedagógicos na sede da empresa, em Valinhos. A empresa ainda possui dois programas internos de controle da qualidade do ensino, o Programa de Avaliação Interna a Pesquisa da Importância e Satisfação dos alunos. Além disso, os alunos do primeiro ano que apresentam dificuldades devido à baixa qualidade da sua formação acadêmica, podem realizar cursos gratuitos de nivelamento acadêmico. Os alunos que continuarem a apresentar deficiências de ensino no decorrer dos outros anos podem participar de cursos pagos de recuperação. De acordo com a empresa,

estas políticas contribuem tanto para a melhoria da qualidade dos cursos como para a maior retenção dos estudantes. Segue abaixo um quadro com o desempenho nas avaliações do MEC entre 2003 e 2005 da Anhanguera em comparação ao desempenho das suas maiores concorrentes diretas:

Média das Notas do Provão (2003) e do ENAD (2004 e 2005)	2003	2004	2005
AESA	3,67	3	2,8
Uniban	2,29	2,94	2,47
Uninove	2,74	3,2	2,67
Unip	2,46	3,14	2,74

Tabela 10 - Notas do Provão e do ENAD das maiores concorrentes da Anhanguera
Fontes: Anhanguera (prospecto), MEC

Tendo estes conceitos em mente, a empresa visualiza o crescimento de suas operações principalmente em duas frentes:

Crescimento orgânico: a empresa procura crescer organicamente através da construção de novos campus e do aproveitamento do potencial de expansão dos campus existentes. O tempo que uma unidade nova leva para atingir sua maturidade varia entre três e cinco anos e as unidades novas possuem entre capacidade de acolher entre 2000 e 7000 alunos. Das treze unidades operadas na data da oferta, seis não haviam atingido a maturidade.

Crescimento através de aquisições: a empresa pretende utilizar sua experiência positiva em aquisições passadas e parte dos recursos provenientes da oferta para adquirir unidades de outras faculdades em locais estratégicos. Após as aquisições, estas unidades devem passar por um período de adaptação aos padrões da Anhanguera.

Definição da Estratégia Competitiva

Conforme mencionado anteriormente, a empresa se foca em oferecer aos seus alunos ensino de qualidade a preços acessíveis. Esta estratégia claramente busca atender a um mercado amplo e com alto potencial de crescimento, que é composto por jovens de baixa-renda que trabalham de dia e pretendem cursar o ensino secundário à noite. A empresa oferece uma vasta gama de cursos para estes potenciais alunos, sendo inclusive analisada periodicamente a possibilidade de criação de novos cursos para atender a demandas significativas.

Ao mesmo tempo em que a empresa está ciente da importância que o preço da mensalidade tem para estes alunos e potenciais alunos durante a escolha da faculdade que cursarão futuramente, ela também se preocupa em oferecer um serviços de qualidade para estes alunos, dado que este fator também é levado em conta na análise. A empresa, portanto, busca se diferenciar ao mesmo tempo por preço e qualidade.

A análise desta estratégia não se enquadra diretamente nos conceitos apresentados por Porter, tendendo mais para o tipo de análise defendido por Prahalad e Hamel. A empresa, relativamente nova, buscou reinventar o conceito de educação superior privada no país, tentando oferecer para seu público alvo um ensino focado em qualidade e custos baixos, buscando diversas vantagens competitivas. Os gestores perceberam que, apenas oferecer baixas mensalidades não era suficiente, dado que competiam e competem com diversos *players*, sendo alguns deles inclusive maiores do que a própria Anhanguera.

Isto se mostrou uma competência estratégica para a empresa, dado que agora ela isto permite a ela atuar em um mercado maior do que o mercado onde competia com outras faculdades focadas em baixos custos, passando a atender também clientes preocupados com a qualidade do ensino. Movida por esta estratégia, a Anhanguera mostrou que sua motivação estratégica é, no longo prazo, se tornar a maior empresa do setor educacional no Brasil. O pioneirismo representado por ser a primeira empresa do setor a abrir o capital no Brasil, apesar de ser relativamente jovem quando comparada aos seus concorrentes, é reflexo desta atitude.

Formulação e Adequação da Estratégia Competitiva

Neste item serão descritos os fatores internos e externos à companhia que contribuem para a formulação da sua estratégia competitiva. Como fatores internos temos os pontos fortes pontos fracos e valores dos implementadores da estratégia da companhia e como fatores externos temos as oportunidades, ameaças e expectativas da sociedade.

Pontos fortes

Estrutura de custos eficiente: conforme mencionado anteriormente, a centralização dos custos da companhia, aliada às economias de escalas atingidas, permite à Anhanguera possuir uma estrutura de custos eficiente. Em função desta eficiência operacional, a empresa pode oferecer aos seus alunos mensalidades mais baixas do que as oferecidas pela concorrência de maneira geral.

Qualidade superior à da média: a atuação conjunta do corpo docente com os assessores pedagógicos e o projeto pedagógico unificado da Anhanguera, bem como o controle de qualidade interno estabelecido pelo Programa de Avaliação Interna e pela Pesquisa da Importância e satisfação dos alunos, resultaram na colocação favorável da empresa nos exames de avaliação do MEC quando comparada com seus principais concorrentes. Conforme mencionado anteriormente, os melhores resultados do ensino oferecido nas avaliações do MEC e o preço das mensalidades na média abaixo do dos competidores coloca a Anhanguera em uma posição privilegiada nos mercados em que atua.

Modelo padronizado: devido às características já mencionadas, como a centralização das atividades operacionais e a padronização do projeto pedagógico, o modelo de negócios da Anhanguera permite que novas unidades construídas ou adquiridas estejam em pouco tempo funcionando da maneira que os gestores julgam adequada. Isto facilita a expansão da rede de ensino e a manutenção dos níveis de qualidade e preços.

Equipe de gestão altamente profissionalizada: a equipe de gestão da Anhanguera é altamente profissionalizada, o que se mostra como um diferencial entre as empresas atuantes no setor. Além dos fundadores da empresa, que possuem grande experiência no setor de educação, ela ainda conta com a participação ativa na gestão dos gestores do Fundo Educação para o Brasil, gerido pelo Pátria.

Pontos fracos

Concentração geográfica: a empresa está localizada majoritariamente no interior do estado de São Paulo. Isto significa que ela pode ainda não possuir os conhecimentos e experiência necessários para atuar em mercados diferentes, o que pode minar seus planos de expansão.

Imóveis irregulares: alguns dos imóveis ocupados pela companhia não estão em condições regulares com os municípios ou corpos de bombeiros das localidades onde se encontram. Esta situação pode acarretar em multas e até mesmo em fechamento destas unidades, o que certamente traria um impacto negativo sobre a rentabilidade e a reputação da companhia. A empresa já está se empenhado para regularizar a situação destes imóveis.

Valores dos implementadores da estratégia

Estes pontos já foram discutidos durante a apresentação da empresa e nos itens relativos à definição da estratégia competitiva da empresa, por isso não serão abordados novamente aqui.

Oportunidades

Cenário sócio-econômico favorável: o aumento da renda, principalmente nas classes baixas, e o aumento da preocupação com as causas sociais que vêm ocorrendo no Brasil desde o início do primeiro mandato do governo Lula, se mostram favoráveis ao setor de educação superior privada no Brasil. Além disso, o aumento do crédito e a redução das taxas de juros no país também são favoráveis ao setor, dado que permitem que novos alunos obtenham financiamento para seus estudos.

Aumento de incentivos privados para o ensino superior: o aumento da concessão de bolsas de estudo por parte de empresas privadas, que procuram assim investir no potencial de seus funcionários, também apresenta uma oportunidade para o setor. Algumas companhias, como a Anhanguera, oferecem descontos nas mensalidades quando estas são oferecidas por empresas.

Novos meios de ensino: a possibilidade da exploração de novos meio de ensino, como cursos a distância, pela Internet, entre outros, se mostra uma oportunidade futura para os playes do setor. A Anhanguera afirma que já toma iniciativas neste sentido.

Ameaças

Aumento da competitividade no setor: em função das características já mencionadas do setor, o aumento constante da competitividade e o ingresso excessivo de novos participantes pode minar o potencial de lucro das empresas concorrentes, inclusive da Anhanguera.

Mudanças na regulamentação: o aumento da regulamentação e dos requisitos exigidos pelo MEC pode afetar a empresa de forma negativa. Além disso, o encerramento ou a diminuição de programas de incentivo à participação do setor privado no ensino superior também pode prejudicar as margens de lucro da empresa. Ambos cenários, em virtude das condições do ensino no país, se mostram improváveis. Além disso, a Anhanguera provavelmente se prejudicaria menos no caso da regulamentação se tornar maior, dado que já possui experiência na adequação às normas e regulamentação impostas às suas atividades.

Condições macroeconômicas desfavoráveis: a diminuição do salário real dos estudantes, bem como limitações ao crédito pessoal ou aumento das taxas de juros podem afetar negativamente as taxas de inadimplência, de desistência dos cursos e de ingresso de novos alunos.

Falta de profissionais adequados: com o crescimento do setor e aumento da iniciativa privada, pode gerar escassez de mão-de-obra qualificada para as instituições de ensino. Como isso, os custos desta mão-de-obra especializada podem aumentar e o nível da qualidade do ensino pode cair ainda mais.

Expectativas da sociedade

Qualidade do ensino: obviamente, por atuar em uma área de atuação que tem impacto direto e altamente perceptível sobre o futuro sociedade, as expectativas gerais da sociedade acerca das atividades da Anhanguera giram em torno, acima de tudo, da prestação de um serviço de qualidade na educação de seus alunos e cidadãos do Brasil.

Ética e contribuição social: a sociedade espera que a empresa conduza suas atividades de maneira ética e que ela ajude a promover a redução das enormes desigualdades sociais existentes no país, seja através da qualidade de seu ensino, seja através do baixo custo deste ensino ou das bolsas de estudo oferecidas.

Avaliação Financeira da Empresa

Este item tem como função utilizar o conteúdo apresentado até o momento para tentar traduzir uma estimativa de valor para a empresa e, a partir desta determinação, estipular se o investimento na sua oferta pública inicial é viável, ou seja, se o potencial de lucro advindo desta é interessante ao investidor.

Para tanto, serão utilizados dois métodos de análise que foram apresentados na parte teórica do presente trabalho: a análise por desconto de lucros econômicos e a análise por múltiplos. A discussão acerca dos resultados obtidos será realizada em conjunto em um momento posterior, antes da conclusão deste trabalho.

O método de comparação com transações semelhantes não foi aplicado porque não foram encontradas transações envolvendo empresas com perfil semelhante ao da Anhanguera. O método baseado na avaliação dos ativos da companhia também não foi aplicado porque exigiria um grande contato com a companhia, o que não se mostra factível e foge do escopo deste trabalho.

