



Universidade de Brasília

Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Departamento de Administração

MARIANA MERGULHÃO SANTOS CASTRO

**O IMPACTO DA ESTRATÉGIA DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS**

Brasília – DF

2011

MARIANA MERGULHÃO SANTOS CASTRO

**O IMPACTO DA ESTRATÉGIA DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS**

Monografia apresentada ao  
Departamento de Administração como  
requisito parcial à obtenção do título de  
Bacharel em Administração.

Professor Orientador: Doutor, Ivan  
Ricardo Gartner

Brasília – DF

2011

Castro, Mariana Mergulhão Santos.

O impacto da estratégia de fusão e aquisição no desempenho das empresas / Mariana Mergulhão Santos Castro. – Brasília, 2011. 97 f. : il.

Monografia (bacharelado) – Universidade de Brasília, Departamento de Administração, 2011.

Orientador: Prof. Doutor Ivan Ricardo Gartner, Departamento de Administração.

1. Fusão e aquisição. 2. Desempenho das empresas. 3. Indicadores de desempenho. I. Título.

MARIANA MERGULHÃO SANTOS CASTRO

**O IMPACTO DA ESTRATÉGIA DE FUSÃO E AQUISIÇÃO NO  
DESEMPENHO DAS EMPRESAS**

A Comissão Examinadora, abaixo identificada, aprova o Trabalho de Conclusão do Curso de Administração da Universidade de Brasília da aluna

**Mariana Mergulhão Santos Castro**

Doutor, Ivan Ricardo Gartner  
Professor-Orientador

Doutor, Doutor, José Carneiro da  
Cunha Oliveira Neto  
Professor-Examinador

Mestre, Pedro Henrique Melo  
Albuquerque  
Professor-Examinador

Brasília, 04 de fevereiro de 2011

## RESUMO

As transações entre empresas, mais especificamente fusões e aquisições, têm se tornado mais habituais no ambiente empresarial brasileiro. A concorrência mundial, a busca por maiores mercados são alguns dos fatores que levam as empresas a adotarem esta estratégia a fim de conseguir melhor desempenho, economias de escala e principalmente criar valor para seus acionistas.

Este trabalho tem como objetivo analisar o desempenho de empresas que anunciaram seu processo de fusão e aquisição no ano de 2007 para identificar o impacto gerado por esta decisão, bem como a melhor forma de analisar este impacto, gerar mais um estudo nessa área para o arcabouço acadêmico e uma fonte de dados e resultados para tomadores de decisões nas empresas privadas brasileiras.

Este estudo, que é de natureza empírica, baseou-se na metodologia de estudo de casos múltiplos realizado em cinco empresas para avaliar o impacto dessa estratégia dois anos antes e depois de seu anúncio.

Neste contexto, apresentam-se as empresas analisadas em seu contexto histórico e econômico, as demonstrações financeiras que serviram de base para o cálculo dos indicadores e a discussão dos resultados.

Palavras-chave: Fusão e aquisição. Desempenho das empresas. Indicadores de desempenho.

## LISTA DE ILUSTRAÇÕES

### **FIGURAS**

Figura 1 - Processo de F&A .....	22
Figura 2 - Fluxos de caixa entre a empresa e os mercados financeiros .....	24
Figura 3 - O processo de criação de valor .....	25
Figura 4 - Exemplos de indicadores financeiros e econômicos.....	26
Figura 5 - Estrutura societária Anhanguera Educacional S.A. ....	39
Figura 6 - Unidades da Anhanguera Educacional S.A. ....	42
Figura 7 - Histórico Anhanguera Educacional S.A. ....	1
Figura 8 - Estrutura societária Klabin Segall S.A.....	60
Figura 9 - Histórico Klabin Segall S.A. ....	62
Figura 10 - Ciclo virtuoso - Estratégia Companhia Brasileira de Distribuição .....	79
Figura 11 - Histórico Companhia Brasileira de Distribuição .....	81
Figura 12 - Estrutura societária Fleury S.A.....	98
Figura 13 - Histórico Fleury S.A. ....	98
Figura 14 - Histórico de aquisições Fleury S.A.....	99

### **GRÁFICOS**

Gráfico 1 - PIB brasileiro .....	16
Gráfico 2 - Motivos da transação (adquirente) .....	18
Gráfico 3 - Motivos da transação (adquirida).....	19
Gráfico 4 - Evolução anual do número de transações.....	20
Gráfico 5 - Distribuição geográfica das transações (2007).....	21
Gráfico 6 - Histórico de transações anunciadas na imprensa .....	21
Gráfico 7 - Evolução da receita bruta Anhanguera Educacional S.A. ....	53
Gráfico 8 - Evolução da receita bruta Anhanguera Educacional S.A. (consolidado) .53	
Gráfico 9 - Evolução despesa e custo Anhanguera Educacional S.A. ....	55
Gráfico 10 – Detalhamento de ‘Outras despesas operacionais’ Anhanguera Educacional S.A. - 2009.....	55
Gráfico 11 - Evolução lucro líquido e EBITDA Anhanguera Educacional S.A. ....	56
Gráfico 12 - Evolução receita bruta Klabin Segall S.A. ....	70
Gráfico 13 - Evolução receita bruta Klabin Segall S.A. (consolidado).....	70
Gráfico 14 - Evolução custo e despesa Klabin Segall S.A. ....	71
Gráfico 15 - Evolução despesa Klabin Segall S.A. (sem 'resultado de equivalência patrimonial' e 'resultado na venda de participação societária') .....	71
Gráfico 16 - Detalhamento ‘Outras despesas operacionais’ Klabin Segall S.A. - 2009 .....	72
Gráfico 17 - Evolução lucro líquido e EBITDA Klabin Segall S.A. ....	73
Gráfico 18 - Evolução da receita Companhia Brasileira de Distribuição .....	91
Gráfico 19 - Evolução das vendas brutas por formato Companhia Brasileira de Distribuição (consolidado) – Em R\$ milhões.....	92
Gráfico 20 - Evolução do ticket médio Companhia Brasileira de Distribuição – Em R\$. .....	92
Gráfico 21 - Evolução do custo Companhia Brasileira de Distribuição.....	93
Gráfico 22 - Evolução da despesa Companhia Brasileira de Distribuição.....	93

Gráfico 23 - Detalhamento 'Despesas (receitas) operacionais Companhia Brasileira de Distribuição .....	94
Gráfico 24 - Evolução do resultado Companhia Brasileira de Distribuição .....	94
Gráfico 25 - Evolução da receita Fleury S.A.....	108
Gráfico 26 - Detalhamento da receita Fleury S.A. - 2009.....	108
Gráfico 27 - Evolução do custo Fleury S.A. (e consolidado) .....	109
Gráfico 28 - Detalhamento do custo Fleury S.A. - 2009 .....	109
Gráfico 29 - Evolução da despesa Fleury S.A. (e consolidado) .....	110
Gráfico 30 - Detalhamento da despesa Fleury S.A. - 2009.....	110
Gráfico 31 - Evolução do resultado Fleury S.A. (consolidado) .....	111
Gráfico 32 - Evolução da receita Vulcabras S.A. (e consolidado) .....	123
Gráfico 33 - Detalhamento da receita Vulcabras S.A. - 2009 .....	123
Gráfico 34 - Evolução custo Vulcabras S.A. (e consolidado) .....	124
Gráfico 35 - Evolução da despesa Vulcabras S.A. (e consolidado) .....	124
Gráfico 36 - Detalhamento da despesa Vulcabras S.A. - 2009 .....	125
Gráfico 37 - Evolução resultado Vulcabras S.A. (consolidado) .....	126

## **QUADROS**

Quadro 1 - Tipos de transação.....	17
Quadro 2 - Vantagens e desvantagens da utilização do lucro econômico .....	28
Quadro 3 - Indicadores utilizados por Camargos e Barbosa (2009).....	29
Quadro 4 - Indicadores utilizados por Matias e Pasin (2001) .....	31
Quadro 5 - Indicadores analisados na pesquisa .....	34
Quadro 6 - Dados Anhanguera Educacional S.A. ....	39
Quadro 7 - Dados Klabin Segall S.A. ....	60
Quadro 8 - Dados Companhia Brasileira de Distribuição .....	76
Quadro 9 - Unidades de negócio Companhia Brasileira de Distribuição.....	78
Quadro 10 - Estratégia Companhia Brasileira de Distribuição .....	79
Quadro 11 - Investimentos Companhia Brasileira de Distribuição .....	91
Quadro 12 - Dados Fleury S.A. ....	97
Quadro 13 - Dados Vulcabras S/A .....	114

## LISTA DE TABELAS

Tabela 1 – Principais índices econômicos .....	16
Tabela 2 - Ranking anual setorial de transações (2007) .....	20
Tabela 3 - Balanço patrimonial – Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado) - Ativo .....	48
Tabela 4 - Balanço patrimonial – Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado) - Passivo.....	49
Tabela 5 - Demonstrações de resultado Anhanguera Educacional S.A. (e condolidado).....	50
Tabela 6 - Demonstração da origem e aplicação de recursos Anhanguera S.A. (e consolidado).....	51
Tabela 7 - Demonstração do fluxo de caixa Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado).....	52
Tabela 8 - Informações operacionais Anhanguera Educacional S.A.....	53
Tabela 9 - Base para valor de mercado Anhanguera Educacional Participações S.A. ....	57
Tabela 10 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Anhanguera Educacional Participações S.A.....	57
Tabela 11 - Indicador Lucro econômico Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado).....	58
Tabela 12 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Anhanguera Educacional S.A. ....	59
Tabela 13 - Indicador Endividamento Anhanguera Educacional S.A. ....	59
Tabela 14 - Balanço patrimonial Klabin Segall S.A. (e consolidado) - Ativo.....	65
Tabela 15 - Balanço patrimonial Klabin Segall S.A. (e consolidado) - Passivo .....	66
Tabela 16 - Demonstração de resultado Klabin Segall S.A. (e consolidado) .....	67
Tabela 17 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Klabin Segall S.A. (e consolidado).....	68
Tabela 18 - Demonstração de fluxo de caixa Klabin Segall S.A. (e consolidado) .....	69
Tabela 19 - Base para valor de mercado Klabin Segall S/A.....	73
Tabela 20 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Klabin Segall S/A .....	74
Tabela 21 - Indicador Lucro econômico Klabin S.A. (e consolidado) .....	74
Tabela 22 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Klabin Segall S/A .....	75
Tabela 23 - Indicador Endividamento Klabin Segall S/A .....	75
Tabela 24 - Balanço patrimonial Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado) - Ativo.....	85
Tabela 25 - Balanço patrimonial Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado) - Passivo .....	86
Tabela 26 - Demonstração de resultado Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	87
Tabela 27 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado) .....	88
Tabela 28 - Demonstração de fluxo de caixa Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	89
Tabela 29 - Continuação - Demonstração de fluxo de caixa Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	90
Tabela 30 - Base para valor de mercado Companhia Brasileira de Distribuição.....	95
Tabela 31 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Companhia Brasileira de Distribuição .....	95

Tabela 32 - Indicador Lucro econômico Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	95
Tabela 33 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	96
Tabela 34 - Indicador Endividamento Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado).....	96
Tabela 35 - Balanço patrimonial Fleury S.A. (e consolidado) – Ativo.....	102
Tabela 36 - Balanço patrimonial Fleury S.A. (e consolidado) – Passivo.....	103
Tabela 37 - Demonstração de resultado Fleury S.A. (e consolidado).....	104
Tabela 38 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Fleury S.A. ....	106
Tabela 39 - Demonstração de fluxo de caixa Fleury S.A. (e consolidado).....	107
Tabela 40 - Base para valor de mercado Fleury S.A.....	111
Tabela 41 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Fleury S.A. ....	111
Tabela 42 - Indicador lucro econômico Fleury S.A. (e consolidado).....	112
Tabela 43 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Fleury S.A. (e consolidado).....	112
Tabela 44 - Indicador Endividamento Fleury S.A. (e consolidado).....	113
Tabela 45 - Balanço patrimonial Vulcabras S.A. (e consolidado) - Ativo.....	118
Tabela 46 - Balanço patrimonial Vulcabras S.A. (e consolidado) - Passivo.....	119
Tabela 47 - Demonstração de resultado Vulcabras S.A. (e consolidado).....	120
Tabela 48 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Vulcabras S.A. (e consolidado).....	121
Tabela 49 - Demonstração de fluxo de caixa Vulcabras S.A. (e consolidado).....	122
Tabela 50 - Base valor de mercado Vulcabras S.A.....	126
Tabela 51 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Vulcabras S.A. ....	126
Tabela 52 - Indicador Lucro econômico Vulcabras S.A. (e consolidado).....	127
Tabela 53 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Vulcabras S.A. (e consolidado).....	128
Tabela 54 - Indicador Endividamento Vulcabras S.A. (e consolidado).....	128
Tabela 55 - Indicadores de criação de valor (valores consolidados).....	130
Tabela 56 - Indicadores de desempenho operacional (valores consolidados).....	131

## SUMÁRIO

1	INTRODUÇÃO .....	11
1.1	Contextualização .....	11
1.2	Formulação do problema .....	11
1.3	Objetivo Geral .....	12
1.4	Objetivos Específicos .....	12
1.5	Justificativa .....	12
2	REFERENCIAL TEÓRICO .....	14
2.1	Contexto econômico .....	14
2.2	Fusões e aquisições .....	16
2.2.1	Dados numéricos de fusões e aquisições .....	20
2.2.2	O processo de fusão e aquisição .....	22
2.3	Análise do desempenho das empresas .....	24
2.4	Estudos empíricos sobre o impacto do fenômeno de fusão ou aquisição no desempenho das empresas .....	29
3	MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA .....	32
3.1	Tipo e descrição geral da pesquisa .....	32
3.2	População e amostra .....	33
3.3	Caracterização dos instrumentos de pesquisa .....	33
3.4	Procedimentos de coleta e de análise de dados .....	34
4	RESULTADOS E DISCUSSÃO .....	36
4.1	Indicadores analisados .....	36
4.2	Estudo de caso: Anhanguera Educacional S.A. ....	39
4.2.1	Caracterização da empresa .....	39
4.2.2	Demonstrações financeiras .....	46
4.2.3	Análise do desempenho .....	53
4.3	Estudo de caso: Klabin Segall S/A .....	60
4.3.1	Caracterização da empresa .....	60
4.3.2	Demonstrações financeiras .....	63
4.3.3	Análise do desempenho .....	70
4.4	Estudo de caso: Companhia Brasileira de Distribuição .....	76
4.4.1	Caracterização da empresa .....	76
4.4.2	Demonstrações financeiras .....	83
4.4.3	Análise do desempenho .....	91

4.5	Estudo de caso: Fleury S.A. ....	97
4.5.1	Caracterização da empresa .....	97
4.5.2	Demonstrações financeiras.....	100
4.5.3	Análise do desempenho.....	108
4.6	Estudo de caso: Vulcabras S/A .....	114
4.6.1	Caracterização da empresa .....	114
4.6.2	Demonstrações financeiras.....	116
4.6.3	Análise do desempenho.....	123
4.7	Análise comparativa dos estudos de caso.....	129
4.7.1	Criação de valor .....	129
4.7.2	Desempenho operacional .....	131
	CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES .....	133
	REFERÊNCIAS .....	135
	APÊNDICES.....	138
	Apêndice A – Risco país .....	138
	Apêndice B – Taxa livre de risco .....	139
	Apêndice B – Índice S&P 500 .....	140

# 1 INTRODUÇÃO

## 1.1 Contextualização

A partir de 2006 o Brasil entra em um novo patamar, passando de uma média de 384 transações de compra e venda de empresas anunciadas por ano, de 2002 a 2005, para 641 entre os anos de 2006 a 2009. O processo de internacionalização e a alta atratividade do Brasil a investidores estrangeiros é refletida através de números. A pesquisa da KPMG (2010) retrata que no primeiro semestre de 2010 houve 351 operações de fusões e aquisições de janeiro a junho, 36% superior ao semestre anterior e 76% acima do mesmo semestre em 2009.

Cançado e Tanure (2005) explicam que a expressão “fusões e aquisições” abrange basicamente aquisições, pois a fusão supõe que exista uma igualdade entre os parceiros, o que é muito raro; o que geralmente ocorre é o controle por parte de um deles. A aquisição “envolve alto grau de investimentos e de controle, maior impacto sobre a gestão, um processo de integração cultural mais complexo e menor possibilidade de reversibilidade” (CANÇADO e TANURE, 2005, p. 3). Fusões e aquisições ocorrem em etapas consecutivas e interdependentes: escolha da empresa, *due diligence*, negociação e a integração. Essas transações se caracterizam por um processo impactante para funcionários, empresa e sociedade e são ações de empresas que buscam uma expansão rápida, conquista de novos mercados, maior racionalização produtiva ou economias de escala.

## 1.2 Formulação do problema

Key (1995 apud Matias; Pasin, 2001, p. 2) coloca que “as aquisições exercem freqüentemente um impacto significativo sobre a lucratividade e a saúde financeira de uma corporação, positiva ou negativamente”.

Jensen e Ruback (1983 apud Camargos; Barbosa, 2009, p. 207) constataram em sua pesquisa que as fusões e aquisições “criam valor (econômico) para os

acionistas a partir da oportunidade de utilizarem recursos específicos, que só poderiam ser obtidos por meio de F&A's”.

A fim de testar e analisar esta afirmação, neste trabalho acadêmico é formulada a seguinte questão: como podem ser mensurados os ganhos obtidos após a efetivação da estratégia de fusão e aquisição?

### **1.3 Objetivo Geral**

Aplicar uma metodologia de análise de desempenho econômico-financeiro para mensuração dos impactos decorrentes da fusão e aquisição de empresas brasileiras que decidiram por esta estratégia.

### **1.4 Objetivos Específicos**

- a) Descrever o histórico e o contexto econômico das empresas analisadas no estudo;
- b) Calcular os indicadores econômicos e financeiros escolhidos para representar os ganhos de sinergia e a criação de valor; e
- c) Comparar os resultados individuais encontrados com o restante da amostra analisada.

### **1.5 Justificativa**

As fusões e aquisições intensificaram-se em função

“da redução das barreiras de entrada ao capital externo, da inserção do país no mercado global, do fim dos monopólios e das reservas de mercado, da modernização institucional – principalmente com as privatizações –, e de problemas em processos sucessórios nas empresas familiares” (ROSSETTI, 2001 apud CANÇADO; TANURE, 2005, p. 2)

Ross; Westerfield; Jaffe (2008) colocam que este assunto é um dos mais controversos da administração. As transações, em sua maioria, têm caráter sigiloso, o que dificulta o estudo e entendimento do fenômeno. Os esperados ganhos em sinergia e eficiência precisam ser mensurados, pois o processo de F&A é caro, trabalhoso e impacta intensamente o mercado e a sociedade.

O tema fusão e aquisição, entretanto, apresenta carência quanto a teorias de sustentação, apesar de tão relevante para a área acadêmica e recorrente no mercado atual brasileiro (CAMARGOS; BARBOSA, 2009). Mensurar o impacto prático desta estratégia amplamente adotada pelas empresas e aumentar as evidências empíricas são as principais contribuições para o mercado, proporcionando uma base de consulta para tomadores de decisões, e para acadêmicos interessados nesse assunto, que cada vez mais faz parte da rotina empresarial e da sociedade.

## **2 REFERENCIAL TEÓRICO**

Este capítulo é dedicado ao embasamento teórico do trabalho acadêmico. Na seção 2.2, será explanado o conceito e classificação do fenômeno estudado (F&A) e como se dá seu processo. Isto posto, discutem-se os indicadores comumente utilizados em uma análise de desempenho empresarial, destacando o indicador lucro econômico como uma alternativa, pontuando suas vantagens e desvantagens, seção 2.3. Por fim são apresentados alguns estudos e pesquisas sobre o problema proposto pela autora na seção 2.4. A seção 2.1 começa contextualizando o ambiente econômico do Brasil nos períodos que serão analisados, ou seja, os anos de 2005 a 2009.

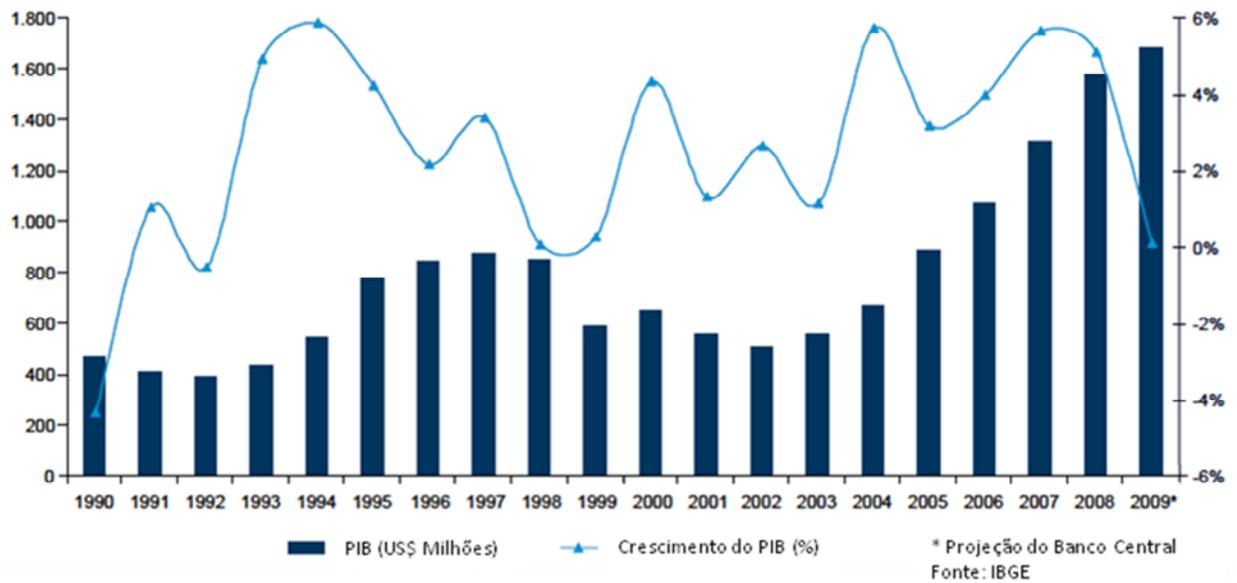
### **2.1 Contexto econômico**

O Instituto brasileiro de geografia e estatística (IBGE) fez uma análise através de sua publicação Panorama da Economia Brasileira e aponta que o Banco Central, no último trimestre de 2004, para evitar pressões inflacionárias, aumentou a taxa básica de juros (Selic). Esta medida foi um dos fatores para a desaceleração da economia em 2005 resultando em uma taxa de crescimento real de 2,9% ao ano, frente a 5,7% ao ano em 2004. A partir de agosto de 2005 a taxa de juros começou a baixar, passando para 18% ao ano em dezembro. No mesmo relatório, é possível depreender que o crescimento das exportações e as condições externas favoráveis contribuíram para a valorização do real em relação ao dólar, visto que em janeiro, correspondia a R\$ 2,69 por dólar, atingindo R\$ 2,29 por dólar americano em dezembro de 2005.

A PricewaterhouseCoopers (2008) destaca os principais pontos de 2007 e argumenta que incentivada principalmente pela demanda interna, a economia no ano de 2007 teve um crescimento de mais de 5%. O setor industrial obteve 6,3% de aumento da produção, com alguns segmentos em destaque como o de bens de consumo duráveis (10,5%) e máquinas e equipamentos (19%). Porém, por causa da elevada demanda interna, embora as exportações tenham crescido 17%, as

importações cresceram 32%, o que complementou a produção interna e abrandou a inflação. O preço das ações também reagiu, sendo refletido pelo acúmulo de valorização de 43,5% no ano do índice Bovespa. Isso é um espelho da maior rentabilidade das empresas brasileiras e expectativa de uma expansão econômica contínua. O investimento estrangeiro direto atingiu o ponto mais alto de 36 bilhões de dólares e os investimentos estrangeiros em carteira excederam 40 bilhões de dólares.

Por causa da crise que ocorreu em setembro, o ano de 2008 passou por dois momentos. Antes da crise, a economia estava mantendo a faixa de crescimento em 6% e a redução da vulnerabilidade externa do país foi reconhecida em abril quando as principais agências de rating elevaram o Brasil ao nível de investimento. Nesse mesmo mês o Banco Central começou o ciclo de aumento da taxa de juros para combater a pressão inflacionária devida ao desequilíbrio da demanda interna e a capacidade produtiva. Essa medida do governo, porém, pouco teve efeito em relação à demanda, esta só desacelerou no último quadrimestre devido ao colapso do mercado de crédito internacional e à queda do preço das commodities. Neste último período o PIB brasileiro decresceu 1%, finalizando o ano em 5,5%. A produção industrial aumentou apenas 3,6% em 2008 frente aos 6,8% antes da crise. O ajuste de estoque feito pelas empresas devido à queda de demanda afetou a taxa de criação de empregos e aumentou o nível de desemprego. O índice Bovespa caiu quase 50% em comparação com seu pico em maio, refletindo a saída de capitais por investidores institucionais estrangeiros e as expectativas dos mais pobres em relação ao desempenho das grandes empresas. A reação do governo à crise foi através de medidas como o crédito ao sistema bancário para evitar a contração de crédito ao setor privado, injeção de capital no Banco do Brasil, Caixa Econômica Federal e Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) para auxílio dos setores mais afetados pela crise e aprovação de uma nova lei que permite aos bancos federais a compra de participação em bancos privados, aumentando a participação estatal no sistema financeiro brasileiro. Grandes bancos privados também adquiriram instituições menores, deixando a indústria bancária mais concentrada.



**Gráfico 1 - PIB brasileiro**

Fonte: Publicação Highlights of Brazil 2009 PricewaterhouseCoopers

**Tabela 1 – Principais índices econômicos**

	2009 <sup>(1)</sup>	2008	2007	2006
PIB (US\$ bilhões) <sup>(2)</sup>	(Jan/Out) 1426,7)	1573,0	1334,0	1089,0
Crescimento do PIB (% por ano)		5,1	5,7	4,0
Taxa de desemprego (% da força de trabalho)	(Set) 7,7	6,8	7,5	10,0
Índice geral de preços - IGP-DI (% por ano)	(Out) 1,4	9,1	7,9	3,8
Índice de preço para o consumidor - IPCA (% por ano)	(Out) 3,5	5,9	4,5	3,1
Taxa de câmbio no final do ano (R\$/US\$)	(Out) 1,75	2,39	1,78	2,18
Déficit do setor público (% do PIB)	(Ago) 5,6	2,0	2,6	5,2
Dívida do setor público (% do PIB)	(Out) 44,8	38,8	43,9	45,9
Exportações (em bilhões de dólares)	(Out) 125,9	197,9	160,6	137,5
Importações (em bilhões de dólares)	(Out) 103,3	173,0	120,6	91,4
Investimento estrangeiro direto (em bilhões de dólares) <sup>(3)</sup>	(Out) 19,2	45,0	34,6	18,8

(1) Os valores de 2009 são baseados nos últimos dados publicados.

(2) De acordo com a taxa de câmbio média do ano. IBGE

(3) Inclui empréstimo intercompanhias.

Fonte: Highlights of Brazil 2009 PricewaterhouseCoopers

## 2.2 Fusões e aquisições

Existem dois tipos de investidores quando se trata de uma transação entre empresas: o investidor estratégico e o financeiro. O primeiro é aquele que trata o investimento como uma estratégia interna da empresa para o alcance de vantagem competitiva. O objetivo do segundo tipo de investidor é retorno financeiro através de aposta no crescimento dos lucros da empresa ou expansão do setor, aumento do

seu fluxo de caixa, investimentos em infra-estrutura e consolidação de um ou mais setores. Estes são normalmente private equities, ou seja, instituições em que os investidores normalmente recebem seus retornos através de uma oferta pública inicial (OPI) - ou, do inglês, initial public offering (IPO) -, venda ou fusão, ou uma recapitalização.

Além dessa classificação, uma transação pode ser tipificada com base no grau de envolvimento das empresas. A tabela 2 apresenta os tipos existentes:

<p style="text-align: center;"><b>Aquisição</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>Compra</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>Joint Venture</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• O comprador obtém, na transação, o controle da empresa adquirida.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• O controle da empresa não é transferido junto com as ações</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Empreendimento de dois ou mais sócios em uma nova empresa. Os sócios continuam com suas operações independentes.</li> </ul>
<p style="text-align: center;"><b>Fusão</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>Incorporação</b></p>	<p style="text-align: center;"><b>Cisão</b></p>
<ul style="list-style-type: none"> <li>• Duas empresas juntam suas operações e deixam de existir isoladamente, formando uma terceira empresa.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• Uma empresa absorve as operações da outra.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>• A empresa é dividida, surgindo da primeira uma outra empresa.</li> </ul>

**Quadro 1 - Tipos de transação**

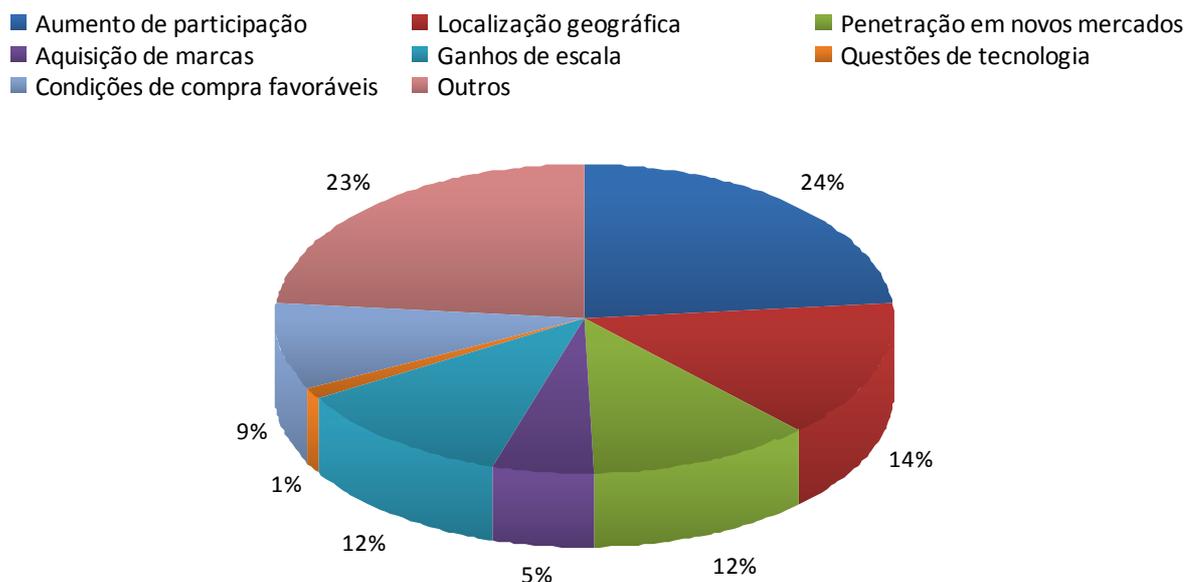
Fonte: publicação Fusões e Aquisições 2008 da PricewaterhouseCoopers

Nesta pesquisa o foco será em fusões e aquisições, pois com o controle total da empresa adquirida, é possível observar se houve impacto no desempenho da empresa adquirente.

Segundo Ross, Westerfield, & Jaffe (2008), este fenômeno pode, também, receber uma classificação baseada na competitividade entre as partes envolvidas. A F&A é horizontal quando ocorre entre empresas do mesmo setor (algumas vezes concorrentes), vertical quando ocorre em empresas de setores distintos, porém dentro de uma mesma cadeia produtiva e conglomerado se as empresas são de atividades diferentes e com o objetivo de diversificação. O tipo de fusão horizontal é caracterizada por uma regulamentação mais forte do governo, pois reduz a

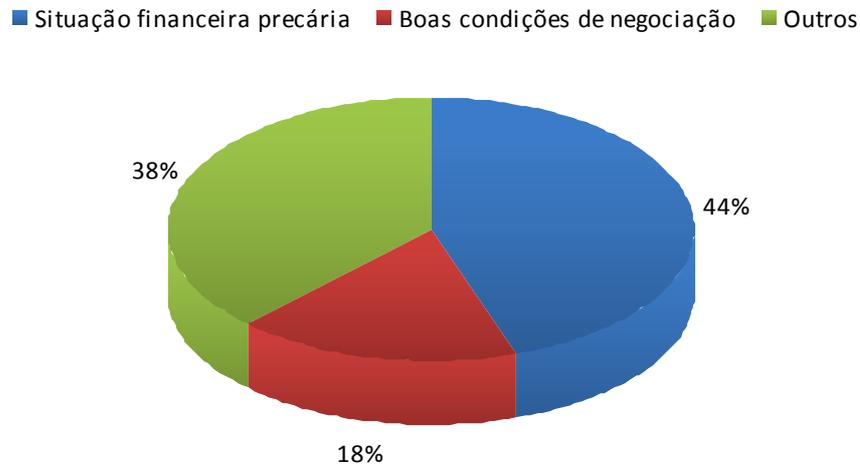
competição em uma dada indústria, podendo levar à criação de um monopólio ou cartel.

As fusões e aquisições estratégicas são ações em que as empresas utilizam como forma de investimento para expansão ou diversificação do negócio. Os propósitos que levam a essa decisão são diversos como entrar em um novo negócio, aumentar a participação de mercado, especular o mercado acionário e servir como um instrumento de controle para os acionistas. Barros (2003 apud CANÇADO; TANURE, 2005) possui uma pesquisa de cunho quantitativo e qualitativo. Nesta pesquisa foram considerados 106 questionários de empresas que passaram pelo fenômeno de F&A em uma população das 500 maiores empresas brasileiras classificadas pela revista Exame (2000). Nos gráficos 2 e 3 o retrato dos motivos da transação:



**Gráfico 2 - Motivos da transação (adquirente)**

Fonte: Barros, 2003



**Gráfico 3 - Motivos da transação (adquirida)**

Fonte: Barros, 2003

É possível notar através da pesquisa que o principal motivo que leva uma empresa a comprar a outra é o aumento de participação, desenvolver a empresa além do crescimento orgânico. Por outro lado, a adquirida normalmente está passando por um declínio financeiro e enxerga a transação como uma forma de sobrevivência.

Além de pesquisas, várias teorias surgiram para explicar a razão dessa ação estratégica. Em seu artigo, Weston, Chung e Hoag (1990 apud MATIAS; BARRETO; GORGATI, 1996), descrevem seis teorias:

- a) Teoria de Eficiência: afirma que as fusões e aquisições são formas de melhorar o desempenho da administração ou de alcançar algum tipo de sinergia, o que reflete na eficiência do mercado como um todo.
- b) Teoria da informação e sinalização: informa ao mercado e à administração que a empresa está subavaliada.
- c) Teoria dos problemas de agência: permite à administradores externos ganhar controle da empresa que enfrenta problemas de agência.
- d) Teoria do poder de mercado: parte da hipótese que uma fusão aumenta a fatia de mercado.
- e) Teoria das vantagens fiscais: considera a possibilidade de uma empresa se beneficiar de créditos fiscais ou substituir impostos sobre ganho de capital por impostos sobre a renda.

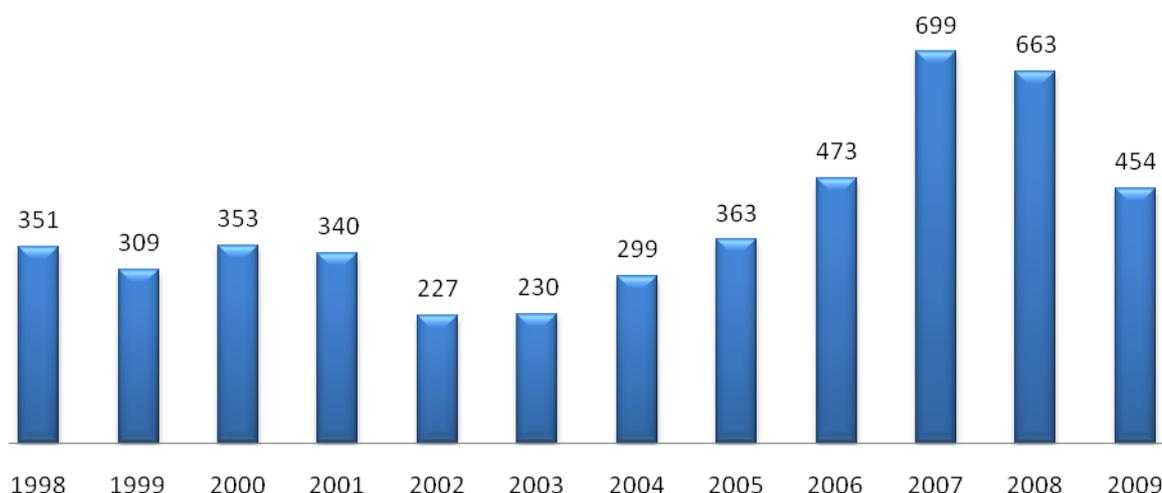
- f) Teoria do Fluxo de Caixa Livre: argumenta que as fusões e aquisições ocorrem em virtude de conflitos entre os administradores e acionistas com respeito ao pagamento dos fluxos de caixa livres. Estes deveriam ser pagos aos acionistas, reduzindo dessa forma o poder dos administradores.

Conforme Ross, Westerfield & Jaffe (2008), sinergia é a diferença de valor de mercado entre a empresa combinada e a soma dos valores das empresas antes da junção. As principais fontes de sinergia são: aumento de receitas; diminuição de custos; diminuição de impostos; diminuição dos custos de capital.

Porém um grande caminho precisa ser percorrido até que as duas operações sejam uma só, necessitando de um processo de integração muito bem planejado.

## 2.2.1 Dados numéricos de fusões e aquisições

Como pode ser observado nos gráficos 4 e 6, 2007 foi o ano com o maior número de transações realizadas e anunciadas.



**Gráfico 4 - Evolução anual do número de transações**

Fonte: Publicação Fusões e Aquisições – KPMG (2010)

O setor com o maior representatividade foi o de alimentos, bebidas e fumo. São Paulo é o estado brasileiro com maior representação, sediando aproximadamente 32% das transações.

