TÓPICO 5 – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS
FLUXO DE CAIXA DO ACIONISTA
FEA-RP / USP
Prof. Fabiano

AVALIAÇÃO DE EMPRESAS: FLUXO DE CAIXA DISPONÍVEL DOS ACIONISTAS (FCFE)

Caso 1

A Kimberley-Clark divulgou um lucro por ação de $ 3,20 no ano de X3, e pagou dividendos por ação de $ 1,70 naquele ano. A empresa divulgou depreciação de $ 315 milhões em X3, e desembolsos de capital de $ 475 milhões. Havia 160 milhões de ações em circulação, negociadas a $ 51,00 por ação. Este coeficiente de desembolsos de capital relativos a depreciação é esperado ser mantido a longo prazo. As necessidades de capital de giro são desprezíveis. A Kimberley-Clark tinha um endividamento pendente de $ 1,6 bilhão, e pretende manter o mix de financiamento atual (passivo/patrimônio líquido) para o financiamento de suas necessidades de investimento futuras. A empresa está em equilíbrio e espera-se que os lucros cresçam a 7% ao ano. As ações têm um beta de 1,05. A taxa livre de risco é de 6,25%, e o retorno da carteira de mercado está fixado em 11,75%.

a. Estimar o valor por ação, utilizando o modelo do fluxo de dividendos descontado;
RESP: Po = $ 36,20/ação

b. Estimar o valor por ação, utilizando o modelo do FCFE;
RESP: Po = $ 50,30/ação

c. Como você explica a diferença entre os dois modelos, e qual você usaria como seu *benchmark* para fins de comparação com o preço de mercado

Caso 2

A America Online oferece serviços de informações *online* a usuários de computadores nos EUA. Em fevereiro do ano de X5 a AOL assinou um acordo com uma empresa alemã para estender seus serviços à Europa.

Informações Atuais Ano X5:

- LPA: $ 0,38
- Desembolso de capital (CAPEX) por ação: $ 1,21
- Depreciação por ação: $ 0,17
- Receita de vendas por ação: $ 7,21
- Capital de giro em relação à receita: 10%

Dados para o período de crescimento elevado:

- Duração do período de crescimento elevado: 5 anos;
- Taxa anual de crescimento dos lucros esperada durante o período: 52% (calculada a partir de projeções de analistas e de crescimento do mercado);
- Desembolsos de capital, depreciação e receitas crescerão 20% ao ano durante este período;
- O investimento em capital de giro permanecerá em 10% da receita;
- Aproximadamente 10% do investimento líquido virá de endividamento;
- O beta do período de crescimento elevado é de 1,60;
- Os títulos públicos de longo prazo pagam 7,5% ao ano, e a carteira de mercado oferece um retorno de 13% ao ano

Dados para o período de transição:

- Duração do período de transição: 5 anos;
- A taxa de crescimento declinará de 52% ao ano no ano X10, para 6% no ano X15, linearmente;
- O desembolso de capital crescerá 6% ao ano durante o período, enquanto a depreciação continuará crescendo 12% anuais;
- A receita aumentará 12% ao ano durante o período; o investimento em capital de giro permanecerá em 10% da receita;
- O coeficiente de endividamento permanecerá em 10% durante o período;
- O beta declinará linearmente de 1,60 no ano X10, para 1,20 no ano X15.

Dados para o período de crescimento estável:

- O lucro crescerá 6% ao ano, *ad perpetuam*;
- Os desembolsos de capital serão compensados pela depreciação;
- A receita também crescerá 6% ao ano; o investimento em capital de giro permanecerá em 10% da receita;
- O coeficiente de endividamento permanecerá em 10% durante este período; O beta das ações será de 1,20

Pede-se determinar o valor de mercado da ação da AOL.

RESP: Po = $ 31,54/ação

Caso 3

A Toro Co. produz cortadores de grama e tratores, teve receitas de $ 635 milhões em X2, sobre os quais divulgou um prejuízo de $ 7 milhões (em grande parte como resultado da recessão). Teve despesas de juros de $ 17 milhões em X2, e seus bônus de dívida tinham classificação BBB. Uma empresa típica com classificação BBB tinha um índice de cobertura de juros – EBITDA/Despesas de Juros – de 3,10. A empresa arcava uma alíquota de impostos de 40%.

A Toro Co. gastou $ 25 milhões em desembolsos de capital em X2, e apurou uma depreciação de $ 20 milhões. O capital de giro montou em 25% das vendas. A empresa deve manter um coeficiente de endividamento (P/PL) de 25%. No longo prazo, espera-se um crescimento de receita de vendas e de lucros de 4% ao ano, uma vez que os lucros retornem ao seu nível normal.

a. Pressupondo que a classificação de seus bônus de dívida reflitam lucros normalizados, estime o lucro líquido normalizado da Toro Co. e o fluxo de caixa disponível do acionista (FCFE);
RESP: LL = $ 9,42; FCFE = $ 0,34/ação

b. Considerando a taxa de crescimento no longo prazo sobre lucros normalizados, e um custo anual de capital próprio de 13,05%, estime o valor do patrimônio líquido da Toro Co.
RESP: Po = 3,9/ação

Caso 4

A ECOLAB divulgou um LPA de $ 2,35 no ano de 2006 (ano de referência da avaliação), e esperava um crescimento em seus lucros de 15,5% ao ano entre os anos de 2007 e 2011, e de 6% ao ano após aquele período. O desembolso de capital (CAPEX) por ação foi de $ 2,35 no ano de 2006, e a depreciação foi de $ 1,125 por ação também em 2006. Espera-se que ambos os valores cresçam à mesma taxa que os lucros de 2007 a 2011. O investimento em capital de giro irá se manter em 5% das receitas de vendas, que foram de $ 1 bilhão em 2006. As receitas de vendas deverão aumentar em 6% ao ano de 2007 a 2011, e 4% ao ano após aquele período.
Atualmente a empresa tem um índice endividamento [P / (P + PL)] de 5%, mas pretende financiar investimentos futuros, inclusive investimentos em giro, utilizando um índice de endividamento [P / (P+PL)] de 20%.