É importante mencionar que na definição do preço por *unit*, em ambos os métodos foi considerado que as ações ordinárias e preferenciais possuem o mesmo preço, sendo o preço de cada *unit* determinado portanto como sete vezes o valor de cada ação. Vale lembrar que as ações preferenciais possuem o direito de 100% de *tag along*, o que torna esta premissa completamente aceitável.

Análise por Desconto de Lucros Econômicos

Esta análise representa a aplicação dos conceitos demonstrados na parte prática do presente trabalho. Para melhor compreensão, a descrição da análise se dá em duas partes: uma explicando as premissas que foram utilizadas na elaboração do modelo de avaliação e outra que mostra as tabelas e os resultados obtidos, que conforme mencionado anteriormente serão discutidos posteriormente.

As premissas

O modelo de avaliação por desconto de fluxos de caixa foi construído de maneira a verificar a viabilidade do investimento nas *units* da Anhanguera Educacional. Para tanto, as premissas necessárias para modelar o crescimento futuro das receitas foram tomadas de forma altamente conservadora, de forma a determinar um valor seguro para os papéis. O intuito deste item é descrever estas premissas e justificar seu conservadorismo. As premissas serão apresentadas na ordem que aparecem no demonstrativo de resultados e no modelo de avaliação, que será apresentado no item seguinte.

É importante ressaltar que tanto o modelo como as taxas de desconto foram estimadas em termos nominais, não sofrendo, portanto, o impacto da inflação. Todas as estimativas futuras são apresentadas a preços constantes, do início de 2007. Além disso, para períodos futuros foi estimado que a oferta foi realizada no valor superior sugerido pelo coordenador, de R\$ 18,00 por *unit*.

As Receitas

O crescimento das receitas da companhia foi estimado de uma maneira relativamente simples e conservadora. As receitas da companhia provêm majoritariamente das mensalidades pagas pelos alunos. Uma parte pequena das receitas brutas provém de taxas, serviços acadêmicos e outros. Esta parte, nos últimos três anos, representou em média 2,5% das receitas brutas totais, e para efeitos práticos, foi considerado que esta proporção será mantida. Resta, portanto, estimar as receitas futuras advindas das mensalidades pagas.

As receitas das mensalidades podem ser traduzidas como o número de alunos da faculdade vezes a receita média por cada um deles, e provém tanto de novos alunos como dos alunos que já cursavam a faculdade. Para manter o conservadorismo, foi estimado que a receita média por aluno nos próximos anos será mantida em termos nominais em seis mil reais por ano, relativos a doze mensalidades de quinhentos reais.

O crescimento do faturamento da empresa estimado vem, portanto, do aumento do número de alunos. Este aumento ocorre através de três fatores, que agem em conjunto: o aumento da capacidade de atender alunos através da aquisição de outras faculdades, o aumento da capacidade de atender alunos através da construção de novos campus e o aumento da utilização da capacidade já existente.

Quanto à aquisição de novas faculdades, foi estimado que a empresa utilizará parte significativa dos recursos obtidos na oferta já em 2007 para adquirir o equivalente à capacidade de 30.000 novas vagas. Nos anos posteriores, foi estimado que a empresa não realizará mais aquisições. O custo estimado destas aquisições foi estimado com base nos dados fornecidos no prospecto acerca da aquisição de um campus em Goiás realizada no final de 2006, que representou um investimento de 30,7 milhões de reais e acrescentou cerca de 5.000 vagas à capacidade da Anhanguera, tendo portanto, um custo médio de 6,15 milhões de reais por mil alunos de capacidade.

Quanto ao crescimento através da construção de novos campus, foi estimado que a empresa ainda deve aproveitar uma parcela dos recursos obtidos para construir novos campus em 2007, além de manter o aumento da sua capacidade de alunos através de novas construções em um ritmo acelerado até 2010, ponto a partir do qual novas construções serão reduzidas. As novas construções são realizadas de forma que não sejam necessários novos aportes de capital ou aquisição de dívida, de forma que as estimativas realizadas se apresentam conservadoras. O custo médio de construção por mil alunos é estimado como sendo oitenta e cinco por cento do custo de aquisição de mil alunos, considerando um ágio de 15% nas compras relativo à “compra” da carteira de alunos e de ativos intangíveis, o que equivale a 5,22 milhões de reais para cada mil alunos de capacidade.

Obviamente, no caso de construção de novo campus, a capacidade total não é aproveitada no ano do investimento em virtude de ser necessário um tempo para que estes investimentos atinjam a maturidade. De acordo com estimativas da empresa, este tempo é de aproximadamente quatro anos. Além disso, existe um número de significativo de alunos que abandonam os cursos. Para facilitar os cálculos, foi adotada também a premissa de que todos os cursos têm a mesma duração, estimada em 4 anos. Segue abaixo uma tabela com as estimativas da empresa para estes dados, que são levados em consideração nas estimativas:

	Percentual médio anual de alunos que continuam no curso	Capacidade utilizada em prédios novos
1º Ano	90,50%	60,00%
2º Ano	75,50%	80,00%
3º Ano	67,50%	90,00%
4º Ano	61,50%	100,00%

Tabela 11 - Índices de desistência e taxas de maturidade

Fonte: Anhanguera

Com o intuito de manter o conservadorismo, foi estimado que as aquisições da empresa levam o mesmo tempo para atingir a maturidade que os novos investimentos, o que certamente não se verifica, dado que os alunos das instituições adquiridas são comprados em conjunto com a estrutura física. Em função dos parâmetros mencionados, foi possível obter os seguintes resultados:

Ano	Número de alunos	Capacidade Útil	Capacidade Total	Novos Alunos	Novas Unidades	Aquisições
2004	10.830	15.000	15.000	5.678	5.000	
2005	17.571	20.000	25.000	9.653	10.000	
2006	24.527	30.000	30.000	10.734	10.000	
2007E	50.215	60.000	80.000	35.473	20.000	30.000
2008E	76.583	85.000	105.000	40.463	25.000	
2009E	100.073	110.000	130.000	43.070	25.000	
2010E	125.231	137.500	155.000	48.161	25.000	
2011E	153.434	159.500	175.000	69.742	20.000	
2012E	172.765	180.500	195.000	67.529	20.000	
2013E	189.495	198.000	210.000	68.305	15.000	
2014E	203.091	211.000	220.000	69.666	10.000	
2015E	219.558	221.000	227.500	87.651	7.500	
2016E	225.320	229.500	235.000	77.471	7.500	

Tabela 12 - Estimativa da evolução do número de alunos e de capacidade
Elaborado pelo autor

Por capacidade útil se deve entender o número de vagas que já atingiram a maturidade, enquanto a capacidade total corresponde ao número de vagas totais, incluindo as vagas em construção. Todos os dados são apresentados em termos do números de alunos.

O crescimento do número de alunos pode, à primeira vista, parecer alto, mas em virtude da carência do setor no Brasil e do número de cidades potenciais onde a Anhanguera vê oportunidades de investimento (cerca de 80), estas estimativas se mostram, na realidade conservadoras. Estes dados foram colocados no modelo para estimar o total de receitas e, conforme será observado a seguir, também possuem grande importância para a estimação dos custos da Anhanguera.

Os custos

A Anhanguera Educacional, devido à estratégia de otimização recorrente e da sua estrutura de custos eficiente, afirma executar suas atividades com custos abaixo dos custos encontrados no mercado brasileiro. Apesar disto, a tabela abaixo mostra que a empresa opera com margens abaixo da média da indústria global, levando em consideração os competidores que serão utilizados na comparação por múltiplos:

Nome	País	Valor de Mercado USD	Margem EBITDA
Anhanguera Educacional Participacoes SA	Brasil	868.205.171,54	19,20%
Média das Companhias do Setor		1.407.931.323,03	22,95%
Apollo Group Inc	Estados Unidos da América	7.978.183.578,29	26,58%
Benesse Corp	Japão	4.343.529.446,21	13,63%
ABC Learning Centres Ltd	Austrália	3.770.838.150,46	21,21%
ITT Educational Services Inc	Estados Unidos da América	3.284.794.023,54	27,85%
Laureate Education Inc	Estados Unidos da América	3.087.458.101,68	18,23%
Career Education Corp	Estados Unidos da América	2.779.863.859,73	14,35%
DeVry Inc	Estados Unidos da América	2.044.250.629,57	13,90%
Strayer Education Inc	Estados Unidos da América	1.702.566.852,81	32,83%
Raffles Education Corp Ltd	Cingapura	1.607.517.645,71	41,96%
New Oriental Education Group	China	1.436.384.210,15	13,76%
Corinthian Colleges Inc	Estados Unidos da América	1.184.204.083,29	11,08%
Bright Horizons Family Solutions Inc	Estados Unidos da América	1.037.906.803,82	13,13%
MegaStudy Co Ltd	Coréia do Sul	908.704.450,79	34,03%
IBT Education Ltd	Austrália	887.057.985,39	20,04%
Universal Technical Institute Inc	Estados Unidos da América	672.571.257,83	
Educomp Solutions Ltd	India	337.960.082,90	48,27%
Lincoln Educational Services Corp	Estados Unidos da América	306.122.584,34	11,03%
Riso Kyoiku Co Ltd	Japão	296.033.812,96	0,00%
Credu Corp	Coréia do Sul	264.522.504,40	84,63%
YBM Sisa.com Inc	Coréia do Sul	204.808.012,90	34,08%
Aptech Ltd	India	200.118.980,09	-8,87%
Nagase Brothers Inc	Japão	176.385.406,19	18,67%
Meiko Network Japan Co Ltd	Japão	172.673.949,63	25,92%
Advtech Ltd	África do Sul	172.540.277,14	18,06%
Tokyo Individualized Educational Institute Inc	Japão	160.795.208,42	15,07%
BPP Holdings PLC	Inglaterra	155.588.030,51	20,63%
Shingakukan Co Ltd	Japão	129.430.569,28	
Far Eastern University	Filipinas	119.266.546,73	26,78%

Tabela 13 - Margem EBITDA dos concorrentes globais da Anhanguera
Fonte: Bloomberg e cálculos do autor

O crescimento da base de alunos e a decorrente diluição dos custos fixos e ganhos de escala permitirão, segundo as estimativas feitas, um aumento na margem EBITDA da empresa. Segue abaixo descrição de cada uma das estimativas feitas:

Bolsas, descontos, e mensalidades canceladas: foi assumido que estas deduções são mantidas a taxas constantes, de, respectivamente, 11%, 8,5% e 3% das receitas brutas, dado que elas devem continuar nos mesmos patamares nos próximos anos. A taxa de bolsas e de descontos foi ligeiramente aumentada em relação à média histórica da companhia e a taxa para o ano de 2006, dado que o modelo visa ser conservador. As duas médias estão em torno de 7,5% das receitas brutas, sendo que para as bolsas, este valor foi aumentado para cerca de

10,5% em 2006, em função do PROUNI, que, na realidade, exige menos do que isso (uma bolsa para cada 10,7 estudantes).