**Tabela 2 - Ranking anual setorial de transações (2007)**

#	Setor	Nº de transações	#	Setor	Nº de transações
1º	Alimentos, bebidas e fumo	66	16º	Hospitais e lab. De análises clínicas	12
2º	Tecnologia de Informação (TI)	56		Hotéis e restaurantes	12
3º	Imobiliário	51		Produtos de engenharia	12
	Shopping Centers	51		Produtos químicos e farmacêuticos	12
5º	Produtos químicos e petroquímicos	39		Vestuário e calçados	12
6º	Publicidade e editoras	35	21º	Partes e peças automotivas	10
	Serviços para empresas	35	22º	Madeira e papel	7
8º	Metalurgia e Siderurgia	31	23º	Petróleo e gás	6
9º	Telecomunicação e mídia	27		Supermercados	6
10º	Açúcar e álcool	25	25º	Cimento	4
	Companhias energéticas	25		Embalagens	4
12º	Instituições financeiras	19		Lojas de varejo	4
13º	Elétrico e eletrônico	18		Seguros	4
14º	Transportes	17		Têxteis	4
15º	Mineração	13	30º	Outros	82
		<b>TOTAL</b>			<b>699</b>

Fonte: Publicação Fusões e Aquisições - KPMG (2010)

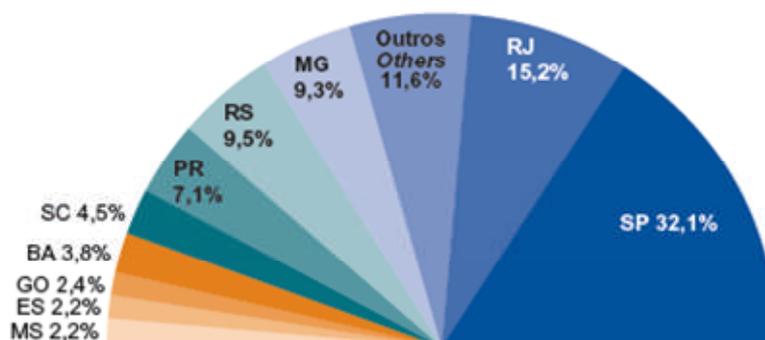


Gráfico 5 - Distribuição geográfica das transações (2007)

Fonte: Publicação Fusões e Aquisições – KPMG (2010)

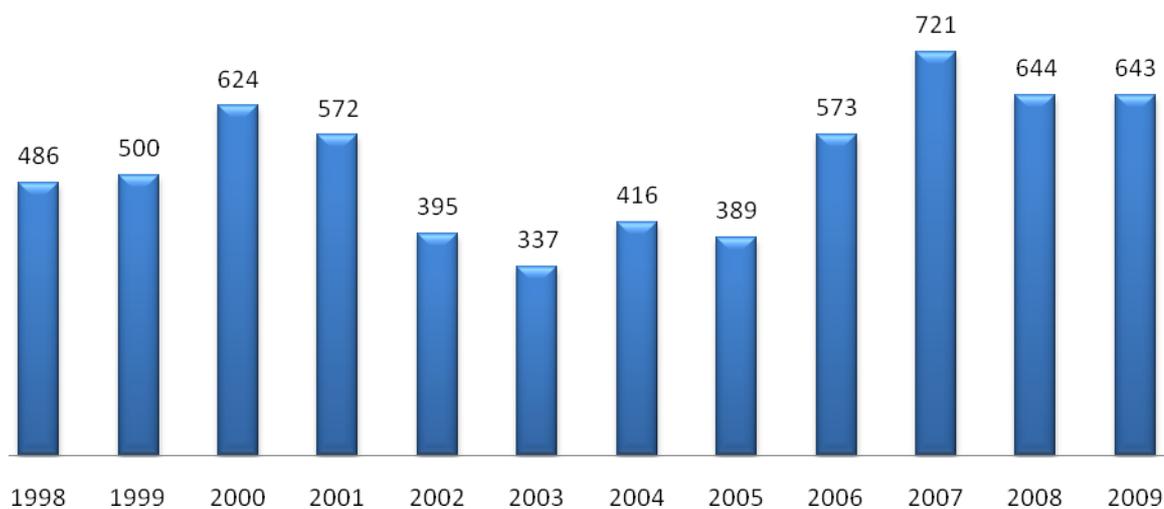


Gráfico 6 - Histórico de transações anunciadas na imprensa

Fonte: publicação Fusões e Aquisições PricewaterhouseCoopers (2009)

As maiores fusões e aquisições anunciadas no ano de 2007 foram do Grupo Gerdau, Petrobras/Ultra e Braskem, GP Investimentos e Perdigão S.A..

Empresas como a BR Malls, Petrobras, Gerdau e Vale fizeram dez ou mais transações apenas no ano de 2007, apresentando uma estratégia agressiva de crescimento.

A Perdigão, Mafrig, JBS Friboi, Datasul e Anhaguera Educacional também se destacaram, pois realizaram de cinco a dez negócios cada.

## 2.2.2 O processo de fusão e aquisição



Figura 1 - Processo de F&A

Fonte: Elaborado pela autora

Conseguir alcançar o objetivo de sinergia, aumento de desempenho, conquista de novos mercados, entre outros, não é um caminho fácil. Este fenômeno se caracteriza por ser complexo, incerto e com grau de risco elevado. Após um intenso período de negociação, o fechamento do negócio não é garantia de sucesso.

O primeiro passo é a escolha, decisão de compra/venda. Na visão da compradora, começa-se então a fase de análise do mercado para seleção das possíveis empresas que podem ser adquiridas. Em contrapartida a empresa *target*, que será comprada, tem que analisar os players, aqueles que se colocam como investidores. Quando há uma intenção de compra/venda formalizada, começa a fase de *due diligence*, que segundo Cançado e Tanure (2005, p. 12) são os “levantamentos e análises sistematizadas sobre a empresa a ser adquirida”. Esta análise é financeira, avaliando os valores relativos a taxas, impostos ou questões legais que irão impactar na estrutura da transação em si, podendo também auxiliar na estimativa do preço a ser pago (MARKS; MIRVIS, 1998). Algumas vezes é realizada também uma análise mercadológica, o que seria descartável nos casos em que as empresas

atuam no mesmo setor da economia. Esta etapa é importante, pois assim o investidor tem uma noção mais profunda de onde está investindo, diminuindo o risco e podendo barganhar no preço da aquisição. Após o fechamento do contrato é chegada a etapa mais complexa do processo, a integração.

Carnevalli (2000) salienta que as duas empresas envolvidas se desenvolveram sobre bases diferentes: cultura organizacional, sistema de informação, cargos e salários, relacionamento com clientes e fornecedores. Ele descreve em seu artigo o processo de integração das operações de duas empresas do setor de produção de cimento. Esse processo possui como elementos a estrutura (reorganização dos executivos com focos de trabalho, tais como operação da empresa, processo de aquisição e planejamento da integração); o planejamento; a construção de um modelo (que se origina no entendimento global da outra empresa, através de um processo de due diligence, por exemplo); a comunicação (processo intenso e em todos os públicos); a confiança (mecanismos como o trabalho em equipe e transparência reforçam este elemento); e o controle (monitoramento das ações). Além desse aspecto, existem também as integrações cultural e estratégica. O autor destaca que essas duas demandam mais tempo e discussões mais complexas.

Na pesquisa de Barros (2003 apud CANÇADO E TANURE, 2005), os dados mostram que 45,4% das operações não passam pela etapa de due diligence. A fase de negociação tem duração média de 9,2 meses. Acerca do planejamento da integração, 48,3% dos respondentes do questionário informaram que ela ocorreu de maneira natural e espontânea, sem a designação de grupos-tarefa. Houve contratação de consultoria externa para apoio a essa fase em 25,3% dos casos. A etapa de integração é de cerca de dois anos, e quase metade da amostra não realiza o planejamento.

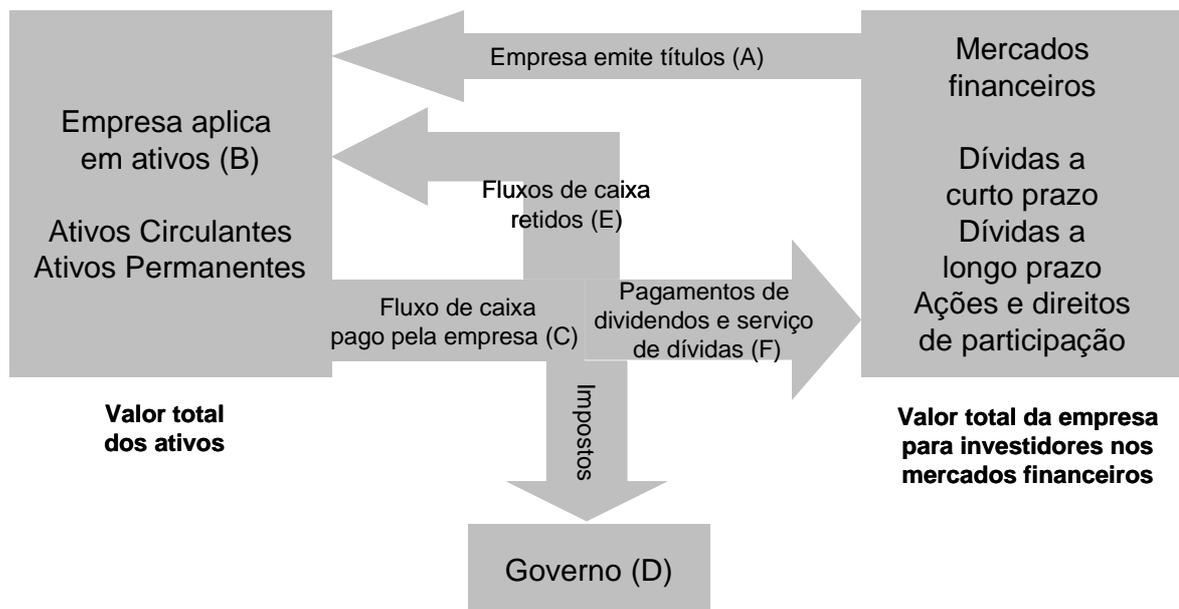
Geoffroy (2006) defende a ideia de realização do processo como um todo, por se tratar de uma transação de grande impacto para as empresas envolvidas e para o mercado. Passar por cada fase de forma racional e planejada aumenta a confiança das partes quanto ao negócio e quanto ao modo como a operação será divulgada ao mercado. Esta segurança é extremamente importante uma vez que colabora para que o negócio seja interpretado e avaliado positivamente pelos analistas de mercado aumentando a possibilidade de se obter valor agregado com a transação.

## 2.3 Análise do desempenho das empresas

Devido à necessidade de competir pelo capital, um recurso escasso, as empresas precisam superar o custo de oportunidade que os investidores exigem para aplicação de seu capital em um determinado negócio. A rentabilidade acima da expectativa estimula a confiança dos investidores o que é impulsionador do preço das ações/quotas da empresa. Esta valorização aumenta a atratividade a novos investimentos que serão subsídios para as estratégias competitivas que visem à sustentabilidade a longo prazo.

Ross, Westerfield e Jaffe (2008) apresentam o conceito de direito condicionado, ou seja, os títulos de dívida e as ações são direitos condicionados ao valor total da empresa.

A criação de valor é demonstrada através da figura 2:



- (A) Empresa emite títulos para captar recursos (decisão de financiamento).
- (B) Empresa investe em ativos (decisão de investimento).
- (C) Operações da empresa geram fluxo de caixa.
- (D) Pagamento de impostos são feitos ao governo.
- (E) Fluxo de caixa retidos são reaplicados na empresa.
- (F) Fluxos de caixa são distribuídos a investidores sob forma de juros e dividendos.

**Figura 2 - Fluxos de caixa entre a empresa e os mercados financeiros**

Fonte: ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. Administração Financeira. São Paulo: Atlas, 2008.

A criação de valor ocorre quando o caixa distribuído aos acionistas e obrigacionistas for superior ao caixa obtido nos mercados financeiros. O efeito primário da criação de valor é a valorização do negócio. Em empresas de capital aberto, isso pode ser observado através da cotação das ações. Em empresas de capital fechado o reflexo será no maior preço justo que a empresa valerá para potenciais compradores. Helfert (2000) afirma que para ocorrer a geração de valor, os administradores precisam tomar decisões acertadas nas três áreas básicas de decisão das organizações (investimento, financiamento e operações) como demonstrado na figura 3.



**Figura 3 - O processo de criação de valor**

Fonte: Helfert (2000)

A decisão de investimento, o foco deste trabalho acadêmico, “é a força motriz básica da atividade empresarial”, “é a fonte de crescimento que sustenta as estratégias competitivas explícitas da administração” (HELFERT, 2000, p. 23). O investimento pode ser em capital de giro, ativos físicos ou programas (por exemplo: pesquisa e desenvolvimento e aquisições).

Para a tomada de decisão, os analistas/investidores, utilizam-se de técnicas e instrumentos de análise financeira. “O propósito básico da análise financeira é ajudar os responsáveis pelos resultados a tomarem decisões acertadas dentro de um contexto relevante” (HELFERT, 2000, p. 15). A análise financeira é mais que um número ou conjunto de indicadores, seu entendimento depende da visão das partes envolvidas e da natureza e confiabilidade dos dados disponíveis. Para Helfert (2000, p. 16) “o resultado lógico de boas decisões cuidadosamente analisadas e implementadas é a criação de valor para o acionista”.

Existem diversas técnicas de avaliação de desempenho organizacional. Os índices podem relacionar uma variedade de grandezas, limitadas apenas pela imaginação do analista. Na tabela (Nº) são demonstrados alguns exemplos de indicadores amplamente utilizados.

<p><b>Criação de valor</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Q de Tobin</li> <li>• Valor de mercado sobre valor patrimonial</li> <li>• Valor da firma</li> </ul>
<p><b>Desempenho operacional</b></p> <ul style="list-style-type: none"> <li>• Margem EBIT (lucro operacional / vendas líquidas);</li> <li>• EBITDA / despesas operacionais;</li> <li>• Geração Bruta de Caixa (EBITDA / Ativo Total);</li> <li>• Crescimento da Receita Líquida;</li> <li>• Participação relativa de mercado;</li> <li>• Giro do ativo;</li> <li>• Rentabilidades operacional do ativo, líquida do ativo, do capital próprio e das vendas;</li> <li>• Liquidez corrente;</li> <li>• Endividamento;</li> <li>• Rentabilidade do Patrimônio Líquido;</li> <li>• Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas; e</li> <li>• Despesas Administrativas e Gerais sobre Receitas Líquidas.</li> </ul>

**Figura 4 - Exemplos de indicadores financeiros e econômicos**

Fonte: Elaborado pela autora

Uma outra medida não mencionada anteriormente, porém com relevância na representação da criação de valor é o lucro econômico.

O lucro econômico é “uma medida de desempenho empresarial que difere da maioria das demais ao incluir uma cobrança sobre o lucro pelo custo de todo o capital que uma empresa utiliza” (EHRBAR, 1999, p.1). Esta medida pode ser traduzida segundo a fórmula abaixo:

$$LE = NOPAT - CMPC \times CI$$

Em que:

- a) LE = lucro econômico
- b) NOPAT = lucro operacional líquido menos impostos ajustados
- c) CMPC = custo médio ponderado de capital
  - Custo do capital de terceiros = despesas financeiras / passivo oneroso

- Custo de capital próprio = CAPM =  $R_f + \beta_i (R_m - R_f) + \lambda$
- O  $R_f$  é a taxa de remuneração do ativo livre de risco, o  $\beta_i$  é o beta alavancado da empresa (quanto maior o nível de endividamento, maior o beta, pois maior o risco), o  $R_m$  é o prêmio de risco do mercado acionário e o  $\lambda$  é fator risco-país (spread-over-treasury dos títulos da dívida externa brasileira).
- CI = capital investido operacional

Dessa forma, a empresa pode, ao mesmo tempo, estar destruindo valor e gerando lucro contábil.

Quando há a criação de riqueza, o lucro econômico é positivo, ou seja, o lucro obtido da empresa superou a expectativa dos acionistas. Quando o lucro econômico é negativo, houve destruição de riqueza, pois os proprietários do capital não foram remunerados.

O lucro econômico pode ser aumentado, ou seja, pode-se elevar a criação de riqueza, através da maximização da receita, minimização dos custos, implementação de projetos de investimentos com retorno maior que o custo médio ponderado de capital ou desinvestimento em projetos que geram um retorno menor que o custo médio ponderado de capital.

A empresa é responsável pelas decisões de investimento e o mercado representa o papel de avaliador dos investimentos empresariais, que se traduz através do valor de mercado. Em seu artigo, Eliseu (2000) apresenta várias formas de se medir o valor de uma empresa tais como: avaliação contábil tradicional, custo histórico, fluxo de caixa das transações ocorridas; custo histórico corrigido pelos efeitos da inflação; contabilidade a custo de reposição; valor de realização; e valor presente do fluxo futuro de caixa. Todos esses modelos têm o mesmo objetivo, o que diferencia é a perspectiva temporal: transações ocorridas, prestes a ocorrer, que poderiam ocorrer ou que se espera que ocorrerão. Os investidores estão interessados, contudo, no que vai acontecer, ou seja, com o fluxo futuro de caixa. Neste contexto, o valor de mercado pode ser representado pelo valor total das ações e do endividamento da empresa, pois os preços das ações são baseados em expectativas, do lucro que esperam que a empresa produza no futuro. “Lucros passados têm importância

apenas por serem um importante fator impulsionador de expectativas sobre desempenho futuro” (EHRBAR, 1999, p. 40).

Porém o valor de mercado da empresa não representa a criação de riqueza, pois não leva em consideração o quanto os proprietários investiram para que a empresa chegasse naquele valor. Portanto a criação somente acontece quando o valor de mercado é maior que o investimento realizado.

Ehrbar (1999) argumenta que o objetivo financeiro da empresa deve ser criar tanta riqueza para os acionistas quanto for possível. Há também críticas em relação à mensuração do lucro econômico como medida de criação de riqueza. A tabela 4 sintetiza as vantagens e desvantagens da utilização dessa medida.

VANTAGENS	DESVANTAGENS
<ul style="list-style-type: none"> <li>•Reconhecimento do custo de capital próprio;</li> <li>•Ferramenta única de avaliação do desempenho;</li> <li>•Instrumento dos analistas para recomendar a compra ou venda das ações;</li> <li>•Ferramenta de gestão empresarial: base para decisões corporativas;</li> <li>•Medida de eficiência da utilização do capital; e</li> <li>•Ferramenta para alinhar os interesses dos administradores e dos acionistas.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>•Reflete dados passados, representando a riqueza criada em um determinado espaço de tempo;</li> <li>•Não reconhece a existência de grandes ativos intangíveis (exemplo: marca);</li> <li>•É limitado no caso de instituições financeiras que precisam arbitrariamente colocar de lado o capital para propósitos reguladores;</li> <li>•Limitado no caso de companhias jovens, sem histórico;</li> <li>•Limitado no caso de companhias que exploram recursos naturais, onde em vez de depreciação há valorização.</li> <li>•Dificuldade em uma estimativa precisa do custo de capital próprio; e</li> <li>•Não leva em consideração riscos externos, tais como os inerentes ao mercado financeiro e os decorrentes de defasagem tecnológica.</li> </ul>

**Quadro 2 - Vantagens e desvantagens da utilização do lucro econômico**

Fonte: SIQUEIRA, 1999

Uma grande crítica em relação ao lucro econômico como medida que reflete a criação de riqueza é demonstrada na publicação de Siqueira (1999). Neste artigo a autora coloca uma citação de Hammel (1997):

“o uso eficiente do capital não é um meio nem um fim para todas as companhias de sucesso. A estratégia e a inovação contam mais. Na emergente economia do conhecimento, a eficiência do capital é menos do que um condutor de riqueza. [...] Deve-se olhar além do custo de capital,

construir novos mercados, e mudar as regras do ramo". (HAMMEL, 1997 apud SIQUEIRA, 1999, p. 137)

Hammel (1997) coloca também que a habilidade de gerar lucro residual, ou seja, acima do custo de capital, revela pouco sobre a quota desse capital na criação de novas riquezas.

Pode-se observar que no ambiente de negócios existe uma variedade de indicadores para avaliar o desempenho empresarial como foi demonstrado até o momento. Sabe-se, entretanto, que nenhuma medida isolada é capaz de representar toda a dinâmica do desempenho empresarial. Por isso é essencial que o lucro econômico seja usado com outras medidas que o complementem.

## 2.4 Estudos empíricos sobre o impacto do fenômeno de fusão ou aquisição no desempenho das empresas

Camargos e Barbosa (2009) realizam um estudo que se propõe a descrever o impacto de uma fusão e aquisição sobre o desempenho operacional e das ações no mercado. Para isto os autores utilizam uma amostra que contém companhias de capital aberto não-financeiras que passaram por este fenômeno entre 1996 e 2004. Como representantes da criação de valor nas empresas são utilizados os indicadores Q de Tobin, Valor de Mercado sobre o Valor Patrimonial (VM/VP) e Valor da Firma (VF). Quanto às sinergias operacionais, os autores analisam as variáveis Margem EBIT (lucro operacional / vendas líquidas), EBITDA / despesas operacionais, Geração Bruta de Caixa (EBITDA / Ativo Total) e Crescimento da Receita Líquida.

Criação de valor	Sinergias operacionais
Q de Tobin	Margem EBIT
Valor de mercado sobre o valor patrimonial (VM/VP)	EBITDA sobre as despesas operacionais
	Geração bruta de caixa
	Crescimento da receita líquida

**Quadro 3 - Indicadores utilizados por Camargos e Barbosa (2009)**

Fonte: Elaborado pela autora

A metodologia de análise utilizada pelos autores foi a comparação da média das variáveis de cada empresa nos períodos anterior e posterior à divulgação da

fusão/aquisição em um intervalo de tempo de dois anos antes e a partir do fenômeno. Uma das hipóteses testadas afirma que não há impacto no desempenho das empresas após uma fusão e aquisição. Como resultado, encontra-se evidência da criação de valor nos três indicadores e melhora de desempenho das empresas em três das quatro variáveis (exceto a variável de crescimento da receita líquida), refutando a hipótese inicial. A hipótese de que não existe correlação entre os indicadores de criação de valor utilizados foi também refutada, reforçando que as três variáveis podem ser usadas como proxies alternativas umas das outras em estudos empíricos. Ressalta-se entretanto que existe correlação maior entre o Q de Tobin e o VM/VP, e uma baixa correlação entre VM/VP e VF.

Os autores ressaltam que a criação de valor verificada possivelmente não está relacionada a estratégia de fusão e aquisição, devido ao período analisado se caracterizar por melhorias dos fundamentos microeconômicos do país, impulsionadas em parte pelo crescimento do valor das commodities, produtos básicos de exportação e de faturamento de boa parte das grandes empresas brasileiras, inclusive da amostra estudada. Outro ponto importante são as discussões na literatura sobre o resultado dessa estratégia devido aos seguintes fatores:

- a) determinação de quão abrangente deve ser uma amostra para que se possam generalizar os resultados;
- b) perspectiva de análise de curto, médio e longo prazo;
- c) métricas a serem utilizadas (dados do mercado de capitais, variáveis de desempenho econômico ou financeiro?); e
- d) como isolar os efeitos de um processo de fusão e aquisição sobre o desempenho de uma empresa, tendo em vista concomitância das demais estratégias adotadas.

Outro estudo é desenvolvido por Gartner (2004) que coloca a seguinte problemática: o aumento da vantagem competitiva por meio de estratégias de fusões e aquisições horizontais e verticais é compatível com a melhoria no desempenho agregado da empresa no curto prazo? Neste caso, foram estudadas 32 empresas de sociedade anônima. Para analisar o desempenho, foi criado o índice abaixo:

- $IDEA = f(\text{dinamismo competitivo, rentabilidade, equilíbrio financeiro})$

- $dc$  = (participação relativa de mercado, giro do ativo)
- $r$  = (rentabilidade operacional do ativo, rentabilidade líquida do ativo, rentabilidade do capital próprio, rentabilidade das vendas)
- $ef$  = (liquidez corrente, endividamento)

Como resultado, o autor conclui que a situação de desempenho permaneceu estável, pois o aumento na participação absoluta no mercado compensou a queda em seu desempenho econômico-financeiro, causado pelos desembolsos de capital para efetuar a operação e pela absorção do grau de endividamento das empresas adquiridas.

Matias e Pasin (2001) propõem verificar os impactos observados na rentabilidade das empresas que passaram por processos de fusão e aquisição e tentam explicar quais foram os motivos que os geraram, as possíveis sinergias. Para isso eles acompanharam a evolução dos índices de Rentabilidade do Patrimônio Líquido; Custo dos Produtos Vendidos sobre Receitas Líquidas; e Despesas Administrativas e Gerais sobre Receitas Líquidas.

$$\frac{\text{Rentabilidade do PL}}{\frac{\text{Custo dos produtos vendidos sobre Receitas Líquidas} + \text{Despesas administrativas e gerais sobre Receitas Líquidas}}$$

**Quadro 4 - Indicadores utilizados por Matias e Pasin (2001)**

Fonte: Elaborado pela autora

O período analisado foi entre o ano da transação e de dois a quatro anos após. 25 empresas envolvidas em 22 processos de fusões, aquisições e incorporações entre 1995 e 1997 foram utilizadas como amostra. Como conclusão do estudo, as empresas apresentaram economias de escala e reduções de despesas administrativas e gerais. O índice de Rentabilidade do Patrimônio Líquido também apresentou melhora, passando a mediana de 0,7% para 11% após a mudança.

Dentre os estudos apresentados, dois apresentaram uma melhora no desempenho das empresas analisadas e um concluiu que as empresas permaneceram estáveis em relação a estratégia adotada.

### **3 MÉTODOS E TÉCNICAS DE PESQUISA**

#### **3.1 Tipo e descrição geral da pesquisa**

A pesquisa é um estudo de casos múltiplos que visa fazer uma generalização analítica, ou seja, utilizar-se de uma “teoria previamente desenvolvida como modelo com o qual se deve comparar os resultados empíricos do estudo de caso” (YIN, 2001, p. 54).

A proposta do trabalho é a realização de pesquisa de avaliação empírica que “estuda os processos e resultados esperados a partir das soluções tentadas” (ROESCH, 2009, p. 61). Mais especificamente a avaliação de resultados que julga a efetividade de um programa, política ou plano. Neste caso a autora propõe a análise de medidas que possam julgar a efetividade da estratégia de fusão e aquisição.

A abordagem é sobre o paradigma positivista, “o mundo social existe externamente ao homem”, “suas propriedades devem ser medidas através de métodos objetivos” (ROESCH, 2009, p. 122).

“O caso é uma unidade básica de pesquisa e trata-se de uma pessoa, um casal, uma família, um objeto (...), um sistema (...), uma organização (...)” (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006, p. 274). “Ele deve ser “tratado com profundidade, buscando o completo entendimento de sua natureza, suas circunstâncias, seu contexto e suas características” (SAMPIERI; COLLADO; LUCIO, 2006, p. 275).

O estudo de caso é indicado quando o tema é orientado para fenômenos contemporâneos e onde as possibilidades de controle sobre os eventos estudados são restritas, necessária então uma análise contextualizada (Godoy, 1995).

Dessa forma, o estudo de caso permitirá um aprofundamento maior em relação a estratégia de fusão e aquisição praticada pelas empresas, visto que esta prática leva a resultados que não podem ser isolados, dependendo de um contexto e de outras estratégias adotadas pela empresa no mesmo período, buscando o entendimento de como podem ser mensurados os ganhos obtidos após a efetivação da citada estratégia.

### **3.2 População e amostra**

A população do estudo são as empresas de capital aberto que divulgaram seu processo de fusão e aquisição no ano de 2007. Este ano foi escolhido devido à necessidade de um leque temporal de dois anos antes e depois do anúncio para a análise dos dados. As empresas serão analisadas através de suas demonstrações financeiras, quais sejam: balanço patrimonial e demonstração do resultado; relatório da administração; e informações relevantes disponíveis ao público. A amostra escolhida é composta de cinco empresas:

- a) Anhanguera Educacional S.A.;
- b) Klabin Segall S/A;
- c) Companhia Brasileira de Distribuição;
- d) Fleury S.A.; e
- e) Vulcabras S.A.

### **3.3 Caracterização dos instrumentos de pesquisa**

Como o propósito é avaliar o resultado de uma estratégia, o enfoque da pesquisa será quantitativo. Serão utilizados dados secundários, ou seja, relatórios e demonstrações financeiras publicadas nas bases de dados do caderno 'Empresarial' do Diário Oficial, publicado pela Imprensa Oficial; no site respectivo de cada empresa; e no site da BM&FBOVESPA. Todos os dados utilizados durante o processo da pesquisa serão disponibilizados ao longo do trabalho a fim de aumentar a confiabilidade da pesquisa e possibilitar o desenvolvimento de novo procedimento com os mesmos casos.

### 3.4 Procedimentos de coleta e de análise de dados

A avaliação dos indicadores envolve uma comparação, que neste caso será entre a situação financeira e econômica anterior e posterior ao ano de realização do fenômeno estudado. Foi apresentado na seção 2.2.2 que o período médio de integração de duas empresas que passam pelo processo de fusão e aquisição é de 24 meses. Considerando este fato, a análise será realizada no intervalo entre dois anos antes e após a divulgação da F&A. Os indicadores escolhidos para refletir o desempenho econômico e financeiro das empresas são o lucro econômico e valor de mercado/valor patrimonial (refletem a criação de valor) e EBITDA/despesas operacionais e endividamento (indicam o desempenho operacional).

<p style="text-align: center;">Lucro Econômico</p> <p style="text-align: center;">*LE = NOPAT – CMPC x CI</p>	<p style="text-align: center;">Valor de mercado/valor patrimonial</p> <p style="text-align: center;">*Valor de mercado da ação/valor contábil da ação</p>
<p style="text-align: center;">EBITDA/despesas operacionais</p> <p style="text-align: center;">*EBITDA = lucro antes dos juros, taxas, depreciação e amortização</p>	<p style="text-align: center;">Endividamento</p> <p style="text-align: center;">*End = total das dívidas/total de ativos</p>

**Quadro 5 - Indicadores analisados na pesquisa**

Fonte: Elaborado pela autora

Como foi explicado na seção “análise do desempenho das empresas”, o lucro econômico desponta como um indicador de criação de valor, apesar de suas limitações. Ele e o valor de mercado/valor patrimonial serão analisados como uma medida direta de geração de valor para os acionistas.

O EBITDA é amplamente utilizado como base para o uso de multiplicadores para se chegar ao preço de mercado de uma empresa durante uma transação. Como o EBITDA por si só não constitui uma variável facilmente comparável entre empresas, por ser um número absoluto, optou-se por relacioná-lo com as despesas operacionais, assim como no artigo de Camargos e Barbosa (2009), afim de relativizá-lo.

O endividamento “fornece uma informação referente à proteção dos credores contra insolvência e à capacidade de obtenção de financiamento adicional” (ROSS; WESTERFIELD; JAFFE, 2008, p. 48). Este indicador foi selecionado para medir o quanto o endividamento foi alterado devido a estrutura de capital da empresa adquirida.

## 4 RESULTADOS E DISCUSSÃO

As cinco empresas escolhidas serão apresentadas uma a uma, sendo analisadas de forma individual. Dentro de cada caso a estrutura básica é a caracterização da empresa (fatos relevantes e histórico), demonstrações financeiras e análise do desempenho (dados operacionais, indicadores calculados e discussão dos resultados). A extensão da discussão e apresentação de dados estão relacionados à quantidade de informações disponibilizadas ao público pela empresa.

A caracterização da empresa, bem como os fatos relevantes e o histórico foram retirados do site da companhia. As demonstrações financeiras, base para mensuração dos indicadores, foram coletadas no Diário Oficial.

### 4.1 Indicadores analisados

Os conceitos relacionados aos indicadores escolhidos para esta pesquisa estão descritos a seguir:

- a) NOPAT (Net operating profit after taxes): de acordo com Brigham; Ehrhardt (2004), o NOPAT é a melhor forma de comparar o desempenho dos gestores. Ele traduz o lucro que a companhia geraria se não tivesse dívida ou ativos financeiros.

Equação:  $\text{lucro operacional} - (\text{IR} + \text{CSLL}) + \text{despesa financeiras líquida}$

- b) CMPC (custo médio ponderado de capital): as empresas empregam diferentes tipos de capital, tais como os advindos de ações preferenciais, ações ordinárias e instituições financeiras. Cada tipo exige uma taxa de retorno específica. Para mensurar o custo total do diferentes tipos alocados na empresa, faz-se o custo médio ponderado de capital.
  - a. Custo de capital de terceiros: retorno exigido pelos credores do capital alocado na empresa. O custo do capital de terceiros foi mensurado através da divisão entre as despesas financeiras e a dívida.
  - b. Custo de capital próprio: foi utilizado o modelo do Capital Asset Pricing Model (CAPM).

Equação:  $R_f + \beta_i (R_m - R_f) + \lambda$

- Retorno livre de risco ( $R_f$ ): no trabalho foi utilizado *treasury bond* 10 anos. Brigham; Ehrhardt (2004) defendem a utilização desse título de longo prazo pelas seguintes razões: a maioria dos acionistas investem a longo prazo e se caracteriza por ser menos volátil em comparação com outros títulos.
- Retorno do mercado ( $R_m$ ): foi coletado o preço de fechamento histórico de 1999 a 2009 na Bloomberg do índice S&P 500. Para definir o retorno de cada ano, fez-se a média aritmética do retorno de 10 anos a partir da data base.
- Beta ( $\beta$ ): Brigham e Ehrhardt (2004) definem o coeficiente beta como uma correlação entre o retorno esperado da empresa analisada e o retorno médio do mercado. Este coeficiente mensura a volatilidade relativa do retorno da empresa em relação ao retorno médio do mercado, que por definição tem beta igual a 1. Os autores também afirmam que se a empresa possui um beta positivo, é esperado que seu retorno cresça quando o retorno do mercado subir, apesar de que fatores específicos da companhia podem afetar esta condição. Para este trabalho foi utilizado o beta setorial não-alavancado (coletado em Damodaran Online - <http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>), que foi ajustado pela estrutura de capital da empresa de acordo com a equação:  

$$\beta_L = \beta_U \times [1 + (P/PL) \times (1-IR)]$$
- Risco-país ( $\lambda$ ): retirado do site [www.portalbrasil.eti.br/2010/economia/cotacoes\\_dolar\\_real\\_riscopais.htm](http://www.portalbrasil.eti.br/2010/economia/cotacoes_dolar_real_riscopais.htm).

- c) Endividamento: Brigham e Ehrhardt (2004) afirmam que existem três importantes implicações quando a empresa utiliza capital de terceiros para se financiar:
- a. Ao levantar fundos através de dívida, os acionistas podem manter o controle da empresa sem aumentar seu investimento;
  - b. Se o retorno dos investimentos financiados com recursos emprestados for maior que as taxas de juros, os acionistas ampliam seu retorno, porém os riscos também são maximizados; e

- c. Os credores olham para o patrimônio para medir a margem de segurança. Quanto maior for a proporção de recursos próprios, menor os riscos para credores.

Este indicador mensura o percentual de recursos advindos de outras fontes que não o patrimônio líquido. Neste trabalho, dívida engloba financiamentos e empréstimos e debêntures.

- d) Capital investido (CI): Brigham; Ehrhardt (2004) definem o capital investido como a soma do capital de giro líquido e dos ativos operacionais de longo prazo.

Capital de giro líquido = ativo circulante operacional - passivo circulante operacional

- e) Valor de mercado/Valor patrimonial (VM/VP): a relação VM/VP da empresa mostra quanto os investidores apreciam a companhia. Normalmente as empresas com alta taxa de retorno sobre o patrimônio possuem múltiplos de valor patrimonial altos.

Brigham; Ehrhardt (2004) alegam que os investidores estão dispostos a pagar mais pelas ações do que seu valor de livro quando o múltiplo é maior que um. Os autores também colocam que o valor patrimonial representa o passado, o montante acumulado que os acionistas investiram diretamente ou através do reinvestimento do lucro. Em contraste, o valor de mercado é a expectativa de fluxos de caixa futuros.

- a. Valor de mercado: preço de fechamento da ação na data base. Dados coletados na Bloomberg.

- b. Valor patrimonial: equivale ao patrimônio líquido dividido pelo número de ações em circulação na data base.

- f) EBITDA (earnings before interest, taxes, depreciation and amortization)

Equação: Lucro líquido - (IR+CSLL) - resultado não operacional - despesa financeira líquida - depreciação - amortização.

Nesta pesquisa, foi diminuído o resultado de equivalência patrimonial além do que já está explícito na equação.

- g) Despesas operacionais: neste trabalho, as despesas operacionais equivalem as 'despesas operacionais' somadas ao 'custo do produto ou serviço' classificados nas demonstrações de resultado das empresas.

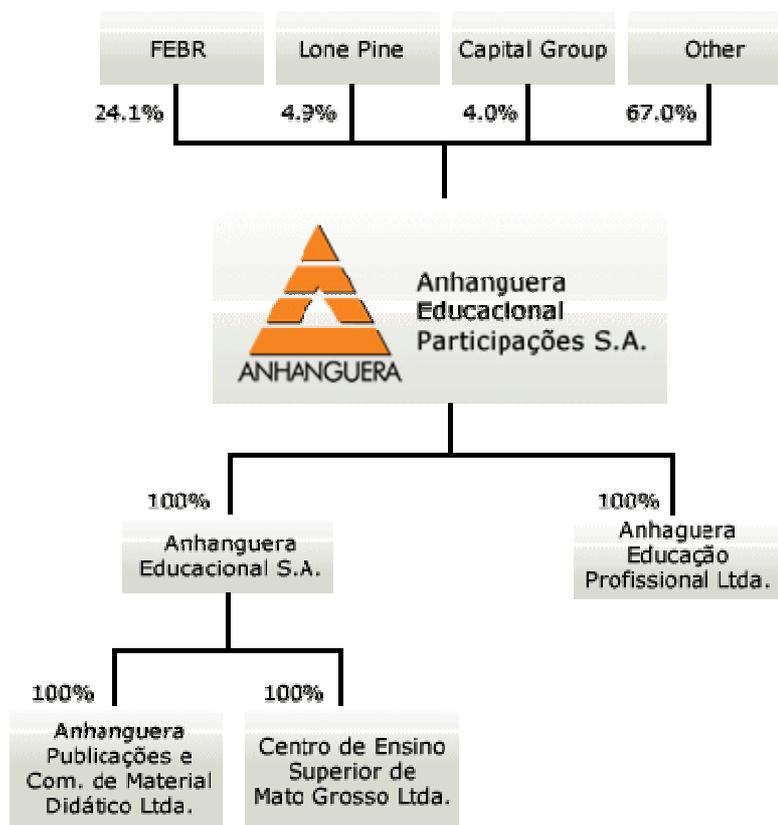
## 4.2 Estudo de caso: Anhanguera Educacional S.A.

### 4.2.1 Caracterização da empresa

<b>Razão Social</b>	Anhanguera Educacional S.A.
<b>CNPJ</b>	005.808.792/0001-49
<b>Sede</b>	Al. Maria Tereza, 2000, sala 06 - Valinhos - SP
<b>Atividade principal</b>	Desenvolvimento e administração de atividades e instituições nas áreas de educação de nível superior, educação profissional e outras.
<b>Site</b>	www.unianhanguera.edu.br
<b>Constituição</b>	15/07/2003
<b>Data de abertura de capital</b>	12/03/2007
<b>Auditor</b>	KPMG AUDITORES INDEPENDENTES
<b>Abrangência</b>	Três redes de ensino – 54 câmpus, mais de 450 polos e mais de 650 centros de ensino profissionalizante, distribuídos por todos os estados brasileiros e também no Distrito Federal.