Considera-se na avaliação um beta total de 1,0, e taxa de títulos públicos de 6,5% ao ano. O prêmio pelo risco de mercado é fixado em 5,5%. Existem 63 milhões de ações da ECOLAB em circulação.
Supondo que os desembolsos de capital (CAPEX) e a depreciação se compensem após o ano de 2011, **pede-se** estimar o *free cash flow to equity* (fluxo de caixa disponível do acionista) e o valor da ação da ECOLAB.
RESP: $ 55,47

Caso 5

A Ominicare Inc. apurou no ano de X3 lucro por ação de $ 0,85 e vendas por ação de $ 12,50. Seus investimentos de capital em capital fixo não são relevantes, sendo cobertos pela depreciação. Seu investimento em giro, no entanto, deve manter-se em 40% das vendas.
É esperado um crescimento de 20% ao ano nos lucros e receitas de vendas no período de X4 a X8, declinando linearmente nos três anos seguintes até atingir a 5% em X11.
A empresa apresenta um índice de endividamento de 15% [P/P+PL], pretendendo manter esta posição no futuro. O beta das ações da Ominicare é de 1,10, e admite-se que irá se manter inalterado no período de avaliação. A taxa dos títulos livres de risco é de 7%, e a carteira de mercado paga uma remuneração de 12,5%. Estimar o valor por ação, usando o modelo do FCFE.
RESP: $ 13,14

Caso 6

A CKP é uma empresa cíclica do setor de produtos de papel. Tinha um beta de 1,0 em 2008. A taxa de títulos públicos era de 4,5% à época dessa análise, e foi utilizado um prêmio pelo risco de mercado de 5,5%. A empresa divulgou um LPA de $ 0,63 em 2008, uma queda em relação aos $ 2,51 realizados em anos anteriores. Outras informações da empresa:

- Depreciação anual por ação	: $ 2,93
- capex por ação	: $ 3,63
- [P/(P+PL)]	: 45%
- Valor de negociação da ação da empresa	: $ 20/ação

Suponha ainda que é esperado que a economia se recupere paulatinamente em 2009 e com maior rapidez em 2010. Como conseqüência, as taxas de crescimento dos lucros projetadas para a empresa são:

Ano	Taxa de Crescimento Esperada	Lucro por Ação
2009	5%	$ 0,66
2010	100%	$ 1,32
2011	50%	$ 1,98
Após 2011	6%	

Espera-se que os desembolsos de capital e a depreciação cresçam a uma taxa anual de 6%. Calcular os fluxos de caixa disponíveis dos acionistas e o valor da ação.

RESP: $ 19,4/ação

Caso 7

O lucro líquido apurado pela TYT Co. foi de $ 1.171,0 em 2008, dos quais $ 29,68 refletiram o resultado financeiro de caixa, após o IR. O PL do início de 2008 da TYT era de $ 8.625,0, e sua posição de caixa no mesmo momento atingia a $ 1.730,0. Todos os valores monetários estão expressos em $ milhões.

Em 2008 ainda a TYT Co., divulgou gastos de capital de $ 1.923,0, depreciação de $ 998,0, e um declínio do investimento em giro de $ 50,0. A empresa elevou seu endividamento em $ 140,0 durante o ano. Determinar:

a. ROE não monetário
RESP: 16,55%

b. Taxa de reinvestimento em patrimônio líquido
RESP: 64,4%

Admita que a empresa seja capaz de manter o seu retorno sobre o patrimônio líquido não monetário corrente e a taxa de reinvestimento em patrimônio líquido nos próximos cinco anos. O beta da TYT é estimado em 1,1 em perpetuidade.

A distribuição das vendas da empresa no mundo e o prêmio pelo risco de mercado (Rm – Rf) pelas diversas regiões do mundo são apresentados abaixo:

Região	Percentual de vendas	Prêmio pelo risco
Japão	32,14%	4%
América norte	30,66%	4%
Europa	13,22%	4%
Ásia	11,26%	7%

América do sul e central	2,5%	10%
Oceania	3,23%	6%
Outros	7,01%	6%

A taxa livre de risco na moeda original da TYT é de 2% a.a. Determinar:

c. Custo de oportunidade do capital próprio da empresa
RESP: 7,16%

A partir do 5º ano assume-se que a taxa de crescimento esperado do lucro líquido cairá para 2% a.a., igual à taxa livre de risco, e que a empresa não mais criará valor econômico, remunerando somente o seu custo de capital [ROE = Ke = 7,16%]. Determinar:

d. Taxa de reinvestimento em PL em período estável (perpetuidade).
RESP: 27,93%

e. Valor do patrimônio líquido da empresa
RESP: $ 21.320,25