ISS, PIS, COFINS, imposto de renda e contribuição social: foi utilizada a mesma metodologia que para os itens anteriores. Para o ISS, foi mantida a alíquota fixa de 3,6%. Para o PIS, foram utilizadas as taxas de 0,65% e 1,65% das receitas brutas de mensalidades e outras receitas, respectivamente. Para o COFINS, foram utilizados os valores de 3% e 7,6% das receitas brutas de mensalidades e outras receitas, respectivamente. Estas estimativas se mostram conservadoras, dado que a soma dos impostos calculados desta forma para os anos de 2004, 2005 e 2006 se mostrou maior do que os valores realmente cobrados e não há previsões para que a situação relativa à tributação mude. Vale aqui fazer uma observação sobre o imposto de renda e a contribuição social, que foram estimadas como sendo cobrados integralmente (34%) sobre 2,5% do lucro gerado pela empresa, como uma aproximação do lucro gerado pelas atividades não relacionadas às mensalidades. Esta estimativa se mostra eficiente quando aplicada para 2006, ano em que o PROUNI permitiu a isenção quase total do imposto de renda sobre as mensalidades dos cursos de graduação. É importante lembrar que no caso do PROUNI ser cancelado e o imposto de renda e a contribuição social voltarem a ser cobrados, o valor descontado para bolsas de estudo seria drasticamente reduzido, de maneira que não haveria mudanças significativas nos fluxos de caixa gerados.

Custos diretos dos serviços prestados: os custos com professores e pessoal de campo foram estimados como sendo uma função do número total de alunos da Anhanguera. Foi estimado que estes custos se mantenham nos níveis de 2006 por aluno e decresçam lentamente. De acordo com as estimativas, no período inteiro, os custos com professores por aluno diminuem somente em cem reais por aluno, e se estabilizam na faixa de mil e quatrocentos reais por aluno por ano, contra mil e quinhentos reais por ano por aluno para 2006. Os custos com pessoal de campo por aluno diminuem em um passo mais acelerado, e se estabilizam na faixa de seiscentos reais por aluno por ano, contra oitocentos reais por aluno por ano atingidos em 2006. Estas premissas são conservadoras, levando em conta as potenciais economias de escala para a companhia quando a capacidade utilizada aumentar da maneira prevista. Quanto aos custos de aluguel de edifícios, eles permanecem constantes até 2010 e depois são zerados, porque é assumido que a empresa construirá todos os prédios de que necessita até 2010 e a partir deste ponto deixa de alugar imóveis.

Despesas com vendas: as despesas com vendas são estimadas como uma função das novas matrículas realizadas no período. As despesas com novas matrículas são mantidas em quinhentos reais por matrícula nova por ano durante todo o período de avaliação. As despesas

institucionais também são mantidas fixas, em cem reais por matrícula nova por ano. Estas medidas podem ser consideradas conservadoras, dado que poderia haver economias de escala à medida que o número de novas matrículas crescesse.

Despesas gerais e administrativas: neste item, se assume que existem ganhos de escala com os gastos administrativo com pessoal, que passam de cerca de quinhentos reais por aluno por ano para cerca de quatrocentos reais por aluno por ano na perpetuidade. Esta estimativa pode ser considerada conservadora, dado o aumento no número total de alunos de cerca de dez vezes. Possivelmente, os ganhos de escala seriam maiores do que esta redução paulatina de vinte por cento no custo por aluno, dado que estes custos são, em sua maior parte, fixos. O racional é que a administração da empresa não precisa crescer no mesmo ritmo que seu corpo discente. Os gastos com inadimplência por aluno são reduzidos em vinte por cento, para duzentos reais por aluno. Entretanto, estas despesas aumentam sua participação nas despesas indiretas totais, partindo de cerca de 17% para 19% no final do período.

Resultado financeiro e resultado não operacional: dado que se é estimado que a empresa não contrairá mais dívidas, é estimado que os resultados financeiros ligeiramente negativos sejam mantidos constantes até 2010 e depois disso percam sua significância e rodem em torno de zero. Quanto ao resultado não operacional, que já é insignificante atualmente, é estimado que ele seja igual a zero de 2007 em diante.

Conforme mencionado anteriormente, estas estimativas, embora conservadoras, permitem que a Anhanguera tenha uma aumento significativo na sua margem de EBITDA sobre receitas líquidas, conforme o gráfico abaixo. É importante notar que dos competidores listados anteriormente, oito já operam com margens na ordem de grandeza da ou acima da ordem de grandeza estimada para a Anhanguera daqui a dez anos.

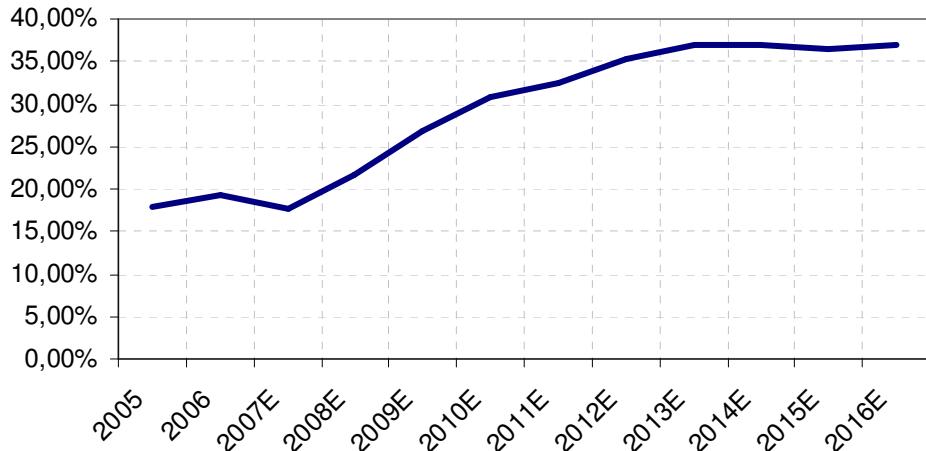


Ilustração 18 – Estimativa de margem EBITDA
Elaborado pelo autor

A variação nos ativos fixos e a depreciação

Com base nos investimentos previstos na avaliação do potencial de geração de receitas da companhia, foi possível estimar os investimentos necessários, ou o CAPEX, para todos os anos do projeto. Em função destes valores, foi possível calcular a variação em ativos fixos e no ágio da companhia, que são sujeitos à depreciação e amortização. De acordo com os demonstrativos financeiros da empresa, foi possível calcular as taxas anuais médias de depreciação e amortização, que foram mantidas constantes.

Ativo	Taxa	Proporção
Taxa de depreciação média	4,90%	
Imóveis	4%	35%
Maquinas, móveis e bibliotecas em construção	10%	35%
	0%	30%
Taxa de amortização média	20%	
Ágio	20%	100%

Tabela 14 – Taxas anuais médias de depreciação e amortização
Fonte: Anhanguera e cálculos do autor

Em seguida, foram calculados a depreciação e a amortização em dada período. Vale lembrar que como se considerou que somente foram realizadas aquisições no ano de 2007, e o ágio destas aquisições será totalmente amortizado em 2011. Além disso, é importante notar que o CAPEX se iguala à depreciação no final do período, o que indica que neste ponto que a empresa passa exclusivamente a manter a sua estrutura de ativos fixos.

Ano	Capex	Imobilizado e Investimento	Depreciação	Ágio	Amortização	Depreciação e Amortização
2007E	R\$ 288.580,00	R\$ 330.209,07	R\$ 17.013,93	R\$ 41.152,00	R\$ 8.230,40	R\$ 25.244,33
2008E	R\$ 130.475,00	R\$ 438.110,55	R\$ 22.573,52	R\$ 32.921,60	R\$ 8.230,40	R\$ 30.803,92
2009E	R\$ 130.475,00	R\$ 540.724,86	R\$ 27.860,69	R\$ 24.691,20	R\$ 8.230,40	R\$ 36.091,09
2010E	R\$ 130.475,00	R\$ 638.311,07	R\$ 32.888,79	R\$ 16.460,80	R\$ 8.230,40	R\$ 41.119,19
2011E	R\$ 104.380,00	R\$ 706.299,21	R\$ 36.391,86	R\$ 8.230,40	R\$ 8.230,40	R\$ 44.622,26
2012E	R\$ 104.380,00	R\$ 770.955,92	R\$ 39.723,28			R\$ 39.723,28
2013E	R\$ 78.285,00	R\$ 807.628,12	R\$ 41.612,81			R\$ 41.612,81
2014E	R\$ 52.190,00	R\$ 817.687,03	R\$ 42.131,09			R\$ 42.131,09
2015E	R\$ 39.142,50	R\$ 814.844,88	R\$ 41.984,65			R\$ 41.984,65
2016E	R\$ 39.142,50	R\$ 812.142,00	R\$ 41.845,38			R\$ 41.845,38

Tabela 15 - Estimativas de depreciação e amortização (em mil reais)
Elaborado pelo autor

A variação no capital de giro

As variações no capital de giro da empresa foram determinadas de uma maneira relativamente simples. Foi determinado o giro médio que cada um dos seus componentes apresentou nos períodos em que foram disponibilizados os demonstrativos financeiros da companhia e com base nisso as estimativas foram feitas. Vale mencionar que o giro dos componentes é calculado da seguinte forma:

$$Giro = \frac{receita}{conta} * 365$$

Equação 15 – Cálculo do Giro

Onde

Giro = giro do ativo ou passivo em questão

receita = receita levada em consideração

conta = valor financeiro do ativo ou passivo em questão quando da realização da avaliação

O giro equivale ao número de dias que uma conta do ativo ou do passivo dura em média no ano até ter que ser renovada. O giro pode ser calculado em função de receitas ou de custos. Entretanto, conforme ficará claro a seguir, para o modelo foi escolhido calcular os giros em função das receitas relativas.

O giro de contas a receber médio foi calculado em função exclusivamente das receitas de mensalidades, dado que as contas a receber da empresa são compostas majoritariamente por mensalidades a serem pagas. O giro médio dos três períodos anteriores foi calculado em cinqüenta dias. Com base neste valor foram estimados os valores futuros de contas a pagar.