**Quadro 6 - Dados Anhanguera Educacional S.A.**

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>



**Figura 5 - Estrutura societária Anhanguera Educacional S.A.**

Fonte: retirado do site da empresa: <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>

A Anhanguera Educacional S.A. (AESA) é advinda das seguintes associações não lucrativas: Associação Lemense de Educação e Cultura, Faculdade Comunitária de Campinas e Faculdades Integradas de Valinhos, Instituto Jundiaense de Educação e Cultura e Instituto de Ensino Superior Anhanguera.

A atual estrutura é demonstrada na figura 5. A empresa analisada é controlada pela Anhanguera Educacional Participações S.A..

A AESA é definida como a sociedade mantenedora de todas as unidades educacionais existentes, sejam faculdades, centros universitários ou universidade.

O público-alvo da Instituição são adultos de média e média-baixa renda que trabalham durante o dia e estudam à noite. O portfólio de serviços contempla: ensino profissionalizante, graduação, pós-graduação e educação continuada.

A Instituição enfatiza que possui projetos pedagógicos unificados, corpo docente qualificado, modelo operacional eficiente para multi-unidades (centralização das atividades na sede, o que reduz o custo), mensalidades acessíveis e rigoroso controle de qualidade.

A companhia coloca que seleciona as novas unidades segundo os fatores: tamanho do mercado, ambiente competitivo, taxa de penetração de educação superior, poder de compra dos alunos em potencial e estratificação de renda. A figura 6 apresenta as localizações das unidades (última atualização em 09 de fevereiro de 2010), tanto em operação como em fase de implementação.

De acordo com a própria Instituição, sua meta é oferecer a melhor combinação de qualidade educacional e preço acessível aos alunos e, conseqüentemente, crescer e desenvolver o reconhecimento da sua marca e criar valor para seus acionistas. As seguintes estratégias foram apresentadas:

- a) Foco contínuo na oferta de ensino superior de qualidade por um preço acessível aos jovens trabalhadores de média e média-baixa renda.
- b) Manutenção e aprimoramento de sua eficiência operacional.
- c) Expansão do seu negócio por meio de diferentes canais.
  - Aumentar o número de alunos matriculados nas unidades existentes.
  - Estender o modelo existente para novas localidades.

- Incrementar o portfólio de cursos superiores em suas unidades em conformidade com a demanda do mercado local.
- d) Ênfase em cursos de graduação.
- e) Ampliação do valor da marca.
- f) Continuar a investir em tecnologia educacional.

As vantagens competitivas apresentadas são:

- a) Capacidade de oferecer ensino superior de qualidade a preços acessíveis.
- b) Modelo acadêmico e unidades destinadas a jovens trabalhadores de média e média-baixa renda.
- c) Modelo de negócio padronizado e escalonável.
- d) Experiência no cumprimento da regulamentação.
- e) Administração experiente e forte suporte de acionistas.

A Anhanguera Educacional S.A. está presente em seis estados mais o Distrito Federal como o mapa da figura 6 mostra.



**Figura 6 - Unidades da Anhanguera Educacional S.A.**

Fonte: retirado do site da empresa: <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>

A figura 7 apresenta o histórico da companhia, com os fatos mais relevantes escolhidos pela autora, desde que seus fundadores iniciaram o negócio no ramo de educação em 1994.

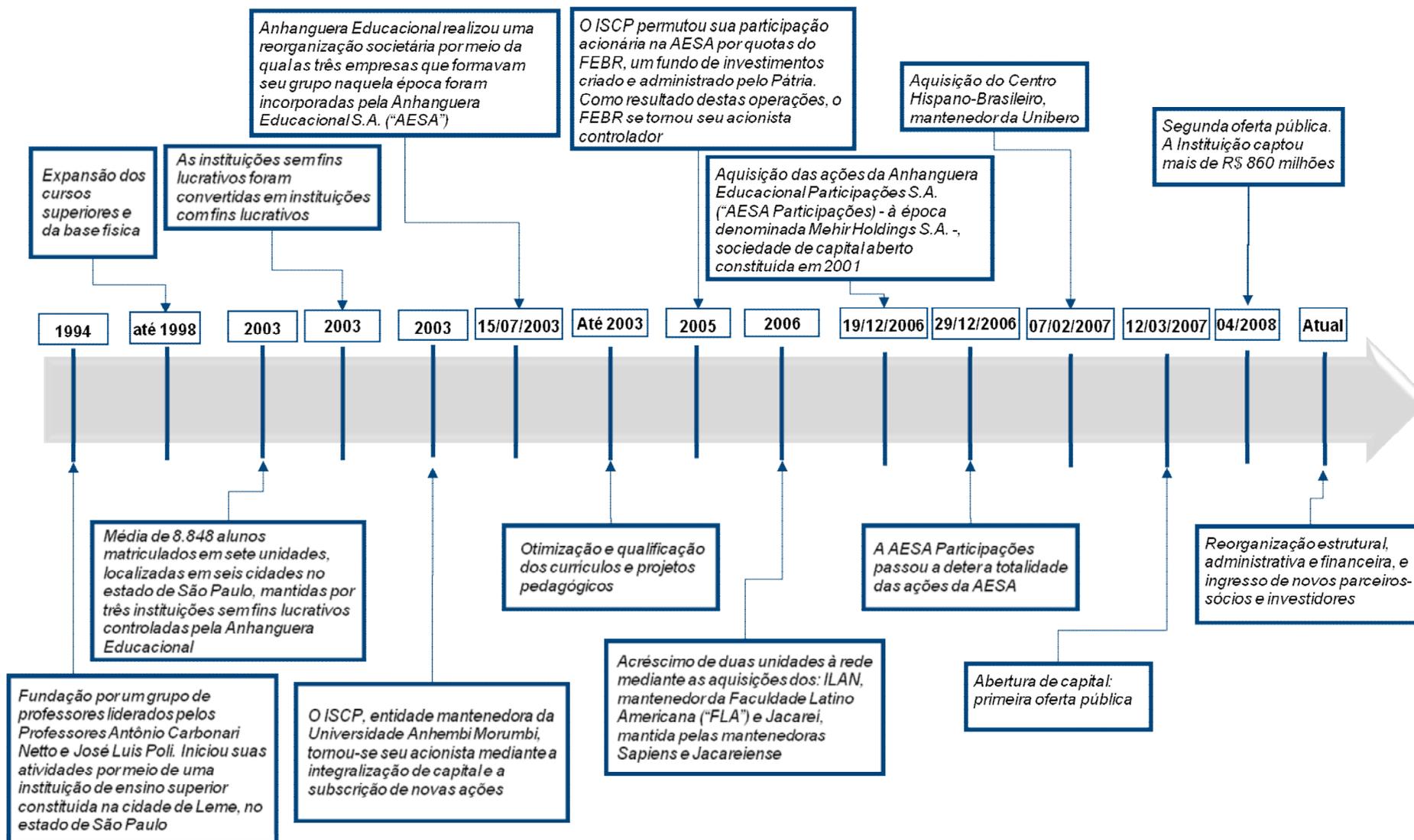


Figura 7 - Histórico Anhanguera Educacional S.A.

Fonte: elaborado pela autora. Informações retiradas do site da empresa: <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>



## 4.2.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras das tabelas 3 a 7 correspondem aos dados da Anhaguera Educacional S.A.. Para a mensuração dos indicadores, foram utilizados esses dados, com exceção do valor de mercado/valor patrimonial. Para este foram utilizadas as informações da Anhanguera Educacional Participações S.A. (dados coletados no site de relacionamento com investidores da empresa <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>), pois esta sim possui valor de mercado. A abertura de capital ocorreu no ano de 2007. Por este motivo, este último indicador só poderá ser mensurado nos anos de 2007, 2008 e 2009, períodos que os dados estão disponíveis.



Tabela 3 - Balanço patrimonial – Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado) - Ativo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
<b>Ativo circulante</b>									
Disponibilidades	83.857	7.078	18.919	636	118	83.966	7.736	20.371	1.834
Mensalidades a receber	159.881	81.784	38.375	16.648	9.599	159.881	83.241	42.576	23.096
Estoques	115	314	436	199	436	9.529	5.534	2.322	570
Impostos a recuperar	4.958	9.878	2.770	582	-	5.334	10.534	3.054	669
Outras contas a receber	7.060	9.090	1.822	1.717	742	7.086	9.181	1.986	681
Bens destinados para venda	13.745	-	-	-	-	13.745	-	-	-
Partes relacionadas	15.048	20.259	11.207	-	-	14.559	9.234	9.091	-
Impostos diferidos	9.459	2.649	-	-	-	9.459	2.649	-	-
Despesas antecipadas	1.064	1.027	827	281	54	1.064	1.027	833	281
	<b>295.187</b>	<b>132.079</b>	<b>74.356</b>	<b>20.063</b>	<b>10.949</b>	<b>304.623</b>	<b>129.136</b>	<b>80.233</b>	<b>27.131</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>									
Depósitos judiciais	677	69	40	1.846	638	677	69	130	1.850
Mensalidades a receber	3.746	2.518	-	-	-	3.746	2.518	-	-
Impostos a recuperar	2.031	-	-	-	-	2.031	-	-	-
Outras contas a receber	23.032	21.049	11.543	-	-	23.032	21.049	11.543	-
Partes relacionadas	8.850	3.688	26.677	4.388	1.601	8.998	3.688	22.500	2.830
Impostos diferidos	7.170	-	-	-	-	7.170	-	-	-
Despesas antecipadas	11	-	-	-	-	11	-	-	-
	<b>45.517</b>	<b>27.324</b>	<b>38.260</b>	<b>6.234</b>	<b>2.239</b>	<b>45.665</b>	<b>27.324</b>	<b>34.173</b>	<b>4.680</b>
<b>Permanente</b>									
Investimento	3.961	-	38.188	35.158	-	-	-	43.123	34.640
Imobilizado	351.912	273.502	139.169	82.159	50.869	352.152	273.634	149.332	86.273
Intangível	76.585	66.065	-	-	-	76.609	66.068	-	-
Diferido	31.317	29.898	49.275	13.522	10.264	31.317	29.876	49.275	13.522
	<b>463.775</b>	<b>369.465</b>	<b>226.632</b>	<b>130.839</b>	<b>61.133</b>	<b>460.078</b>	<b>369.578</b>	<b>241.730</b>	<b>134.435</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>804.479</b>	<b>528.868</b>	<b>339.248</b>	<b>157.136</b>	<b>74.321</b>	<b>810.366</b>	<b>526.038</b>	<b>356.136</b>	<b>166.246</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 4 - Balanço patrimonial – Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado) - Passivo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
<b>Passivo circulante</b>									
Empréstimos e financiamentos	3.023	6.405	4.555	6.563	2.603	3.024	6.405	5.263	6.664
Fornecedores	6.629	10.106	5.976	3.418	2.559	12.292	11.492	6.957	2.700
Salários, férias e encargos sociais	43.620	27.314	10.852	6.448	5.300	43.707	27.504	12.110	8.781
Impostos e contribuições a recolher	12.932	6.540	3.214	1.755	1.194	12.952	6.584	3.428	2.361
Impostos parcelados	4.801	4.494	887	182	506	4.801	4.498	2.463	950
Provisão de bônus a diretores e funcionários	-	-	1.222	1.474	-	-	-	1.222	1.474
Anuidades antecipadas	18.351	7.423	4.857	4.209	1.632	18.351	7.930	5.508	5.268
Arrendamento mercantil a pagar	166	330	-	-	-	166	330	-	-
Compromissos a pagar	2.866	2.834	10.881	3.133	-	2.866	2.834	11.376	5.235
IR e contribuição social	7.849	10.600	3.458	890	-	7.885	11.343	4.468	1.648
Passivo a descoberto em controlada	-	779	-	-	-	-	-	-	-
Partes relacionadas	1.125	39.421	-	-	-	1.004	33.611	-	-
Outras contas a pagar	19.269	2.871	612	855	669	19.470	2.849	709	1.208
	<b>120.631</b>	<b>119.117</b>	<b>46.514</b>	<b>28.927</b>	<b>14.463</b>	<b>126.518</b>	<b>115.380</b>	<b>53.504</b>	<b>36.289</b>
<b>Exigível a longo prazo</b>									
Partes relacionadas	-	-	85.550	-	-	-	-	83.729	198
Empréstimos e financiamentos	2.129	40	5.455	-	-	2.129	40	5.966	216
Impostos parcelados	15.807	14.462	1.716	1.061	446	15.807	15.369	10.076	2.395
Arrendamento mercantil a pagar	2.335	2.522	-	-	-	2.335	2.522	-	-
Compromissos a pagar	30.677	28.710	14.943	4.433	-	30.677	28.710	15.956	4.433
IR e contribuição social diferido	6.338	-	-	-	-	6.338	-	-	-
Partes relacionadas	-	8.930	-	-	-	-	8.930	-	-
Provisão para contingências	11.564	3.837	629	660	1.194	11.564	3.837	2.464	660
Outras contas a pagar	45	-	-	-	-	45	-	-	-
Recebimentos antecipados	-	-	-	488	-	-	-	-	488
	<b>68.895</b>	<b>58.501</b>	<b>108.293</b>	<b>6.642</b>	<b>1.640</b>	<b>68.895</b>	<b>59.408</b>	<b>118.191</b>	<b>8.390</b>
<b>Patrimônio líquido</b>									
Capital social	548.909	347.620	152.303	120.452	47.815	548.909	347.620	152.303	120.452
Reserva de capital	60	-	-	-	-	60	-	-	-
Reserva legal	6.793	3.630	2.717	990	606	6.793	3.630	2.717	990
Lucros acumulados	59.191	-	29.421	125	9.797	59.191	-	29.421	125
	<b>614.953</b>	<b>351.250</b>	<b>184.441</b>	<b>121.567</b>	<b>58.218</b>	<b>614.953</b>	<b>351.250</b>	<b>184.441</b>	<b>121.567</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>804.479</b>	<b>528.868</b>	<b>339.248</b>	<b>157.136</b>	<b>74.321</b>	<b>810.366</b>	<b>526.038</b>	<b>356.136</b>	<b>166.246</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 5 - Demonstrações de resultado Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado)

Demonstrações de Resultados (Em R\$ Mil)	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
<b>Receita bruta de serviços</b>									
Receita de mensalidade	1.022.369	434.020	232.693	137.410	100.059	1.016.230	435.992	274.347	144.465
Receita revenda de mercadorias	-	-	-	-	-	12.838	8.162	-	-
Taxas, serviços acadêmicos e outros	11.207	6.447	3.165	4.064	2.225	11.210	6.477	6.050	4.283
	<b>1.033.576</b>	<b>440.467</b>	<b>235.858</b>	<b>141.474</b>	<b>102.284</b>	<b>1.040.278</b>	<b>450.631</b>	<b>280.397</b>	<b>148.748</b>
<b>Deduções</b>									
Bolsas	(262.977)	(65.389)	(19.890)	(15.106)	(6.536)	(262.977)	(65.470)	(24.804)	(15.592)
Descontos	(59.506)	(30.480)	(16.491)	(11.084)	-	(59.542)	(30.588)	(18.066)	(11.561)
Deduções e mensalidades canceladas	(21.574)	(13.671)	(8.592)	(4.033)	(3.400)	(14.562)	(15.114)	(9.985)	(4.036)
Impostos e taxas	(22.001)	(10.620)	(6.212)	(4.896)	(3.450)	(22.052)	(10.714)	(7.073)	(5.045)
	<b>(366.058)</b>	<b>(120.160)</b>	<b>(51.185)</b>	<b>(35.119)</b>	<b>(13.386)</b>	<b>(359.133)</b>	<b>(121.886)</b>	<b>(59.928)</b>	<b>(36.234)</b>
<b>Receita líquida dos serviços</b>	<b>667.518</b>	<b>320.307</b>	<b>184.673</b>	<b>106.355</b>	<b>88.898</b>	<b>681.145</b>	<b>328.745</b>	<b>220.469</b>	<b>112.514</b>
<b>Custos diretos dos serviços prestados</b>	<b>(431.543)</b>	<b>(192.496)</b>	<b>(93.804)</b>	<b>(59.133)</b>	<b>(23.396)</b>	<b>(441.093)</b>	<b>(199.687)</b>	<b>(113.426)</b>	<b>(61.897)</b>
<b>Lucro bruto</b>	<b>235.975</b>	<b>127.811</b>	<b>90.869</b>	<b>47.222</b>	<b>65.502</b>	<b>240.052</b>	<b>129.058</b>	<b>107.043</b>	<b>50.617</b>
<b>Outras despesas operacionais</b>									
Despesas com vendas	(89.053)	(46.659)	(18.779)	(11.152)	-	(89.095)	(46.744)	(23.312)	(11.219)
Administrativas e gerais	(74.712)	(48.549)	(20.000)	(16.299)	(43.310)	(76.728)	(49.577)	(21.974)	(17.816)
Depreciação e amortização	(7.497)	(2.240)	(8.398)	(3.878)	-	(7.510)	(2.252)	(9.045)	(3.987)
Amortização de ágio	-	(16.633)	(14.484)	(2.868)	(2.765)	-	(16.633)	(16.367)	(3.812)
Resultado de equivalência patrimonial	(439)	3	5.353	752	-	-	-	-	-
Outras receitas operacionais	45.890	5.956	-	-	-	44.805	6.708	-	-
Financeiras líquidas	9.184	(1.443)	(78)	(1.658)	(8.235)	7.872	(1.620)	(1.700)	(2.131)
	<b>(116.627)</b>	<b>(109.565)</b>	<b>(56.386)</b>	<b>(35.103)</b>	<b>(54.310)</b>	<b>(120.656)</b>	<b>(110.118)</b>	<b>(72.398)</b>	<b>(38.965)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>119.348</b>	<b>18.246</b>	<b>34.483</b>	<b>12.119</b>	<b>11.192</b>	<b>119.396</b>	<b>18.940</b>	<b>34.645</b>	<b>11.652</b>
Resultado não operacional	-	-	43	(417)	546	-	-	3	(426)
<b>Lucro antes do IR e CSLL</b>	<b>119.348</b>	<b>18.246</b>	<b>34.526</b>	<b>11.702</b>	<b>11.738</b>	<b>119.396</b>	<b>18.940</b>	<b>34.648</b>	<b>11.226</b>
IR e CSLL (corrente + diferido)	(8.547)	14	(3.334)	(580)	(7)	(8.585)	(680)	(3.456)	(104)
Participação de acionistas não controladores	-	-	-	-	-	-	-	-	-
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>110.801</b>	<b>18.260</b>	<b>31.192</b>	<b>11.122</b>	<b>11.731</b>	<b>110.811</b>	<b>18.260</b>	<b>31.192</b>	<b>11.122</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 6 - Demonstração da origem e aplicação de recursos Anhanguera S.A. (e consolidado)

DOAR (Em R\$ Mil)	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)			Consolidado	
	2007	2006	2005	2007*	2006*
<b>Origens dos recursos</b>					
Nas operações					
Lucro líquido do exercício	31.192	11.122	11.731	31.192	11.122
Itens que não afetam o capital circulante					
Ajuste de anos anteriores	-	(482)	-	-	(482)
Ajuste de incorporação de investidas	(169)	-	-	(169)	-
Depreciação e amortização	8.398	3.852	2.212	9.045	3.961
Amortização do ágio	14.484	2.868	2.765	16.367	3.812
Baixa de bens do ativo imobilizado	364	723	-	368	723
Resultado de equivalência patrimonial	(5.353)	(752)	-	-	-
De acionistas					
Aumento de capital	31.851	72.637	20.507	31.851	72.637
De terceiros					
Aumento do exigível a longo prazo	101.651	5.004	280	109.801	-
Redução do realizável a longo prazo	-	-	-	-	6.752
	<b>182.418</b>	<b>94.972</b>	<b>37.495</b>	<b>198.455</b>	<b>98.525</b>
<b>Aplicação de recursos</b>					
Investimentos	12.161	34.509	-	24.850	34.743
Adição ao imobilizado por aquisição de participação	-	-	-	52.574	-
Adição ao imobilizado	65.772	35.659	25.793	19.898	40.367
Adição ao diferido	35.753	6.229	1.618	35.753	6.229
Aumento do realizável a longo prazo	32.026	3.995	1.463	29.493	2.900
Dividendos propostos	-	16.500	1.706	-	16.500
	<b>145.712</b>	<b>96.892</b>	<b>30.580</b>	<b>162.568</b>	<b>100.739</b>
<b>Aumento (redução) do CCL</b>	<b>36.706</b>	<b>(1.920)</b>	<b>6.915</b>	<b>35.887</b>	<b>(2.214)</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 7 - Demonstração do fluxo de caixa Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado)

Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)			Consolidado	
Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	2009	2008	2009*	2008*
<b>Das atividades operacionais</b>				
Lucro antes dos impostos	119.348	18.246	119.386	18.940
<b>Ajustes</b>				
Depreciações e amortizações	31.948	26.633	31.953	24.858
Resultado de equivalência patrimonial	439	(3)	-	-
Valor residual ativo permanente baixado	(29.289)	4.847	(29.846)	4.838
Valor residual baixado de investimentos	(844)	-	(844)	-
Recebimento de lucros e dividendos de subsidiárias	-	18.049	-	18.049
Amortização de Ágio	-	18.049	-	18.049
<b>Descrécimo (acrécimo) em ativos</b>				
Aumento em mensalidade a receber	(79.325)	(45.927)	(78.039)	(43.183)
Redução (aumento) nos estoques	199	122	(3.995)	(3.212)
Redução (aumento) em partes relacionadas - ativas	49	13.937	(10.635)	18.669
Redução (aumento) em impostos a recuperar	2.889	(7.108)	3.114	(7.480)
Redução (aumento) em outros ativos circul. e não circul.	9.391	(17.124)	9.456	(16.953)
Aumento em impostos diferidos	(13.980)	(2.649)	(13.980)	(2.649)
Redução (aumento) em fornecedores	(3.477)	4.130	800	4.535
Aumento em impostos, taxas e contribuições	1.432	10.482	664	9.355
Aumento em salários, férias, 13º salário e encargos	16.306	15.240	16.325	14.172
Aumento compromissos a pagar	1.999	5.365	1.999	3.858
Aumento anuidades antecipadas	10.928	2.566	10.421	2.422
Redução em partes relacionadas - passivas	(48.147)	(70.562)	(42.458)	(74.551)
Aumento em impostos parcelados	1.652	16.353	741	7.328
Aumento em outras contas a pagar e provisões	13.821	8.320	15.065	6.305
<b>Disponibilidades líquidas - operacionais</b>	<b>35.339</b>	<b>917</b>	<b>30.127</b>	<b>(14.699)</b>
<b>Das atividades de investimento</b>				
Aquisição de controlada menos disponib líq incluídas na aquisição	-	-	-	(3.500)
Investimento em empresas controladas	(4.335)	(4.150)	-	-
Aumento de ágio por aquisição de participação	(4.313)	-	(4.313)	(100)
Aumento de intangível	(8.571)	(3.932)	(8.593)	(3.835)
Aumento de imobilizado por compra	(88.747)	(106.713)	(88.520)	(106.979)
Aumento de imobilizado líq, por incorporação de participação	(57.257)	(59.228)	(57.060)	(42.371)
Adições ao ativo diferido	-	(17.557)	-	(17.535)
Aumento de ativo diferido por incorporação de participação	(8.408)	-	(8.408)	(1.196)
Baixa do imobilizado por venda de controlada	-	-	(55)	-
Venda de imóveis e empresa controlada	60.542	-	60.500	-
	<b>(111.089)</b>	<b>(191.580)</b>	<b>(106.449)</b>	<b>(175.516)</b>
<b>Das atividades de financiamento</b>				
Integralização de capital	69.368	182.345	69.368	182.345
Aumento patrimônio por transferência de investimento	84.455	198	84.455	198
Empréstimos bancários captados e incorporados	9.271	-	9.171	-
Empréstimos pagos	(10.565)	(3.721)	(10.542)	(4.963)
	<b>152.529</b>	<b>178.822</b>	<b>152.452</b>	<b>177.580</b>
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>76.779</b>	<b>(11.841)</b>	<b>76.130</b>	<b>(12.635)</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.2.3 Análise do desempenho



Gráfico 7 - Evolução da receita bruta Anhanguera Educacional S.A.

Fonte: elaborado pela autora.



Gráfico 8 - Evolução da receita bruta Anhanguera Educacional S.A. (consolidado)

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 8 - Informações operacionais Anhanguera Educacional S.A.

Informações Operacionais	2009	2008	2007	2006	2005
Média de alunos matriculados (1)	255.200	157.243	56.741	29.579	17.571
Unidades em operação	54	46	22	13	10
Ticket Médio (R\$) (2)	255	347	402	-	-

(1) Calculado como a média do número de alunos matriculados em 31 de março, 30 de junho, 30 de setembro e 31 de dezembro de cada ano.

(2) Receita de mensalidades do ano dividida pela média do número de alunos matriculados.

(3) \* Dados 2006 pro-forma, como se as aquisições das unidades localizadas nas cidades de Anápolis (Poona e Anápolis) e Jacareí (Sapiens e Jacareense), realizadas em novembro de 2006 e dezembro de 2006, respectivamente, tivessem ocorrido em 1º de janeiro de 2006.

Fonte: elaborado pela autora. Informações retiradas do site da empresa: <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>

Os recebimentos são formados por receita de mensalidade e taxas, serviços acadêmicos, vestibular e outros. A primeira representa 99% do total (em 2009). São seis mensalidades por semestre, em que a primeira é a confirmação da matrícula.

Os direcionadores de receita são:

- a) o número de alunos matriculados;
- b) os cursos em que os alunos estão matriculados;
- c) o valor das mensalidades para cada curso;
- d) formatura de alunos; e
- e) evasão de alunos matriculados.

Os números de alunos matriculados e de novos alunos estão diretamente relacionados ao número de unidades de ensino e ao número de cursos e vagas que são oferecidas.

A receita bruta apresenta uma evolução constante, aumentando no último ano analisado aproximadamente 135% em relação ao ano anterior devido principalmente ao crescimento do número de alunos matriculados e a expansão física (62% e 18% superior ao ano anterior, respectivamente). É relevante notar que o ticket médio está em uma decrescente, diminuindo 26% em 2009. Este fato vai ao encontro da meta da instituição no que se refere a preços acessíveis.

A inserção no PROUNI, desde 2005, possibilita a isenção das contribuições federais (PIS e COFINS) e IR e CSLL incidentes sobre a receita operacional bruta proveniente das mensalidades dos cursos de graduação e graduação tecnológica. Esses impostos passaram a incidir apenas sobre as receitas dos cursos de pós-graduação e sobre taxas e serviços acadêmicos prestados aos alunos e de inscrição em vestibulares. Como este fato aconteceu em 2005, não prejudicará a análise, pois todo o período analisado se encontra na mesma situação.

No município de Valinhos, no Estado de São Paulo, não é recolhido o ISS em contrapartida à doação de bolsas de estudo, de acordo com compromissos firmados com aquela prefeitura.

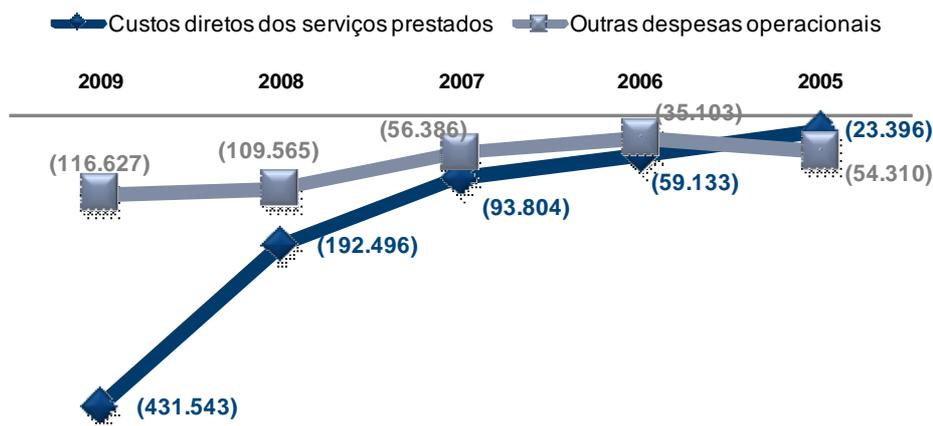


Gráfico 9 - Evolução despesa e custo Anhanguera Educacional S.A.

Fonte: elaborado pela autora.

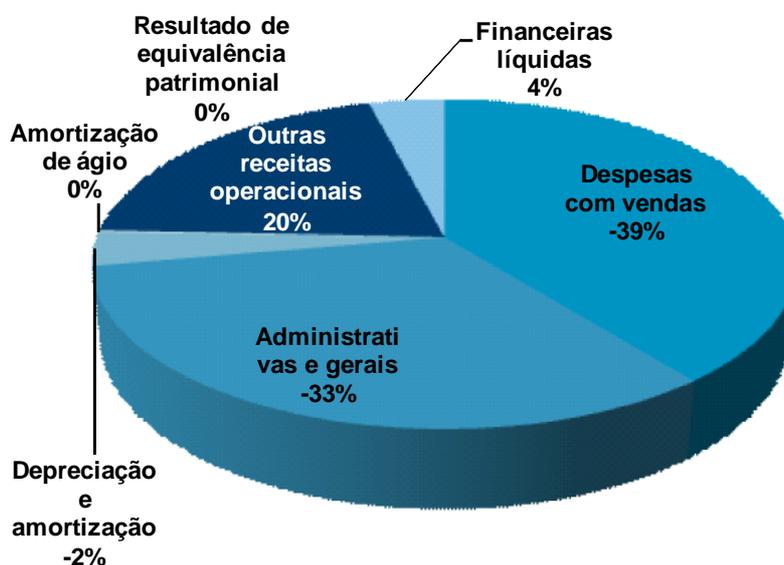


Gráfico 10 – Detalhamento de 'Outras despesas operacionais' Anhanguera Educacional S.A. - 2009

Fonte: elaborado pela autora.

Os custos de serviços prestados estão relacionados aos custos necessários para a operação das unidades de ensino: despesa com docentes (principal custo), custo de pessoal de apoio aos cursos, diretoria e pessoal administrativo das unidades, ocupação (aluguel, IPTU, energia elétrica e água), serviços prestados por terceiros, materiais e entre outros. Estes custos estão evoluindo em um percentual maior que a receita bruta, com exceção do último ano que apresentou um crescimento de 124% (menor que os 135% da receita).

Quando comparados com a receita líquida, os custos apresentam uma proporção de 65% em relação aquela, 5 pontos percentuais (p.p.) superior ao ano anterior.

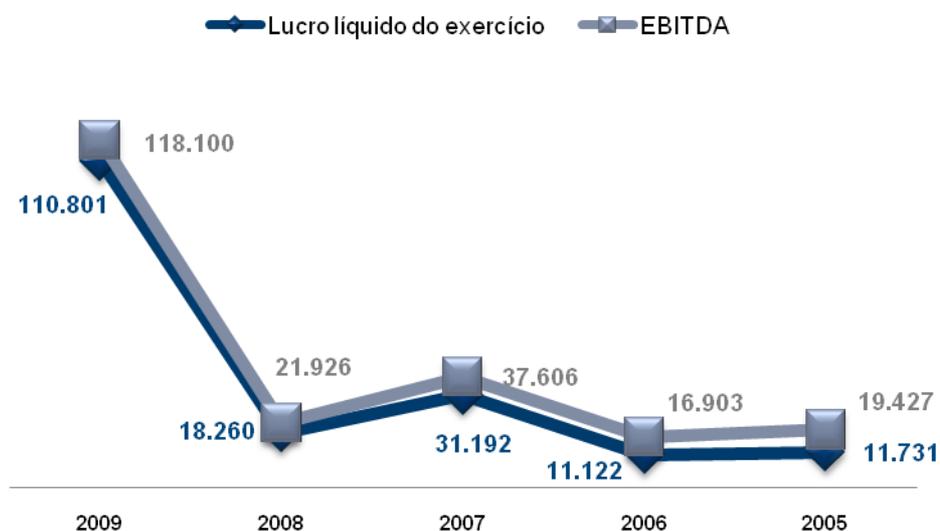
De 2005 a 2007 os custos aumentaram 300%, enquanto que de 2007 a 2009 aumentaram 360%.

As despesas com vendas englobam as despesas de *marketing* e de provisão para créditos de liquidação duvidosa. As despesas gerais e administrativas incluem todas as despesas da administração central, inclusive as despesas operacionais da sede, em Valinhos, como a despesa de pessoal que inclui o programa de remuneração variável dos gerentes de áreas e diretores executivos. Essas duas somadas representam 72% do total das 'outras despesas operacionais' em 2009.

As despesas cresceram 107% de 2007 para 2009, um percentual relevante quando comparados os 3,8% de crescimentos entre 2005 e 2007.

Entretanto esta conta representa 61%, 31%, 17% da receita líquida em 2005, 2007 e 2009, respectivamente. Uma tendência decrescente, mostrando uma maior diluição das despesas ao longo dos anos.

O gráfico 11 apresenta a evolução do lucro líquido (fornecido pela empresa) e do EBITDA, um dos índices mensurados pela autora na pesquisa.



**Gráfico 11 - Evolução lucro líquido e EBITDA Anhanguera Educacional S.A.**  
Fonte: elaborado pela autora.

A conta 'outras receitas operacionais' que corresponde principalmente receita com vendas de imóveis em 2009, uma receita não recorrente, afetou positivamente o lucro líquido, 507% maior que o de 2008. Este resultado sofreu efeito também do aumento maior da receita em relação ao custo dos serviços prestados; e do

aumento de apenas 6% de 'outras despesas operacionais'. Em contrapartida o lucro líquido de 2008 em relação a 2007 caiu 41%, pois o aumento de 86% da receita não acompanhou o também crescimento de 105% e 94% dos 'custos dos serviços prestados' e 'outras despesas operacionais', respectivamente.

Uma conta que merece um destaque é a 'bolsas' em deduções da receita bruta. Ela representa principalmente as bolsas de estudo concedidas em razão do Programa Universidade para Todos, convenções coletivas e incentivos municipais. Esta conta cresceu 229% de 2007 para 2008 e 302% de 2008 para 2009.

Os indicadores propostos e calculados nesta pesquisa da Anhanguera Educacional S.A. serão apresentados nas tabelas 9 a 14.

**Tabela 9 - Base para valor de mercado Anhanguera Educacional Participações S.A.**

	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
Lucro líquido por lote de mil ações (Em R\$)	0,08	(0,03)	0,00
Quantidade de ações no final do período (Em Mil)	858.230	857.628	705.348
Valor das ações no final do período (Em R\$)	24,87	12,11	38,00

Fonte: elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial e na Bloomberg.

**Tabela 10 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Anhanguera Educacional Participações S.A.**

<b>Anhanguera Educacional Participações S.A.</b>			
<b>Valor de mercado/Valor patrimonial</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>
Valor de mercado	24,87	12,11	38,00
Valor patrimonial	0,72	0,41	0,26
	<b>34,7</b>	<b>29,6</b>	<b>145,3</b>

Fonte: elaborado pela autora.

Tabela 11 - Indicador Lucro econômico Anhanguera Educacional S.A. (e consolidado)

	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
* - CMPC									
Custo de capital de terceiros									
Despesa financeira*	2.175	1.472	NQ	NQ	469	2.175	1.472	NQ	NQ
Dívida	5.152	6.445	10.010	6.563	2.603	5.153	6.445	11.229	6.880
	<b>42,2%</b>	<b>22,8%</b>	<b>NQ</b>	<b>NQ</b>	<b>18,0%</b>	<b>42,2%</b>	<b>22,8%</b>	<b>NQ</b>	<b>NQ</b>
CAPM									
Rf	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%
βi	2,46	2,25	0,97	2,71	2,39	2,46	2,25	0,97	2,72
Rm	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%	16,00%	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%
λ	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%
	<b>7,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>11,6%</b>	<b>22,5%</b>	<b>37,0%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,8%</b>	<b>11,6%</b>	<b>22,5%</b>
% Capital									
% Capital de terceiros	0,8%	1,8%	5,1%	5,1%	4,3%	0,8%	1,8%	5,7%	5,4%
% Capital próprio	99,2%	98,2%	94,9%	94,9%	95,7%	99,2%	98,2%	94,3%	94,6%
Capital de giro líquido									
Ativo circulante operacional	243.853	89.176	57.730	17.483	10.153	253.376	96.511	65.269	25.500
Passivo circulante operacional	6.629	10.106	5.976	3.418	2.559	12.292	11.492	6.957	2.700
	<b>237.224</b>	<b>79.070</b>	<b>51.754</b>	<b>14.065</b>	<b>7.594</b>	<b>241.084</b>	<b>85.019</b>	<b>58.312</b>	<b>22.800</b>
Ativos operacionais de longo prazo	<b>463.775</b>	<b>369.465</b>	<b>226.632</b>	<b>130.839</b>	<b>61.133</b>	<b>460.078</b>	<b>369.578</b>	<b>241.730</b>	<b>134.435</b>
* Apenas os juros sobre financiamento									
Indicadores analisados	Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
Lucro econômico									
NOPAT	101.617	19.703	31.227	13.197	19.420	102.939	19.880	32.889	13.679
CMPC*	7,3%	8,1%	NQ	NQ	36,2%	7,3%	8,1%	NQ	NQ
CI	700.999	448.535	278.386	144.904	68.727	701.162	454.597	300.042	157.235
	<b>50.218</b>	<b>(16.610)</b>	<b>NQ</b>	<b>NQ</b>	<b>(5.449)</b>	<b>51.528</b>	<b>(16.924)</b>	<b>NQ</b>	<b>NQ</b>

Fonte: elaborado pela autora.

O múltiplo de valor patrimonial da Anhanguera Educacional Participações S.A. é alto em 2007 e decresce ano a ano. Mesmo em queda, permanece com valor elevado durante todo o período analisado.

As despesas financeiras da empresa para os anos de 2006 e 2007 não foram publicadas em suas demonstrações financeiras, o que provoca a impossibilidade de cálculo do custo de capital de terceiros e conseqüentemente do indicador lucro econômico. Na tabela está representando por NQ (não quantificado).

O custo médio ponderado de capital da empresa diminuiu após a aquisição (comparando 2005, 2008 e 2009). Isso se deve principalmente ao custo de capital próprio.

Apenas em 2009 a empresa começou a criar valor segundo o indicador lucro econômico, ou seja, antes desse período os investimentos não estavam retornando o custo exigido pela empresa.

Entre 2005 e 2007 o EBITDA e as despesas operacionais da Anhanguera Educacional S.A. crescem na mesma proporção, 93%, fazendo com que o indicador permaneça estável. Porém no biênio seguinte, as despesas operacionais aumentam

264%, contrastando com os 214% de aumento do EBITDA. Este movimento faz com que o resultado do indicador caísse aproximadamente 3,5 p.p.. Os resultados consolidados são semelhantes aos da controladora.

**Tabela 12 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Anhanguera Educacional S.A.**

<b>Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)</b>					
<b>EBITDA/despesas operacionais</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
EBITDA	118.100	21.926	37.606	16.903	19.427
Despesas operacionais	548.170	302.061	150.190	94.236	77.706
	<b>21,5%</b>	<b>7,3%</b>	<b>25,0%</b>	<b>17,9%</b>	<b>25,0%</b>

<b>Consolidado</b>			
<b>2009*</b>	<b>2008*</b>	<b>2007*</b>	<b>2006*</b>
119.034	22.812	45.390	17.770
561.749	309.805	185.824	100.862
<b>21,2%</b>	<b>7,4%</b>	<b>24,4%</b>	<b>17,6%</b>

Fonte: elaborado pela autora.

**Tabela 13 - Indicador Endividamento Anhanguera Educacional S.A.**

<b>Anhanguera Educacional S.A. (Controladora)</b>					
<b>Endividamento</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Total das dívidas	5.152	6.445	10.010	6.563	2.603
Total de ativos	804.479	528.868	339.248	157.136	74.321
	<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,0%</b>	<b>4,2%</b>	<b>3,5%</b>

<b>Consolidado</b>			
<b>2009*</b>	<b>2008*</b>	<b>2007*</b>	<b>2006*</b>
5.153	6.445	11.229	6.880
810.366	526.038	356.136	166.246
<b>0,6%</b>	<b>1,2%</b>	<b>3,2%</b>	<b>4,1%</b>

Fonte: elaborado pela autora.

Verifica-se que o endividamento está caindo, o que é pode ser justificado pela possibilidade de que a empresa adquirida tenha uma estrutura de capital menos alavancada e a companhia não esteja adquirindo mais dívidas. Sob o olhar do credor, isso representa um menor risco; e para a empresa, maiores possibilidades de se conseguir recursos de terceiros mais barato. De acordo com a publicação “Maiores e Melhores” da revista Exame, o endividamento geral médio do setor de serviços em 2009 foi de 65,3%, o que comprova uma posição confortável da Anhanguera neste ponto.

## 4.3 Estudo de caso: Klabin Segall S/A

### 4.3.1 Caracterização da empresa

<b>Razão Social</b>	Klabin Segall S.A.
<b>CNPJ</b>	000.187.032/0001-48
<b>Sede</b>	São Paulo
<b>Atividade principal</b>	Incorporação de imóveis e exploração de serviços de construção civil e administração de bens próprios.
<b>Site</b>	www.klabinsegall.com.br
<b>Constituição</b>	1999
<b>Data de abertura de capital</b>	2006
<b>Auditor</b>	Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes até 2009. Terco Grant Thornton Auditores Independentes em 2009.
<b>Aquisição</b>	15/10/2007: compra da Companhia Setin Empreendimentos e Participações, controladora da Setin Construtora, por R\$ 97,9 milhões.

OBS: dados referente ao período de 2005 a 2009.

#### Quadro 7 - Dados Klabin Segall S.A.

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados no Diário Oficial - Seção Empresarial.



Figura 8 - Estrutura societária Klabin Segall S.A.

Fonte: retirado do site da empresa: <<http://www.pdgrealty.com.br>>

A estrutura societária apresentada na figura 8 corresponde a PDG Realty, uma incorporadora do Brasil. Esta companhia foca em empreendimentos para a classe média e média baixa. Atualmente a PDG Realty detêm o controle da Goldfarb, da CHL e da Agre.

A Kalbin Segall S.A., em 2009, se associou a Agra e Abyara para formar a Agre. De acordo com o relatório da administração, a Agre é resultado da combinação das práticas individuais das três companhias somada pela diversificação geográfica da complementaridade dos *landbanks*.

De acordo com o relatório da administração, o objetivo da incorporação das ações na Agre é a integração das atividades das companhias, possibilitando uma estrutura mais eficiente, com potencial de economia das despesas combinadas, além de possibilitar o maior crescimento e rentabilidade dos negócios desenvolvidos por cada uma das companhias.

Em 22 de dezembro de 2009 a Agre obteve o registro de Companhia aberta junto a Comissão de Valores Mobiliários (CVM) e em 04 de fevereiro de 2010 foi assinado o contrato de adesão ao novo mercado junto a BM&FBOVESPA. O último dia de negociação com as ações de emissão das empresas Agra, Abyara e Klabin Segall na BM&FBOVESPA foi 11 de fevereiro de 2010. A partir de 12 de fevereiro de 2010, as bases acionárias das companhias passaram a ser negociadas de forma unificada, sob o ticker "AGEI3" no Novo Mercado da BM&FBOVESPA.

Na figura 9 é demonstrado o histórico da Klabin Segall S.A.. Na próxima subseção são apresentadas as tabelas com as demonstrações financeiras da empresa no período analisado, base para o cálculo dos indicadores.

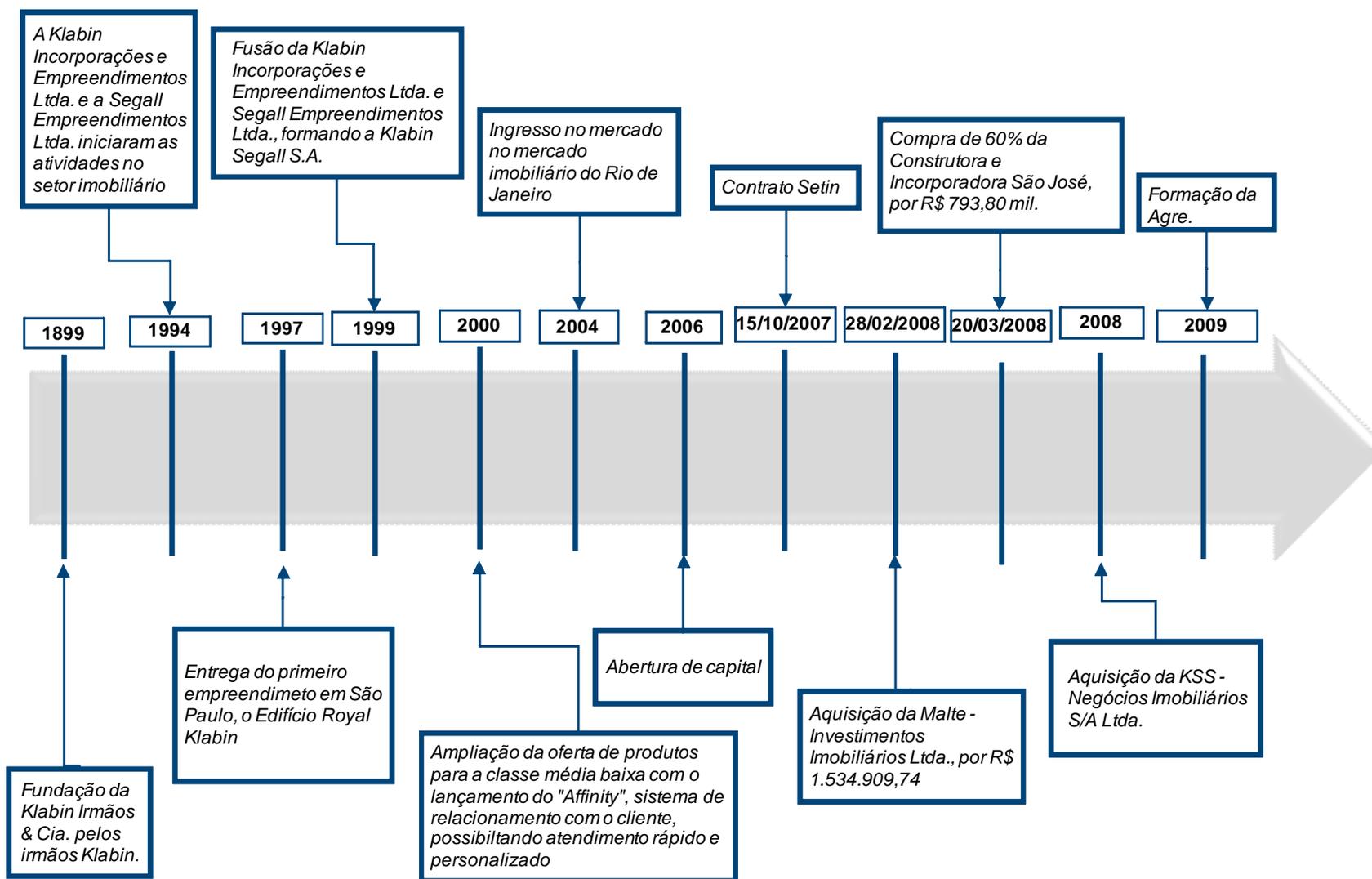


Figura 9 - Histórico Klabin Segall S.A.

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.3.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras das tabelas 14 a 18 representam os dados da Klabin Segall S.A. para o cálculo dos indicadores propostos no trabalho.



Tabela 14 - Balanço patrimonial Klabin Segall S.A. (e consolidado) - Ativo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Klabin Segall S/A (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Ativo circulante</b>										
Disponibilidades e aplicações financeiras	54.934	8.123	113.750	260.908	1.733	121.692	109.305	150.321	280.751	12.535
Crédito perante clientes	2.014	4.485	2.297	2.809	2.230	618.748	204.615	107.111	39.591	22.734
Imóveis a comercializar	28.394	20.330	14.032	23.796	1.809	258.162	414.887	357.957	189.694	44.334
Impostos a recuperar	6.832	5.628	3.444	1.089	53	13.669	8.783	3.659	1.235	121
Crédito na venda de participação societária	31.171	-	-	-	-	32.262	-	-	-	-
Dividendos a receber	6.432	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas antecipadas	-	-	2.717	308	51	6.390	10.498	38.032	3.448	559
Outros créditos	933	8.965	1.797	1.060	371	4.758	34.039	17.071	5.357	6.815
	<b>130.710</b>	<b>47.531</b>	<b>138.037</b>	<b>289.970</b>	<b>6.247</b>	<b>1.055.681</b>	<b>782.127</b>	<b>674.151</b>	<b>520.076</b>	<b>87.098</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>										
Crédito perante clientes	5.570	5.034	4.045	3.976	6.118	264.249	243.762	134.199	64.383	23.294
Contas a receber de partes relacionadas	14.136	16.962	-	-	-	2.593	3.180	-	-	-
Títulos e valores mobiliários	-	-	6.649	-	-	-	-	2.623	1.311	929
Imóveis a comercializar	-	-	-	-	-	152.163	106.601	48.176	-	-
Impostos a recuperar	-	-	-	-	-	-	2.193	-	-	-
Venda de participação societária	29.566	-	-	-	-	34.705	-	-	-	-
Contas correntes empreendedores	-	-	14.119	17.495	31.691	-	-	-	-	-
Crédito com pessoas ligadas	68.744	168	1.580	30	37	68.175	5.690	972	567	235
Impostos antecipados	-	-	-	-	-	-	-	-	28	-
Outros créditos	55.631	37.102	62.537	42.101	9.729	58.643	44.283	22.593	797	162
	<b>173.647</b>	<b>59.266</b>	<b>88.930</b>	<b>63.602</b>	<b>47.575</b>	<b>580.528</b>	<b>405.709</b>	<b>208.563</b>	<b>67.086</b>	<b>24.620</b>
<b>Permanente</b>										
Investimento	793.237	730.841	480.393	122.478	34.396	-	-	-	3.235	-
Ágio na aquisição de investimentos	-	-	-	-	-	-	-	101.687	-	-
Imobilizado	7.001	8.185	1.286	1.164	1.185	11.967	25.121	1.331	1.441	1.211
Intangível	1.569	1.422	849	236	-	75.420	86.890	958	-	-
Diferido	-	-	420	421	184	-	-	65.340	21.102	6.801
	<b>801.807</b>	<b>740.448</b>	<b>482.948</b>	<b>124.299</b>	<b>35.765</b>	<b>87.387</b>	<b>112.011</b>	<b>169.316</b>	<b>25.778</b>	<b>8.012</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>1.106.164</b>	<b>847.245</b>	<b>709.915</b>	<b>477.871</b>	<b>89.587</b>	<b>1.723.596</b>	<b>1.299.847</b>	<b>1.052.030</b>	<b>612.940</b>	<b>119.730</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 15 - Balanço patrimonial Klabin Segall S.A. (e consolidado) - Passivo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Klabin Segall S/A (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Passivo circulante</b>										
Fornecedores	2.158	2.703	7.278	3.162	405	28.272	38.137	22.863	9.020	3.885
Financiamentos e empréstimos	2.387	24.012	33.553	10.168	1.838	170.446	67.256	105.862	15.743	16.095
Obrigações por debêntures	71.236	23.762	7.083	-	-	71.236	23.762	7.083	-	-
Obrigações trabalhistas e tributárias	806	1.004	391	3.338	359	15.617	8.798	5.734	5.404	2.323
Adiantamento de clientes	602	692	293	645	405	35.715	34.347	3.995	978	1.507
Dívidas com pessoas ligadas	2.169	-	-	-	-	479	-	-	-	-
Outras contas a pagar	2.563	3.919	2.626	1.215	400	16.281	17.865	16.427	2.232	526
Obrigações por aquisições societárias	-	-	31.766	6.270	-	-	-	31.766	6.270	-
Dividendos propostos	2.955	-	6.968	1.446	2.672	2.955	-	6.968	1.446	2.675
Terrenos a pagar	-	-	12.334	16.485	11	10.808	36.908	77.438	50.018	4.426
Impostos diferidos	47	-	147	-	-	32.615	12.554	6.766	-	-
	<b>84.923</b>	<b>56.092</b>	<b>102.439</b>	<b>42.729</b>	<b>6.090</b>	<b>384.424</b>	<b>239.627</b>	<b>284.902</b>	<b>91.111</b>	<b>31.437</b>
<b>Exigível a longo prazo</b>										
Financiamentos e empréstimos	31.451	3.925	674	5.279	534	186.671	99.989	9.138	11.682	2.095
Obrigações por debêntures	432.500	432.500	205.019	-	-	437.276	438.062	230.698	1.472	-
Terrenos a pagar	-	-	-	-	-	25.198	4.451	65.348	51.015	7.440
Débitos com investidores	-	737	3.241	3.216	21.939	107	3.550	3.970	8.588	9.794
Outras contas a pagar	1.621	2.824	-	-	-	6.350	4.154	22.247	6.124	-
Obrigações por aquisições societárias	-	-	2.824	2.824	-	-	-	2.824	2.824	-
Passivo a descoberto em investimento	23.295	16.852	-	-	-	-	-	-	-	-
Provisão para passivos contingentes	6.204	543	543	350	350	6.204	723	733	530	530
Débito com pessoas ligadas	18.258	6.920	1.464	3.658	1.393	51.281	33.453	2.559	-	3
Impostos diferidos	389	178	259	398	492	22.609	14.748	8.477	5.260	2.745
Adiantamento de clientes	-	-	-	-	-	43.886	78.450	-	-	-
Participação dos minoritários	-	-	-	-	-	54.131	55.966	27.682	14.917	6.897
	<b>513.718</b>	<b>464.479</b>	<b>214.024</b>	<b>15.725</b>	<b>24.708</b>	<b>833.713</b>	<b>733.546</b>	<b>373.676</b>	<b>102.412</b>	<b>29.504</b>
<b>Patrimônio líquido</b>										
Capital social	498.035	353.846	353.846	345.574	22.000	498.035	353.846	353.846	345.574	22.000
Ações em tesouraria	-	-	(54.797)	-	-	-	-	(54.797)	-	-
Reserva legal	622	-	3.377	2.001	1.862	622	-	3.377	2.001	1.862
Reserva de capital	-	-	50.000	50.000	-	-	-	50.000	50.000	-
Reserva estatutária	-	-	38.718	19.102	18.269	-	-	38.718	19.102	18.269
Reserva de lucros a realizar	8.866	-	2.308	2.740	3.523	6.802	-	2.308	2.740	3.523
Lucros acumulados	-	(27.172)	-	-	13.135	-	(27.172)	-	-	13.135
	<b>507.523</b>	<b>326.674</b>	<b>393.452</b>	<b>419.417</b>	<b>58.789</b>	<b>505.459</b>	<b>326.674</b>	<b>393.452</b>	<b>419.417</b>	<b>58.789</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>1.106.164</b>	<b>847.245</b>	<b>709.915</b>	<b>477.871</b>	<b>89.587</b>	<b>1.723.596</b>	<b>1.299.847</b>	<b>1.052.030</b>	<b>612.940</b>	<b>119.730</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 16 - Demonstração de resultado Klabin Segall S.A. (e consolidado)

Demonstrações de Resultados (Em R\$ Mil)	Klabin Segall S/A (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Receita bruta de serviços</b>										
Receita dos empreendimentos	-	-	1.971	2.715	10.497	788.992	530.581	250.195	140.939	99.514
Receita de serviços	843	3.837	2.753	1.814	703	53.224	31.378	5.403	3.122	918
	<b>843</b>	<b>3.837</b>	<b>4.724</b>	<b>4.529</b>	<b>11.200</b>	<b>842.216</b>	<b>561.959</b>	<b>255.598</b>	<b>144.061</b>	<b>100.432</b>
<b>Deduções</b>	<b>(408)</b>	<b>(142)</b>	<b>(985)</b>	<b>(997)</b>	<b>(1.000)</b>	<b>(37.117)</b>	<b>(20.451)</b>	<b>(10.970)</b>	<b>(6.037)</b>	<b>(5.080)</b>
<b>Receita líquida</b>	<b>435</b>	<b>3.695</b>	<b>3.739</b>	<b>3.532</b>	<b>10.200</b>	<b>805.099</b>	<b>541.508</b>	<b>244.628</b>	<b>138.024</b>	<b>95.352</b>
<b>Custos dos empreendimentos e serviços</b>	<b>(1.466)</b>	<b>(182)</b>	<b>(453)</b>	<b>(740)</b>	<b>(4.491)</b>	<b>(606.378)</b>	<b>(383.187)</b>	<b>(154.628)</b>	<b>(80.180)</b>	<b>(57.240)</b>
<b>Lucro bruto</b>	<b>(1.031)</b>	<b>3.513</b>	<b>3.286</b>	<b>2.792</b>	<b>5.709</b>	<b>198.721</b>	<b>158.321</b>	<b>90.000</b>	<b>57.844</b>	<b>38.112</b>
<b>Outras despesas operacionais</b>										
Despesas administrativas, comerciais e gerais	(37.480)	(32.462)	(18.382)	(9.451)	(7.244)	(91.926)	(118.192)	(42.368)	(18.514)	(11.989)
Despesas tributárias	-	-	-	(343)	(19)	-	-	(492)	(427)	(81)
Despesas com provisões operacionais	-	-	(193)	-	-	-	-	(193)	-	-
Depreciações e amortizações	-	-	(622)	(366)	(485)	-	-	(6.053)	(3.362)	(2.533)
Despesas financeiras	(80.232)	(61.772)	(11.562)	(4.657)	(977)	(83.775)	(65.465)	(18.996)	(7.515)	(4.694)
(-) Receitas financeiras	16.548	38.096	19.403	9.894	538	38.202	49.646	23.432	12.383	2.131
(-) Receitas de financiamento a clientes	-	-	520	-	-	-	-	2.968	-	-
Participação de administradores e empregados	-	-	(2.090)	(777)	-	-	-	(3.295)	(998)	-
Resultado de equivalência patrimonial	117.770	52.468	36.025	30.749	16.777	-	-	-	-	-
Resultado na venda de participação societária	69.112	-	-	-	-	69.843	-	-	-	-
Amortização de ágio em controladas e coligadas	-	-	(4.050)	-	-	-	-	(4.050)	-	-
Reversão de provisões operacionais	-	-	674	-	-	-	-	675	-	-
Despesas com emissão e colocação de ações	-	-	-	(21.906)	-	-	-	-	(21.906)	-
Outras receitas (despesas) operacionais	(45.072)	(14.661)	-	-	-	(40.570)	(14.426)	-	-	-
	<b>40.646</b>	<b>(18.331)</b>	<b>19.723</b>	<b>3.143</b>	<b>8.590</b>	<b>(108.226)</b>	<b>(148.437)</b>	<b>(48.372)</b>	<b>(40.339)</b>	<b>(17.166)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>39.615</b>	<b>(14.818)</b>	<b>23.009</b>	<b>5.935</b>	<b>14.299</b>	<b>90.495</b>	<b>9.884</b>	<b>41.628</b>	<b>17.505</b>	<b>20.946</b>
Resultado não operacional	-	-	6.003	336	6	-	-	5.819	363	9
<b>Lucro antes do IR e CSLL</b>	<b>39.615</b>	<b>(14.818)</b>	<b>29.012</b>	<b>6.271</b>	<b>14.305</b>	<b>90.495</b>	<b>9.884</b>	<b>47.447</b>	<b>17.868</b>	<b>20.955</b>
IR e CSLL	-	-	(1.494)	(3.474)	(709)	(35.020)	(17.788)	(9.861)	(7.798)	(4.126)
Participação de minoritários	-	-	-	-	-	(17.924)	(6.914)	(10.068)	(7.273)	(3.233)
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>39.615</b>	<b>(14.818)</b>	<b>27.518</b>	<b>2.797</b>	<b>13.596</b>	<b>37.551</b>	<b>(14.818)</b>	<b>27.518</b>	<b>2.797</b>	<b>13.596</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 17 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Klabin Segall S.A. (e consolidado)

DOAR (Em R\$ Mil)	Klabin Segall S/A (Controladora)			Consolidado		
	2007	2006	2005	2007*	2006*	2005*
<b>Origens dos recursos</b>						
Nas operações						
Lucro líquido do exercício	27.518	2.797	13.596	27.518	2.797	13.596
Itens que não afetam o capital circulante						
Depreciação do imobilizado	369	211	144	388	218	144
Amortização do diferido	253	155	341	5.665	3.145	2.389
Amortização de ágio sobre investimentos	4.050	-	-	4.050	-	-
Custo de alienações do ativo imobilizado	-	2	5	-	2	9
Impostos diferidos a longo prazo	(139)	-	-	3.217	1.401	424
Participação de minoritários	-	-	-	10.067	7.273	3.233
Resultado de equivalência patrimonial	(36.025)	(30.749)	(16.777)	-	-	-
De acionistas						
Aumento de capital social por incorporação	8.272	360.574	-	8.272	360.574	-
Aporte de capital de minoritários	-	-	-	2.697	8.870	6.355
De terceiros						
Aumento do passivo não circulante	198.438	-	1.998	255.283	63.485	3.471
Resgate de investimentos	32.877	22.991	18.413	-	-	-
	<b>235.613</b>	<b>355.981</b>	<b>17.720</b>	<b>317.157</b>	<b>447.765</b>	<b>29.621</b>
<b>Aplicação de recursos</b>						
Aquisições de bens do imobilizado	1.104	428	843	1.236	450	869
Adição ao diferido	252	392	160	49.904	17.445	5.919
Aplicações em investimentos permanentes	358.817	80.324	13.737	102.501	3.235	-
Aumento do realizável a longo prazo	25.328	16.027	8.017	141.476	42.467	11.576
Redução do passivo não circulante	-	8.983	-	-	-	-
Ações em tesouraria	54.797	-	-	54.796	-	-
Distribuição de resultado a minoritários	-	-	-	-	8.124	8.969
Dividendos propostos, líquidos de reversão	6.959	2.741	3.650	6.959	2.741	3.650
	<b>447.257</b>	<b>108.895</b>	<b>26.407</b>	<b>356.872</b>	<b>74.462</b>	<b>30.983</b>
<b>Aumento (redução) do CCL</b>	<b>(211.644)</b>	<b>247.086</b>	<b>(8.687)</b>	<b>(39.715)</b>	<b>373.303</b>	<b>(1.362)</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 18 - Demonstração de fluxo de caixa Klabin Segall S.A. (e consolidado)

Klabin Segall S/A (Controladora) Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	2009		2008	
	2009	2008	2009*	2008*
<b>Das atividades operacionais</b>				
Lucro antes dos impostos	39.615	(14.818)	90.495	9.884
<b>Ajustes</b>				
Depreciações e amortizações	3.593	1.453	3.861	22.618
Resultado na venda de ativos permanentes	-	-	-	-
Resultado de equivalência patrimonial	(117.770)	(52.468)	-	-
Venda de participação societária	(69.112)	-	(69.843)	-
Recebimento de lucros e dividendos de subsidiária	-	-	-	-
Amortização de Ágio	35.037	16.717	35.086	16.717
IR e CSLL diferida	-	-	-	-
Despesas Financeiras, Juros e Var. Monet.	42.522	32.527	51.103	39.904
Participação de minoritários	-	-	(17.924)	(9.472)
Provisão para contingências	6.292	-	6.151	-
Baixa estande de vendas e decorado	-	-	8.545	-
<b>Descrécimo (acrécimo) em ativos</b>				
Crédito perante clientes	1.935	(3.177)	(434.620)	(217.705)
Imóveis a comercializar	(8.064)	(6.298)	111.163	(115.355)
Despesas antecipadas	-	2.717	4.109	32.149
Partes relacionadas	(68.576)	(1.431)	(61.898)	(7.898)
Impostos a recuperar	(1.204)	(2.184)	(2.693)	(7.162)
Provisão para perda de investimento	-	9.452	-	-
Outros ativos	(74.840)	(67.763)	17.797	(67.063)
<b>(Decrécimo) acréscimo em passivos</b>				
Adiantamento de clientes	(90)	399	(33.196)	108.801
Fornecedores	(545)	(4.575)	(9.865)	15.274
Terrenos a pagar	-	(12.334)	(5.353)	(101.427)
Impostos diferidos	258	(169)	14.295	17.392
Obrigações por aquisições societárias	(4.036)	(28.771)	(9.068)	(28.305)
Obrigações fiscais e trabalhistas	(198)	613	1.208	1.358
Outros passivos	6.552	(8.670)	9.015	(29.996)
IR e CSLL pagos	-	-	(15.782)	(16.079)
<b>Disponibilidades líquidas - operacionais</b>	<b>(208.631)</b>	<b>(138.780)</b>	<b>(307.414)</b>	<b>(336.365)</b>
<b>Das atividades de investimento</b>				
Acrécimo do imobilizado	(2.556)	(8.505)	(22.868)	(26.052)
Acrécimo de dividendos recebidos	-	64.838	-	-
Acrécimo de diferido	-	-	-	-
Acrécimo de investimentos	89.449	(261.825)	-	-
	<b>86.893</b>	<b>(205.492)</b>	<b>(22.868)</b>	<b>(26.052)</b>
<b>Das atividades de financiamento com terceiros</b>				
Captação de empréstimos e financiamentos	5.901	-	148.990	48.572
Pagamento de empréstimos e financiamentos	4.952	231.930	36.461	211.447
	<b>10.853</b>	<b>231.930</b>	<b>185.451</b>	<b>260.019</b>
<b>Das atividades de financiamento com acionistas</b>				
Distribuições de lucros e juros sobre capital próp	-	-	-	-
Gastos com emissão de ações	(7.749)	-	(7.749)	-
Contas a pagar para partes relacionadas	13.507	-	14.864	30.475
	<b>5.758</b>	<b>-</b>	<b>7.115</b>	<b>30.475</b>
Caixa oriundo da incorporação Pirineus	151.938	-	151.938	-
Aumento (diminuição) de minoritários	-	-	(1.835)	28.284
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>46.811</b>	<b>(112.342)</b>	<b>12.387</b>	<b>(43.639)</b>

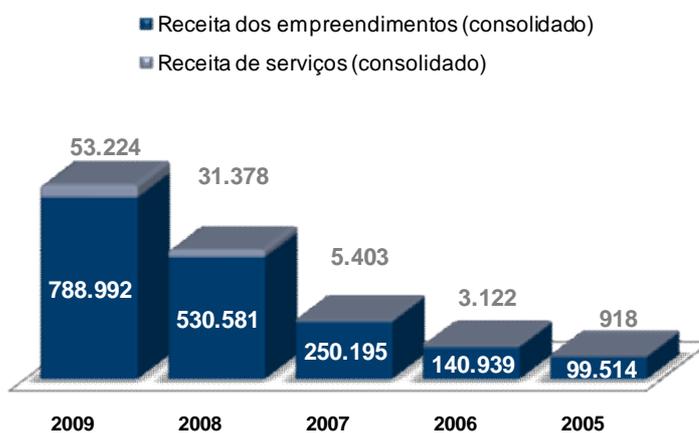
Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.3.3 Análise do desempenho



**Gráfico 12 - Evolução receita bruta Klabin Segall S.A.**

Fonte: Elaborado pela autora.



**Gráfico 13 - Evolução receita bruta Klabin Segall S.A. (consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.

A receita bruta da companhia é composta de recebimentos advindos dos empreendimentos e dos serviços prestados. Quando analisada da Klabin Segall S.A. individualmente, o faturamento está em uma tendência decrescente, caindo 78% no ano de 2009 em relação a 2008. Porém, quando observado o desempenho consolidado, é possível observar uma crescente. De 2007 para 2008 a evolução foi de 120% e de 2008 para o último ano, 50%.

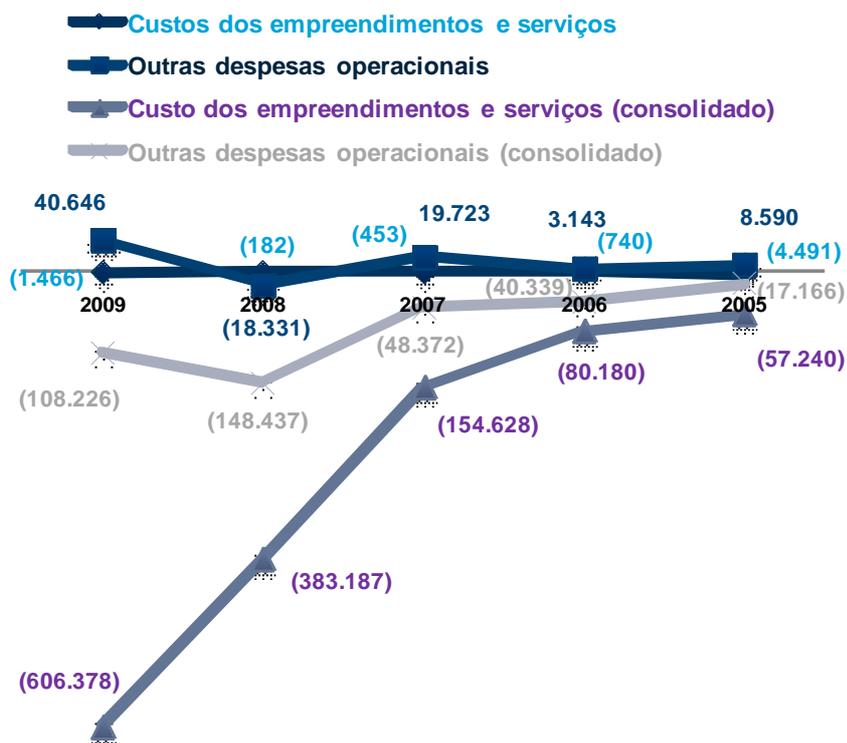


Gráfico 14 - Evolução custo e despesa Klabin Segall S.A.

Fonte: Elaborado pela autora.

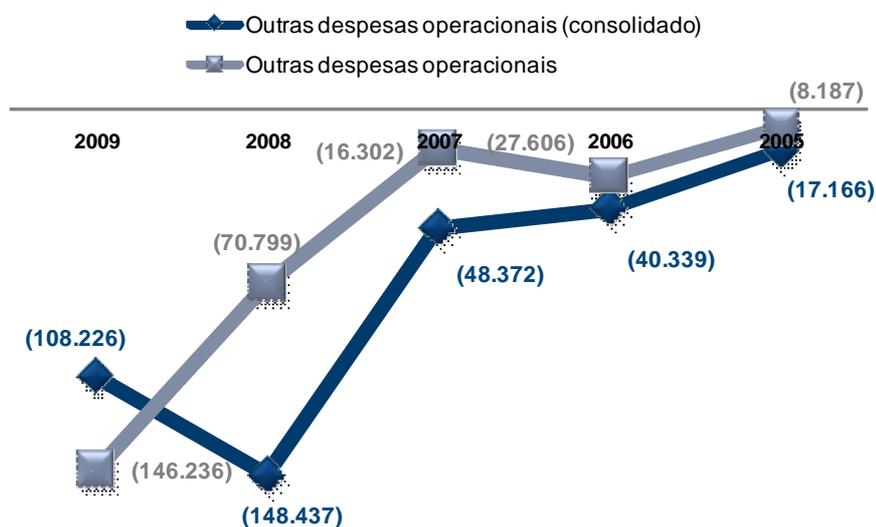
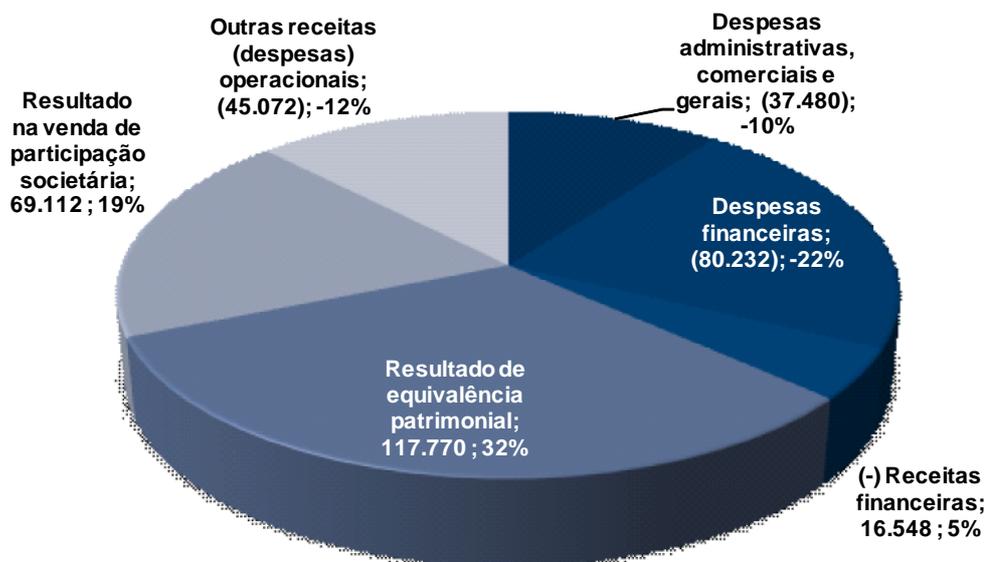


Gráfico 15 - Evolução despesa Klabin Segall S.A. (sem 'resultado de equivalência patrimonial' e 'resultado na venda de participação societária')

Fonte: Elaborado pela autora.



**Gráfico 16 - Detalhamento 'Outras despesas operacionais' Klabin Segall S.A. - 2009**

Fonte: Elaborado pela autora.

Mesmo considerando que a receita diminuiu no último ano, os custos não seguiram a mesma tendência. Verificando os dados da empresa individual, desde 2005, os custos dos empreendimentos e serviços estavam em queda, revertendo esta situação em 2009, quando houve um aumento de 705%. Os custos consolidados, por outro lado, por todo o período analisado estão crescendo acompanhando o crescimento da receita bruta consolidada.

Os custos consolidados estão subindo relativamente à receita líquida. Em 2005 representavam 60% do montante de receita líquida, aumentando para 75% em 2009.

As despesas da controladora apresentam valores positivos. Isso ocorre por causa da conta 'resultado de equivalência patrimonial' e 'resultado na venda de participação societária', esta no último ano.

O gráfico 15 mostra a evolução desta despesa sem o efeito das contas mencionadas. Em 2008 as despesas aumentaram 334% em relação ao ano anterior. Porém, enquanto as despesas cresceram 107% de 2008 para 2009, as despesas consolidadas diminuíram 27% no mesmo período.

As 'despesas financeiras' é a conta mais representativa da categoria de desembolsos em 2009.

A despesas consolidadas, relativamente as receitas líquidas, representavam 18% em 2005, aumentando 2 p.p. em 2007 e recuando para 13% em 2009.

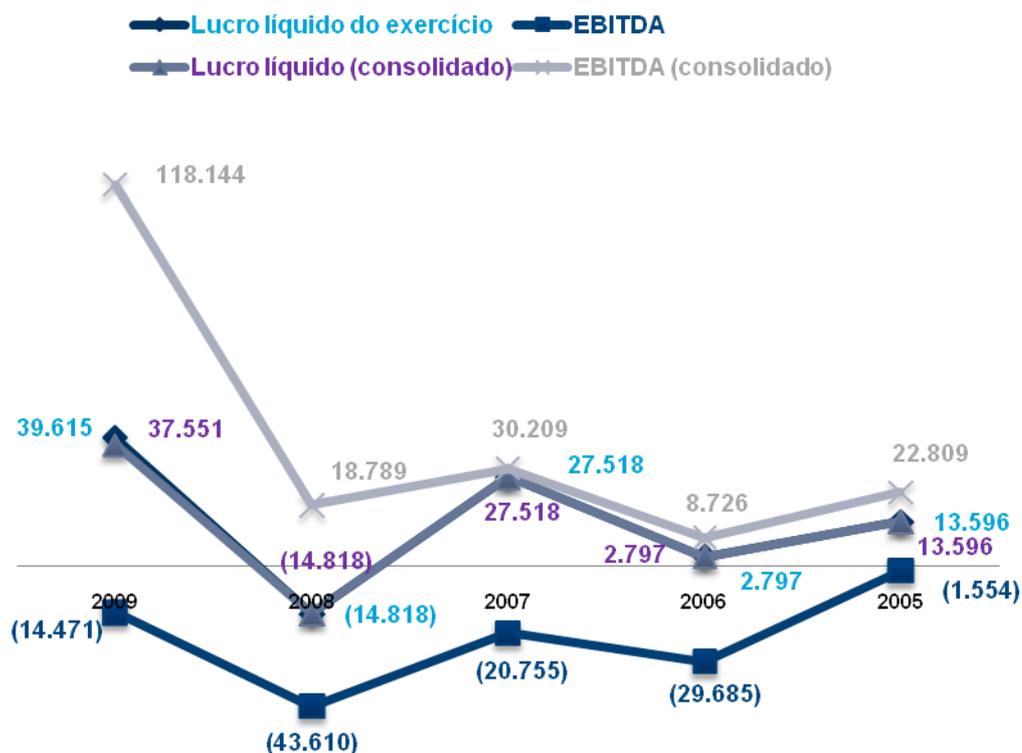


Gráfico 17 - Evolução lucro líquido e EBITDA Klabin Segall S.A.

Fonte: Elaborado pela autora.

A partir de 2007, retirando a conta 'resultado de equivalência patrimonial', a empresa individual apresentaria prejuízo. O EBITDA é negativo em todos os períodos, devido ao baixo nível de receita.

Os dados consolidados mostram um resultado diferente. Existem duas elevações relevantes no EBITDA, em 2007 e 2009. 2008 não seguiu a mesma tendência devido ao aumento de 207% nas despesas. Apesar disso, o EBITDA consolidado é positivo em todo o período analisado.