Premissas do Capital de Giro	Contas a Receber	Receita Bruta de Mensalidades	Dias em Contas a Receber
2004	R\$ 7.880,00	R\$ 60.579,00	47,5
2005	R\$ 12.333,00	R\$ 100.059,00	45,0
2006	R\$ 29.407,00	R\$ 144.465,00	74,3
2007E	R\$ 41.272,59	R\$ 301.289,88	50,0
2008E	R\$ 62.945,09	R\$ 459.499,16	50,0
2009E	R\$ 82.252,14	R\$ 600.440,64	50,0
2010E	R\$ 102.929,95	R\$ 751.388,67	50,0
2011E	R\$ 126.110,31	R\$ 920.605,24	50,0
2012E	R\$ 141.998,43	R\$ 1.036.588,55	50,0
2013E	R\$ 155.749,00	R\$ 1.136.967,70	50,0
2014E	R\$ 166.924,11	R\$ 1.218.545,97	50,0
2015E	R\$ 180.458,36	R\$ 1.317.346,03	50,0
2016E	R\$ 185.194,25	R\$ 1.351.918,03	50,0

Tabela 16 - Estimativas de contas a receber (em mil reais)
Elaborado pelo autor

O giro dos estoques médio foi calculado em função exclusivamente das receitas de mensalidades, dado que os estoques apresentam uma alta correlação com as mensalidades, dado que são compostos majoritariamente por materiais didáticos vendidos aos estudantes a preço de custo. O giro médio dos três períodos anteriores foi calculado em um dia e meio. Com base neste valor foram estimados os valores futuros de estoques.

Premissas do Capital de Giro	Estoques	Receita Bruta de Mensalidades	Dias em Estoques
2004	R\$ 0,00	R\$ 60.579,00	0,0
2005	R\$ 436,00	R\$ 100.059,00	1,6
2006	R\$ 570,00	R\$ 144.465,00	1,4
2007E	R\$ 1.238,18	R\$ 301.289,88	1,5
2008E	R\$ 1.888,35	R\$ 459.499,16	1,5
2009E	R\$ 2.467,56	R\$ 600.440,64	1,5
2010E	R\$ 3.087,90	R\$ 751.388,67	1,5
2011E	R\$ 3.783,31	R\$ 920.605,24	1,5
2012E	R\$ 4.259,95	R\$ 1.036.588,55	1,5
2013E	R\$ 4.672,47	R\$ 1.136.967,70	1,5
2014E	R\$ 5.007,72	R\$ 1.218.545,97	1,5
2015E	R\$ 5.413,75	R\$ 1.317.346,03	1,5
2016E	R\$ 5.555,83	R\$ 1.351.918,03	1,5

Tabela 17 - Estimativas de estoques (em mil reais)
Elaborado pelo autor

O giro das contas a pagar foi calculado em função da receita bruta total, dado que as contas a pagar são relativas às despesas que incorrem devido a todas as atividades da empresa. O giro médio dos três períodos anteriores foi calculado em setenta e cinco dias. Com base neste valor foram estimados os valores futuros de contas a pagar.

Premissas do Capital de Giro	Contas a Pagar	Receita Bruta total	Dias em Contas a Pagar
2004	R\$ 13.206,00	R\$ 62.153,00	77,6
2005	R\$ 16.627,00	R\$ 102.284,00	59,3
2006	R\$ 38.015,00	R\$ 148.748,00	93,3
2007E	R\$ 63.456,60	R\$ 308.822,13	75,0
2008E	R\$ 96.778,08	R\$ 470.986,64	75,0
2009E	R\$ 126.462,67	R\$ 615.451,66	75,0
2010E	R\$ 158.254,80	R\$ 770.173,38	75,0
2011E	R\$ 193.894,60	R\$ 943.620,38	75,0
2012E	R\$ 218.322,59	R\$ 1.062.503,27	75,0
2013E	R\$ 239.464,09	R\$ 1.165.391,89	75,0
2014E	R\$ 256.645,81	R\$ 1.249.009,62	75,0
2015E	R\$ 277.454,73	R\$ 1.350.279,68	75,0
2016E	R\$ 284.736,16	R\$ 1.385.715,98	75,0

Tabela 18 - Estimativas de contas a pagar (em mil reais)
Elaborado pelo autor

Tendo estes valores sido estimados, foi possível calcular o capital de giro para cada período, que é calculado como a soma de estoques e contas a receber subtraído de contas a pagar. Com estes dados em mãos, foi possível calcular a variação de capital de giro os períodos.

Premissas do Capital de Giro	Capital de giro	Variação
2004	-R\$ 5.326,00	
2005	-R\$ 3.858,00	R\$ 1.468,00
2006	-R\$ 8.038,00	-R\$ 4.180,00
2007E	R\$ 42.510,76	R\$ 50.548,76
2008E	R\$ 64.833,44	R\$ 22.322,68
2009E	R\$ 84.719,71	R\$ 19.886,26
2010E	R\$ 106.017,85	R\$ 21.298,15
2011E	R\$ 129.893,62	R\$ 23.875,76
2012E	R\$ 146.258,38	R\$ 16.364,77
2013E	R\$ 160.421,47	R\$ 14.163,08
2014E	R\$ 171.931,83	R\$ 11.510,36
2015E	R\$ 185.872,11	R\$ 13.940,28
2016E	R\$ 190.750,08	R\$ 4.877,97

Tabela 19 - Estimativas de capital de giro e sua variação (em mil reais)
Elaborado pelo autor

O custo de capital, a taxa de crescimento e o método de desconto utilizado

Devido à estrutura de capital da empresa, que quase não possui nenhum endividamento, e à premissa de que esta estrutura continuará assim, o modelo de avaliação foi elaborado levando em conta apenas o fluxo de caixa líquido para o patrimônio líquido da empresa (FCFE, do inglês *Future Cash Flow to Equity*). Como consequência, a taxa de desconto utilizada para a empresa foi somente o custo de capital do patrimônio líquido (K_e ,

ou *cost of equity*). O método WACC não precisou ser aplicado, dado que a empresa não possui endividamento.

A taxa de desconto foi calculada tendo como base para a taxa livre de risco a média do último ano corrido dos *Treasury Bonds*, títulos de dívida pública emitidos pelo governo norte-americano e considerados os mais seguros do mundo, com duração de dez anos, dado que este é o horizonte das estimativas. Como prêmio ao mercado financeiro, foi adicionada a média do *spread*, ou da diferença, entre o rendimento anual das *Treasury Bonds* com duração de dez anos e o *Standard & Poor's 500*, índice de ações norte-americano construído pra refletir o desempenho das grandes companhias americanas, dos últimos doze meses. Como prêmio pelo risco do Brasil, foi adicionada a média do último ano do *EMBI+*, indicador do risco de países emergentes calculados pelo banco JP Morgan.

TBonds de 10 anos	4,89%
Spread entre S&P e TBonds	5,00%
Risco País	2,05%
Ke	11,95%

Ilustração 19 – Cálculo do custo de capital
Elaborado pelo autor

Supondo o valor de 18,00 R\$ por *unit*, Anhanguera já nasce grande em termos de valor de mercado, logo não foi adicionado nenhum prêmio por tamanho. Também não foi adicionado nenhum prêmio por liquidez, em virtude das *units* da companhia passarem a ser negociadas normalmente na Bovespa. Vale notar que as premissas até agora notadas foram conservadoras para o cálculo do custo de capital. Se as médias utilizadas fossem de seis meses, este custo de capital cairia cerca de dois pontos percentuais. Entretanto, como a análise realizada prima pelo conservadorismo, o custo de capital ainda foi um pouco aumentado para a realização da análise, sendo utilizado o valor base de **Ke = 12,5%**.

A taxa de crescimento sustentável da empresa foi calculada de acordo com a fórmula apresentada na parte teórica do trabalho. Foram considerados os períodos de 2010 em diante para o cálculo de RR e ROE, dado que a partir desta data os fluxos de caixa da empresa começam a se mostrar mais estáveis. Foi calculada a média destes valores, de 23,53% para RR e 18,37% para ROE. Finalmente, estes valores foram multiplicados um pelo outro, o que resultou em uma taxa de crescimento sustentável de 4,32%. Com o intuito de se manter o conservadorismo, este número foi arredondado para **g = 4%** na realização da análise.

É importante ressaltar que foi realizada uma análise de sensibilidade que mede o impacto de variações do custo de capital e taxa de crescimento sustentável da empresa sobre o valor da empresa e o preço das *units*.