Tabela 19 - Base para valor de mercado Klabin Segall S/A

	2009	2008	2007	2006
Lucro líquido por lote de mil ações (Em R\$)	0,27	(0,24)	0,45	0,05
Quantidade de ações no final do período (Em Mi)	10.771	3.570	12.313	133
Valor das ações no final do período (Em R\$)	4,95	2,35	13,44	17,90

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no site no Diário Oficial - Seção Empresarial e na Bloomberg.

Tabela 20 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Klabin Segall S/A

Klabin Segall S/A (Controladora)				
Valor de mercado/valor patrimonial	2009	2008	2007	2006
Valor de mercado	4,95	2,35	13,44	17,90
Valor patrimonial	47,12	91,49	31,95	3.164
	<b>0,11</b>	<b>0,03</b>	<b>0,42</b>	<b>0,01</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 21 - Indicador Lucro econômico Klabin S.A. (e consolidado)

	Klabin Segall S/A (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
* - CMPC										
Custo de capital de terceiros										
Despesa financeira	80.232	61.772	11.562	4.657	977	83.775	65.465	18.996	7.515	4.694
Dívida	537.574	484.199	246.329	15.447	2.372	865.629	629.069	352.781	28.897	18.190
	<b>14,9%</b>	<b>12,8%</b>	<b>4,7%</b>	<b>30,1%</b>	<b>41,2%</b>	<b>9,7%</b>	<b>10,4%</b>	<b>5,4%</b>	<b>26,0%</b>	<b>25,8%</b>
CAPM										
Rf	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%
βi	3,30	1,69	1,65	0,99	1,30	3,56	1,76	1,75	1,02	1,54
Rm	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%	16,00%	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%	16,00%
λ	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%
	<b>7,0%</b>	<b>7,6%</b>	<b>14,4%</b>	<b>13,9%</b>	<b>25,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>7,7%</b>	<b>14,9%</b>	<b>14,0%</b>	<b>27,8%</b>
% Capital										
% Capital de terceiros	51,4%	59,7%	38,5%	3,6%	3,9%	63,1%	65,8%	47,3%	6,4%	23,6%
% Capital próprio	48,6%	40,3%	61,5%	96,4%	96,1%	36,9%	34,2%	52,7%	93,6%	76,4%
Capital de giro líquido										
Ativo circulante operacional	85.342	32.938	130.079	287.513	5.772	998.602	728.807	615.389	510.036	79.603
Passivo circulante operacional	2.158	2.703	7.278	3.162	405	28.272	38.137	22.863	9.020	3.885
	<b>83.184</b>	<b>30.235</b>	<b>122.801</b>	<b>284.351</b>	<b>5.367</b>	<b>970.330</b>	<b>690.670</b>	<b>592.526</b>	<b>501.016</b>	<b>75.718</b>
Ativos operacionais de longo prazo	<b>801.807</b>	<b>740.448</b>	<b>482.948</b>	<b>124.299</b>	<b>35.765</b>	<b>87.387</b>	<b>112.011</b>	<b>169.316</b>	<b>25.778</b>	<b>8.012</b>
Indicadores analisados	Klabin Segall S/A (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
Lucro econômico										
NOPAT	103.299	8.858	13.154	(2.776)	14.029	101.048	7.915	24.363	4.839	19.383
CMPC*	11,1%	10,7%	10,7%	14,5%	25,8%	8,7%	9,5%	10,4%	14,8%	27,3%
CI	884.991	770.683	605.749	408.650	41.132	1.057.717	802.681	761.842	526.794	83.730
	<b>5.102</b>	<b>(73.557)</b>	<b>(51.524)</b>	<b>(61.877)</b>	<b>3.432</b>	<b>8.969</b>	<b>(68.073)</b>	<b>(54.719)</b>	<b>(73.105)</b>	<b>(3.507)</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

O maior múltiplo se deu em 2007, porém ainda menor que um, ou seja, o valor investido na empresa é maior que as expectativas dos investidores no futuro da companhia.

O custo médio ponderado de capital da empresa diminuiu ao longo dos anos direcionado tanto pelo custo de capital de terceiros que recuou, quanto pelo custo de capital próprio.

A diminuição do custo médio ponderado de capital associada ao aumento do NOPAT resultou em um crescimento do lucro econômico, passando de um valor negativo nos três anos anteriores para R\$ 5.102 mil em 2009 na controladora.

Tabela 22 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Klabin Segall S/A

Klabin Segall S/A (Controladora)					
EBITDA/despesas operacionais	2009	2008	2007	2006	2005
EBITDA	(14.471)	(43.610)	(20.755)	(29.685)	(1.554)
Despesas operacionais	(39.180)	18.513	(19.270)	(2.403)	(4.099)
	<b>36,9%</b>	<b>-235,6%</b>	<b>107,7%</b>	<b>1235,3%</b>	<b>37,9%</b>

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
118.144	18.789	30.209	8.726	22.809
714.604	531.624	203.000	120.519	74.406
<b>16,5%</b>	<b>3,5%</b>	<b>14,9%</b>	<b>7,2%</b>	<b>30,7%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

O EBITDA da controlada se movimenta com subidas e descidas alternadas ano a ano. As despesas operacionais são crescentes. De 2005 para 2007 o indicador apresenta uma piora, porém de 2007 a 2009 ele cresce devido à grande elevação da receita em 2009.

Tabela 23 - Indicador Endividamento Klabin Segall S/A

Klabin Segall S/A (Controladora)					
Endividamento	2009	2008	2007	2006	2005
Total das dívidas	537.574	484.199	246.329	15.447	2.372
Total de ativos	1.106.164	847.245	709.915	477.871	89.587
	<b>48,6%</b>	<b>57,1%</b>	<b>34,7%</b>	<b>3,2%</b>	<b>2,6%</b>

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
865.629	629.069	352.781	28.897	18.190
1.723.596	1.299.847	1.052.030	612.940	119.730
<b>50,2%</b>	<b>48,4%</b>	<b>33,5%</b>	<b>4,7%</b>	<b>15,2%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

A empresa apresenta um crescente endividamento que não é acompanhado por outras fontes de recursos, o que prejudica futuro acesso a crédito devido ao maior risco visto pelos credores.

## 4.4 Estudo de caso: Companhia Brasileira de Distribuição

### 4.4.1 Caracterização da empresa

<b>Razão Social</b>	COMPANHIA BRASILEIRA DE DISTRIBUIÇÃO
<b>CNPJ</b>	47.508.411/0001-56
<b>Sede</b>	Avenida Brigadeiro Luis Antonio, 3142 - SP
<b>Atividade principal</b>	Comércio Varejista
<b>Site</b>	www.gpari.com.br
<b>Constituição</b>	10/11/1981
<b>Data de abertura de capital</b>	04/04/1995
<b>Auditor</b>	Ernst & Young Auditores Independentes S. S

#### Quadro 8 - Dados Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: < <http://www.bmfbovespa.com.br>>

A empresa atua no segmento varejista em 18 estados e o Distrito Federal, 1080 lojas, 1,7 milhão de m<sup>2</sup> de área de vendas, 80 mil colaboradores e 18 centros de distribuição. Segundo a própria companhia, o *market share* é de 14,8%. Sua atuação é sustentada por uma estrutura multiformato, com um equilíbrio entre supermercados, hipermercados, lojas de produtos eletrônicos/eletrodomésticos, lojas de conveniência, "atacarejo" e operações de comércio eletrônico, que permitem atender às necessidades de consumidores de diferentes regiões e classes socioeconômicas: supermercados para as classes A e B (Pão de Açúcar), supermercados para as classes C, D e E (CompreBem, Extra Supermercado e Sendas), hipermercados (Extra), lojas de eletroeletrônicos (Ponto-Frio e Extra-Eleto), "atacarejo" (Assai), lojas de conveniência (Extra Fácil), postos de combustíveis e drogarias como demonstrado no quadro 9.

Fundada em 1948, a empresa apresenta a estratégia em três pilares: gente, eficiência operacional e disciplina na gestão do capital.

Em 2005, as principais iniciativas foram: i) orçamento base zero e gestão matricial de despesas; ii) criação de uma central de serviços compartilhados; iii) criação da área que passou a centralizar a compra de produtos e serviços não destinados à venda; iv) mapeamento de benchmarks internos de produtividade em lojas de

supermercados para posterior disseminação de melhores práticas e v) cancelamento dos contratos com agências externas de marketing.

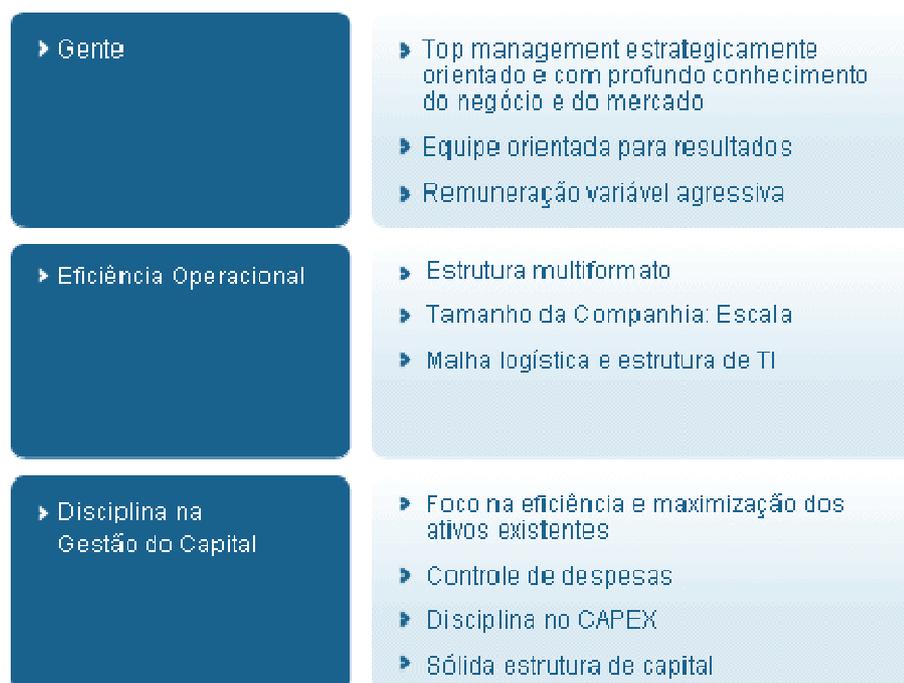
O histórico dos fatos relevantes desde sua fundação e dos investimentos no período analisado no trabalho estão na figura 11 e quadro 11.

## Unidades de Negócios

<p><b>Extra Hipermercado</b></p> 	<p>Voltado à família, oferece atendimento e serviços diferenciados, ambiente moderno e agradável, grande variedade de produtos a preços competitivos.</p>	<p><b>Pão de Açúcar</b></p>  <p>Supermercado de vizinhança focado em consumidores das classes A e B.</p>
<p><b>Extra Supermercado</b></p> 	<p>Supermercado de bairro completo, com destaque para a padaria e o açougue, onde a família abastece sua casa com economia e rapidez.</p>	<p><b>Pão de Açúcar Delivery</b></p>  <p>Extensão da bandeira Pão de Açúcar, porém com pedidos de compra realizados pela internet pelos clientes.</p>
<p><b>Extra Fácil</b></p> 	<p>Mercado de proximidade. Local de compra conveniente no caminho de casa e/ou trabalho, onde o cliente encontra, com economia e rapidez, a reposição de produtos para o dia a dia.</p>	<p><b>CompreBem</b></p>  <p>Supermercados destinados a atender às necessidades dos consumidores das classes C e D.</p>
<p><b>Extra Drograria</b></p> 	<p>Complementa o conceito de conveniência oferecido aos clientes, ao oferecer amplo sortimento de medicamentos e produtos correlatos.</p>	<p><b>Sendas</b></p>  <p>Supermercados localizados no estado do Rio de Janeiro. Destinam-se a atender consumidores das classes C e D.</p>
<p><b>Extra Posto de Combustível</b></p> 	<p>Trazem a chancela das bandeiras e destacam-se pela oferta de produtos de qualidade a preços competitivos.</p>	<p><b>Assaí</b></p>  <p>Atuação no segmento atacadista do setor de alimentos, oferece preços altamente competitivos e produtos de qualidade.</p>
<p><b>Extra.com</b></p> 	<p>Comércio eletrônico, por meio da variedade de produtos, eficiência no atendimento e serviços diferenciados.</p>	<p><b>Ponto Frio</b></p>  <p>Varejo especializado no segmento de eletroeletrônicos e móveis.</p>
<p><b>Extra Eletro</b></p> 	<p>Especializado em produtos eletroeletrônicos, também comercializa móveis e itens de bazar.</p>	<p><b>PontoFrio.com</b></p>  <p>Vendas virtuais, por meio da variedade de produtos, eficiência no atendimento e serviços diferenciados.</p>

**Quadro 9 - Unidades de negócio Companhia Brasileira de Distribuição**

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://www.gpari.com.br>>



**Quadro 10 - Estratégia Companhia Brasileira de Distribuição**

Fonte: Retirado do site da empresa: <<http://www.gpari.com.br>>



**Figura 10 - Ciclo virtuoso - Estratégia Companhia Brasileira de Distribuição**

Fonte: Retirado do site da empresa: <<http://www.gpari.com.br>>



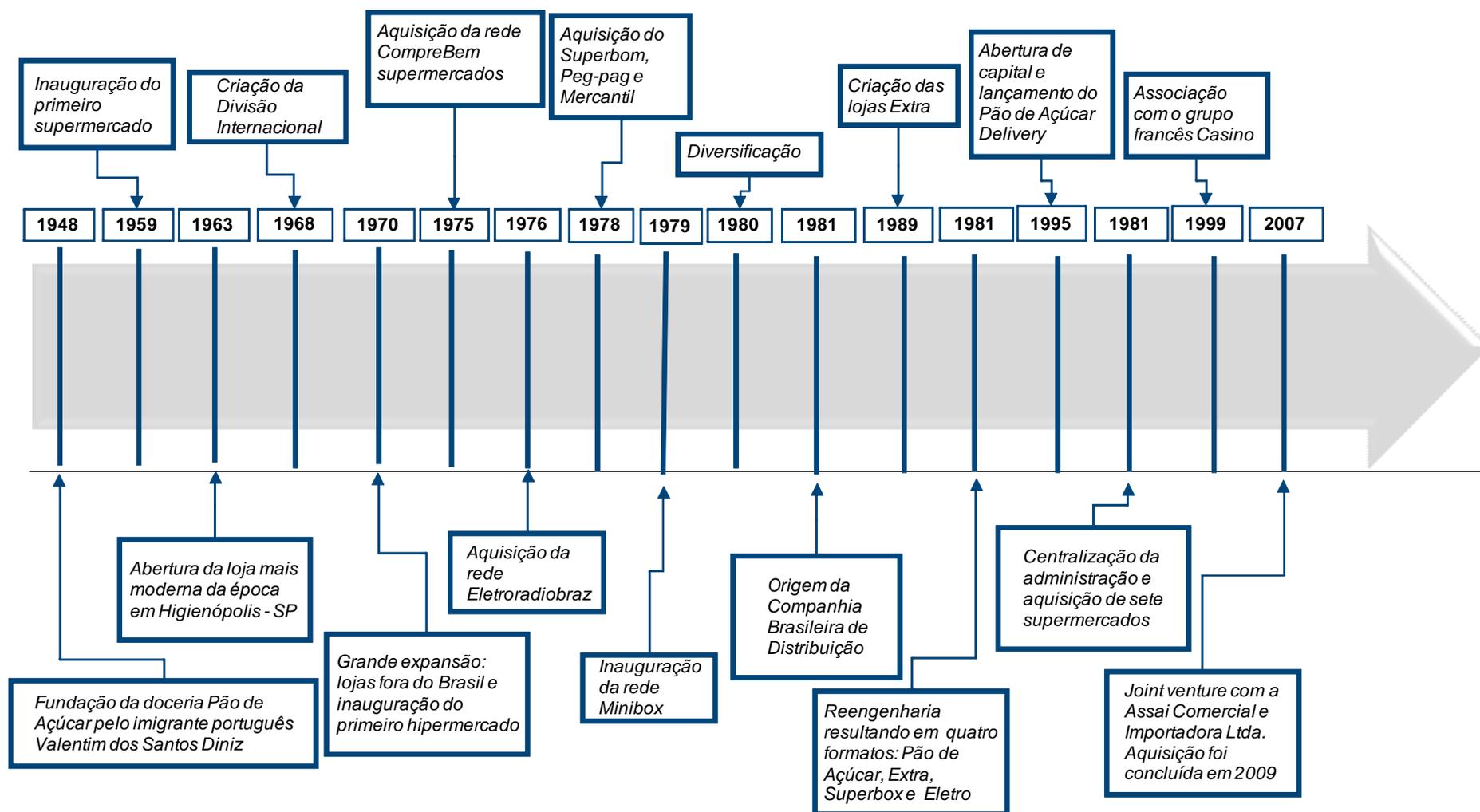


Figura 11 - Histórico Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://www.gpari.com.br>>



#### 4.4.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras das tabelas 24 a 29 representam os dados da Companhia Brasileira de Distribuição para o cálculo dos indicadores propostos no trabalho.



Tabela 24 - Balanço patrimonial Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado) - Ativo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Ativo circulante</b>										
Caixa e bancos	110.954	133.026	271.575	146.869	108.726	244.655	263.910	414.013	247.677	168.603
Aplicações financeiras	1.817.483	1.120.701	478.957	381.785	621.906	2.099.545	1.361.702	650.119	1.033.834	1.542.234
Contas a receber	810.577	858.774	923.165	756.359	664.420	2.365.284	1.876.928	1.816.362	1.621.592	1.416.726
Estoques	1.521.613	1.128.730	1.154.303	944.147	835.921	2.827.463	1.570.863	1.534.242	1.231.963	1.115.286
Impostos a recuperar	230.581	292.292	264.770	256.306	257.739	416.583	322.368	379.980	378.849	270.389
Imposto de renda e contribuição social diferido:	56.685	46.421	68.303	101.794	66.807	227.716	94.358	88.128	238.676	84.745
Fundo de investimento em direito creditório	-	-	54.621	-	-	-	-	-	-	-
Outros	99.292	73.470	102.670	100.037	81.924	351.469	162.347	126.288	125.825	106.545
	<b>4.647.185</b>	<b>3.653.414</b>	<b>3.318.364</b>	<b>2.687.297</b>	<b>2.637.443</b>	<b>8.532.715</b>	<b>5.652.476</b>	<b>5.009.132</b>	<b>4.878.416</b>	<b>4.704.528</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>										
Fundo de investimento em direito creditório	106.129	87.380	-	164.034	186.051	-	-	-	-	-
Contas a receber	33.761	-	-	-	-	419.191	374.618	371.221	334.247	293.529
Impostos a recuperar	134.213	177.066	135.062	94.459	108.310	255.194	283.861	142.159	95.970	205.847
Imposto de renda e contribuição social diferido:	289.437	527.138	556.864	557.558	36.303	1.241.590	1.035.716	1.026.540	837.676	383.584
Partes relacionadas	486.516	522.097	332.083	578.884	778.281	266.102	276.472	252.890	245.606	4.519
Depósitos judiciais	208.216	154.896	133.666	180.542	188.807	428.255	250.595	205.000	234.901	228.969
Outros	14.860	18.945	23.186	14.091	32.975	34.319	39.355	55.969	17.634	32.975
	<b>1.273.132</b>	<b>1.487.522</b>	<b>1.180.861</b>	<b>1.589.568</b>	<b>1.330.727</b>	<b>2.644.651</b>	<b>2.260.617</b>	<b>2.053.779</b>	<b>1.766.034</b>	<b>1.149.423</b>
<b>Permanente</b>										
Investimento	2.150.052	1.463.174	1.365.370	1.116.870	1.099.114	212.427	113.909	110.987	79.557	62.355
Imobilizado	4.297.290	4.247.947	4.157.570	3.569.815	3.119.896	5.248.941	4.859.481	4.820.179	4.241.040	3.861.714
Intangível	945.101	305.611	290.560	413.822	538.472	1.374.000	659.710	674.852	630.945	1.083.501
Diferido	-	-	77.085	76.063	61.199	-	-	77.177	76.281	61.691
	<b>7.392.443</b>	<b>6.016.732</b>	<b>5.890.585</b>	<b>5.176.570</b>	<b>4.818.681</b>	<b>6.835.368</b>	<b>5.633.100</b>	<b>5.683.195</b>	<b>5.027.823</b>	<b>5.069.261</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>13.312.760</b>	<b>11.157.668</b>	<b>10.389.810</b>	<b>9.453.435</b>	<b>8.786.851</b>	<b>18.012.734</b>	<b>13.546.193</b>	<b>12.746.106</b>	<b>11.672.273</b>	<b>10.923.212</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 25 - Balanço patrimonial Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado) - Passivo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Passivo circulante</b>										
Fornecedores	2.327.444	1.834.286	1.838.596	1.694.683	1.333.731	4.004.397	2.409.501	2.324.975	2.027.268	1.654.234
Financiamentos e empréstimos	53.294	285.048	161.698	511.321	375.866	441.163	300.580	1.439.029	871.321	422.614
Debêntures	19.386	36.861	27.881	414.761	17.979	19.386	36.861	27.881	414.761	17.979
Salários e encargos sociais	225.550	176.717	137.031	146.988	129.096	428.318	224.103	173.053	173.010	157.639
Impostos e contribuições sociais a recolher	206.729	87.394	81.884	53.602	74.411	313.672	110.234	102.418	68.675	89.753
Dividendos propostos	94.491	61.851	50.084	20.312	62.053	98.052	67.994	50.084	20.312	62.053
Financiamento de compra de imóveis	14.211	45.747	15.978	44.366	-	14.212	45.747	15.978	44.366	-
Aluguéis a pagar	21.523	21.902	29.299	27.676	-	47.424	42.130	44.159	40.924	-
Partes relacionadas	20.188	12.279	-	-	40.655	31.734	12.433	-	-	-
Outros	174.494	129.527	136.159	97.622	112.821	403.379	168.412	175.137	163.272	165.159
	<b>3.157.310</b>	<b>2.691.612</b>	<b>2.478.610</b>	<b>3.011.331</b>	<b>2.146.612</b>	<b>5.801.737</b>	<b>3.417.995</b>	<b>4.352.714</b>	<b>3.823.909</b>	<b>2.569.431</b>
<b>Exigível a longo prazo</b>										
Financiamentos e empréstimos	849.069	898.702	683.126	139.597	550.061	2.183.121	2.300.235	919.294	1.382.152	1.952.450
Debêntures	1.481.356	777.868	779.650	-	401.490	1.481.356	777.868	779.650	-	401.490
Impostos parcelados	1.140.644	192.585	28.623	248.163	300.563	1.205.579	200.827	-	261.101	313.471
Provisão para contingências	106.497	1.169.755	239.896	1.153.228	1.011.039	367.165	1.244.125	250.837	1.209.463	1.076.911
Provisão para passivo a descoberto de controla	11.983	8.941	1.156.954	43.673	55.014	-	-	1.216.189	-	-
Outros	6.441	10.489	10.959	15.316	69.700	308.603	93.152	77.612	25.105	69.700
	<b>3.595.990</b>	<b>3.058.340</b>	<b>2.899.208</b>	<b>1.599.977</b>	<b>2.387.867</b>	<b>5.545.824</b>	<b>4.616.207</b>	<b>3.243.582</b>	<b>2.877.821</b>	<b>3.814.022</b>
Participação minoritária	-	-	-	-	-	105.713	104.275	137.818	128.416	287.387
<b>Patrimônio líquido</b>										
Capital social	5.374.751	4.450.725	4.149.858	3.954.629	3.680.240	5.374.751	4.450.725	4.149.858	3.954.629	3.680.240
Reserva de capital	512.419	574.622	517.331	517.331	-	512.419	574.622	517.331	517.331	-
Reserva de lucros	672.290	382.369	344.803	370.167	572.132	672.290	382.369	344.803	370.167	572.132
	<b>6.559.460</b>	<b>5.407.716</b>	<b>5.011.992</b>	<b>4.842.127</b>	<b>4.252.372</b>	<b>6.559.460</b>	<b>5.407.716</b>	<b>5.011.992</b>	<b>4.842.127</b>	<b>4.252.372</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>13.312.760</b>	<b>11.157.668</b>	<b>10.389.810</b>	<b>9.453.435</b>	<b>8.786.851</b>	<b>18.012.734</b>	<b>13.546.193</b>	<b>12.746.106</b>	<b>11.672.273</b>	<b>10.923.212</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 26 - Demonstração de resultado Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado)

Demonstrações de Resultados (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
Receita operacional bruta	15.967.608	14.436.119	12.787.417	11.905.981	11.339.629	26.223.022	20.856.769	17.642.563	16.460.296	16.120.963
Impostos sobre vendas	(1.735.241)	(1.989.508)	(2.054.032)	(1.932.528)	(1.989.057)	(2.968.839)	(2.823.659)	(2.739.676)	(2.579.893)	(2.707.567)
Receita líquida de vendas	14.232.367	12.446.611	10.733.385	9.973.453	9.350.572	23.254.183	18.033.110	14.902.887	13.880.403	13.413.396
Custo das mercadorias vendidas	(10.435.484)	(9.094.936)	(7.688.807)	(7.171.308)	(6.598.305)	(17.493.806)	(13.279.497)	(10.724.499)	(9.962.965)	(9.438.126)
<b>Lucro bruto</b>	<b>3.796.883</b>	<b>3.351.675</b>	<b>3.044.578</b>	<b>2.802.145</b>	<b>2.752.267</b>	<b>5.760.377</b>	<b>4.753.613</b>	<b>4.178.388</b>	<b>3.917.438</b>	<b>3.975.270</b>
<b>Despesas (receitas) operacionais</b>										
Despesas com vendas	(2.122.949)	(1.960.760)	(1.839.518)	(1.729.753)	(1.524.542)	(3.519.020)	(2.857.116)	(2.552.453)	(2.418.929)	(2.300.026)
Gerais e administrativas	(481.906)	(437.885)	(337.381)	(353.266)	(326.135)	(740.264)	(574.023)	(500.347)	(527.145)	(505.652)
Depreciações e amortizações	(330.473)	(464.039)	(430.979)	(399.922)	(456.186)	(454.049)	(604.743)	(550.696)	(547.943)	(625.281)
Impostos e taxas	-	-	(64.993)	(52.888)	(35.592)	-	-	(99.575)	(84.923)	(63.150)
Despesas financeiras	(377.791)	(465.283)	(385.547)	(429.011)	(514.494)	(536.307)	(608.874)	(555.578)	(603.388)	(683.571)
Receitas financeiras	229.054	255.072	233.589	271.664	365.490	251.697	292.086	344.413	382.761	446.722
Resultado de equivalência patrimonial	58.455	76.355	64.824	27.436	47.576	17.579	2.922	(28.923)	(53.197)	(16.190)
Outras despesas e receitas operacionais	(64.294)	(6.064)	-	-	-	(135.781)	(10.914)	-	-	-
	<b>(3.089.904)</b>	<b>(3.002.604)</b>	<b>(2.760.005)</b>	<b>(2.665.740)</b>	<b>(2.443.883)</b>	<b>(5.116.145)</b>	<b>(4.360.662)</b>	<b>(3.943.159)</b>	<b>(3.852.764)</b>	<b>(3.747.148)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>706.979</b>	<b>349.071</b>	<b>284.573</b>	<b>136.405</b>	<b>308.384</b>	<b>644.232</b>	<b>392.951</b>	<b>235.229</b>	<b>64.674</b>	<b>228.122</b>
Resultado não operacional	-	-	(10.451)	(17.008)	35.799	-	-	(9.084)	(323.229)	32.131
<b>Lucro antes do IR e CSLL</b>	<b>706.979</b>	<b>349.071</b>	<b>274.122</b>	<b>119.397</b>	<b>344.183</b>	<b>644.232</b>	<b>392.951</b>	<b>226.145</b>	<b>(258.555)</b>	<b>260.253</b>
IR e CSLL	(88.801)	(72.128)	(53.919)	(20.452)	(77.064)	(6.378)	(111.006)	(11.404)	(1.472)	(52.994)
Participação dos empregados nos resultados	(26.598)	(16.516)	(9.325)	(13.421)	(10.129)	(32.505)	(22.173)	(13.399)	(13.421)	(14.453)
Participação de minoritários	-	-	-	-	-	(13.769)	655	9.536	358.972	64.184
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>591.580</b>	<b>260.427</b>	<b>210.878</b>	<b>85.524</b>	<b>256.990</b>	<b>591.580</b>	<b>260.427</b>	<b>210.878</b>	<b>85.524</b>	<b>256.990</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 27 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado)

DOAR (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Origens dos recursos</b>										
Nas operações										
Lucro líquido do exercício	N/A	N/A	210.878	85.524	256.990	N/A	N/A	210.878	85.524	256.990
Itens que não afetam o capital circulante										
Depreciação do imobilizado	N/A	N/A	430.979	399.922	456.186	N/A	N/A	550.696	547.943	625.281
Custo contábil de ativos imobilizados baixados	N/A	N/A	10.201	44.586	1.002.823	N/A	N/A	11.062	84.014	1.022.612
Variações monetárias e juros LP, líquido	N/A	N/A	80.597	83.467	175.324	N/A	N/A	82.747	184.093	417.519
Provisão para contingências	N/A	N/A	50.255	89.562	44.234	N/A	N/A	71.103	94.010	51.855
Imposto de renda e contribuição social diferidos	N/A	N/A	694	(3.961)	34.156	N/A	N/A	(188.864)	63.202	(19.660)
Realização de ganho diferido	N/A	N/A	-	(58.151)	(30.807)	N/A	N/A	-	(58.151)	(49.447)
Resultado de equivalência patrimonial	N/A	N/A	(64.824)	(27.436)	(47.576)	N/A	N/A	28.923	53.197	16.190
Provisão para baixas e perdas do imobilizado	N/A	N/A	1.860	6.535	-	N/A	N/A	2.205	12.685	-
Provisão para amortização do ágio	N/A	N/A	-	-	-	N/A	N/A	-	268.886	-
Participação de acionistas não controladores	N/A	N/A	-	-	-	N/A	N/A	(9.536)	(358.972)	(64.184)
De acionistas										
Aumento de capital	N/A	N/A	9.071	7.212	6.445	N/A	N/A	9.071	7.212	6.445
Aumento da reserva especial de ágio	N/A	N/A	-	37	-	N/A	N/A	-	37	-
De terceiros										
Ingressos de financiamentos e empréstimos LP	N/A	N/A	1.323.207	6.400	69.172	N/A	N/A	1.323.208	6.400	642.389
Redução de outros ativos não circulantes	N/A	N/A	351.647	299.400	22.776	N/A	N/A	-	57.758	113.104
Efeito no capital circulante consolidado por aporte de min	N/A	N/A	-	-	-	N/A	N/A	12.000	-	-
	-	-	<b>2.404.565</b>	<b>933.097</b>	<b>1.989.723</b>	-	-	<b>2.103.493</b>	<b>1.047.838</b>	<b>3.019.094</b>
<b>Aplicação de recursos</b>										
Adições em investimento	N/A	N/A	208.136	1.732	-	N/A	N/A	285.329	70.444	-
Adições em imobilizado	N/A	N/A	909.384	783.276	727.168	N/A	N/A	980.626	854.295	888.518
Adições em intangível	N/A	N/A	500	3.687	11.210	N/A	N/A	8.266	3.687	31.798
Adições em diferido	N/A	N/A	16.387	28.512	64.190	N/A	N/A	16.503	28.640	64.295
Adições a outros ativos não circulantes	N/A	N/A	-	-	507.554	N/A	N/A	127.077	-	235.775
Dividendos propostos	N/A	N/A	50.084	20.312	62.053	N/A	N/A	50.084	20.312	62.053
Transferência para o passivo circulante	N/A	N/A	56.286	910.443	483.943	N/A	N/A	1.033.697	1.151.050	643.137
	-	-	<b>1.240.777</b>	<b>1.747.962</b>	<b>1.856.118</b>	-	-	<b>2.501.582</b>	<b>2.128.428</b>	<b>1.925.576</b>
<b>Aumento (redução) do CCL</b>	-	-	<b>1.163.788</b>	<b>(814.865)</b>	<b>133.605</b>	-	-	<b>(398.089)</b>	<b>(1.080.590)</b>	<b>1.093.518</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

**Tabela 28 - Demonstração de fluxo de caixa Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado)**

Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Das atividades operacionais</b>										
Lucro líquido do exercício	591.580	260.427	210.878	85.524	256.990	591.580	260.427	210.878	85.524	256.990
<b>Ajustes</b>										
Imposto de renda diferido	44.482	(30.790)	34.185	(38.652)	(29.615)	(53.424)	(33.300)	(38.316)	(90.729)	(80.867)
Valor residual de ativos permanentes baixados	6.770	6.069	10.116	30.796	(29.224)	82.800	11.103	10.978	70.223	(13.689)
Ganhos líquidos por diluição societária	-	-	-	(58.151)	(38.140)	-	-	-	(58.151)	(56.780)
Depreciação e amortização	330.473	464.039	430.979	399.922	456.186	454.057	604.743	550.696	547.943	625.281
Juros e variações monetárias, líquidos dos pagos	(26.746)	124.623	(101.202)	136.138	12.091	222.193	157.196	9.518	375.519	153.071
Equivalência patrimonial	(58.455)	(76.355)	(64.824)	(27.436)	(47.576)	(17.580)	(2.922)	28.923	53.197	16.190
Provisão para contingências	44.433	85.880	50.255	89.562	44.234	81.326	115.996	71.103	94.010	51.855
Provisão para baixas e perdas do imobilizado	(3.020)	6.187	1.860	6.535	-	(7.878)	6.162	2.205	12.685	-
Provisão para amortização de ágio	-	103.097	-	-	-	-	107.959	-	268.886	-
Pagamento baseado em ações	26.577	19.437	-	-	-	26.577	19.437	-	-	-
Participação de acionistas não controladores	-	-	-	-	-	13.769	(655)	(9.536)	(358.972)	(64.184)
<b>Descrécimo (acrécimo) em ativos</b>										
Contas a receber	14.436	64.391	(137.654)	(90.449)	(200.823)	(170.835)	(60.566)	(211.916)	(226.079)	19.971
Adiantamento a fornecedores e funcionários	-	-	-	4.182	(3.873)	-	-	-	3.755	(3.767)
Estoques	(392.883)	25.573	(210.057)	(104.040)	(25.677)	(849.380)	(36.621)	(215.623)	(116.677)	(25.638)
Impostos a recuperar	113.427	(65.719)	16.248	24.098	47.027	116.392	(77.741)	(19.291)	13.065	49.845
Outros ativos	(19.822)	25.702	(38.496)	2.614	190.192	(63.072)	(34.627)	(35.030)	(14.794)	55.503
Partes relacionadas	73.644	(183.225)	246.134	185.478	(355.915)	28.355	(20.849)	(2.510)	(39.079)	(3.627)
Depósitos judiciais	(37.936)	(5.784)	(9.315)	11.232	(7.632)	(99.419)	(20.905)	(24.844)	5.159	(30.919)
<b>(Decrécimo) acréscimo em passivos</b>										
Fornecedores	493.158	(16.226)	112.977	353.747	94.615	1.052.761	70.239	236.672	373.034	108.785
Salários e encargos sociais	48.833	39.686	(10.019)	17.372	8.352	206.719	51.050	(6.910)	15.371	7.382
Impostos e contribuições sociais a recolher	84.542	(55.994)	2.507	(152.232)	(31.289)	17.255	(116.656)	5.853	(165.468)	(30.163)
Demais contas a pagar	(11.409)	(143.937)	(13.177)	55.673	12.175	207	(76.517)	(417)	89.133	28.242
<b>Disponibilidades líquidas - operacionais</b>	<b>1.322.084</b>	<b>647.081</b>	<b>531.395</b>	<b>931.913</b>	<b>352.098</b>	<b>1.632.403</b>	<b>922.953</b>	<b>562.433</b>	<b>937.555</b>	<b>1.063.481</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 29 - Continuação - Demonstração de fluxo de caixa Brasileira de Distribuição (e consolidado)

Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Das atividades de investimento</b>										
Caixa líquido em incorporação de controladas	-	-	20	1.090	-	79.331	-	20	-	-
Recebimento de amortização de quotas do PAFIDC	-	-	134.156	28.509	-	-	-	-	-	-
Aquisição de empresas	-	-	-	-	-	(963.128)	-	(224.777)	-	-
Aumento no investimento	-	-	(208.136)	(1.732)	-	-	-	(60.553)	(4.107)	(21.537)
Aquisição de bens do ativo imobilizado	(491.466)	(378.775)	(937.775)	(756.649)	(715.673)	(700.706)	(485.418)	(1.009.017)	(827.665)	(878.063)
Aumento no ativo diferido	-	-	(16.387)	(28.512)	(64.174)	-	-	(16.503)	(28.640)	(74.540)
Aumento no ativo intangível	(38.551)	(2.900)	(500)	(3.807)	(11.210)	(45.987)	(2.900)	(8.266)	(1.322)	(31.799)
Aumento de capital em controladas	(939.496)	(24.690)	-	-	-	(9.318)	-	-	(70.444)	-
Venda de bens do imobilizado	3.167	3.062	85	13.790	1.032.047	4.330	3.592	85	13.790	1.036.301
	<b>(1.466.346)</b>	<b>(403.303)</b>	<b>(1.028.537)</b>	<b>(747.311)</b>	<b>240.990</b>	<b>(1.635.478)</b>	<b>(484.726)</b>	<b>(1.319.011)</b>	<b>(918.388)</b>	<b>30.362</b>
<b>Das atividades de financiamento</b>										
Aumento de capital	487.144	88.196	9.071	7.212	6.445	487.144	88.196	9.071	7.212	6.445
Efeito nas disponibilidades consolidadas por aporte de c	-	-	-	-	-	-	-	12.000	-	-
Aumento da reserva de capital	-	-	-	37	-	-	-	-	37	-
Financiamentos										
Captação e refinanciamentos	708.940	369.742	1.806.676	81.967	289.666	736.805	680.154	2.455.859	199.549	899.814
Pagamentos	(269.252)	(148.437)	(1.076.415)	(413.743)	(829.086)	(393.129)	(595.013)	(1.917.419)	(593.238)	(1.411.474)
Pagamento de dividendos	(107.860)	(50.084)	(20.312)	(62.053)	(89.059)	(109.157)	(50.084)	(20.312)	(62.053)	(89.059)
	<b>818.972</b>	<b>259.417</b>	<b>719.020</b>	<b>(386.580)</b>	<b>(622.034)</b>	<b>721.663</b>	<b>123.253</b>	<b>539.199</b>	<b>(448.493)</b>	<b>(594.274)</b>
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>674.710</b>	<b>503.195</b>	<b>221.878</b>	<b>(201.978)</b>	<b>(28.946)</b>	<b>718.588</b>	<b>561.480</b>	<b>(217.379)</b>	<b>(429.326)</b>	<b>499.569</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.4.3 Análise do desempenho

INVESTIMENTOS	
2005 - R\$ 842,3 milhões	2006 - R\$ 854,3 milhões
<ul style="list-style-type: none"> <li>- Reformas em 60 lojas Sendas;</li> <li>- Conversão de 12 lojas Pão de Açúcar para o formato CompreBem;</li> <li>- Abertura de 8 supermercados;</li> <li>- Abertura de 7 hipermercados Extra;</li> <li>- Abertura de 8 postos de combustíveis e 42 drogarias;</li> <li>- Compra de terrenos estratégicos para a abertura de futuras lojas;</li> <li>- Aquisição da rede Coopercitrus em São Paulo;</li> <li>- Investimentos em tecnologia da informação e logística direcionados para a troca de equipamentos e softwares e atualizações; e</li> <li>- Reformas nos Centros de Distribuição.</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>- R\$ 261,4 milhões na abertura de novas lojas;</li> <li>- R\$ 182,6 na aquisição de terrenos estratégicos;</li> <li>- R\$ 289,5 milhões na reforma e atualização de lojas, em todas as bandeiras;</li> <li>- R\$ 120,8 milhões em infra-estrutura (tecnologia, logística e outros).</li> </ul>
2007 - R\$ 980,6 milhões	2008 - R\$ 503,1 milhões
<ul style="list-style-type: none"> <li>R\$ 471,1 milhões na abertura e na construção de novas lojas;</li> <li>R\$ 181,1 milhões na aquisição de terrenos estratégicos;</li> <li>R\$ 215,6 milhões na reforma de lojas;</li> <li>R\$ 112,8 milhões em infra-estrutura (tecnologia, logística e outros).</li> </ul>	<ul style="list-style-type: none"> <li>R\$ 156,1 milhões na abertura e na construção de novas lojas;</li> <li>• R\$ 94,9 milhões na aquisição de terrenos estratégicos;</li> <li>• R\$ 143,0 milhões na reforma de lojas;</li> <li>• R\$ 109,1 milhões em infra-estrutura (tecnologia, logística e outros).</li> </ul>
2009 - R\$ 723,1 milhões	
<ul style="list-style-type: none"> <li>- R\$ 109,1 milhões na abertura, construção de novas lojas e aquisição de terrenos estratégicos;</li> <li>- R\$ 119,7 milhões em reformas e conversões de lojas;</li> <li>- R\$ 64,4 milhões em infra-estrutura (tecnologia e logística) e outros.</li> </ul>	

#### Quadro 11 - Investimentos Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://www.gpari.com.br>>

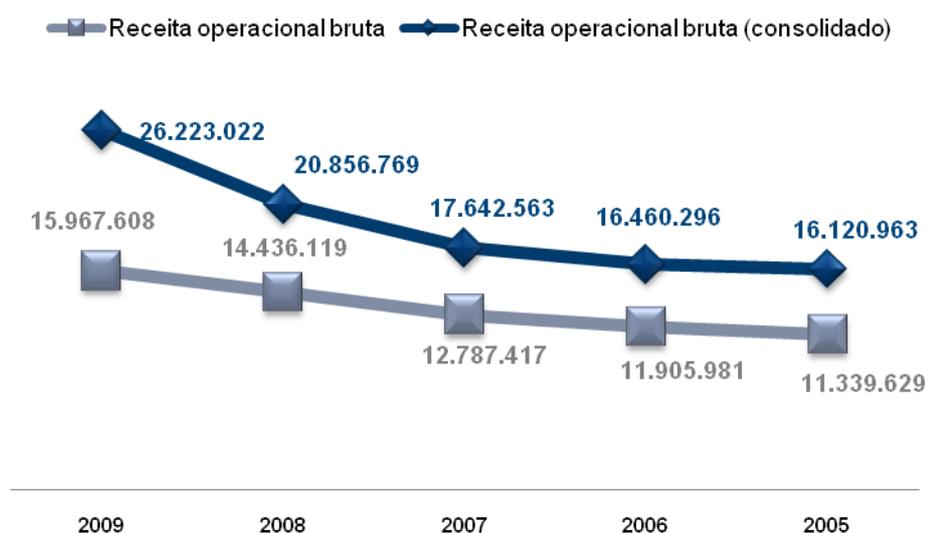


Gráfico 18 - Evolução da receita Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora.