O modelo de avaliação

Demonstrativo de Resultados	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
(+)Receita de mensalidades	60.579	100.059	144.465	301.290	459.499	600.441	751.389	920.605	1.036.589	1.136.968	1.218.546	1.317.346	1.351.918
<i>Crescimento</i>	<i>65%</i>	<i>44%</i>	<i>109%</i>	<i>53%</i>	<i>31%</i>	<i>25%</i>	<i>23%</i>	<i>13%</i>	<i>10%</i>	<i>7%</i>	<i>8%</i>	<i>3%</i>	<i>3%</i>
<i>Nº Alunos</i>	<i>10.830</i>	<i>17.571</i>	<i>24.527</i>	<i>50.215</i>	<i>76.583</i>	<i>100.073</i>	<i>125.231</i>	<i>153.434</i>	<i>172.765</i>	<i>189.495</i>	<i>203.091</i>	<i>219.558</i>	<i>225.320</i>
<i>Nº Novas Matrículas</i>	<i>5.678</i>	<i>9.653</i>	<i>10.734</i>	<i>35.473</i>	<i>40.463</i>	<i>43.070</i>	<i>48.161</i>	<i>69.742</i>	<i>67.529</i>	<i>68.305</i>	<i>69.666</i>	<i>87.651</i>	<i>77.471</i>
<i>Receita por Aluno</i>	<i>5,59</i>	<i>5,69</i>	<i>5,89</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>	<i>6,00</i>
(+/-)Taxes, serviços acadêmicos e outros - 2,5%	-1.574	2.225	4.283	7.532	11.487	15.011	18.785	23.015	25.915	28.424	30.464	32.934	33.798
Receita bruta	62.153	102.284	148.748	308.822	470.987	615.452	770.173	943.620	1.062.503	1.165.392	1.249.010	1.350.280	1.385.716
(-)Bolsas - 11%	-3.420	-6.536	-15.592	-33.142	-50.545	-66.048	-82.653	-101.267	-114.025	-125.066	-134.040	-144.908	-148.711
(-)Descontos - 8,5%	0	7.347	-11.561	-25.610	-39.057	-51.037	-63.868	-78.251	-88.110	-96.642	-103.576	-111.974	-114.913
(-)Mensalidades canceladas - 3%	-2.407	-3.400	-4.036	-9.039	-13.785	-18.013	-22.542	-31.098	-34.109	-36.556	-39.520	-40.558	
(-)Impostos e taxas	-4.191	-3.704	-5.045	-12.093	-18.443	-24.100	-30.159	-36.951	-41.606	-45.635	-48.909	-52.875	-54.263
<i>155.3.60%</i>	<i>2.181</i>	<i>3.602</i>	<i>5.201</i>	<i>10.846</i>	<i>16.542</i>	<i>21.616</i>	<i>27.050</i>	<i>33.142</i>	<i>37.317</i>	<i>40.931</i>	<i>43.868</i>	<i>47.424</i>	<i>48.669</i>
<i>PIS 0,65%, 1,65%</i>	<i>46</i>	<i>69</i>	<i>118</i>	<i>222</i>	<i>339</i>	<i>443</i>	<i>554</i>	<i>679</i>	<i>764</i>	<i>839</i>	<i>899</i>	<i>972</i>	<i>997</i>
<i>COFINS 3,0%, 7,5%</i>	<i>210</i>	<i>319</i>	<i>542</i>	<i>1.024</i>	<i>1.562</i>	<i>2.041</i>	<i>2.555</i>	<i>3.130</i>	<i>3.524</i>	<i>3.866</i>	<i>4.143</i>	<i>4.479</i>	<i>4.597</i>
=Total das Deduções	-10.018	-20.987	-36.234	-79.883	-121.830	-159.199	-199.221	-244.087	-274.838	-301.453	-323.082	-349.278	-358.444
Receita líquida dos serviços	52.135	81.297	112.514	228.939	349.156	456.252	570.952	699.533	787.665	863.939	925.927	1.001.002	1.027.272
(-)Custos diretos dos serviços prestados	-32.709	-46.971	-61.897	-123.950	-185.462	-226.970	-269.795	-322.212	-345.530	-378.989	-406.182	-439.115	-450.639
Professores	18.317	26.304	34.662	75.322	114.875	150.110	175.324	214.808	241.871	265.292	284.327	307.361	315.448
<i>custo por aluno</i>	<i>1,7</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,5</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>	<i>1,4</i>
Pessoal de Campo	-10.794	-15.500	-20.426	-41.819	-63.778	-70.051	-87.662	-107.404	-103.659	-113.697	-121.855	-131.735	-135.192
<i>custo por aluno</i>	<i>1,0</i>	<i>0,9</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,8</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,7</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>	<i>0,6</i>
Aluguel e Edifícios	-3.598	-5.167	-6.809	-6.809	-6.809	-6.809	-6.809	0	0	0	0	0	0
<i>custo por aluno</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,3</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,1</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>	<i>0,0</i>
Lucro bruto	19.426	34.326	50.617	104.989	163.694	229.282	301.157	377.322	442.135	484.950	519.745	561.887	576.632
(-)Despesas com vendas	-3.991	-5.399	-11.219	-22.758	-27.890	-31.542	-36.603	-50.214	-51.041	-53.102	-55.142	-55.781	-61.268
<i>Vendas - Novas Matrículas 18%</i>	<i>-2.864</i>	<i>-4.461</i>	<i>-6.630</i>	<i>-17.737</i>	<i>-20.232</i>	<i>-21.535</i>	<i>-24.080</i>	<i>-34.871</i>	<i>-33.764</i>	<i>-34.153</i>	<i>-34.833</i>	<i>-43.825</i>	<i>-38.736</i>
<i>custo por matrícula nova</i>	<i>0,50</i>	<i>0,46</i>	<i>0,62</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>
<i>Vendas - Institucional 7%</i>	<i>-1.114</i>	<i>-1.735</i>	<i>-2.578</i>	<i>-5.021</i>	<i>-7.658</i>	<i>-10.007</i>	<i>-12.523</i>	<i>-15.343</i>	<i>-17.276</i>	<i>-18.949</i>	<i>-20.309</i>	<i>-21.956</i>	<i>-22.532</i>
<i>custo por aluno</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,11</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>	<i>0,10</i>
(-)Despesas gerais e administrativas	-7.259	-14.407	-17.816	-37.661	-55.906	-71.052	-83.905	-99.732	-112.297	-113.697	-121.855	-131.735	-135.192
Pessoal 33%	-5.251	-8.178	-12.155	-25.107	-36.760	-46.034	-55.102	-64.442	-72.561	-75.798	-81.236	-87.823	-90.128
<i>custo por aluno</i>	<i>0,48</i>	<i>0,47</i>	<i>0,50</i>	<i>0,50</i>	<i>0,48</i>	<i>0,46</i>	<i>0,44</i>	<i>0,42</i>	<i>0,42</i>	<i>0,40</i>	<i>0,40</i>	<i>0,40</i>	<i>0,40</i>
<i>Inadimplência 17%</i>	<i>-2.705</i>	<i>-4.213</i>	<i>-6.262</i>	<i>-12.554</i>	<i>-19.146</i>	<i>-25.018</i>	<i>-28.803</i>	<i>-35.290</i>	<i>-39.736</i>	<i>-37.899</i>	<i>-40.618</i>	<i>-43.912</i>	<i>-45.064</i>
<i>custo por aluno</i>	<i>0,25</i>	<i>0,24</i>	<i>0,26</i>	<i>0,25</i>	<i>0,25</i>	<i>0,23</i>	<i>0,23</i>	<i>0,23</i>	<i>0,20</i>	<i>0,20</i>	<i>0,20</i>	<i>0,20</i>	<i>0,20</i>
Crescimento das despesas gerais e administrativas	98%	24%	111%	48%	27%	18%	19%	19%	17%	16%	16%	16%	16%
(-)Amortização do ágio	-2.765	-2.765	-3.812	-8.230	-8.230	-8.230	-8.230	-8.230	0	0	0	0	0
(-)Depreciação e amortização	-1.897	-2.211	-3.987	-17.014	-22.574	-27.861	-32.889	-36.392	-39.723	-41.613	-42.131	-41.965	-41.845
=Total de despesas indiretas operacionais	-15.912	-24.782	-36.834	-85.664	-114.599	-138.685	-161.628	-194.569	-203.061	-208.412	-219.128	-239.500	-238.305
Resultado operacional antes do resultado financeiro	3.514	9.544	13.783	19.325	49.095	90.597	139.530	182.753	239.074	276.538	300.618	322.386	338.328
(+)Resultado financeiro líquido	-879	-873	-2.131	-2.131	-2.131	-2.131	-2.131	0	0	0	0	0	0
Lucro Operacional	2.635	8.671	11.652	17.194	46.964	88.466	137.399	182.753	239.074	276.538	300.618	322.386	338.328
(+)Resultado não-operacional	131	421	-426	0	0	0	0	0	0	0	0	0	0
LAIR	2.766	9.092	11.226	17.194	46.964	88.466	137.399	182.753	239.074	276.538	300.618	322.386	338.328
(-)Imposto de renda e contribuição social	-2.388	-789	-104	-146.15	-399.19	-751.96	-1167.89	-1553.40	-2032.13	-2350.58	-2555.25	-2740.28	-2875.79
Lucro líquido do exercício	378	8.303	11.122	17.048	46.565	87.714	136.231	181.199	237.042	274.188	298.062	319.646	335.452

Tabela 20 - Modelo de avaliação e estimação dos lucros líquidos (em mil reais)

Elaborado pelo autor

Fluxos de Caixa Líquidos	2004	2005	2006	2007E	2008E	2009E	2010E	2011E	2012E	2013E	2014E	2015E	2016E
Lucro líquido	378	8.303	11.122	17.048	46.565	87.714	136.231	181.199	237.042	274.188	298.062	319.646	335.452
(+)Depreciações e amortizações	4.662	4.976	7.799	25.244	30.804	36.091	41.119	44.622	39.723	41.613	42.131	41.985	41.845
(-)Variação em ativos não circulantes	-	(27.635)	(70.044)	(288.580)	(130.475)	(130.475)	(104.380)	(104.380)	(78.285)	(52.190)	(39.143)	(39.143)	(39.143)
(-)Variação do capital de giro	-	(1.468)	4.180	12.908	10.999	9.798	10.494	11.764	8.063	6.978	5.671	6.869	2.403
(+)Recursos de terceiros	-	-	73.130	302.630	-	-	-	-	-	-	-	-	-
FCFE	5.040	(15.824)	26.187	69.250	(42.107)	3.128	57.369	133.206	180.448	244.494	293.675	329.357	340.558

Tabela 21 - Estimação dos fluxos de caixa líquidos (em mil reais)

Elaborado pelo autor

	13,50%	13,00%	12,50%	12,00%	11,50%
3,0%	16,10	17,23	18,48	19,89	21,47
3,5%	16,63	17,84	19,19	20,71	22,43
4,0%	17,22	18,52	19,98	21,63	23,52
4,5%	17,87	19,28	20,87	22,68	24,76
5,0%	18,60	20,13	21,87	23,87	26,20

Tabela 22 - Análise de sensibilidade do preço por unit(em reais)

Elaborado pelo autor

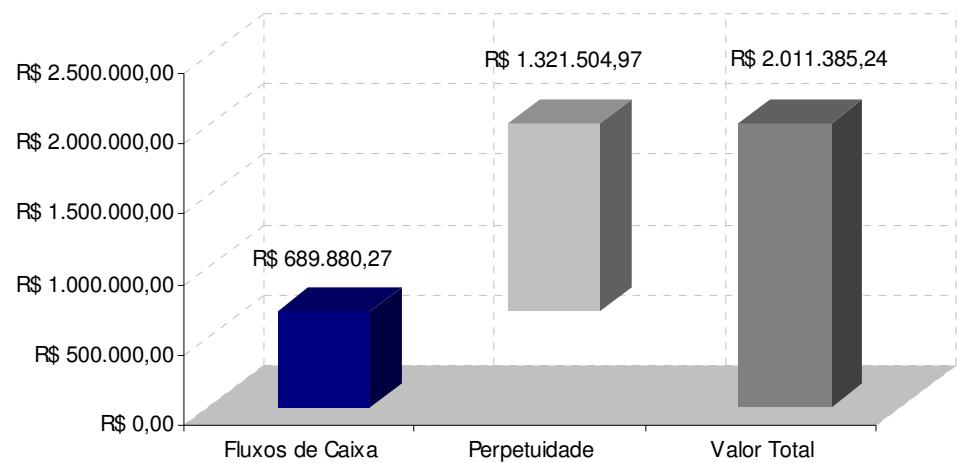
Através da análise dos resultados obtidos, é possível perceber que o valor intrínseco por *unit* é de R\$19,98. Este valor está mais de dez por cento acima do intervalo indicado pelos coordenadores da oferta.