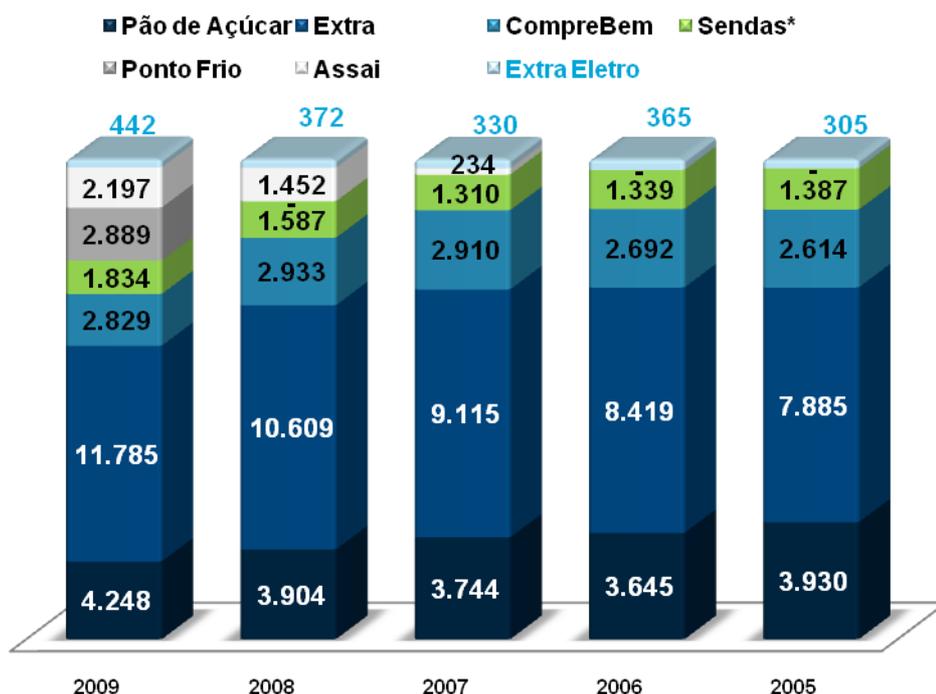


Gráfico 19 - Evolução das vendas brutas por formato Companhia Brasileira de Distribuição (consolidado) - Em R\$ milhões.

Fonte: Elaborado pela autora.

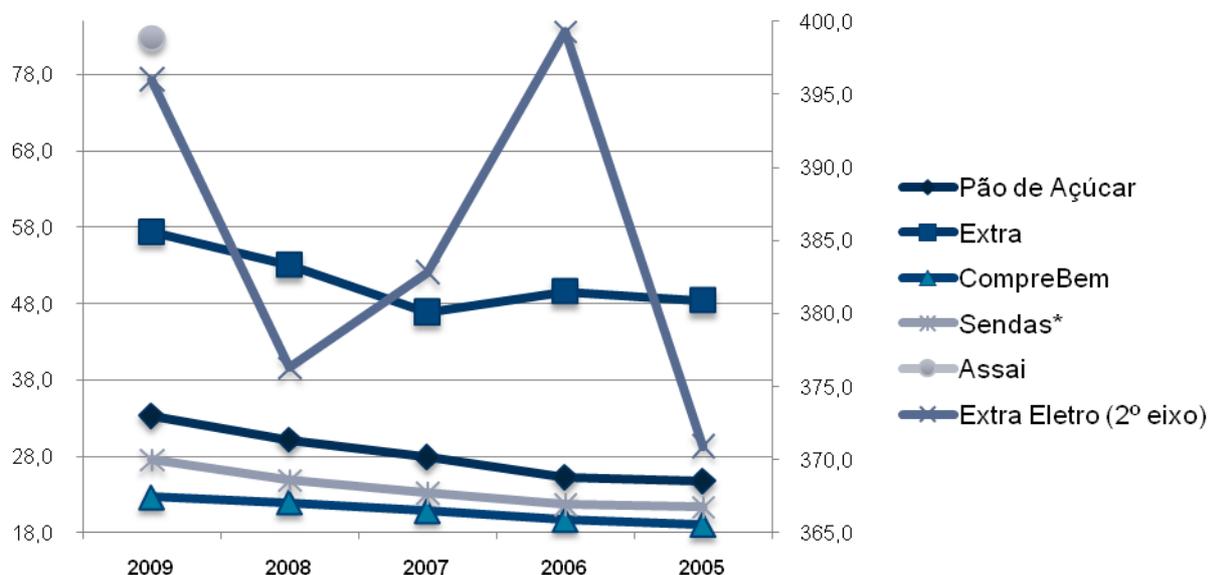


Gráfico 20 - Evolução do ticket médio Companhia Brasileira de Distribuição - Em R\$.

Fonte: Elaborado pela autora.

A receita consolidada cresceu 48% de 2007 a 2009, contrastando com os 9% de aumento entre 2005 e 2007. A receita da controladora segue a mesma tendência, porém de forma mais suave: 24% (2007 a 2009) e 13% (2005 a 2007).

Em 2009 as unidades Extra representaram 44% do faturamento. Em 2007 a rede Assai foi responsável por 1,42% do crescimento total em relação a 2006. Esta rede cresceu 51% em 2009 e representou 8,3% da receita bruta. A rede Ponto Frio foi introduzida em 2009, representando 11% da receita bruta. A rede CompreBem recuou no último ano.

O maior ticket médio é do Extra Eletro, pela própria natureza do produto. Ele porém representa apenas 1,6% do faturamento. O Extra é o segundo do ranking e o primeiro em faturamento. O dado de ticket médio da rede Assai é publicado apenas em 2009.

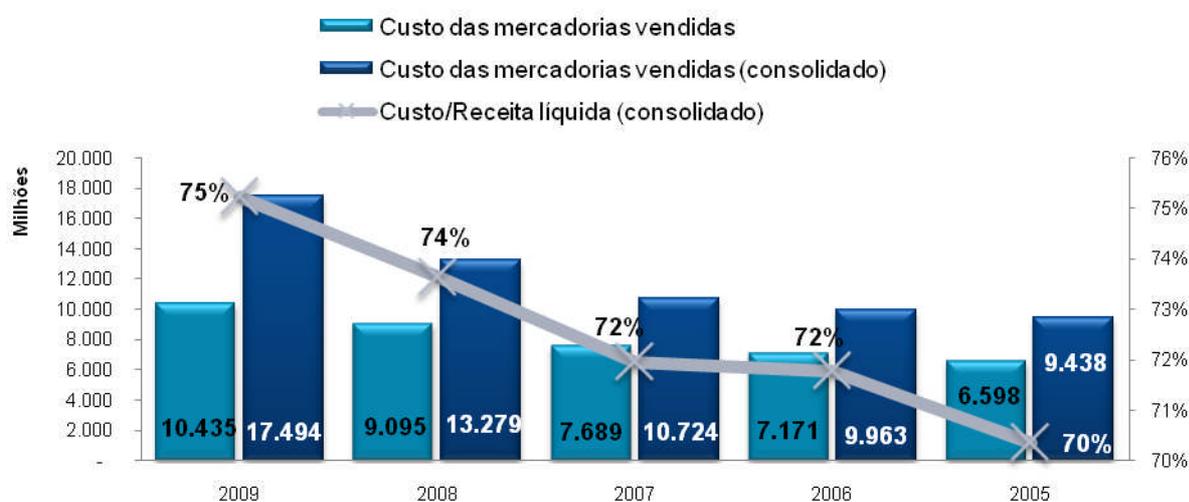


Gráfico 21 - Evolução do custo Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora.



Gráfico 22 - Evolução da despesa Companhia Brasileira de Distribuição

Fonte: Elaborado pela autora.

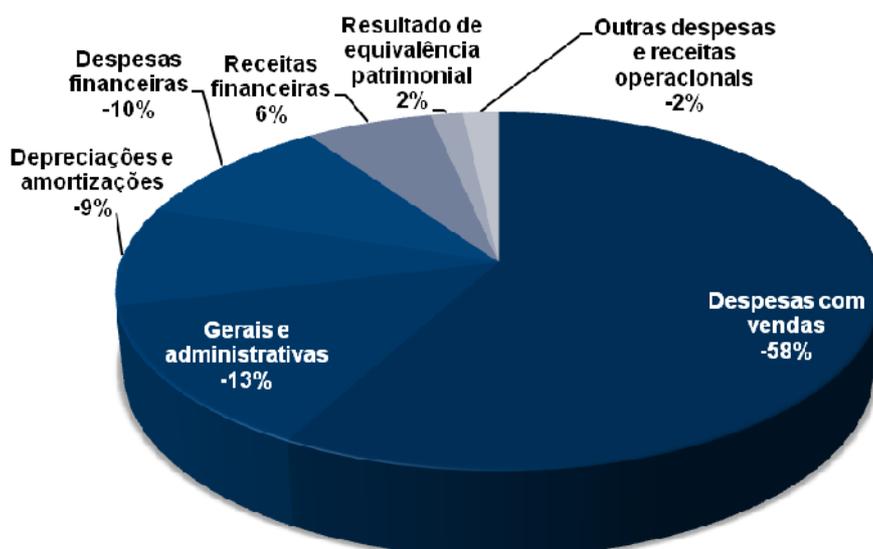


Gráfico 23 - Detalhamento 'Despesas (receitas) operacionais Companhia Brasileira de Distribuição  
Fonte: Elaborado pela autora.

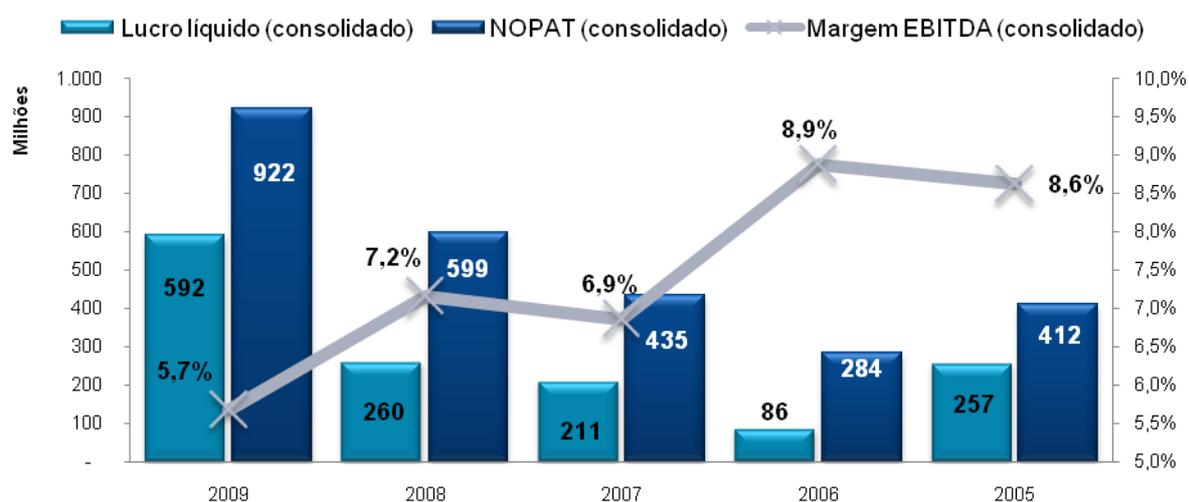


Gráfico 24 - Evolução do resultado Companhia Brasileira de Distribuição  
Fonte: Elaborado pela autora.

De 2005 para 2009 o custo em relação à receita líquida aumentou 5 p.p.. Com a introdução de novos produtos e ao longo do tempo a margem bruta caiu. Em contrapartida, a despesa ficou mais dissolvida, diminuindo sua proporção em relação à receita.

As despesas com vendas representam mais da metade das despesas totais. Outro fato relevante é que as despesas e receitas financeiras recuaram no último ano.



O indicador EBITDA/despesas operacionais da controladora caiu 1,9 p.p. de 2005 a 2007, porém em 2009 subiu, ainda sem atingir o patamar anterior. O consolidado está caindo desde 2008.

A dívida é crescente principalmente pela emissão de debêntures registradas no exigível a longo prazo. Este fato fez com que o endividamento aumentasse 2,2 p.p. (14%) de 2007 para 2009.

A dívida é composta de 69% de financiamentos e empréstimos em 2005, passando para 38% em 2009. A emissão de debêntures foi prioridade ao longo do período. É possível verificar também que 97% da dívida em 2009 é de longo prazo.

**Tabela 33 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado)**

Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					
EBITDA/despesas operacionais	2009	2008	2007	2006	2005
EBITDA	1.101.136	930.450	793.361	652.817	855.869
Despesas operacionais	13.525.388	12.097.540	10.448.812	9.837.048	9.042.188
	8,1%	7,7%	7,6%	6,6%	9,5%

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
1.319.038	1.290.042	1.022.150	1.231.992	1.156.173
22.609.951	17.640.159	14.667.658	13.815.729	13.185.274
5,8%	7,3%	7,0%	8,9%	8,8%

Fonte: Elaborado pela autora.

**Tabela 34 - Indicador Endividamento Companhia Brasileira de Distribuição (e consolidado)**

Companhia Brasileira de Distribuição (Controladora)					
Endividamento	2009	2008	2007	2006	2005
Total das dívidas	2.403.105	1.998.479	1.652.355	1.065.679	1.345.396
Total de ativos	13.312.760	11.157.668	10.389.810	9.453.435	8.786.851
	18,1%	17,9%	15,9%	11,3%	15,3%

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
4.125.026	3.415.544	3.165.854	2.668.234	2.794.533
18.012.734	13.546.193	12.746.106	11.672.273	10.923.212
22,9%	25,2%	24,8%	22,9%	25,6%

Fonte: Elaborado pela autora.

## 4.5 Estudo de caso: Fleury S.A.

### 4.5.1 Caracterização da empresa

<b>Razão Social</b>	FLEURY S.A.
<b>CNPJ</b>	060.840.055/0001-31
<b>Sede</b>	Rua General Valdomiro de Lima, 508 - Jabaquara - SP
<b>Natureza do controle acionário</b>	Privado Holding
<b>Atividade principal</b>	Análises Clínicas e Medicina Diagnóstica.
<b>Site</b>	www.fleury.com.br
<b>Constituição</b>	23/10/1964
<b>Data de abertura de capital</b>	17/12/2009
<b>Auditor</b>	Deloitte Touche Tohmatsu Auditores Independentes

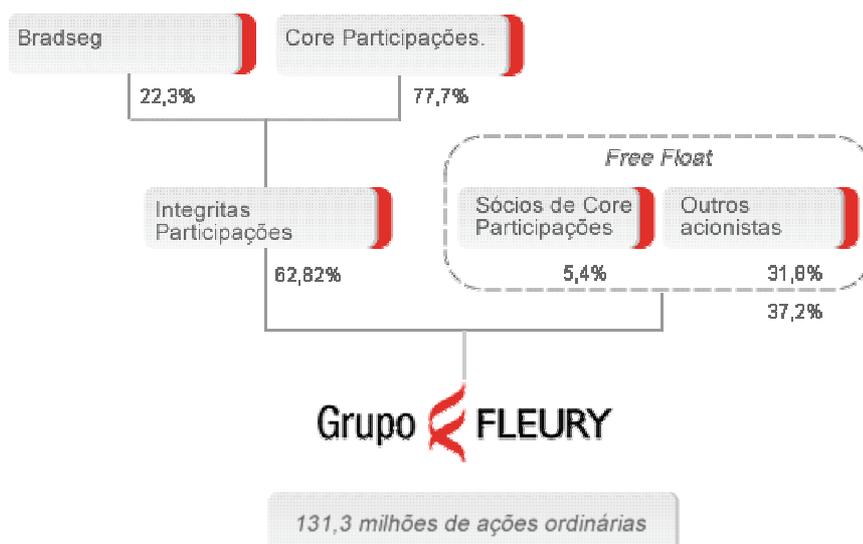
#### Quadro 12 - Dados Fleury S.A.

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://ri.fleury.com.br>>

A empresa presta serviços médicos na área de diagnóstico, tratamentos e análises clínicas. Em 2005 a companhia deu início a um processo de reestruturação administrativa. Este processo culminou na criação das unidades de negócio:

- Medicina diagnóstica: composta pelas unidades de atendimento das 15 marcas do grupo, operações em hospitais e soluções em medicina diagnóstica; e
- Medicina preventiva e terapêutica.

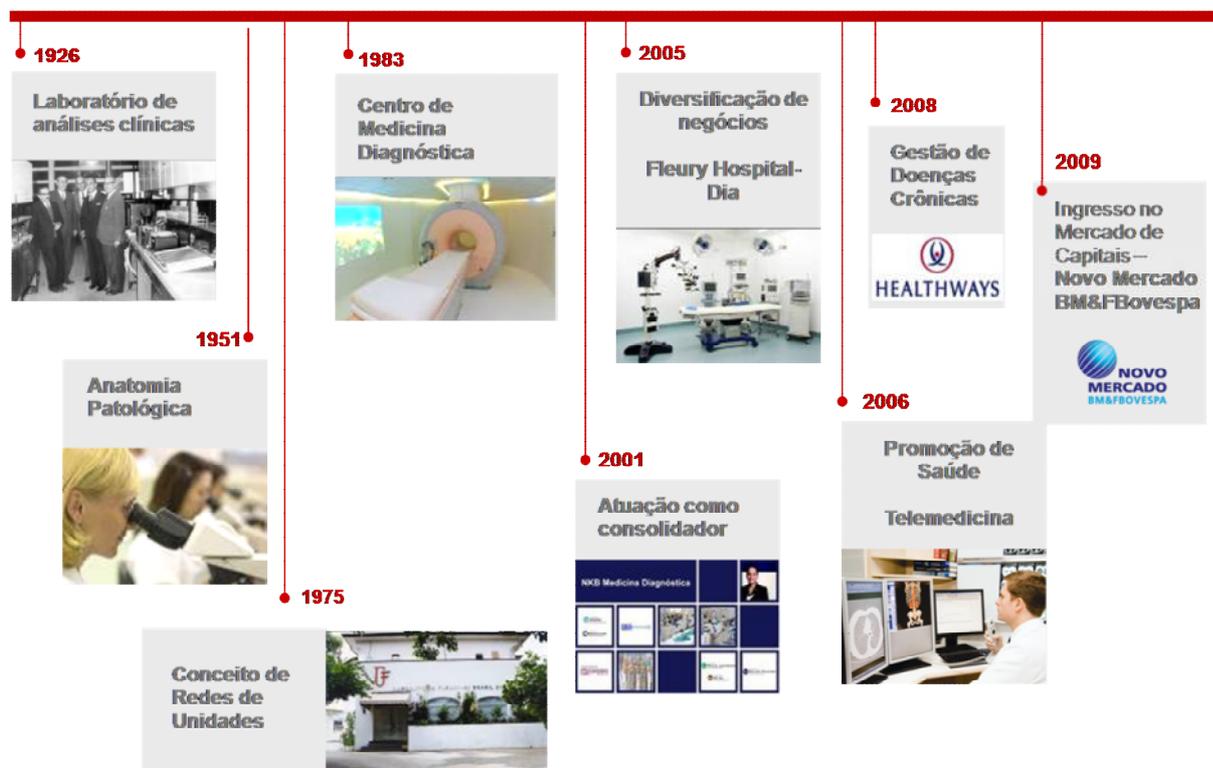
A figura 11 apresenta a estrutura societária da companhia.



**Figura 12 - Estrutura societária Fleury S.A.**

Fonte: Figura retirada do site da empresa <<http://ri.fleury.com.br>>. Última atualização: 12 de julho de 2010.

A empresa foi fundada em 1926 pelo Dr. Gastão Fleury da Silveira que comprou um pequeno laboratório de análises clínicas no centro da Cidade de São Paulo. Um breve histórico é mostrado na figura 12.



**Figura 13 - Histórico Fleury S.A.**

Fonte: Figura retirada do site da empresa <<http://ri.fleury.com.br>>.

A partir de 2002, a empresa começou a agir com a estratégia de aquisição de marcas como mostra a figura 13, totalizando 23 aquisições até o final de 2009, nos Estados do Rio de Janeiro, São Paulo, Pernambuco, Bahia, Paraná e Rio Grande do Sul.



Figura 14 - Histórico de aquisições Fleury S.A.

Fonte: Figura retirada do site da empresa <<http://ri.fleury.com.br>>.

A estratégia do Fleury se baseia em dois pontos:

- Continuar a expandir a unidade de negócio medicina diagnóstica de maneira diferenciada e inovadora, com eficiência e rentabilidade; e
- Intensificar o processo de diversificação por meio da unidade de negócio medicina preventiva e terapêutica.

#### 4.5.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras das tabelas 35 a 39 representam os dados da Fleury S.A. para o cálculo dos indicadores propostos no trabalho.



Tabela 35 - Balanço patrimonial Fleury S.A. (e consolidado) – Ativo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Fleury S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
<b>Ativo circulante</b>									
Disponibilidades	526.735	12.282	24.189	23.678	24.959	527.828	18.401	29.287	27.432
Contas a receber	135.142	64.611	46.343	41.873	34.568	152.596	107.254	75.284	65.205
Estoques	9.116	6.976	5.228	4.902	6.541	12.450	11.850	8.895	7.230
Impostos a recuperar	15.693	6.479	3.894	3.225	3.886	16.307	12.346	11.882	10.775
Despesas do exercício seguinte	1.617	510	364	422	667	1.837	342	463	687
Imposto de renda e contribuição social diferidos	11.217	4.457	2.359	2.359	-	11.217	4.248	2.359	2.359
Instrumentos financeiros derivativos	-	850	-	-	-	-	1.530	-	-
Outros	8.035	3.282	1.131	1.246	1.171	8.650	6.918	4.965	1.234
	<b>707.555</b>	<b>99.447</b>	<b>83.508</b>	<b>77.705</b>	<b>71.792</b>	<b>730.885</b>	<b>162.889</b>	<b>133.135</b>	<b>114.922</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>									
Partes relacionadas	6.131	41.378	3.067	14.369	16.799	-	-	20.686	12.199
Contas a receber	63	-	-	-	-	63	50	634	528
Impostos a recuperar	15.109	366	-	-	-	15.109	15.461	5.006	3.208
Depósitos judiciais	3.657	9.924	5.730	7.844	6.448	3.657	10.928	10.298	8.545
Outros	1.893	16	-	-	-	1.893	3.488	107	653
Títulos e valores mobiliários	-	-	-	-	-	-	534	-	-
Imposto de renda e contribuição social diferidos	34.940	20.115	17.648	14.283	6.522	36.551	31.315	17.648	14.283
	<b>61.793</b>	<b>71.799</b>	<b>26.445</b>	<b>36.496</b>	<b>29.769</b>	<b>57.273</b>	<b>61.776</b>	<b>54.379</b>	<b>39.416</b>
<b>Permanente</b>									
Investimento	10.323	26.288	20.182	18.188	35.330	246	-	181	10.517
Imobilizado	148.816	117.553	91.529	81.547	74.019	158.246	152.457	119.060	99.159
Intangível	316.796	66.256	46.661	-	-	317.819	239.638	118.149	63.738
	<b>475.935</b>	<b>210.097</b>	<b>158.372</b>	<b>99.735</b>	<b>109.349</b>	<b>476.311</b>	<b>392.095</b>	<b>237.390</b>	<b>173.414</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>1.245.283</b>	<b>381.343</b>	<b>268.325</b>	<b>213.936</b>	<b>210.910</b>	<b>1.264.469</b>	<b>616.760</b>	<b>424.904</b>	<b>327.752</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 36 - Balanço patrimonial Fleury S.A. (e consolidado) – Passivo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Fleury S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
<b>Passivo circulante</b>									
Financiamentos	37.975	19.162	4.175	6.843	14.133	39.424	52.611	30.273	11.395
Instrumentos financeiros derivativos	13	-	-	-	-	13	-	-	-
Fornecedores	39.692	25.279	17.166	16.187	13.697	44.239	46.773	28.859	25.514
Salários e encargos a recolher	37.648	26.321	21.782	16.676	13.738	40.858	35.481	28.220	25.373
Provisão para imposto de renda e contribuições sociais	970	7.722	7.209	4.785	-	970	10.796	7.209	4.785
Imposto de renda e contribuição social diferidos	590	610	1.318	1.318	4.135	590	1.318	1.318	1.318
Impostos e contribuições a recolher	19.322	4.399	3.388	3.289	2.732	19.682	25.341	12.014	12.657
Contas a pagar - aquisição de empresas	35.187	8.030	-	-	-	35.187	21.112	-	-
Outras contas a pagar	702	46	-	-	-	5.672	117	-	-
Adiantamento de clientes	-	-	1.939	1.618	221	-	-	3.944	1.618
Notas promissórias a pagar	-	-	-	-	-	-	-	7.883	5.317
Juros sobre o capital próprio a pagar	-	-	743	4.902	1.110	-	-	743	4.902
Outros	-	-	2.700	120	485	-	-	6.536	5.069
	<b>172.099</b>	<b>91.569</b>	<b>60.420</b>	<b>55.738</b>	<b>50.251</b>	<b>186.635</b>	<b>193.549</b>	<b>126.999</b>	<b>97.948</b>
<b>Exigível a longo prazo</b>									
Financiamentos	92.608	66.689	44.767	10.862	30.272	92.834	124.949	80.002	40.658
Imposto de renda e contribuição social diferidos	12.651	2.106	2.462	3.307	5.682	12.651	601	2.462	3.307
Provisão para perdas com investimentos	-	-	321	-	-	-	-	-	-
Provisão para contingências	15.587	41.382	36.778	33.105	23.638	17.183	57.896	53.383	38.616
Impostos e contribuições a recolher	72.228	12.068	12.523	12.664	7.359	74.996	61.800	40.326	35.990
Notas promissórias a pagar	-	-	-	-	-	-	-	5.171	4.488
Partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	845	576
Outras contas a pagar - aquisição de empresas	32.607	16.856	14.369	-	-	32.607	25.780	14.369	-
Outros	1.164	-	-	-	1.562	1.224	346	-	259
	<b>226.845</b>	<b>139.101</b>	<b>111.220</b>	<b>59.938</b>	<b>68.513</b>	<b>231.495</b>	<b>271.372</b>	<b>196.558</b>	<b>123.894</b>
Participação de minoritários	-	-	-	-	-	-	1.166	4.662	7.650
<b>Patrimônio líquido</b>									
Capital social	750.420	94.439	70.439	40.438	22.439	750.420	94.439	70.439	40.439
Reserva de capital	1	1	1	1	1	1	1	1	1
Reserva de reavaliação	4.107	5.272	6.549	8.197	10.426	4.107	5.272	6.549	8.197
Reserva de lucros - legal	91.811	50.961	7.360	6.094	4.488	91.811	50.961	7.360	6.094
Lucros acumulados	-	-	12.336	43.530	54.792	-	-	12.336	43.529
	<b>846.339</b>	<b>150.673</b>	<b>96.685</b>	<b>98.260</b>	<b>92.146</b>	<b>846.339</b>	<b>150.673</b>	<b>96.685</b>	<b>98.260</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>1.245.283</b>	<b>381.343</b>	<b>268.325</b>	<b>213.936</b>	<b>210.910</b>	<b>1.264.469</b>	<b>616.760</b>	<b>424.904</b>	<b>327.752</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 37 - Demonstração de resultado Fleury S.A. (e consolidado)

Demonstrações de Resultados (Em R\$ Mil)	Fleury S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
Receita de prestação de serviços	651.503	512.631	425.337	382.924	354.346	820.439	719.723	581.160	520.512
Impostos e devoluções	(38.269)	(30.166)	(24.388)	(22.202)	(20.674)	(50.330)	(44.443)	(36.278)	(37.568)
Receita líquida de vendas	613.234	482.465	400.949	360.722	333.672	770.109	675.280	544.882	482.944
Custo dos serviços prestados	(327.444)	(240.273)	(213.420)	(202.027)	(196.895)	(451.685)	(392.519)	(322.954)	(279.565)
<b>Lucro bruto</b>	<b>285.790</b>	<b>242.192</b>	<b>187.529</b>	<b>158.695</b>	<b>136.777</b>	<b>318.424</b>	<b>282.761</b>	<b>221.928</b>	<b>203.379</b>
<b>Despesas (receitas) operacionais</b>									
Gerais e administrativas	(153.586)	(114.925)	(78.850)	(73.491)	(78.384)	(182.038)	(157.252)	(108.255)	(106.393)
Amortização de ágio	-	(8.820)	(819)	(200)	-	-	(27.546)	(5.488)	(4.645)
Outras despesas operacionais, líquidas	3.863	(374)	(4.773)	(3.274)	(12.979)	(2.580)	6.327	(33.950)	(18.699)
Provisão para contingências	-	-	(4.501)	(9.570)	(14.724)	-	-	(4.626)	(11.315)
Reversão de (provisão para) contingência	19.045	(600)	-	-	-	14.642	(600)	-	-
Equivalência patrimonial	(17.471)	(28.626)	(32.788)	(13.069)	14.089	-	-	-	-
Resultado financeiro	(12.225)	(17.086)	(11.096)	(24.608)	(14.582)	(21.244)	(40.695)	(17.939)	(35.559)
	<b>(160.374)</b>	<b>(170.431)</b>	<b>(132.827)</b>	<b>(124.212)</b>	<b>(106.580)</b>	<b>(191.220)</b>	<b>(219.766)</b>	<b>(170.258)</b>	<b>(176.611)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>125.416</b>	<b>71.761</b>	<b>54.702</b>	<b>34.483</b>	<b>30.197</b>	<b>127.204</b>	<b>62.995</b>	<b>51.670</b>	<b>26.768</b>
Resultado não operacional	-	-	(4.424)	(773)	906	-	-	(6.346)	(687)
<b>Lucro antes do IR e CSLL</b>	<b>125.416</b>	<b>71.761</b>	<b>50.278</b>	<b>33.710</b>	<b>31.103</b>	<b>127.204</b>	<b>62.995</b>	<b>45.324</b>	<b>26.081</b>
IR e CSLL	(41.732)	(29.799)	(30.505)	(8.367)	(10.245)	(43.519)	(22.006)	(31.704)	(10.633)
Reversão dos juros sobre o capital próprio	-	-	5.542	6.769	8.004	-	-	5.542	6.769
Participação dos minoritários	-	-	-	-	-	-	973	6.153	9.895
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>83.684</b>	<b>41.962</b>	<b>25.315</b>	<b>32.112</b>	<b>28.862</b>	<b>83.685</b>	<b>41.962</b>	<b>25.315</b>	<b>32.112</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.



Tabela 38 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Fleury S.A.

DOAR (Em R\$ Mil)	Fleury S.A. (Controladora)			Consolidado	
	2007	2006	2005	2007*	2006*
<b>Origens dos recursos</b>					
Nas operações					
Lucro líquido do exercício	25.315	32.112	28.862	25.315	32.112
Dividendos recebidos	-	10.867	16.751	-	-
Itens que não afetam o capital circulante					
Depreciação e amortização	13.759	14.597	13.026	20.198	8.982
Amortização do ágio em investimentos	819	200	-	5.488	4.645
Imposto de renda e contribuição social diferido:	(4.210)	(10.136)	(3.846)	(4.210)	(3.737)
Juros sobre valores a receber de partes relacio	(419)	(1.449)	(2.322)	(1.077)	(3.725)
Custo residual de bens do imobilizado baixado:	505	2.134	2.554	710	3.927
Participação de minoritários	-	-	-	(6.153)	(9.895)
Equivalência patrimonial	32.788	13.069	(14.089)	-	-
Provisão para perda em adiantamentos efetuac	-	-	-	10.117	13.829
Provisão para contingências	4.501	16.370	14.724	15.500	11.315
Impostos e contribuições a recolher	1.547	5.305	7.359	6.119	5.042
Outras origens					
Incorporação da sociedade controlada Fleury In	-	2.061	-	-	-
Resgate de debêntures	-	-	-	10.517	-
Partes relacionadas	11.721	5.594	-	269	518
Aumento do passivo não circulante	-	-	-	3.849	4.813
Redução do ativo não circulante	1.507	-	-	546	3.802
Outras contas a pagar - aquisição de empresas	15.033	-	-	15.033	-
Ingresso de novos empréstimos e financiame	35.320	7.000	6.118	52.620	33.180
	<b>138.186</b>	<b>97.724</b>	<b>69.137</b>	<b>154.841</b>	<b>104.808</b>
<b>Aplicação de recursos</b>					
Imobilizado e intangível	24.246	24.259	20.599	40.207	28.538
Aquisição de investimentos e ágios de subscriçã	36.720	9.054	24.723	181	10.329
Ágio na aquisição de investimentos	45.221	-	-	60.501	-
Transferência para o circulante de empréstimo e i	1.415	26.410	8.920	13.277	27.757
Transferência para o circulante do IR e CSLL difer	-	-	2.817	1.798	3.808
Reclassificação de contas a receber para o não c	-	-	-	106	-
Dividendos e juros sobre o capital próprio	26.890	25.998	21.017	26.890	25.998
Aumento em depósitos judiciais	-	1.971	2.001	2.360	1.559
Redução do exigível a longo prazo	2.573	7.891	-	2.832	2.651
Empréstimos concedidos a partes relacionadas	-	1.715	2.416	17.527	15.126
	<b>137.065</b>	<b>97.298</b>	<b>82.493</b>	<b>165.679</b>	<b>115.766</b>
<b>Aumento (redução) do CCL</b>	<b>1.121</b>	<b>426</b>	<b>(13.356)</b>	<b>(10.838)</b>	<b>(10.958)</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 39 - Demonstração de fluxo de caixa Fleury S.A. (e consolidado)

Fleury S.A. (Controladora)			Consolidado	
Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	2009	2008	2009*	2008*
<b>Das atividades operacionais</b>				
Lucro líquido do exercício	83.685	41.962	83.685	41.962
<b>Ajustes</b>				
Depreciação e amortização	24.859	16.751	30.874	22.351
Descontos na adesão de parcelamentos fiscais	(8.814)	-	(8.814)	-
Amortização de ágio na aquisição de investimento	-	8.820	-	27.546
Custo residual de ativos imobilizados baixados	1.304	604	1.721	604
Participação de minoritários	-	-	-	(973)
Resultado de equivalência patrimonial	17.471	28.626	-	-
Juros e variação monetária	19.166	12.660	23.876	15.750
Impostos diferidos	8.928	(5.630)	7.974	(17.418)
Constituição (reversão) de provisão para contingê	(19.045)	600	(14.642)	600
Provisão para créditos de liquidação duvidosa	3.828	934	9.613	5.017
<b>Descrécimo (acrécimo) em ativos</b>				
Contas a receber	(13.361)	(17.747)	(37.691)	(30.913)
Estoques	(91)	(1.748)	1.814	(2.502)
Outros ativos circulantes	(14.123)	(3.657)	(16.224)	2.973
Ativos não circulantes	(1.836)	(1.548)	1.278	(9.736)
<b>(Decrécimo) acréscimo em passivos</b>				
Fornecedores	(12.267)	7.532	(6.343)	16.413
Contas a pagar e provisões	4.451	6.021	889	9.816
Imposto de renda e contribuição social	(8.196)	513	(5.811)	2.565
Outros passivos não circulantes	(17.673)	1.560	(32.712)	(3.710)
Outros - juros pagos	(11.325)	(4.031)	(15.456)	(7.947)
<b>Disponibilidades líquidas - operacionais</b>	<b>56.961</b>	<b>92.222</b>	<b>24.031</b>	<b>72.398</b>
<b>Das atividades de investimento</b>				
Adições ao ativo imobilizado	(20.395)	(43.338)	(27.123)	(59.271)
Adições ao ativo intangível	(7.237)	(9.214)	(9.335)	(21.287)
Adições em investimentos e ágio na aquisição de	(130.484)	(47.445)	(41.473)	(34.364)
Caixa líquido de empresas adquiridas	-	-	(1.772)	-
Caixa líquido incorporado	62.853	588	-	-
	<b>(95.263)</b>	<b>(99.409)</b>	<b>(79.703)</b>	<b>(114.922)</b>
<b>Das atividades de financiamento</b>				
Aumento de capital	678.199	24.000	678.199	24.000
Gastos com emissão de ações	(22.218)	-	(22.218)	-
Empréstimos e financiamentos (inst. financeira)	5.501	36.312	5.501	54.697
Empréstimos pagos	(27.049)	(14.006)	(52.383)	(34.016)
Juros sobre o capital próprio e dividendos	(44.000)	(12.717)	(44.000)	(12.717)
Partes relacionadas	(37.678)	(38.309)	-	(512)
	<b>552.755</b>	<b>(4.720)</b>	<b>565.099</b>	<b>31.452</b>
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>514.453</b>	<b>(11.907)</b>	<b>509.427</b>	<b>(11.072)</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.5.3 Análise do desempenho



Gráfico 25 - Evolução da receita Fleury S.A.

Fonte: Elaborado pela autora.

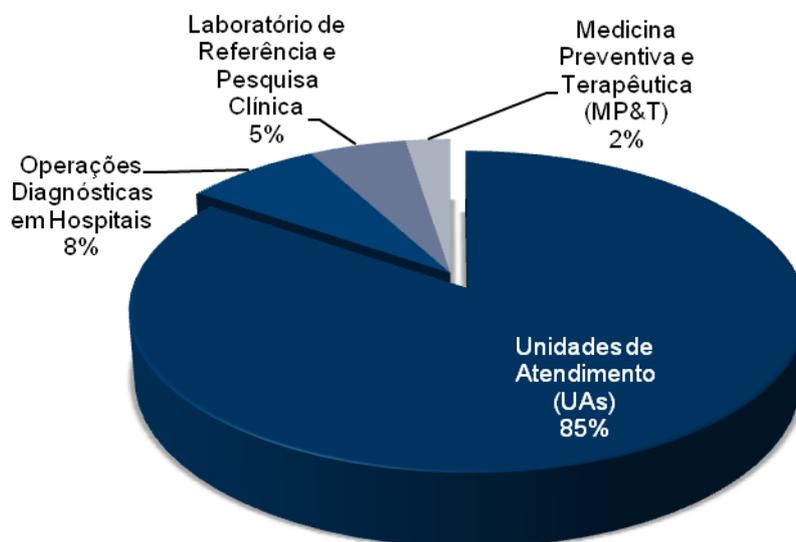


Gráfico 26 - Detalhamento da receita Fleury S.A. - 2009

Fonte: Elaborado pela autora.

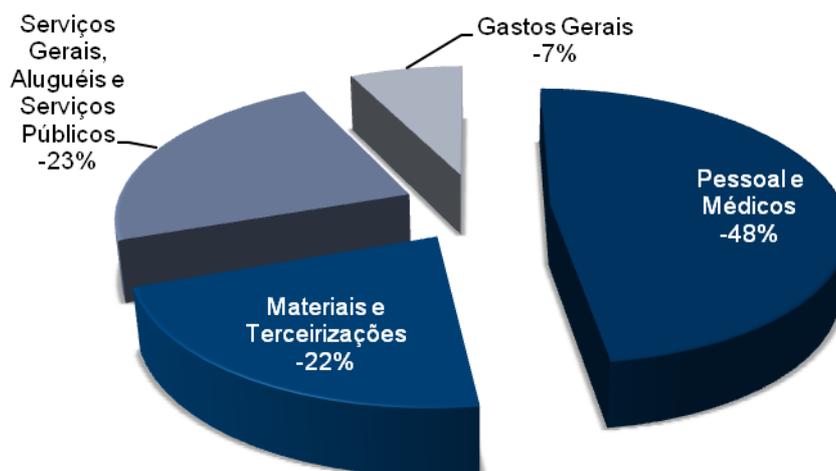
A receita bruta da controladora cresceu 53% nos últimos dois anos analisados, enquanto que de 2005 para 2007 cresceu 20%.

Em 2009 as Unidades de Atendimento representaram 85% do faturamento.



**Gráfico 27 - Evolução do custo Fleury S.A. (e consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.



**Gráfico 28 - Detalhamento do custo Fleury S.A. - 2009**

Fonte: Elaborado pela autora.



Gráfico 29 - Evolução da despesa Fleury S.A. (e consolidado)

Fonte: Elaborado pela autora.

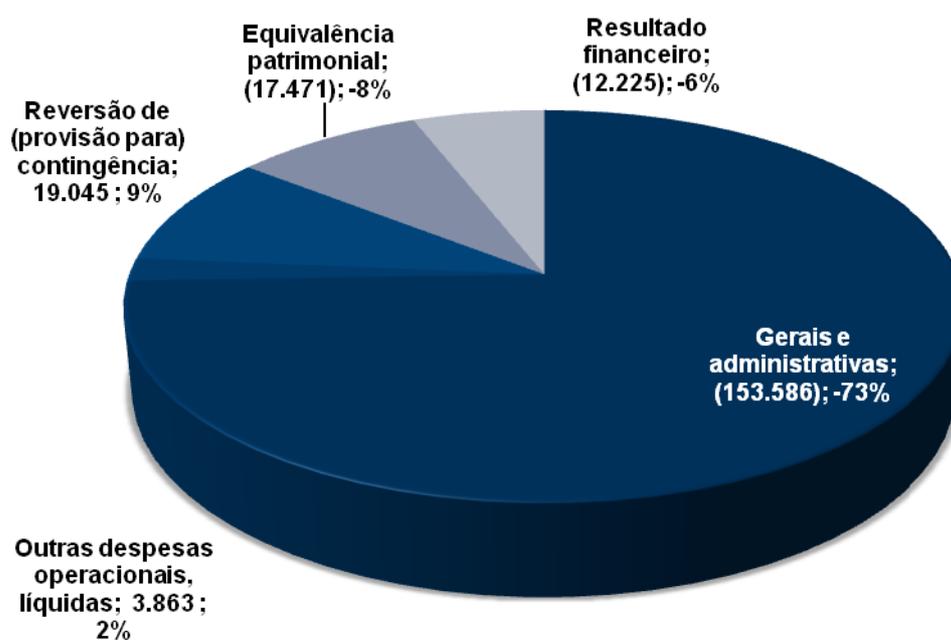


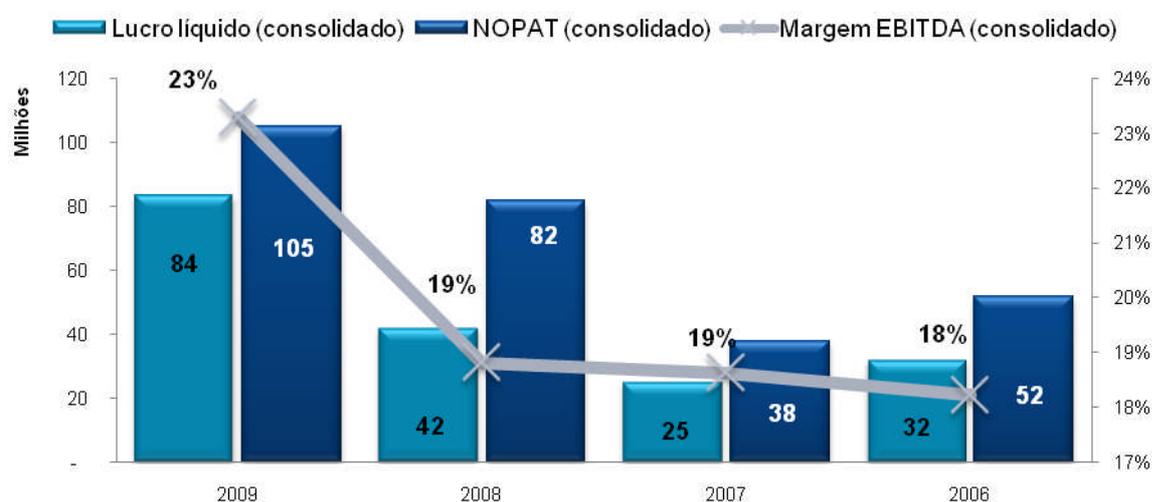
Gráfico 30 - Detalhamento da despesa Fleury S.A. - 2009

Fonte: Elaborado pela autora.

Os custos seguem uma linha constante ao longo do período quando relacionado com a receita líquida. Os custos com pessoal e médicos são os mais representativos.

As despesas aumentaram 50% de 2005 a 2009, porém estão em uma proporção menor em relação à receita líquida. Despesas gerais e administrativas são as mais relevantes dentro dos desembolsos.

A margem EBITDA cresceu devido à constância da margem bruta e diluição das despesas.



**Gráfico 31 - Evolução do resultado Fleury S.A. (consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.

O Fleury realizou a abertura de seu capital com a listagem de suas ações no Novo Mercado da BM&FBOVESPA em 17 de dezembro de 2009. Por este motivo, a autora ficou impossibilitada de calcular e comparar o indicador valor de mercado/valor patrimonial de anos anteriores.

**Tabela 40 - Base para valor de mercado Fleury S.A.**

	<b>2009</b>
Lucro líquido por lote de mil ações (Em R\$)	0,66
Quantidade de ações no final do período (Em Mil)	126.161
Valor das ações no final do período (Em R\$)	18,39

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no site no Diário Oficial - Seção Empresarial e na Bloomberg.

**Tabela 41 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Fleury S.A.**

<b>Fleury S.A. (Controladora)</b>	
<b>Valor de mercado/Valor patrimonial</b>	<b>2009</b>
Valor de mercado	18,39
Valor patrimonial	6,71
	<b>2,74</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 42 - Indicador lucro econômico Fleury S.A. (e consolidado)

	Fleury S.A. (Controladora)					Consolidado			
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*
* - CMPC									
Custo de capital de terceiros									
Despesa financeira	23.017	31.122	16.196	29.285	14.805	35.214	60.895	31.358	43.273
Dívida	130.583	85.851	48.942	17.705	44.405	132.258	177.560	110.275	52.053
	<b>17,6%</b>	<b>36,3%</b>	<b>33,1%</b>	<b>165,4%</b>	<b>33,3%</b>	<b>26,6%</b>	<b>34,3%</b>	<b>28,4%</b>	<b>83,1%</b>
CAPM									
Rf	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%
βi	2,61	2,86	1,07	3,25	3,05	2,61	3,23	1,22	3,80
Rm	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%	16,00%	4,42%	5,00%	9,00%	10,00%
λ	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%
	<b>7,0%</b>	<b>8,0%</b>	<b>12,0%</b>	<b>25,2%</b>	<b>44,1%</b>	<b>7,0%</b>	<b>8,2%</b>	<b>12,6%</b>	<b>27,9%</b>
% Capital									
% Capital de terceiros	13,4%	36,3%	33,6%	15,3%	32,5%	13,5%	54,1%	53,3%	34,6%
% Capital próprio	86,6%	63,7%	66,4%	84,7%	67,5%	86,5%	45,9%	46,7%	65,4%
Capital de giro líquido									
Ativo circulante operacional	670.993	83.869	75.760	70.453	66.068	692.874	137.505	113.466	99.867
Passivo circulante operacional	39.692	25.279	17.166	16.187	13.697	44.239	46.773	28.859	25.514
	<b>631.301</b>	<b>58.590</b>	<b>58.594</b>	<b>54.266</b>	<b>52.371</b>	<b>648.635</b>	<b>90.732</b>	<b>84.607</b>	<b>74.353</b>
Ativos operacionais de longo prazo	475.935	210.097	158.372	99.735	109.349	476.311	392.095	237.390	173.414
Indicadores analisados									
Lucro econômico									
NOPAT	95.909	59.048	35.293	50.724	34.534	104.929	81.684	37.905	51.694
CMPC*	8,5%	18,3%	19,1%	46,6%	40,6%	9,7%	22,3%	21,1%	47,1%
CI	1.107.236	268.687	216.966	154.001	161.720	1.124.946	482.827	321.997	247.767
	<b>2.292</b>	<b>9.948</b>	<b>(6.114)</b>	<b>(21.058)</b>	<b>(31.142)</b>	<b>(4.044)</b>	<b>(25.973)</b>	<b>(29.912)</b>	<b>(64.892)</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

No ano de 2009 os investidores tinham uma expectativa de 2,74 vezes mais que o valor patrimonial.

O Fleury gerou valor, segundo o indicador lucro econômico, nos anos de 2008 e 2009 para a controladora. Porém os valores consolidados não chegaram ao mesmo resultado, apresentando lucro econômico menor que zero em todos os anos. Este último resultado se deve ao custo de capital de terceiros que foi mais elevado.

O endividamento reduziu no último ano, apesar do valor absoluto das dívidas ter aumentado. O aumento de 611% no ativo circulante foi o principal responsável pelo aumento.

Tabela 43 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Fleury S.A. (e consolidado)

EBITDA/despesas operacionais	Fleury S.A. (Controladora)				
	2009	2008	2007	2006	2005
EBITDA	179.971	134.224	117.887	93.526	51.720
Despesas operacionais	487.818	410.704	346.247	326.239	303.475
	<b>36,9%</b>	<b>32,7%</b>	<b>34,0%</b>	<b>28,7%</b>	<b>17,0%</b>
Consolidado					
	<b>2009*</b>	<b>2008*</b>	<b>2007*</b>	<b>2006*</b>	
	179.322	127.014	101.502	87.973	
	642.905	612.285	493.212	456.176	
	<b>27,9%</b>	<b>20,7%</b>	<b>20,6%</b>	<b>19,3%</b>	

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 44 - Indicador Endividamento Fleury S.A. (e consolidado)

<b>Fleury S.A. (Controladora)</b>					
<b>Endividamento</b>	<b>2009</b>	<b>2008</b>	<b>2007</b>	<b>2006</b>	<b>2005</b>
Total das dívidas	130.583	85.851	48.942	17.705	44.405
Total de ativos	1.245.283	381.343	268.325	213.936	210.910
	<b>10,5%</b>	<b>22,5%</b>	<b>18,2%</b>	<b>8,3%</b>	<b>21,1%</b>

<b>Consolidado</b>			
<b>2009*</b>	<b>2008*</b>	<b>2007*</b>	<b>2006*</b>
132.258	177.560	110.275	52.053
1.264.469	616.760	424.904	327.752
<b>10,5%</b>	<b>28,8%</b>	<b>26,0%</b>	<b>15,9%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

## 4.6 Estudo de caso: Vulcabras S/A

### 4.6.1 Caracterização da empresa

<b>Razão Social</b>	Vulcabras S/A
<b>CNPJ</b>	50.926.955/0001.42
<b>Sede</b>	Av. Antonio Frederico Ozanan, 1440 - Jundiaí - SP
<b>Atividade principal</b>	Comércio e importação em geral notadamente de calçados, roupas.
<b>Site</b>	<a href="http://www.vulcabras.com.br">http://www.vulcabras.com.br</a>
<b>Constituição</b>	05/06/1952
<b>Data de abertura de capital</b>	mar-70
<b>Auditor</b>	KPMG AUDITORES INDEPENDENTES

#### Quadro 13 - Dados Vulcabras S/A

Fonte: Elaborado pela autora. Dados retirados do site da empresa: <<http://www.vulcabras.com.br>>

A Vulcabras engloba as seguintes marcas:

- Azaléia: há mais de 50 anos no mercado vendendo calçados femininos. Parte das vendas da linha Grazi Azaleia é destinada ao projeto social Nós do Morro, sediado no Morro do Vidigal, no Rio de Janeiro. Fundado em 1986 por Guti Fraga, o projeto atua na formação de futuros talentos da arte, música e do cinema, e já formou centenas de crianças e jovens artistas.
- Dijean: Criada em 2000, a Dijean é uma marca de calçados voltada para o público adolescente feminino.
- Olympikus: Criado em 1975 pela Azaleia é uma marca que comercializa tênis, vestuários e acessórios em linhas esportivas. Em 1999, a Olympikus inicia o patrocínio do Comitê Olímpico Brasileiro, vestindo as delegações do país nos Jogos Sul-Americanos, Pan-Americanos, Jogos Olímpicos de Inverno e Jogos Olímpicos de Verão.
- Opanka: Sob o conceito “Tá em todas”, é a marca de chinelos do grupo.
- Reebok: tênis e calçados esportivos, além de uniformes oficiais, moda casual e para prática de exercícios físicos.

- Botas Vulcabras: As botas de segurança Vulcabras|azaleia atendem às necessidades de todos os setores, tais como indústria química em geral, hospitais, laboratórios, indústrias de alimentos, construção civil, mineradoras, siderúrgicas, metalúrgicas, e para qualquer ambiente úmido, encharcado ou lamacento. Fabricadas de acordo com as normas nacionais e internacionais de padrão de qualidade, as botas são produzidas em borracha ou PVC.
- Funny: produz calçados para meninas de 7 a 12 anos.

Em 2007 a Vulcabras fez duas aquisições:

- Calçados Azaléia S.A., no Brasil: objetivo de possuir marcas próprias
- Indular Manufacturas S.A., na Argentina: objetivo de eliminar o descasamento de moedas em razão da valorização do Real.

#### 4.6.2 Demonstrações financeiras

As demonstrações financeiras das tabelas 45 a 49 representam os dados da Vulcabras S.A. para o cálculo dos indicadores propostos no trabalho.



Tabela 45 - Balanço patrimonial Vulcabras S.A. (e consolidado) - Ativo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Vulcabras S.A. (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Ativo circulante</b>										
Disponibilidades	22	13	19	1	1	28.462	27.144	40.835	4.326	14.124
Aplicações financeiras	728	-	-	-	-	68.627	59.434	61.764	57.118	3.201
Títulos e valores mobiliários	-	-	-	-	-	-	-	58.356	-	-
Contas a receber de clientes	-	-	14	59	101	555.007	496.000	474.841	166.960	105.631
Estoques	7	7	7	6	2	157.553	201.802	162.151	56.603	49.119
Impostos a recuperar	37	12	-	14	-	30.821	31.418	16.443	7.669	8.026
Contas a receber de partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	-	628
Imposto de renda diferido	-	-	-	-	-	12.952	6.950	6.437	2.097	-
Dividendos a receber	1	32.300	17.624	26.138	6.385	-	-	-	-	-
Despesas antecipadas	331	15	-	-	-	88.043	17.193	27.709	3.350	2.420
Outras contas a receber	13	480	302	421	781	19.940	35.665	24.740	4.137	3.844
	<b>1.139</b>	<b>32.827</b>	<b>17.966</b>	<b>26.639</b>	<b>7.270</b>	<b>961.405</b>	<b>875.606</b>	<b>873.276</b>	<b>302.260</b>	<b>186.993</b>
<b>Realizável a longo prazo</b>										
Aplicações financeiras	2	1	2	6	12	2.140	1.987	2.760	2.507	744
Títulos e valores mobiliários	-	-	-	-	-	-	-	1.247	1.182	-
Impostos a recuperar	2.084	2.113	2.113	2.113	-	24.486	18.993	11.569	12.236	2.813
Depósitos judiciais	396	-	-	479	493	10.149	6.555	10.488	1.120	2.854
Bens não destinados a atividade	-	-	-	-	-	-	-	-	-	73
Imposto de renda diferido	-	-	-	-	-	6.318	10.116	8.632	4.892	-
Mútuo com controladas	4.755	-	-	-	-	-	-	-	-	-
Adiantamento para futuro aumento de capita	118.447	118.447	-	-	-	-	-	-	-	-
Despesas antecipadas	-	-	-	-	-	1.942	2.411	4.583	3.618	4.187
Partes relacionadas	476	-	-	-	-	9.680	-	-	-	-
Outras contas a receber	-	620	674	-	369	4.326	2.029	2.493	1.486	1.272
	<b>126.160</b>	<b>121.181</b>	<b>2.789</b>	<b>2.598</b>	<b>874</b>	<b>59.041</b>	<b>42.091</b>	<b>41.772</b>	<b>27.041</b>	<b>11.943</b>
<b>Permanente</b>										
Investimentos	533.287	404.398	223.061	181.857	128.960	20.180	19.566	21.767	11	11
Imobilizado	5.710	5.630	4.720	4.954	5.235	281.944	277.682	222.848	108.884	110.160
Intangível	94	94	94	94	94	276.573	226.866	226.665	289	301
Diferido	-	-	-	-	-	607	1.114	2.130	-	-
	<b>539.091</b>	<b>410.122</b>	<b>227.875</b>	<b>186.905</b>	<b>134.289</b>	<b>579.304</b>	<b>525.228</b>	<b>473.410</b>	<b>109.184</b>	<b>110.472</b>
<b>Total do ativo</b>	<b>666.390</b>	<b>564.130</b>	<b>248.630</b>	<b>216.142</b>	<b>142.433</b>	<b>1.599.750</b>	<b>1.442.925</b>	<b>1.388.458</b>	<b>438.485</b>	<b>309.408</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 46 - Balanço patrimonial Vulcabras S.A. (e consolidado) - Passivo

Balanço Patrimonial (Em R\$ Mil)	Vulcabras S.A. (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Passivo circulante</b>										
Fornecedores de bens e serviços	75	22	47	80	417	159.529	118.013	98.694	26.113	14.675
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	-	-	187.328	100.043	422.359	68.493	65.283
Financiamentos incentivados	-	-	-	-	-	637	529	875	805	589
Debêntures	92.746	4.853	-	-	-	92.746	4.853	-	-	-
Contas a pagar a partes relacionadas	-	-	-	-	-	-	-	-	10.781	12.827
Dividendos propostos	74.390	-	9.495	6.375	-	75.136	663	10.308	6.375	-
Obrigações trabalhistas e previdenciárias	1.898	-	39	34	8	58.595	42.009	36.056	9.109	7.692
Valores a pagar - aquisição de empresa	-	-	-	-	-	-	6.181	283.210	-	-
Obrigações tributárias	54	39	57	31	13	22.792	11.345	15.574	4.784	5.095
REFIS	385	727	727	506	-	385	727	727	506	-
Provisão para contingências	1.221	3.486	4.965	6.105	7.193	1.718	3.750	7.108	6.166	7.215
Impostos diferidos sobre reavaliação do imobiliza	-	-	-	-	-	816	816	839	866	799
Imposto de renda e contribuição social	-	-	-	-	-	507	1.007	1.768	-	-
Outras contas a pagar	3.566	35	37	36	101	28.139	27.620	43.310	9.384	7.970
	<b>174.335</b>	<b>9.162</b>	<b>15.367</b>	<b>13.167</b>	<b>7.732</b>	<b>628.328</b>	<b>317.556</b>	<b>920.828</b>	<b>143.382</b>	<b>122.145</b>
<b>Exigível a longo prazo</b>										
Empréstimos e financiamentos	-	-	-	-	-	440.346	477.729	109.362	83.065	43.989
Financiamentos incentivados	-	-	-	-	-	4.585	3.787	3.107	4.845	3.347
Debêntures	-	119.725	-	-	-	-	119.725	-	-	-
Partes relacionadas	5.655	-	-	-	-	5.655	-	-	-	-
Mútuo com controladas	10.032	-	-	5.371	5.421	-	-	-	-	-
REFIS	2.835	4.795	5.075	5.560	6.426	2.835	4.795	5.075	5.560	6.426
Provisão para contingências	6.753	120	120	120	2.600	19.499	89.748	86.566	122	3.156
Impostos diferidos sobre reavaliação do imobiliza	-	-	-	-	-	9.219	9.739	10.555	11.391	12.164
Adiantamento para futuro aumento de capital	-	5.655	5.655	-	-	-	5.655	5.655	-	-
Provisão para indenizações	-	-	-	-	-	13.716	15.017	-	-	-
Provisão passivo a descoberto de controlada	6.356	5.000	-	-	-	-	-	-	-	-
Outras contas a pagar	1	2	3	-	-	37.813	9.465	27.408	1.984	2.107
	<b>31.632</b>	<b>135.297</b>	<b>10.853</b>	<b>11.051</b>	<b>14.447</b>	<b>533.668</b>	<b>735.660</b>	<b>247.728</b>	<b>106.967</b>	<b>71.189</b>
Participação de minoritários	-	-	-	-	-	120	18	1.549	10	6
<b>Patrimônio líquido</b>										
Capital social	200.000	200.000	146.999	146.999	146.999	200.000	200.000	146.999	146.999	146.999
Reserva de reavaliação	19.571	21.155	22.784	24.458	25.833	19.571	21.155	22.784	24.458	25.833
Ajustes de avaliação patrimonial	850	(547)	-	-	-	850	(547)	-	-	-
Reserva de lucros	240.002	199.063	3.341	1.342	-	217.213	169.083	3.341	1.342	-
Lucros acumulados	-	-	49.286	19.125	(52.578)	-	-	45.229	15.327	(56.764)
	<b>460.423</b>	<b>419.671</b>	<b>222.410</b>	<b>191.924</b>	<b>120.254</b>	<b>437.634</b>	<b>389.691</b>	<b>218.353</b>	<b>188.126</b>	<b>116.068</b>
<b>Total do passivo</b>	<b>666.390</b>	<b>564.130</b>	<b>248.630</b>	<b>216.142</b>	<b>142.433</b>	<b>1.599.750</b>	<b>1.442.925</b>	<b>1.388.458</b>	<b>438.485</b>	<b>309.408</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 47 - Demonstração de resultado Vulcabras S.A. (e consolidado)

Demonstrações de Resultados (Em R\$ Mil)	Vulcabras S.A. (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
<b>Receita operacional bruta</b>										
Mercado interno	-	-	201	287	435	1.655.806	1.645.256	1.093.661	437.636	327.379
Mercado externo	-	-	-	-	-	273.429	353.628	214.032	123.448	109.316
Serviços prestados	-	-	-	-	-	2.296	2.083	2.283	2.208	-
	-	-	<b>201</b>	<b>287</b>	<b>435</b>	<b>1.931.531</b>	<b>2.000.967</b>	<b>1.309.976</b>	<b>563.292</b>	<b>436.695</b>
<b>Impostos e devoluções</b>	-	-	<b>(55)</b>	<b>(78)</b>	<b>(113)</b>	<b>(334.430)</b>	<b>(372.380)</b>	<b>(315.743)</b>	<b>(118.647)</b>	<b>(91.124)</b>
<b>Receita líquida de vendas</b>	-	-	<b>146</b>	<b>209</b>	<b>322</b>	<b>1.597.101</b>	<b>1.628.587</b>	<b>994.233</b>	<b>444.645</b>	<b>345.571</b>
<b>Custo dos produtos vendidos</b>	-	-	<b>(173)</b>	<b>(252)</b>	<b>(392)</b>	<b>(1.096.932)</b>	<b>(993.581)</b>	<b>(543.445)</b>	<b>(235.532)</b>	<b>(191.007)</b>
<b>Lucro bruto</b>	-	-	<b>(27)</b>	<b>(43)</b>	<b>(70)</b>	<b>500.169</b>	<b>635.006</b>	<b>450.788</b>	<b>209.113</b>	<b>154.564</b>
<b>Despesas (receitas) operacionais</b>										
Despesas com vendas	(2.242)	(918)	(908)	(349)	(261)	(253.691)	(279.692)	(245.891)	(115.246)	(76.025)
Despesas gerais e administrativas	(12.728)	(4.470)	(5.167)	(5.163)	(5.448)	(135.606)	(131.783)	(74.397)	(33.951)	(22.932)
Honorários dos administradores	-	-	-	-	-	(4.568)	(5.075)	(1.726)	(436)	(409)
Depreciação e amortização	-	-	-	(397)	(296)	-	-	-	(1.020)	(1.019)
Despesas financeiras	(10.709)	(12.387)	(503)	(1.106)	(801)	(177.119)	(166.274)	(90.339)	(44.461)	(40.942)
Receitas financeiras	399	145	117	209	228	73.750	135.373	38.333	7.906	6.047
Amorização de ágio	-	-	41.204	-	-	-	(17.340)	1.738	-	-
Resultado da equivalência patrimonial	126.162	209.842	-	77.964	52.858	1.920	4.879	(15.890)	-	-
Outras receitas operacionais, líquidas	12.863	5.596	5.265	6.507	1.429	127.276	4.396	13.694	12.318	1.324
	<b>113.745</b>	<b>197.808</b>	<b>40.008</b>	<b>77.665</b>	<b>47.709</b>	<b>(368.038)</b>	<b>(455.516)</b>	<b>(374.478)</b>	<b>(174.890)</b>	<b>(133.956)</b>
<b>Lucro operacional</b>	<b>113.745</b>	<b>197.808</b>	<b>39.981</b>	<b>77.622</b>	<b>47.639</b>	<b>132.131</b>	<b>179.490</b>	<b>76.310</b>	<b>34.223</b>	<b>20.608</b>
Resultado não operacional	-	-	-	29	(235)	-	-	(4.969)	(89)	(198)
<b>Lucro antes do IR e CSLL</b>	<b>113.745</b>	<b>197.808</b>	<b>39.981</b>	<b>77.651</b>	<b>47.404</b>	<b>132.131</b>	<b>179.490</b>	<b>71.341</b>	<b>34.134</b>	<b>20.410</b>
IR e CSLL	-	-	-	-	-	4.924	(6.290)	(47.107)	(3.424)	(6.541)
Participação dos empregados e administradores	-	-	-	-	-	-	-	(754)	-	-
Participação dos minoritários	-	-	-	-	-	(178)	(10)	(35.693)	-	-
<b>Lucro líquido do exercício</b>	<b>113.745</b>	<b>197.808</b>	<b>39.981</b>	<b>77.651</b>	<b>47.404</b>	<b>136.877</b>	<b>173.190</b>	<b>(12.213)</b>	<b>30.710</b>	<b>13.869</b>

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 48 - Demonstração de origem e aplicação de recurso Vulcabras S.A. (e consolidado)

DOAR (Em R\$ Mil)	Vulcabras S.A. (Controladora)			Consolidado		
	2007	2006	2005	2007*	2006*	2005*
<b>Origens dos recursos</b>						
Nas operações						
Lucro líquido do exercício	39.981	77.651	47.404	(12.213)	30.710	13.869
Itens que não afetam o capital circulante						
Depreciação e amortização	327	397	296	27.358	16.152	12.355
Resultado de equivalência patrimonial	(41.204)	(77.964)	(52.858)	(1.738)	-	-
Amortização do ágio	-	-	-	15.890	-	-
Ganho na variação do percentual de participação	-	(477)	-	-	-	-
Encargos financeiros do exigível a LP	222	1.054	696	575	2.895	4.378
Créditos de Finsocial	-	(2.084)	-	-	(2.084)	-
Créditos de contribuição social	-	-	-	-	(6.624)	-
Constituição de imposto de renda diferido	-	-	-	2.543	(6.989)	-
Equivalência sobre valores registrados diretamente no PL das controladas	-	-	-	2.334	(542)	(1.063)
Valor residual das baixas do imobilizado	-	-	403	2.354	(474)	735
Outras origens						
Incentivos fiscais de ICMS	-	-	-	45.266	40.133	32.088
Incentivos fiscais de IR	-	-	-	4.337	7.738	4.026
Aumento de capital	-	-	7.530	-	-	7.530
Dividendos a receber	-	26.138	6.385	-	-	-
Redução do ativo não circulante	408	4.822	1.809	34.490	17.288	19.236
Empréstimos obtidos	-	-	-	176.309	59.245	15.850
Aumento do exigível a longo prazo	17.370	12.634	7.893	145.223	14.858	48.268
Aumento na participação de minoritários	-	-	-	1.539	-	-
	<b>17.104</b>	<b>42.171</b>	<b>19.558</b>	<b>444.267</b>	<b>172.306</b>	<b>157.272</b>
<b>Aplicação de recursos</b>						
Aumento de investimentos						
No imobilizado	93	115	-	148.600	13.996	15.040
Dividendos propostos	9.495	6.375	-	9.495	6.375	-
Diminuição do exigível a longo prazo	17.568	19.511	8.039	70.506	21.751	17.871
Aumento do realizável a longo prazo	599	1.529	448	51.763	14.802	32.301
Adições do intangível	-	-	-	4.427	-	-
Adições do diferido	-	-	-	2.130	-	-
Ágio em controladas	-	-	-	232.915	-	-
Transferência do exigível a LP para passivo circulante	222	507	80	109.105	21.352	74.929
	<b>27.977</b>	<b>28.237</b>	<b>15.972</b>	<b>650.697</b>	<b>78.276</b>	<b>140.141</b>
<b>Aumento (redução) do CCL</b>	<b>(10.873)</b>	<b>13.934</b>	<b>3.586</b>	<b>(206.430)</b>	<b>94.030</b>	<b>17.131</b>

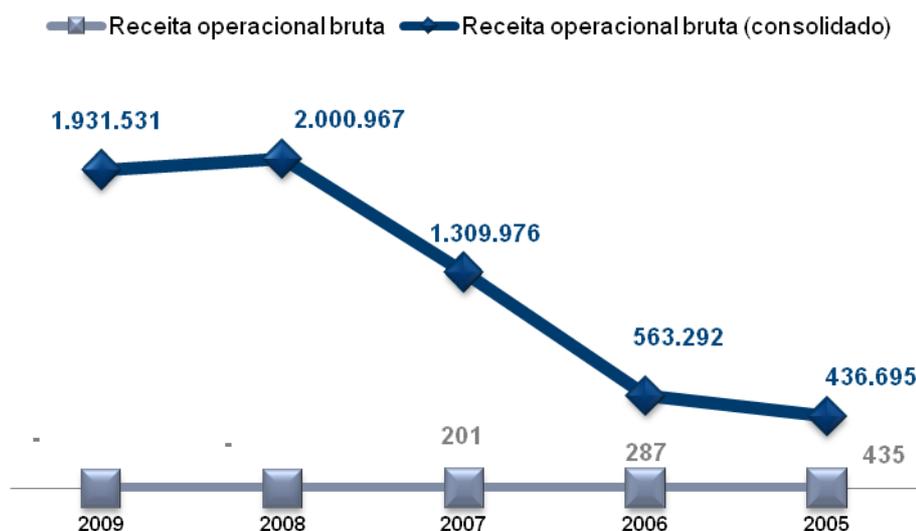
Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

Tabela 49 - Demonstração de fluxo de caixa Vulcabras S.A. (e consolidado)

Vulcabras S.A. (Controladora)		Consolidado		
Demonstração de Fluxo de Caixa (Em R\$ Mil)	2009	2008	2009*	2008*
<b>Das atividades operacionais</b>				
Lucro antes do IR e CSLL	113.745	197.808	132.131	179.490
<b>Ajustes</b>				
Depreciação e amortização				
Descontos na adesão de parcelamentos fiscais	209	240	52.473	56.780
Custo residual de ativos imobilizados baixados	(74)	-	38.094	16.559
Custo residual de ativos intangíveis baixados	-	-	1.705	140
Baixa de diferido	-	-	507	52
Baixa de deságio	-	-	(1.101)	(161)
Baixa de investimento	28	-	133	-
Dividendos de controladas	-	-	1.234	2.530
Equivalência sobre valores registrados diretamente no PL das controladas	-	-	(15.865)	(1.306)
Ajuste de avaliação patrimonial - valor de mercado	-	-	-	7.525
Ajuste de avaliação patrimonial - investimento	(252)	140	-	-
FINOR	-	-	-	(572)
Ajuste de avaliação patrimonial - PL	1.398	(547)	1.398	(547)
Participação de minoritários - Resultado	-	-	(178)	(10)
Participação de minoritários	-	-	102	(1.531)
Provisão para perdas com investimentos	-	-	-	300
Resultado de equivalência patrimonial	(128.665)	(214.434)	(1.983)	(6.889)
Impostos diferidos	-	-	11.432	2.785
Impostos sobre lucro - Pagos	-	-	(6.508)	(9.075)
<b>Descrécimo (acrécimo) em ativos e passivos</b>				
Contas a receber	-	14	(59.007)	(21.159)
Estoques	-	-	44.249	(39.651)
Despesas pagas antecipadamente	(316)	(15)	(70.381)	12.688
Impostos diferidos - ativo	-	-	(2.204)	(1.997)
Impostos a recuperar	4	(12)	(4.896)	(22.399)
Adiantamento para futuro aumento de capital	(5.655)	(118.447)	(5.655)	-
Partes relacionadas	-	-	(9.680)	-
Outras contas a receber	610	(122)	13.275	(4.506)
Dividendos a receber	32.299	(14.676)	-	-
Depósitos judiciais	(396)	-	(3.594)	-
Fornecedores	53	(25)	41.516	19.319
Imposto e contribuição social	15	(18)	17.073	13.089
Imposto e contribuição social pagos	-	-	(6.126)	(18.079)
REFIS	(2.302)	(280)	(2.302)	-
Impostos diferidos - passivo	-	-	(520)	(839)
Provisão passivo a descoberto de controlada	1.356	5.000	-	-
Salários e férias a pagar	1.898	(39)	16.586	5.953
Valores a pagar - aquisição de empresas	-	-	(6.181)	(277.029)
Partes relacionadas	5.655	-	5.655	-
Outras contas a pagar e provisões	7.897	(1.483)	(44.714)	(19.072)
Dividendos a pagar	-	(9.495)	-	(9.645)
<b>Disponibilidades líquidas - operacionais</b>	<b>27.507</b>	<b>(156.391)</b>	<b>136.668</b>	<b>(117.257)</b>
<b>Das atividades de investimento</b>				
Compras de imobilizado	(215)	(1.150)	(77.539)	(108.278)
Aquisição de investimento	-	(1.945)	(2)	(693)
Adição de intangível	-	-	(67.592)	(2.604)
Aumento de ágio	-	-	-	(16.528)
Aumento de deságio	-	-	-	20
Dividendos recebidos	-	34.122	-	-
Venda de ações/quotas	-	780	-	-
	<b>(215)</b>	<b>31.807</b>	<b>(145.133)</b>	<b>(128.083)</b>
<b>Das atividades de financiamento</b>				
Empréstimos para empresas ligadas	(4.755)	-	-	-
Pagamentos de empréstimos	10.032	-	207.955	(576.439)
Empréstimos tomados	-	-	(157.147)	622.824
Debêntures emitidas/pagas	(31.832)	124.578	(31.832)	124.578
	<b>(26.555)</b>	<b>124.578</b>	<b>18.976</b>	<b>170.963</b>
<b>Aumento (redução) das disponibilidades</b>	<b>737</b>	<b>(6)</b>	<b>10.511</b>	<b>(74.377)</b>

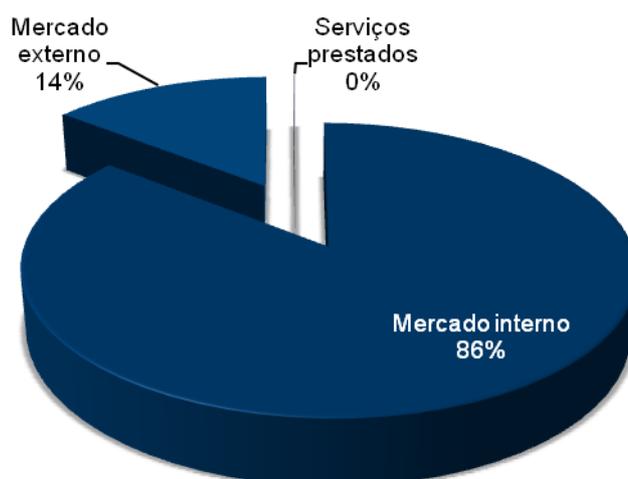
Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no Diário Oficial - Seção Empresarial.