Adicionalmente, é possível perceber através da análise de sensibilidade que existe uma margem de segurança relativamente grande na alteração do custo de capital para que esta barreira seja comprida. De acordo com a análise o investimento deve, portanto, ser realizado.

	13,50%	13,00%	12,50%	12,00%	11,50%
3,0%	1.621.065,45	1.734.525,90	1.860.910,23	2.002.407,66	2.161.723,97
3,5%	1.674.615,31	1.796.043,80	1.931.967,88	2.084.981,47	2.258.328,49
4,0%	1.733.802,01	1.864.397,02	2.011.385,24	2.177.877,01	2.367.813,63
4,5%	1.799.565,00	1.940.791,80	2.100.729,78	2.283.158,63	2.492.939,49
5,0%	1.873.064,82	2.026.735,92	2.201.986,92	2.403.480,47	2.637.315,49

Tabela 23 - Análise de sensibilidade do valor da empresa (em mil reais)

Elaborado pelo autor

**Ilustração 20 - Avaliação das fontes de valor da companhia (em mil reais)**

Elaborado pelo autor

Análise por Múltiplos de Mercado

A avaliação por múltiplos de mercado é fundamentada na Lei de Preço Único, segundo a qual dois ativos com características semelhantes devem ser vendidos a preços semelhantes. Este método é um método de avaliação relativa, sendo possível determinar através dos múltiplos, se aplicados corretamente, se um ativo está super ou sub-valorizado em comparação a outros ativos semelhantes.

Além disso, a avaliação da empresa através da utilização de múltiplos de mercado permite verificar se a análise por fluxos de caixa descontados foi realizada de maneira prudente e se seus resultados são factíveis. A análise por si só, quando bem-feita, também serve como uma referência de grandeza de valor que se deve esperar para empresas que atuam em um determinado setor e para verificar se investimentos podem ser interessantes.

Este item apresenta a avaliação por múltiplos da Anhanguera em comparação à múltiplos de outras companhias. Para tanto, foram determinados os múltiplos utilizados e as empresas com as quais a Anhanguera seria comparada. Estes pontos serão explicados a seguir.

É importante ressaltar que nesta parte do trabalho foi possível identificar algumas das dificuldades que poderiam ser encontradas na avaliação de empresas realizando suas ofertas iniciais, conforme discutido na parte teórica do trabalho. Estes pontos serão discutidos posteriormente.

Definição dos múltiplos comparados

Foram escolhidos três múltiplos para a análise da empresa:

P/L: este múltiplo representa o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa divido pelos seus lucros em um período pré-determinado. O valor de mercado do patrimônio líquido de uma empresa é calculado multiplicando o número de ações da empresa (sejam elas preferenciais ou ordinárias) pelo seu valor de mercado. Existem alguns motivos para a utilização deste múltiplo. Um deles é que o lucro é, em geral, um bom indicador do valor de um investimento. Outro é que este múltiplo é extremamente popular entre os investidores. Por outro lado, a aplicação deste múltiplo pode se mostrar problemática em alguns casos, especialmente quando os lucros são altamente voláteis ou negativos. Adicionalmente, as premissas contábeis utilizadas para o cálculo dos lucros são diferentes entre empresas e países.

EV/EBITDA: este valor é calculado dividindo o de mercado valor total da empresa (EV, do inglês *Enterprise Value*) pelo seu EBITDA. O valor de mercado total da empresa é calculado se adicionando ao valor de mercado do patrimônio líquido da empresa o valor de mercado das dívidas da empresa e o valor de mercado das participações minoritárias da empresa e subtraindo deste montante os investimentos e ativos circulantes monetários da empresa. O EBITDA já foi discutido anteriormente e representa a disponibilidade de recursos tanto para o patrimônio líquido da empresa quanto para pagamento da sua dívida. Como resultado, este indicador pode ser mais útil que o P/L quando são comparadas empresas com diferentes graus de endividamento. Entretanto, o EBITDA está mais sujeito às premissas contábeis utilizadas pela empresa, o que pode acarretar em valores super ou subestimados para os múltiplos.

P/BV: este múltiplo é calculado dividindo o valor de mercado do patrimônio líquido da empresa pelo valor contábil de seu patrimônio líquido. A utilização deste múltiplo é justificada pela sua estabilidade, dado que enquanto os lucros ou o EBITDA de uma empresa podem ser altamente voláteis, seu patrimônio líquido tende a sofrer menos variações e geralmente é positivo. Além disso, Hooke (1998) afirma que estudos empíricos comprovam a eficiência deste múltiplo para explicar diferenças em retornos de ações no longo prazo.

Vale ressaltar que os múltiplos da Anhanguera foram calculados utilizando-se os dados contábeis de 2006, época em que a companhia ainda não possuía capital aberto, enquanto o preço ou valor de mercado estipulado para os múltiplos da empresa foi calculado com base no limite superior do preço sugerido pelos coordenadores da oferta, R\$ 18,00. Enquanto isso, para as outras companhias também foram utilizados os dados contábeis de 2006, mas os valores de mercado utilizados foram calculados com base nos primeiros preços do mês de março para os papéis destas empresas.

Para a análise do múltiplo de P/L, foi possível obter estimativas de valores para os lucros de 2007 e 2008 e foram, portanto, calculados os múltiplos levando também estes valores em conta. Estes múltiplos levam em conta o valor de mercado atual das empresas e o dividem pelos lucros esperados para os períodos futuros. Infelizmente, não foi possível obter as estimativas para os dados necessários para calcular os outros múltiplos, o que pode acarretar em uma análise distorcida para eles, dado que após a captação a Anhanguera vai aumentar seus ativos em aproximadamente duas vezes.

A maioria dos dados para a realização desta análise foi obtida no Bloomberg, um provedor internacional de dados financeiros, enquanto alguns dados foram obtidos através do Economática, um concorrente brasileiro do Bloomberg.

Escolha do *Peer Group*

Para a realização da comparação por múltiplos, foi dada prioridade a empresas que atuam no mesmo setor que a Anhanguera, o setor de serviços educacionais e são, portanto, guiadas pelos mesmos *drivers*. Foram realizadas três análises: uma com diversos concorrentes listados em bolsa encontrados, outra somente com os concorrentes que atuam em mercado emergentes e uma terceira somente com companhias brasileiras.

Com relação à primeira análise, algumas das empresas escolhidas não atuam diretamente na educação, sendo provedoras de serviços de suporte a faculdades ou de tecnologia da informação. A maioria delas, entretanto, atua diretamente no mercado de educação e, mais especificamente, de educação superior. Vale ressaltar que todas as companhias, entretanto, tem sua atratividade e rentabilidade intimamente ligada ao desempenho do setor de educação.

Com relação à segunda análise, somente a empresa *Educomp Solutions* não atua diretamente na educação. As outras empresas desempenham atividades altamente comparáveis às desempenhadas pela Anhanguera.

Por fim, um ponto dificultou a análise das companhias brasileiras, dado que a empresa não possui nenhum competidor direto listado em bolsa no Brasil. Logo, foi necessário encontrar empresas que atuassem em um mercado que fosse afetado de maneira semelhante pelas condições macroeconômicas, conforme explicado na parte teórica do trabalho. O setor escolhido foi o varejo, conforme será explicado posteriormente.

Comparação de múltiplos

Levando em consideração as observações feitas anteriormente, foi possível criar três tabelas com os múltiplos das empresas consideradas comparáveis: uma tabela com diversas companhias que atuam no setor de educação, uma tabela com as empresas que atuam no setor e que se encontram em mercados em desenvolvimento e uma tabela somente com empresas brasileiras que atuam no setor de varejo, que possui semelhanças com o setor de educação. Segue abaixo análise que comprehende todas as companhias que atuam no setor.

Nome	País	Valor de Mercado USD	P/I	P/L 2007F	P/L 2008F	EV/EBITDA	P/BV
Anhanguera Educacional Participacoes SA	Brasil	868.205.171,54	81,47	50,14	19,38	34,54	3,62
Média das Companhias do Setor		1.407.931.323,03	27,51	25,55	19,65	17,06	10,24
Apollo Group Inc	Estados Unidos da América	7.978.183.578,29	19,98	19,68	17,52	10,71	8,43
Benesse Corp	Japão	4.343.529.446,21	39,06	32,34	27,40	16,21	
ABC Learning Centres Ltd	Austrália	3.770.838.150,46	26,95	21,39	17,04	19,38	1,43
ITT Educational Services Inc	Estados Unidos da América	3.284.794.023,54	27,34	23,43	19,64	12,44	15,20
Laureate Education Inc	Estados Unidos da América	3.087.458.101,68	34,01	24,22	19,81	14,76	2,56
Career Education Corp	Estados Unidos da América	2.779.863.859,73	21,67	23,17	19,82	9,29	2,89
DeVry Inc	Estados Unidos da América	2.044.250.629,57	34,18	30,75	23,31	14,12	3,25
Strayer Education Inc	Estados Unidos da América	1.702.566.852,81	30,68	27,76	23,72	16,35	8,17
Raffles Education Corp Ltd	Cingapura	1.607.517.645,71	51,98	51,06	33,53	49,37	25,82
New Oriental Education Group	China	1.436.384.210,15		49,00	35,13	80,43	
Corinthian Colleges Inc	Estados Unidos da América	1.184.204.083,29	24,85	35,50	26,33	11,01	2,91
Bright Horizons Family Solutions Inc	Estados Unidos da América	1.037.906.803,82	24,80	22,39	19,49	10,49	4,98
MegaStudy Co Ltd	Coréia do Sul	908.704.450,79	31,11	22,12	16,82	16,70	5,84
IBT Education Ltd	Austrália	887.057.985,39	22,29	20,08	17,48	14,19	7,14
Universal Technical Institute Inc	Estados Unidos da América	672.571.257,83	29,81	30,07	27,31		4,75
Educomp Solutions Ltd	India	337.960.082,90	83,12	48,40	24,22	33,22	
Lincoln Educational Services Corp	Estados Unidos da América	306.122.584,34	27,32	19,58	16,20	8,12	1,86
Riso Kyoiku Co Ltd	Japão	296.033.812,96	37,46	27,22	11,14		
Credu Corp	Coréia do Sul	264.522.504,40	23,52		17,28	9,43	3,76
YBM Sisa.com Inc	Coréia do Sul	204.808.012,90	18,71	13,67	12,54	11,51	3,45
Aptech Ltd	India	200.118.980,09		40,60	35,19		
Nagase Brothers Inc	Japão	176.385.406,19	14,83	9,82	9,35	5,67	
Meiko Network Japan Co Ltd	Japão	172.673.949,63	13,52	13,20	12,71		
Advtech Ltd	África do Sul	172.540.277,14	14,20	12,39	10,74	6,81	
Tokyo Individualized Educational Institute Inc	Japão	160.795.208,42	12,87	12,95	12,56	6,12	
BPP Holdings PLC	Inglaterra	155.588.030,51	25,89	18,29	16,83	12,31	71,58
Shingakukai Co Ltd	Japão	129.430.569,28	14,95	15,11	7,40	8,11	
Far Eastern University	Filipinas	119.266.546,73	10,16			12,58	

Tabela 24 - Comparação de múltiplos com as empresas que atuam no setor de educação

Fonte: Bloomberg e cálculos do autor

A tabela seguinte apresenta a mesma análise, mas realizada exclusivamente para as empresas presentes em países em desenvolvimento. É possível perceber que, além de atuarem em mercados semelhantes, estas empresas provavelmente se encontram em estágios semelhantes do seu ciclo de vida, dado que seus múltiplos estão mais alinhados do que quando a análise foi feita com todas as empresas do setor.

Nome	País	Valor de Mercado USD	P/L	P/L 2007E	P/L 2008E	EV/EBITDA	P/BV
Anhanguera Educacional Participacoes SA	Brasil	868.205.171,54	81,47	50,14	19,38	34,54	3,62
Média das Companhias do Setor em Países em Desenvolvimento		895.495.229,71	67,55	47,26	32,02	54,34	25,02
Raffles Education Corp Ltd	Cingapura	1.607.517.645,71	51,98	51,06	33,53	49,37	25,82
New Oriental Education Group	China	1.436.384.210,15		49,00	35,13	80,43	
Educomp Solutions Ltd	India	337.960.082,90	83,12	48,40	24,22	33,22	
Aptech Ltd	India	200.118.980,09		40,60	35,19		

Tabela 25 - Comparação de múltiplos com as empresas de países em desenvolvimento que atuam no setor de educação
Fonte: Bloomberg e cálculos do autor

Finalmente, a tabela abaixo apresenta os mesmos múltiplos apresentados anteriormente para empresas brasileiras do setor de varejo. Este setor foi escolhido em função de possuir *drivers* semelhantes para a geração de receitas aos da empresa escolhida, como aumento e maior distribuição de renda no país e aumento de crédito. Deve se notar, entretanto que, no longo prazo, a tendência é que o setor de varejo possua margens EBITDA e de lucro menores do que as encontradas para a Anhanguera. Isto indica que os múltiplos de P/L e EV/EBITDA podem não ser extremamente comparáveis, mas de qualquer forma, como não existem companhias listadas no país no mesmo setor que a Anhanguera, estes indicadores em conjunto com o múltiplo de P/BV permitem uma boa noção de grandeza de valor.

Nome	País	Valor de Mercado USD	P/L	P/L 2007E	P/L 2008E	EV/EBITDA	P/BV
Anhanguera Educacional Participacoes SA	Brasil	868.205.171,54	81,47	50,14	19,38	34,54	3,62
Média das Companhias Brasileiras de Varejo		1.829.526.081,40	64,75	32,17	26,50	39,70	14,74
Cia Brasileira de Distribuicao Grupo Pao de Acucar	Brasil	3.975.514.532,21	123,56	23,57	18,16	8,31	1,56
Lojas Americanas SA	Brasil	4.525.890.264,06	64,78	37,28	26,54	18,41	20,34
Submarino SA	Brasil	1.774.934.138,17	48,62	47,00	43,65	57,83	9,28
Lojas Renner SA	Brasil	1.711.919.649,56	22,04	20,83	17,63	15,67	5,60

Tabela 26 - Comparação de múltiplos com empresas brasileiras do setor de varejo
Fonte: Bloomberg e cálculos do autor

Discussão dos Resultados Obtidos

Esta parte do presente trabalho tem a função de discutir os resultados obtidos através das análises feitas e acerca da metodologia utilizada. Para tanto, em sua primeira parte serão discutidos os resultados, enquanto em sua segunda parte serão discutidas as particularidades da avaliação de ofertas públicas iniciais que mais afetaram a análise realizada.

Discussão dos resultados obtidos

Como resultado da análise qualitativa da empresa, podemos perceber que a Anhanguera Educacional é uma empresa pioneira que, apesar de jovem, tem potencial para se tornar líder em um setor que possui alto potencial de crescimento. Este fato, aliado ao rápido crescimento da empresa e sua estratégia de diferenciação tanto por custos como por qualidade mostram que a Anhanguera está, de fato, em uma posição favorável com relação aos seus concorrentes.

Os resultados obtidos através da aplicação dos dois métodos de análise quantitativa são convergentes. É importante ressaltar aqui que estes métodos não devem ser utilizados separadamente, e sim em conjunto. A aplicação de um serve para fundamentar os resultados obtidos através da aplicação do outro e vice-e-versa.

O resultado da avaliação quantitativa através da aplicação do método de desconto dos lucros econômicos é apresentado de forma clara e objetiva. De acordo com as premissas adotadas, cada *unit* da Anhanguera, se vendida por R\$ 18,00, tem um potencial de valorização de pouco mais de dez por cento em função de seus fundamentos. É importante enfatizar que a avaliação qualitativa é vital para que estas premissas possam ser tomadas de maneira confiável. O conhecimento das estratégias adotadas pela empresa e das características do setor onde ela atua, permite que se realizem estimativas fundamentadas que levam em consideração detalhes que passariam desapercebidos no caso de se tomar uma abordagem exclusivamente voltada para os aspectos financeiros da empresa.

O resultado da avaliação através de múltiplos necessita de um pouco mais de análise. Todas as três comparações de múltiplos indicam resultados semelhantes, elas apontam que a empresa apresentará na oferta múltiplos distorcidos para o presente em função da utilização dos demonstrativos financeiros do período anterior (2006), quando os lucros, EBITDA e valor contábil ainda não refletiam a os recursos obtidos através do IPO da empresa. Este resultado indica a importante conclusão de que na avaliação de IPOs através de múltiplos, é necessário tomar cuidado com a análise de múltiplos calculados com base nos demonstrativos contábeis do exercício anterior à oferta, especialmente se esta oferta representar um grande aporte relativo de capital para a empresa.

Os resultados para o múltiplos EV/EBITDA podem parecer desfavoráveis, mas isto se deve em função do valor da empresa ainda não refletir sua geração potencial de EBITDA em virtude da emissão. Os valores deste múltiplo deverão decair no futuro, com o aumento do EBITDA a análise baseada nos valores deste múltiplo em função do EBITDA presente,

portanto, não apresenta grande relevância. Os valores do múltiplo de P/BV apresentam resultados um pouco mais relevantes, mas ainda não satisfatórios, dado que a oferta, por seu valor expressiva, diluiu o valor patrimonial no preço das ações da Anhanguera, resultando em múltiplos artificialmente baixos. Tendo os pontos discutidos em vista, a melhor solução é considerar os múltiplos que melhor representam as expectativas de ganhos futuros, que é o caso do múltiplo de P/L.

Para efeito de análise, foi considerado o múltiplo para o ano de 2008, quando a empresa já começará a aproveitar os benefícios da abertura de capital. É possível perceber que, quando levado em consideração este múltiplo, a análise mostra que o valor de R\$ 18,00 por *unit* está abaixo do que o mercado especificou em média para todos os grupos apresentados.

Entretanto, ainda é importante determinar qual é o grupo com que a Anhanguera possui maior aderência. Olhando para os dados, é possível perceber que a comparação com companhias que atuam no setor em países em desenvolvimento é a mais apropriada. A empresa que não atua diretamente no setor pode, inclusive, ser retirada. Isto resultaria na seguinte tabela de comparação de múltiplos.

Nome	País	P/L 2008E
Anhanguera Educacional Participacoes SA	Brasil	19,38
Média das Companhias do Setor em Países em Desenvolvimento		34,62
Raffles Education Corp Ltd	Cingapura	33,53
New Oriental Education Group	China	35,13
Aptech Ltd	India	35,19

Tabela 27 - Múltiplos selecionados
Fonte: Bloomberg e elaborado pelo autor

A partir destes resultados e do valor estimado para os lucros de 2008, é possível calcular o valor de mercado por *unit* da Anhanguera como sendo em torno de trinta e dois reais. É importante ressaltar que este valor por si não é importante, e sim a conclusão de que o investimento na empresa deve ser feito. Este resultado converge com o resultado obtido através da avaliação por fluxos de caixa descontados. O resultado global da análise é, portanto, de que o investimento nos papéis da Anhanguera apresenta um significativo potencial de lucro e deve ser feito.

Particularidades da Avaliação de Ofertas Públicas Iniciais

Este item tem por objetivo discutir as particularidades que merecem atenção especial quando se avalia a viabilidade de investimentos em ofertas públicas iniciais de empresas. Estes pontos puderam ser categorizados em três grupos, que serão discutidos individualmente a seguir. É importante

Acesso restrito a dados da empresa: a baixa disponibilidade de dados da empresa, que podem aparecer em quantidade e qualidade duvidosa, e a impossibilidade de comunicação direta com a equipe de gestão da empresa em função do período de silêncio acarretaram em uma necessidade de se buscar dados de outras formas. Conversar e pesquisar os concorrentes e suas atividades, muitas vezes se mostra uma alternativa proveitosa. Entretanto, em casos com o estudado, esta alternativa se mostrou inviável, dado que os concorrentes da empresa não possuem o capital aberto e fornecem menos dados do que ela. A solução encontrada para avaliar a empresa foi, além de ler o prospecto da oferta diversas vezes com atenção redobrada, utilizar premissas conservadoras em todos os tipos de análise e excluir, quando possível, fatores que podem possuir impactos desconhecidos sobre as análises. Desta forma, tanto a avaliação quantitativa quanto a qualitativa puderam ser realizadas de forma eficiente.

Acesso restrito a dados do mercado e de concorrentes: a baixa disponibilidade acerca do setor em que a empresa atua e de seus maiores concorrentes diretos também representou um entrave às análises realizadas. Entretanto, esta situação pode ser contornada utilizando dados e informações provenientes de fontes diversas, como órgãos reguladores, entidades que pesquisam o setor, dados publicados na mídia, entre outros. É necessário que se tome cuidado, entretanto, para que não sejam tomadas conclusões com base em dados de procedência duvidosa. Outra alternativa à falta de dados sobre o mercado local é a busca de dados sobre outros mercados do mesmo setor, como foi o caso na análise de múltiplos. As diferenças entre os mercados, entretanto, devem ser notadas.

Problemas relacionados ao estágio de crescimento da companhia: conforme mencionado na parte teórica do trabalho, as empresas que realizam suas ofertas públicas iniciais estão, em geral, em uma fase do começo do seu ciclo de vida. É necessário, portanto, tomar os cuidados necessários na realização da avaliação, como manter premissas conservadoras e buscar diversos parâmetros de comparação e fontes de informação. Vale frisar que deve ser dada atenção especial a todos os pontos levantados no decorrer da realização da parte teórica do trabalho.