### 4.6.3 Análise do desempenho



**Gráfico 32 - Evolução da receita Vulcabras S.A. (e consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.

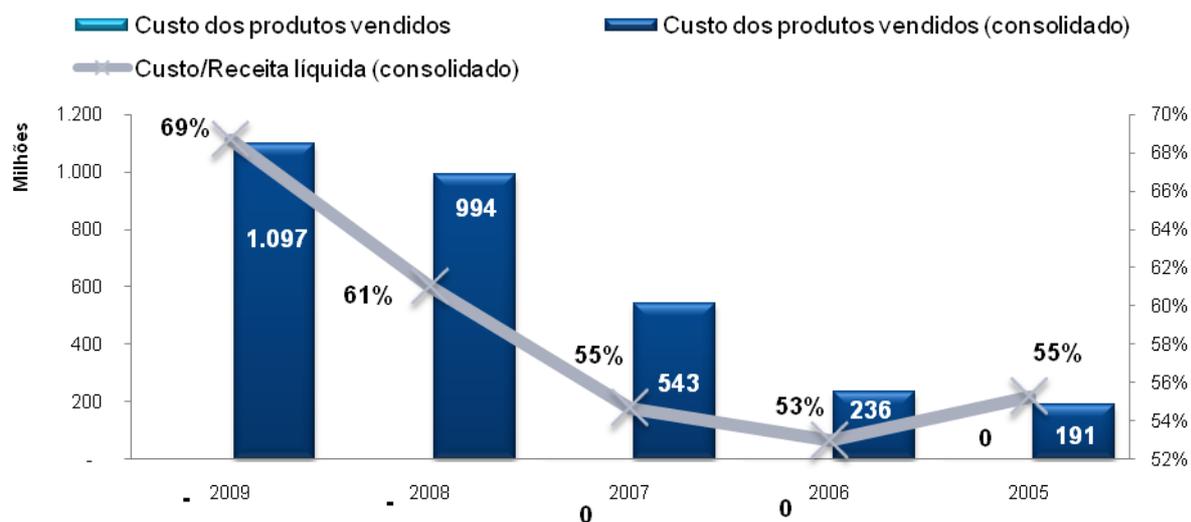


**Gráfico 33 - Detalhamento da receita Vulcabras S.A. - 2009**

Fonte: Elaborado pela autora.

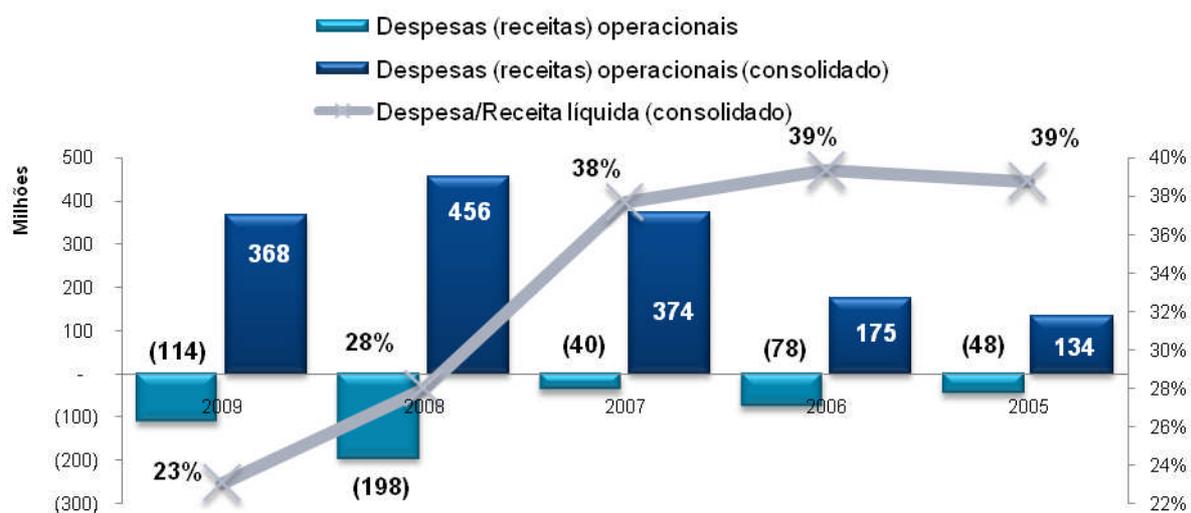
No último ano a receita bruta consolidada diminuiu 3% devido ao mercado externo. O mercado interno, que representou 86% do faturamento em 2009, não conseguiu elevar a receita total com 1% de crescimento.

Em 2008 a receita cresceu 53% o que fez com que o nível de 2009, comparado com os demais anos, não fosse tão baixo.



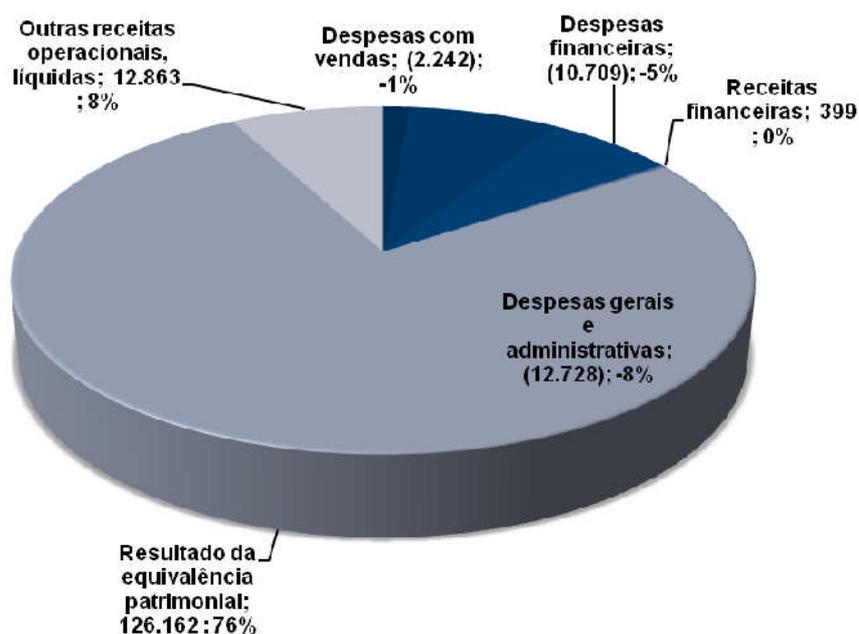
**Gráfico 34 - Evolução custo Vulcabras S.A. (e consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.



**Gráfico 35 - Evolução da despesa Vulcabras S.A. (e consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.



**Gráfico 36 - Detalhamento da despesa Vulcabras S.A. - 2009**

Fonte: Elaborado pela autora.

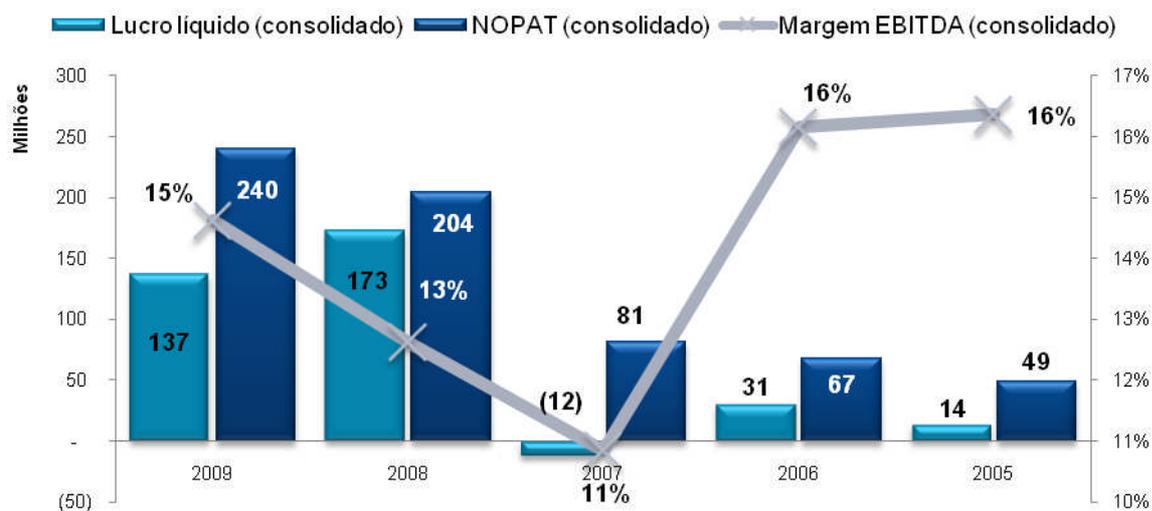
De 2007 a 2009 os custos aumentaram 102% em valores absolutos e 14 p.p. quando comparados com a receita líquida.

As despesas (receitas) operacionais da controladora têm valores positivos em razão da principal constituição ser o 'resultado de equivalência patrimonial' e 'outras receitas operacionais, líquidas'.

Quando são analisados os valores consolidados, o montante absoluto sobe 179% de 2005 para 2007 e cai 2% entre 2007 e 2009. Esse decréscimo se deve principalmente ao aumento de 9,3 vezes de 'outras receitas operacionais, líquidas'.

Quando comparadas com a receita líquida, as despesas representam um percentual menor daquele montante.

Em 2007 o lucro líquido foi negativo devido às contas 'participação dos empregados e administradores no lucro' e 'participação de minoritários'. A margem EBITDA, pelo motivo exposto anteriormente e pela margem bruta ter caído, teve seu pior desempenho em 2007. Porém em 2009 voltou a subir, ficando com 1 p.p. a menos que o nível de 2005.



**Gráfico 37 - Evolução resultado Vulcabras S.A. (consolidado)**

Fonte: Elaborado pela autora.

**Tabela 50 - Base valor de mercado Vulcabras S.A.**

	2009	2008	2007	2006	2005
Lucro líquido por lote de mil ações (Em R\$)	1,620	2,830	0,572	0,011	0,007
Quantidade de ações no final do período	70.213	69.897	69.897	7.001.894	6.772.000
Valor das ações no final do período (Em R\$)	6,78	4,62	4,98	0,53	0,25

Fonte: Elaborado pela autora. Dados coletados no site no Diário Oficial - Seção Empresarial e na Bloomberg.

**Tabela 51 - Indicador Valor de mercado/valor patrimonial Vulcabras S.A.**

Vulcabras S.A. (Controladora)					
Valor de mercado/valor patrimonial	2009	2008	2007	2006	2005
Valor de mercado	6,78	4,62	4,98	0,53	0,25
Valor patrimonial	6,56	6,00	3,18	0,03	0,02
	<b>1,03</b>	<b>0,77</b>	<b>1,56</b>	<b>19,15</b>	<b>14,25</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Tabela 52 - Indicador Lucro econômico Vulcabras S.A. (e consolidado)

	Vulcabras S.A. (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
* - CMPC										
Custo de capital de terceiros										
Despesa financeira	10.709	12.387	503	1.106	801	177.119	166.274	90.339	44.461	40.942
Dívida	92.746	124.578	-	-	-	725.642	706.666	535.703	157.208	113.208
	11,5%	9,9%	0,0%	0,0%	0,0%	24,4%	23,5%	16,9%	28,3%	36,2%
CAPM										
Rf	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%	4,42%	4,66%	4,82%	4,99%	5,16%
βi	3,78	2,95	1,07	1,94	1,85	5,25	3,95	1,82	2,83	2,76
Rm	4,4%	5,0%	9,0%	10,0%	16,0%	4,4%	5,0%	9,0%	10,0%	16,0%
λ	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%	2,62%	2,40%	2,72%	3,93%	5,94%
	7,0%	8,1%	12,0%	18,7%	31,1%	7,0%	8,4%	15,2%	23,1%	41,0%
% Capital										
% Capital de terceiros	16,8%	22,9%	0,0%	0,0%	0,0%	62,4%	64,5%	71,0%	45,5%	49,4%
% Capital próprio	83,2%	77,1%	100,0%	100,0%	100,0%	37,6%	35,5%	29,0%	54,5%	50,6%
Capital de giro líquido										
Ativo circulante operacional	29	20	40	66	104	741.022	724.946	677.827	227.889	168.874
Passivo circulante operacional	75	22	47	80	417	159.529	118.013	98.694	26.113	14.675
	(46)	(2)	(7)	(14)	(313)	581.493	606.933	579.133	201.776	154.199
Ativos operacionais de longo prazo	539.091	410.122	227.875	186.905	134.289	579.304	525.228	473.410	109.184	110.472
Indicadores analisados										
	Vulcabras S.A. (Controladora)					Consolidado				
	2009	2008	2007	2006	2005	2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
Lucro econômico										
NOPAT	124.055	210.050	40.367	78.519	48.212	240.424	204.101	81.209	67.354	48.962
CMPC*	7,8%	8,5%	12,0%	18,7%	31,1%	17,9%	18,2%	16,4%	25,5%	38,6%
CI	539.045	410.120	227.868	186.891	133.976	1.160.797	1.132.161	1.052.543	310.960	264.671
	82.033	175.218	13.035	43.656	6.491	32.939	(1.413)	(91.095)	(11.789)	(53.283)

Fonte: Elaborado pela autora.

O valor patrimonial e de mercado em 2005 e 2006 são medidos em centavos, ou seja, qualquer variação percentual se torna grande. Os múltiplos desses anos são elevados, demonstrando uma maior expectativa do mercado em relação ao futuro da empresa.

Em 2007 os valores absolutos crescem, porém o múltiplo diminui, evidenciando uma queda nas expectativas dos investidores que é comprovada no ano seguinte quando o valor de livro é maior que o valor de mercado. Em 2009 este indicador tem uma leve melhora, porém a empresa continua depreciada na visão do mercado.

A Vulcabras controladora apresentou lucro econômico positivo em todos os anos analisados. Nos anos de 2005 a 2007 a empresa não apresenta dívida em suas demonstrações financeiras, porém é possível verificar despesas financeiras em sua demonstração de resultado.

Entretanto, quando analisados os valores consolidados, a empresa começa a gerar valor apenas em 2009, pois o custo médio ponderado de capital é maior e o capital investido elevado.

Tabela 53 - Indicador EBITDA/despesas operacionais Vulcabras S.A. (e consolidado)

Vulcabras S.A. (Controladora)					
EBITDA/despesas operacionais	2009	2008	2007	2006	2005
EBITDA	(2.107)	208	40.367	952	(4.350)
Despesas operacionais	(113.745)	(197.808)	(39.835)	(77.413)	(47.317)
	<b>1,9%</b>	<b>-0,1%</b>	<b>-101,3%</b>	<b>-1,2%</b>	<b>9,2%</b>

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
233.402	205.502	107.759	71.798	56.522
1.464.970	1.449.097	917.923	410.422	324.963
<b>15,9%</b>	<b>14,2%</b>	<b>11,7%</b>	<b>17,5%</b>	<b>17,4%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

Como a controladora não apresenta receitas estáveis, o EBITDA analisado é o consolidado.

O indicador consolidado tem uma queda de 5,7 p.p. de 2005 a 2007 por causa do decréscimo da margem bruta e dos fatores que levaram ao declínio do lucro líquido. Em 2009 é possível ver uma melhora, porém não alcança os níveis anteriores.

A dívida é constituída de empréstimos e financiamento e debêntures. O nível de endividamento é crescente, se caracterizando por 87% de financiamentos e empréstimos e 61% do total da dívida de longo prazo.

Tabela 54 - Indicador Endividamento Vulcabras S.A. (e consolidado)

Vulcabras S.A. (Controladora)					
Endividamento	2009	2008	2007	2006	2005
Total das dívidas	92.746	124.578	-	-	-
Total de ativos	666.390	564.130	248.630	216.142	142.433
	<b>13,9%</b>	<b>22,1%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>	<b>0,0%</b>

Consolidado				
2009*	2008*	2007*	2006*	2005*
725.642	706.666	535.703	157.208	113.208
1599750	1442925	1388458	438485	309408
<b>45,4%</b>	<b>49,0%</b>	<b>38,6%</b>	<b>35,9%</b>	<b>36,6%</b>

Fonte: Elaborado pela autora.

## **4.7 Análise comparativa dos estudos de caso**

A comparação dos cinco estudos de casos foi baseada nos indicadores calculados dos valores consolidados para cada empresa em dois períodos: 2005 a 2007 e 2007 a 2009. Os indicadores foram divididos em dois grupos: criação de valor e desempenho operacional.

### **4.7.1 Criação de valor**

O primeiro grupo de indicadores é formado pelo lucro econômico (L.E.) e pelo valor de mercado/valor patrimonial (VM/VP) e os resultados de todas as empresas analisadas se configura como na tabela 55.

Tabela 55 - Indicadores de criação de valor (valores consolidados)

CRIAÇÃO DE VALOR			
Empresa	Ano	L.E. (Em R\$ Mil)	
			VM/VP
AESA	2009	51.528	34,71
	2008	(16.924)	29,57
	2007	NQ	145,32
	2006	NQ	NA
	2005	NA	NA
KSSA	2009	8.969	0,11
	2008	(68.073)	0,03
	2007	(54.719)	0,42
	2006	(73.105)	0,01
	2005	(3.507)	NA
CBD	2009	150.073	2,49
	2008	(204.075)	1,35
	2007	(559.738)	1,55
	2006	(871.030)	1,76
	2005	(1.356.428)	2,06
FLRY	2009	(4.044)	2,74
	2008	(25.973)	NA
	2007	(29.912)	NA
	2006	(64.892)	NA
	2005	NA	NA
VBR	2009	32.939	1,03
	2008	(1.413)	0,77
	2007	(91.095)	1,56
	2006	(11.789)	19,15
	2005	(53.283)	14,25

Fonte: Elaborado pela autora.

O lucro econômico em quatro das cinco empresas analisadas teve seu valor positivo apenas no último ano (2009). Ou seja, dois anos depois da aquisição analisada a empresa começou a gerar valor para seus acionistas.

O indicador o valor de mercado/valor patrimonial caiu em média 31% no período entre 2007 e 2009. Apenas a Companhia Brasileira de Distribuição teve o seu índice 61% maior neste intervalo de tempo. Isto mostra que os investidores, mesmo com a estratégia de fusão e aquisição adotada pelas empresas para melhorar sua eficiência e criar mais valor para os acionistas, não elevaram suas expectativas no futuro das companhias, mas ao contrário estão avaliando menos a empresa em relação ao seu valor de livro.

## 4.7.2 Desempenho operacional

Este grupo é formado pelos indicadores EBITDA/despesas operacionais e endividamento. Os resultados das cinco empresas são apresentados na tabela 56.

Tabela 56 - Indicadores de desempenho operacional (valores consolidados)

DESEMPENHO OPERACIONAL			
Empresa	Ano	EBITDA/ desp oper	Endivida- mento
AESA	2009	0,21	0,01
	2008	0,07	0,01
	2007	0,24	0,03
	2006	0,18	0,04
	2005	NA	NA
KSSA	2009	0,17	0,50
	2008	0,04	0,48
	2007	0,15	0,34
	2006	0,07	0,05
	2005	0,31	0,15
CBD	2009	0,06	0,23
	2008	0,07	0,25
	2007	0,07	0,25
	2006	0,09	0,23
	2005	0,09	0,26
FLRY	2009	0,28	0,10
	2008	0,21	0,29
	2007	0,21	0,26
	2006	0,19	0,16
	2005	NA	NA
VBR	2009	0,16	0,45
	2008	0,14	0,49
	2007	0,12	0,39
	2006	0,17	0,36
	2005	0,17	0,37

Fonte: Elaborado pela autora.

Em média, considerando os dados disponíveis, o indicador EBITDA/despesas operacionais diminuiu 8 p.p. de 2005 a 2007 e aumentou 2 p.p. de 2007 a 2009. Isso se deve ao fato de que no segundo biênio (2007-2009) as receitas aumentaram 128% em média, maior que os 121% de aumento do primeiro; e a relação despesa/receita líquida diminuiu 9 p.p. entre 2007 e 2009, permanecendo estável entre 2005 e 2007. O recuo de 8 p.p. da margem bruta do ano 2007 a 2009 prejudicou o indicador (entre 2005 e 2007 o este índice diminuiu apenas 1 p.p.).

É possível verificar que todas as empresas analisadas tiveram um aumento considerável na receita, o que era de se esperar devido ao incremento advindo das empresas adquiridas.

Apenas uma das empresas não teve sua margem bruta decaindo, o Fleury S.A., que aumentou apenas 1 p.p. no segundo período. Em contrapartida, todas as empresas tiveram suas despesas mais diluídas, atingindo o parte do objetivo de eficiência operacional.

A variação do endividamento das empresas analisadas no período de 2005 a 2007 foi mais 7 p.p., enquanto que de 2007 a 2009 foi mais 1 p.p.. A dívida absoluta não diminuiu, aumentando no segundo período 35% (o ativo total aumentou 89%), porém ela está crescendo menos que no período anterior (742% em média de crescimento).

## CONCLUSÕES E RECOMENDAÇÕES

Esta pesquisa analisou o desempenho das empresas que passaram pelo processo de fusão e aquisição no ano de 2007, buscando entender qual o efeito desta estratégia nos resultados financeiros da companhia.

A coleta de dados (demonstrações financeiras e caracterização da empresa) foram fundamentais para entender em que contexto que a empresa vive e realiza suas operações, para assim interpretar e analisar de uma maneira mais profunda as informações geradas.

Com relação aos objetivos específicos, os dois primeiros: “descrever o histórico e o contexto econômico das empresas analisadas no estudo” e “calcular os indicadores econômicos e financeiros escolhidos para representar os ganhos de sinergia e a criação de valor” foram alcançados através da coleta dos dados apresentados no capítulo 4 dentro de cada estudo de caso.

O último objetivo “comparar os resultados individuais encontrados com o restante da amostra analisada” foi relatado também na seção 4.7 onde ficou explícito que, na média, as empresas apresentaram melhora no desempenho operacional. No quesito criação de valor, quatro empresas começaram a criar valor no último ano (2009), porém apenas uma teve seu indicador valor de mercado/valor patrimonial melhorado dois anos após a fusão ou aquisição.

A afirmação inicial na formulação do problema de pesquisa de que a estratégia de fusão e aquisição cria valor para os acionistas (Jensen e Ruback, 1983 apud Camargos; Barbosa, 2009), a partir da amostra analisada, pode ser confirmada, pois três dos quatro indicadores escolhidos demonstraram uma melhora em seus resultados.

Este fato vai ao encontro das pesquisas empíricas descritas no referencial teórico. Nesses trabalhos, Camargos e Barbosa (2009) e Matias e Pasin (2001) encontraram resultados parecidos, corroborando a criação de valor e melhora no desempenho das companhias.

Um evento observado que merece destaque é o fato de que as empresas analisadas possuem um número histórico relevante de fusões e aquisições. Esta estratégia não

é exclusiva do ano de 2007, mas sim uma recorrente ao longo da trajetória da empresa e em algumas até explícita em seu planejamento estratégico.

Além do crescimento orgânico, essas empresas buscam um crescimento através de aquisição de concorrentes ou produtos complementares. Esta realidade é corroborada pela divulgação da empresa Fleury S.A. em seu site com o histórico de 23 transações até o ano de 2009.

Essas empresas possuem um modelo de negócio que permite a replicação fácil e com possibilidade de maior eficiente operacional. Isto até faz parte do planejamento estratégico divulgado da Anhanguera Educacional S.A..

A evolução das despesas operacionais foi a maior evidência de eficiência operacional. Em todas as empresas estudadas houve uma diminuição dessa despesa quando comparada com a receita líquida.

Um ponto de atenção, entretanto, foi a crescente relação dos custos diretos com a receita líquida, o que representa um portfolio de produtos ou serviços adquiridos que possibilitam uma menor margem bruta. Este ponto afetou negativamente o EBITDA, um dos indicadores de desempenho operacional.

Como já foi citado, foi escolhido o método de estudo de caso por se tratar de uma avaliação de estratégia que não pode ser separada das demais decisões tomadas na empresa. Por isso, uma questão limitante do trabalho é até que ponto é possível atribuir os resultados à estratégia avaliada.

Uma fusão ou aquisição frequentemente impacta os resultados e saúde financeira de uma empresa (Key, 1995 apud Matias; Pasin, 2001). Porém o processo não se constitui apenas na troca de controle acionário, é preciso criar uma estrutura que suporte as sinergias, economias de escala e criação de valor que são possíveis de ser atingidas.

Por fim, proponho para uma nova pesquisa, um também modelo de estudos de casos múltiplos, porém com um maior acesso às empresas analisadas. Entrevistas com os administradores responsáveis pelo processo de fusão ou aquisição e integração do modelo de negócio e das atividades da empresa para entender e se aprofundar ainda mais e identificar quais práticas e procedimentos levam ao resultado esperado, a criação de valor para os acionistas.

## REFERÊNCIAS

- BRIGHAM, E. F.; EHRHARDT, M. C.; **Financial Management: Theory and Practice**. South-Western College Pub, 2004.
- CAMARGOS, M. A. de; BARBOSA, F. V. **Fusões e aquisições de empresas brasileiras: criação de valor e sinergias operacionais**. RAE, v. 49, n. 2, 2009.
- CANÇADO, Vera L.; TANURE, Betania. **Fusões e aquisições: aprendendo com a experiência brasileira**. RAE, v. 45, n. 2, 2005.
- CARNEVALLI FILHO, W. **Construindo a sinergia após a aquisição: um caso real brasileiro sobre integração de empresas**. RAE Light, v. 7, n. 2, p. 2-7, Abr./Jun. 2000.
- EHRBAR, A. **EVA: valor econômico agregado: a verdadeira chave para a criação de riqueza**. Rio de Janeiro: Qualimark, 1999.
- ELISEU, M. **Avaliação de empresas: da mensuração contábil à econômica**. Caderno de Estudos, São Paulo, FIEPECAFI, v.13, n. 24, p. 28 - 37, julho/dezembro 2000.
- GARTNER, I. R. **Estratégias de expansão das operações por fusões e aquisições: impactos no desempenho das empresas do setor químico e petroquímico brasileiro**. Anais do Simpósio de Administração da Produção, Logística e Operações internacionais – SIMPOI 2004 – FGV-EAESP.
- GARTNER, I. R.; GARCIA, F. G. **Criação de valor e estratégia de operações: um estudo do setor químico e petroquímico brasileiro**. Gestão & Produção, v. 12, n. 3, p.459-468, set.-dez. 2005.
- GEOFFROY, M. **Sistematização de projetos de fusão e aquisição de laboratórios médicos**. Trabalho de Formatura - Escola Politécnica da Universidade de São Paulo. Departamento de Engenharia de Produção. São Paulo, 2006.
- GODOY, A. S. **Pesquisa qualitativa - tipos fundamentais**. RAE. 35/3, p. 20-29, Mai./Jun, 1995.
- HELFERT, E. A. **Técnicas de análise financeira: um guia prático para medir desempenho dos negócios**. Bookman, 2000.
- IBGE. **Panorama da economia brasileira. Sistema de Contas Nacionais 2000-2005**. Disponível em: [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br).
- Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.103-107, 20 abr 2007.
- Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.123-131, 31 mar 2010.
- Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.15-20, 23 mar 2010.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.185-186, 28 mar 2008.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.19-23, 34-38, 5 mar 2008.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.197-204, 29 mar 2008.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.25-26, 32, 24 mar 2007.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.25-30, 27 mar 2008.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.3-4, 8 jun 2006.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.3-5, 10 abr 2008.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.42-50, 3 mar 2010.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.59-62, 15 mar 2007.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.63-74, 26 mar 2010.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.67-71, 114-118, 30 mar 2007.

Imprensa Oficial; **Diário Oficial Empresarial**. São Paulo: p.9-16, 22 maio 2010.

KPMG. **Pesquisa de Fusões e Aquisições 2010**. Disponível em: [www.kpmg.com.br](http://www.kpmg.com.br).

MATIAS, A. B.; BARRETTO, A. C. P. de M.; GORGATI, V. **Fusões e aquisições no Brasil atual: possibilidades de ocorrência de uma onda**. SEMEAD, 1996.

MATIAS, A. B.; PASIN, R. M. **A geração de sinergias e seus impactos na rentabilidade das empresas nos casos de fusões e aquisições**. Revista de Administração, São Paulo v.36, n.1, p.5-13, janeiro/março 2001.

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil Dezembro de 2007**. Disponível em: [www.pwc.com.br](http://www.pwc.com.br).

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Fusões e Aquisições no Brasil Dezembro de 2009**. Disponível em: [www.pwc.com.br](http://www.pwc.com.br).

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Highlights of Brazil. 2008**. Disponível em: [www.pwc.com.br](http://www.pwc.com.br).

PRICEWATERHOUSECOOPERS. **Highlights of Brazil. 2009**. Disponível em: [www.pwc.com.br](http://www.pwc.com.br).

Revista Exame <<http://exame.abril.com.br/negocios/melhores-e-maiores>>. Acesso em: 14 jan 2011.

ROESCH, S. M. A. **Projetos de estágio e de pesquisa em administração: guia para estágios, trabalhos de conclusão, dissertações e estudos de caso.** São Paulo: Atlas, 2009.

ROSS, Stephen A.; WESTERFIELD, R. W.; JAFFE, J. F. **Administração Financeira.** São Paulo: Atlas, 2008.

SAMPIERI, R. H.; COLLADO, C. F.; LUCIO, P. B. **Metodologia de pesquisa.** São Paulo: McGraw-Hill, 2006.

SIQUEIRA, A. B. **Vantagens e desvantagens da mensuração do lucro econômico: uso do economic value added - EVA.** Revista CONTABILIDADE, GESTÃO E GOVERNANÇA, v. 2, n. 2, 1999. Disponível em: <<http://cgg-amg.unb.br/index.php/contabil/article/viewArticle/119>>. Acesso em: 09 ago. 2010.

Site Agre <<http://www.grupoagre.com.br/>>. Acesso em: 10 jan 2011.

Site Anhanguera Educacional S.A. <<http://www.unianhanguera.edu.br/ri/>>. Acesso em: 09 jan 2011.

Site BM&FBovespa <<http://www.bmfbovespa.com.br>>. Acesso em: 11 jan 2011.

Site Companhia Brasileira de Distribuição <<http://www.gpari.com.br>>. Acesso em: 11 jan 2011.

Site Companhia Brasileira de Distribuição <<http://www.grupopaodeacucar.com.br/home.htm>>. Acesso em: 11 jan 2011.

Site Fleury S.A. <<http://ri.fleury.com.br>>. Acesso em: 12 jan 2011.

Site Klabin Segall S.A. <<http://www.pdgrealty.com.br>>. Acesso em: 10 jan 2011.

Site Vulcabras <<http://www.vulcabras.com.br>>. Acesso em 12 jan 2011.

YIN, R. K.; **Estudo de caso: planejamento e métodos.** Bookman, 2001.

# APÊNDICES

## Apêndice A – Risco país

Risco país	2005		2008	
	EMBI+BR	EMBI+BR Ajustado*	EMBI+BR	EMBI+BR Ajustado*
1 Anos (12/2004-12/2005)	3,99%	3,99%	1 Anos (12/2007-12/2008)	3,02%
2 Anos (12/2003-12/2005)	4,71%	4,71%	2 Anos (12/2006-12/2008)	2,42%
3 Anos (12/2002-12/2005)	5,94%	5,36%	3 Anos (12/2005-12/2008)	2,40%
4 Anos (12/2001-12/2005)	7,88%	5,74%	4 Anos (12/2004-12/2008)	2,79%
5 Anos (12/2000-12/2005)	8,08%	6,49%	5 Anos (12/2003-12/2008)	3,32%
7+ Anos (1/1998-12/2005)	8,26%	7,35%	10 Anos (12/1998-12/2008)	6,51%
Desde jan/1998	8,26%	7,35%	Desde jan/1998	6,65%
base: abril/2010 **			base: abril/2010 **	

Risco país	2006		2009	
	EMBI+BR	EMBI+BR Ajustado*	EMBI+BR	EMBI+BR Ajustado*
1 Anos (12/2005-12/2006)	2,36%	2,36%	1 Anos (12/2008-12/2009)	3,04%
2 Anos (12/2004-12/2006)	3,18%	3,18%	2 Anos (12/2007-12/2009)	3,03%
3 Anos (12/2003-12/2006)	3,93%	3,93%	3 Anos (12/2006-12/2009)	2,62%
4 Anos (12/2002-12/2006)	5,05%	4,56%	4 Anos (12/2005-12/2009)	2,56%
5 Anos (12/2001-12/2006)	6,78%	4,93%	5 Anos (12/2004-12/2009)	2,84%
8+ Anos (1/1998-12/2006)	7,60%	6,74%	10 Anos (12/1999-12/2009)	5,78%
Desde jan/1998	7,60%	6,74%	Desde jan/1998	6,35%
base: abril/2010 **			base: abril/2010 **	

Risco país	2007	
	EMBI+BR	EMBI+BR Ajustado*
1 Anos (12/2006-12/2007)	1,81%	1,81%
2 Anos (12/2005-12/2007)	2,08%	2,08%
3 Anos (12/2004-12/2007)	2,72%	2,72%
4 Anos (12/2003-12/2007)	3,39%	3,39%
5 Anos (12/2002-12/2007)	4,39%	3,98%
9+ Anos (1/1998-12/2007)	7,02%	6,20%
Desde jan/1998	7,02%	6,20%
base: abril/2010 **		

\*ajustes: sem efeito Lula (jun/2002 a mar/2003)

\*\* os valores de risco país a partir de setembro 2008 foram 'extraídos do [http://www.portalbrasil.net/2011/economia/dolar\\_riscopais\\_janeiro.htm](http://www.portalbrasil.net/2011/economia/dolar_riscopais_janeiro.htm)

## Apêndice B – Taxa livre de risco

Risco free	2005		2008		
	T-Bond 10Y	T-Bond 30 Y	T-Bond 10Y	T-Bond 30 Y	
1 Anos (12/2004-12/2005)	4,26%	4,53%	1 Anos (12/2007-12/2008)	3,58%	4,21%
2 Anos (12/2003-12/2005)	4,26%	4,77%	2 Anos (12/2006-12/2008)	4,08%	4,50%
3 Anos (12/2002-12/2005)	4,17%	4,81%	3 Anos (12/2005-12/2008)	4,31%	4,62%
4 Anos (12/2001-12/2005)	4,26%	4,92%	4 Anos (12/2004-12/2008)	4,30%	4,60%
5 Anos (12/2000-12/2005)	4,40%	5,03%	5 Anos (12/2003-12/2008)	4,29%	4,68%
10 Anos (12/1995-12/2005)	5,16%	5,57%	10 Anos (12/1998-12/2008)	4,66%	5,08%
15 Anos (12/1990-12/2005)	5,72%	6,15%	15 Anos (12/1993-12/2008)	5,21%	5,59%
20 Anos (12/1985-12/2005)	6,38%	6,73%	20 Anos (12/1988-12/2008)	5,79%	6,16%
Desde jan/1981	7,54%	7,80%	Desde jan/1981	7,20%	7,46%
base: abril/2010			base: abril/2010		
	2006		2009		
	T-Bond 10Y	T-Bond 30 Y	T-Bond 10Y	T-Bond 30 Y	
1 Anos (12/2005-12/2006)	4,78%	4,87%	1 Anos (12/2008-12/2009)	3,27%	4,09%
2 Anos (12/2004-12/2006)	4,52%	4,70%	2 Anos (12/2007-12/2009)	3,43%	4,15%
3 Anos (12/2003-12/2006)	4,43%	4,80%	3 Anos (12/2006-12/2009)	3,81%	4,37%
4 Anos (12/2002-12/2006)	4,32%	4,83%	4 Anos (12/2005-12/2009)	4,05%	4,49%
5 Anos (12/2001-12/2006)	4,36%	4,91%	5 Anos (12/2004-12/2009)	4,09%	4,50%
10 Anos (12/1996-12/2006)	4,99%	5,39%	10 Anos (12/1999-12/2009)	4,42%	4,90%
15 Anos (12/1991-12/2006)	5,52%	5,94%	15 Anos (12/1994-12/2009)	4,95%	5,37%
20 Anos (12/1986-12/2006)	6,24%	6,58%	20 Anos (12/1989-12/2009)	5,53%	5,94%
Desde jan/1981	7,44%	7,69%	Desde jan/1981	7,06%	7,35%
base: abril/2010			base: abril/2010		
	2007				
	T-Bond 10Y	T-Bond 30 Y			
1 Anos (12/2006-12/2007)	4,57%	4,79%			
2 Anos (12/2005-12/2007)	4,67%	4,83%			
3 Anos (12/2004-12/2007)	4,54%	4,73%			
4 Anos (12/2003-12/2007)	4,47%	4,80%			
5 Anos (12/2002-12/2007)	4,37%	4,82%			
10 Anos (12/1997-12/2007)	4,82%	5,21%			
15 Anos (12/1992-12/2007)	5,36%	5,75%			
20 Anos (12/1987-12/2007)	6,05%	6,39%			
Desde jan/1981	7,33%	7,58%			
base: abril/2010					

## Apêndice B – Índice S&P 500

SPX Index		
Bloomberg	PX_LAST	Variação
31/12/1990	330,22	
31/12/1991	417,09	26%
31/12/1992	435,71	4%
31/12/1993	466,45	7%
30/12/1994	459,27	-2%
29/12/1995	615,93	34%
31/12/1996	740,74	20%
31/12/1997	970,43	31%
31/12/1998	1229,23	27%
31/12/1999	1469,25	20%
29/12/2000	1320,28	-10%
31/12/2001	1148,08	-13%
31/12/2002	879,82	-23%
31/12/2003	1111,92	26%
31/12/2004	1211,92	9%
30/12/2005	1248,29	3%
29/12/2006	1418,3	14%
31/12/2007	1468,36	4%
31/12/2008	903,25	-38%
31/12/2009	1115,1	23%
31/12/2010	1257,64	13%