Considerações Finais

O presente trabalho se mostrou proveitoso, dado que viabilizou a determinação de uma metodologia para avaliar investimentos financeiros em ofertas públicas iniciais, sendo inclusive especificadas as principais diferenças e cuidados a serem tomado neste tipo de avaliação, quando em comparação com a avaliação convencional de ativos de renda variável. Os objetivos propostos foram, portanto, atingidos e se mostrou o valor da análise fundamentalista.

Além disso, a realização do trabalho contribuiu muito para o desenvolvimento acadêmico e profissional do autor. Em função da documentação e da dedicação na preparação do trabalho, alguns conceitos antes um pouco nebulosos na cabeça do próprio autor se fazem agora mais claros. Com certeza isto trará impactos positivos para o autor e para seu empregador.

Adicionalmente, a título de curiosidade, segue abaixo uma tabela com a variação até o dia sete de junho de 2007 dos preços de todos os papéis das empresas que foram listadas em bolsa neste ano. A sua análise mostra que o resultado da análise proposta e explicada se apresentaria, até o momento, como uma decisão acertada.

Empresa	Variação desde o IPO		Variação anualizada no período			Estréia
	Papel	Ibovespa	Papel	Ibovespa	Diferença	
Anhanguera Educacional	21,39%	0,26%	125,52%	1,10%	123,07%	12/mar
PDG Realty	0,00%	-0,61%	0,00%	-1,68%	1,71%	26/jan
Camargo Corrêa	-2,14%	1,36%	-6,03%	3,96%	-9,61%	31/jan
Rodobens	16,67%	1,36%	55,75%	3,96%	49,82%	31/jan
Tecnisa	3,85%	0,39%	11,56%	1,13%	10,31%	1/fev
Iguatemi	12,00%	-1,68%	41,16%	-5,02%	48,62%	7/fev
São Martinho	18,30%	-0,79%	70,47%	-2,49%	74,82%	12/fev
GVT	27,22%	-0,23%	120,70%	-0,75%	122,38%	16/fev
JBS-Fribol	-12,50%	1,96%	-50,16%	10,65%	-54,95%	29/mar
Banco Pine	-2,11%	-0,45%	-11,12%	-2,46%	-8,88%	2/abr
Even	-3,48%	-0,45%	-17,79%	-2,46%	-15,71%	2/abr
Br Malls Participações	5,33%	0,57%	34,47%	3,29%	30,18%	4/abr
Fertilizantes Heringer	0,29%	0,87%	1,91%	5,81%	-3,69%	12/abr
JHSF	3,75%	0,87%	27,12%	5,81%	20,14%	12/abr
Metalfrio	7,89%	1,22%	65,53%	8,38%	52,73%	13/abr
Bematech	12,07%	0,11%	133,69%	0,82%	131,79%	19/abr
CR2	-5,00%	-0,50%	-34,03%	-3,98%	-31,30%	23/abr
Agra	6,47%	-1,22%	72,43%	-10,12%	91,84%	26/abr
Cremer	0,00%	-0,56%	0,00%	-5,25%	5,54%	30/abr
Wilson Sons	0,97%	-0,56%	9,72%	-5,25%	15,80%	30/abr

Tabela 28 – Valorização dos papéis de empresas listadas na BOVESPA em 2007

Fontes: Economática e cálculos do autor

Anexo I – Demonstrativos Financeiros da Anhanguera

Seguem abaixo o demonstrativo de resultados do exercício e os balanços patrimoniais da companhia para os anos de 2004, 2005 e 2006.

Demonstrativo de Resultados	2004	2005	2006
(+)Receita de mensalidades	60.579	100.059	144.465
(+)Taxas, serviços acadêmicos e outros - 2,5%	1.574	2.225	4.283
Receita bruta	62.153	102.284	148.748
(-)Bolsas - 11%	-3.420	-6.536	-15.592
(-)Descontos - 8,5%	0	-7.347	-11.561
(-)Mensalidades canceladas - 3%	-2.407	-3.400	-4.036
(-)Impostos e taxas	-4.191	-3.704	-5.045
Receita líquida dos serviços	52.135	81.297	112.514
(-)Custos diretos dos serviços prestados	-32.709	-46.971	-61.897
Lucro bruto	19.426	34.326	50.617
(-)Despesas com vendas	-3.991	-5.399	-11.219
(-)Despesas gerais e administrativas	-7.259	-14.407	-17.816
(-)Amortização do ágio	-2.765	-2.765	-3.812
(-)Depreciação e amortização	-1.897	-2.211	-3.987
=Total de despesas indiretas operacionais	-15.912	-24.782	-36.834
Resultado operacional antes do resultado financeiro	3.514	9.544	13.783
(+)Resultado financeiro líquido	-879	-873	-2.131
Lucro Operacional	2.635	8.671	11.652
(+)Resultado não-operacional	131	421	-426
LAIR	2.766	9.092	11.226
(-)Imposto de renda e contribuição social	-2.388	-789	-104
Lucro líquido do exercício	378	8.303	11.122

Tabela 29 - Demonstrativos de Exercícios dos Resultados de 2004, 2005 e 2006

Fonte: Anhanguera

Balanço Patrimonial					
	2004	2005	2006	2004	2005
Ativo total	47.094	74.020	166.246	47.094	74.020
Ativo circulante	7.619	10.648	27.131	18.048	17.592
Disponibilidades	515	118	1.834	6.202	2.603
Mensalidades a receber	6.421	9.599	23.096	1.607	2.559
Estoques	-	436	570	3.381	5.300
Outras contas a receber	435	295	681	975	1.914
Impostos a recuperar	213	146	669	988	506
Despesas antecipadas	35	54	281	Provisão de bônus a diretores e funcionários	-
Total do realizável a longo prazo	776	2.239	4.680	3.663	2.409
Depósitos judiciais	-	638	1.850	Anuidades antecipadas	5.268
Partes relacionadas	776	1.601	2.830	Compromissos a pagar	-
Total do permanente	38.699	61.133	134.435	Dividendos a pagar	5.235
Investimentos	-	-	34.640	Imposto de renda e contribuição social	-
Imobilizado	23.234	50.869	86.273	Outras contas a pagar	1.648
Diferido	15.465	10.264	13.522	Exigível a longo prazo	1.360
				Empréstimos bancários	-
				Partes relacionadas	-
				Impostos parcelados	216
				Compromissos a pagar	198
				Recebimentos antecipados	3.395
				Provisão para contingências	4.433
				Total do patrimônio líquido	27.686
				Capital social	488
				Reserva legal	990
				Lucros acumulados	660
				54.790	121.567

Tabela 30 – Balanço Patrimonial de 2004, 2005 e 2006

Fonte: Anhanguera

Bibliografia

ASSAF NETO, A. **Matemática Financeira e suas Aplicações**. São Paulo, Atlas, 2003

DAMODARAN, A. **Damodaran on valuation: security analysis for investment and corporate finance**. New York, John Wiley & Sons, 1994.

DAMODARAN, A. **The Dark Side of Valuation: Firms with no Earnings, no History and no Comparables - Can Amazon.com be valued?** New York, Stern School of Business, 2000

EQUIPE DOS PROFESSORES DA FEA-USP. **Contabilidade Introdutória**. São Paulo, Editora Atlas, 2004

FABOZZI, J; MODIGLIANI, F. **Capital markets: institutions and instruments**. London, Prentice-Hall International, 1996

HOOKE, J. **Security Analysis On Wall Street: A Comprehensive Guide To Today's Valuation Methods**. New York, Wiley, 1998

KOLLER, T. GOEDHART, M.; WESSELS, D. **Valuation: Measuring and Managing the Value of Companies**. New York, Wiley, 2005

MCCRARY, S. A. **Hedge Fund Course**. Chichester, John Wiley, 2005

MISHKIN, F. S. **The economics of money, banking, and financial markets**. Boston, Addison Wesley Higher Education, 2001

MOORE, G. A. **Crossing the Chasm**. New York, Harper Collins, 2002

PORTR, M. **Competitive Strategy - Techniques for Analyzing Industries and Competitors**. New York, The Free Press, 1998

PRAHALAD, C.K. HAMEL, G. **Strategic Intent.** Boston, Harvard Business Review, May-June 1989

PRAHALAD, C.K. HAMEL, G. **The Core Competence of the Corporation.** Boston, Harvard Business Review, May-June 1990

PRATT, S.; REILY, R.; SCHWEIHS, R. **Valuing Small Businesses and Professional Practices.** New York, McGraw-Hill, 2002

PROSPECTO DEFINITIVO DE DISTRIBUIÇÃO PÚBLICA PRIMÁRIA E SECUNDÁRIA DE CERTIFICADOS DE DEPÓSITOS DE AÇÕES DE EMISSÃO DA ANHANGUERA EDUCACIONAL

VALENTI, G. **Onda de oferta na bolsa esquenta debate sobre a qualidade dos ativos.** São Paulo, Valor Econômico, 24 de maio de 2007

VASCONCELOS, M. A. S. **Economia: Micro e Macro.** São Paulo Editora Atlas, 2002

Websites

ANHANGUERA EDUCACIONAL - <http://www.unianhanguera.edu.br/ri/index.php>. Acesso em 30 de maio de 2007

BANCO CENTRAL DO BRASIL - <http://www.bacen.gov.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

GAZETA MERCANTIL - <http://www.gazeta.com.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

EDUDATA - <http://www.edudatabrasil.inep.gov.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

HOPER EDUCACIONAL - <http://www.portalhoper.com.br/index.php>. Acesso em 30 de maio de 2007

IBGE - <http://www.ibge.gov.br/home/>. Acesso em 30 de maio de 2007

INEP - <http://www.inep.gov.br>. Acesso em 30 de maio de 2007

INVESTOPEDIA - <http://www.investopedia.com>. Acesso em 30 de maio de 2007

MINISTÉRIO DA EDUCAÇÃO E CULTURA - <http://portal.mec.gov.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

PROUNI - <http://prouni-inscricao.mec.gov.br/prouni/Oprograma.shtm>. Acesso em 30 de maio de 2007

VALOR ECONÔMICO - <http://www.valor.com.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

UNIBAN - <http://www.uniban.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

UNINOVE - <http://www.uninove.br/>. Acesso em 30 de maio de 2007

UNIP - <http://www3.unip.br/default.aspx>. Acesso em 30 de maio de 2007

Bancos de dados

BLOOMBERG - http://www.economatica.com.br/index_fla.htm

ECONOMÁTICA - <http://www.bloomberg.com/>