



DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

MONOGRAFIA DE FINAL DE CURSO

VALUATION – AVALIAÇÃO DE EMPRESAS

**M. DIAS BRANCO S.A. – INDÚSTRIA E
COMÉRCIO DE ALIMENTOS**

Aluno: Diogo dos Anjos Martins Dias

Matrícula: 0913139

Orientador: Maria Elena Gava

Dezembro de 2014

Sumário

Capítulo 1: Introdução

1.1 Contextualização

1.2 Motivação

1.3 Revisão da Literatura

1.3.1 Quadro Teórico

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivos Gerais

1.4.2 Objetivos Específicos

1.5 Metodologia

Capítulo 2: Avaliação de Empresas

2.1 Conceituação

2.1.1 Estrutura das Demonstrações Contábeis

2.1.2 Analisando os demonstrativos

2.1.2.1 Balanço Patrimonial

2.1.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício

2.2 Análise por quocientes

2.2.1 Análise de Liquidez e do Endividamento

2.2.2 Análise de Rentabilidade e Cobertura Financeira

2.3 Introdução à análise de empresas

2.3.1 O que é uma ação?

2.3.2 Valor de mercado de uma empresa

2.3.3 A análise fundamentalista

2.4 Avaliação de Empresa

2.4.1 Determinando o valor de uma empresa

2.4.2 Metodologias de precificação de empresas

2.4.3 Fluxo de Caixa Descontado

2.4.4 Limitações do modelo de Fluxo de Caixa Descontado

2.5 Fluxo de Caixa Líquido

2.5.1 Estimando o WACC ou Custo de Capital Médio Ponderado

2.5.2 Custo do capital de terceiros (Dívida)

2.5.3 Custo de Capital Próprio

2.5.4 Valor final

2.5.5 Valor Justo

2.5.6 Análise do Valor Justo

2.6 Análise por Múltiplos

2.6.1 Múltiplo de lucro

2.6.2 Múltiplo de valor da companhia

2.6.3 Múltiplo de Receita

2.6.4 Múltiplo patrimonial

Capítulo 3 - A companhia M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos.

3.1 Histórico e descrição

3.1.2 Principais Eventos Históricos

3.2 Estrutura Societária

3.2.1 Conselho de Administração

3.3 Processos produtivos

3.4 Produtos e segmentos de atuação

3.5 Indústrias

3.5.1 Indústria de Biscoitos

3.5.2 Indústria de Massas

3.5.3 Indústria de Trigo e Moagem

3.6 Concorrência e *Market Share*

Capítulo 4 – *Valuation*

4.1 – Análise das principais demonstrações contábeis

4.1.2 – Balanço Patrimonial Ativo

4.1.3 – Balanço Patrimonial Passivo

4.1.4 – Demonstração do Resultado do Exercício

4.2 – Análise Financeira

4.2.1 – Vendas

4.2.2 – Custo dos Produtos Vendidos

4.2.3 – Lucro Bruto

4.2.4 – Despesas

4.2.5 – Resultados Financeiros

4.2.6 – Imposto de Renda e Contribuição Social

4.2.7 – Lucro Líquido

4.2.8 Análise da necessidade de capital de giro

4.2.9 Análise do *CAPEX*

4.3 Introdução a projeção do fluxo de caixa descontado

4.3.1 Cálculo do WACC

4.3.2 Valor Justo da Companhia

4.3.2.1 Fluxo de Caixa Líquido

4.3.2.2 Fluxo de Caixa Descontado e Valor da Empresa

4.3.3 Análise dos resultados

4.3.4 Análise dos resultados por múltiplos

Capítulo 5 – Conclusão

Bibliografia

Fórmulas

Fórmula 1: Balanço Patrimonial

Fórmula 2: Quociente de Liquidez Corrente

Fórmula 3: Quociente de Liquidez Seca

Fórmula 4: Quociente de Liquidez Geral

Fórmula 5: Endividamento Geral

Fórmula 6: Endividamento Oneroso

Fórmula 7: Grau de Aplicações Financeiras

Fórmula 8: Endividamento Oneroso Líquido

Fórmula 9: Rentabilidade do Patrimônio Líquido

Fórmula 10: Rentabilidade do Ativo Total

Fórmula 11: Cobertura de Juros

Fórmula 12: Cobertura da Dívida

Fórmula 13: Regra do Valor Presente

Fórmula 14: WACC

Fórmula 15: Custo do capital de terceiros

Fórmula 16: CAPM

Fórmula 17: Perpetuidade

Fórmula 18: Valor da Companhia

Fórmula 19: P/L

Fórmula 20: EV/EBITDA

Fórmula 21: P/Receitas

Fórmula 22: EV/Receitas

Quadros

Quadro 1: Balanço Patrimonial

Quadro 2: Demonstração do resultado do exercício

Quadro 3: Fluxo de Caixa Líquido

Quadro 4: Matriz venda e margem

Quadro 5: Principais Eventos Históricos

Quadro 6: Estrutura Societária

Quadro 7: Conselho de Administração

Quadro 8: Verticalização

Quadro 9: Unidades Industriais

Quadro 10: Modelo e Cobertura

Quadro 11: Mix de Clientes

Quadro 12: Marcas e Produtos 1

Quadro 13: Marcas e Produtos 2

Quadro 14: Consumo per capita de Biscoito

Quadro 15: Participação de mercado em termos de volume vendido e faturamento

Quadro 16: Venda e consumo de massas nacionais

Quadro 17: Consumo per capita de massas em 2011

Quadro 18: Consumo de alimento de acordo com nível de renda – massas

Quadro 19: Participação de mercado em termos de volume vendido e faturamento

Quadro 20: Consumo de trigo no Brasil

Quadro 21: Market Share – Brasil

Quadro 22: Market Share de biscoitos e principais concorrentes

Quadro 23: Market Share de massas e principais concorrentes

Quadro 24: Balanço Patrimonial Ativo

Quadro 25: Balanço Patrimonial Passivo

Quadro 26: Demonstração do Resultado do Exercício

Quadro 27: Receita Projetada

Quadro 28: Custo do Produto Vendido Projetado

Quadro 29: Preço do Trigo

Quadro 30: Preço do Óleo de Soja

Quadro 31: Preço do Óleo de Palma

Quadro 32: Lucro Bruto Projetado

Quadro 33: Despesas Projetadas

Quadro 34: Resultados Financeiros Projetados

Quadro 35: Imposto de Renda e Contribuição Social Projetados

Quadro 36: Lucro Líquido Projetado

Quadro 37: Análise da necessidade de capital de giro

Quadro 38: Análise da necessidade de capital de giro

Quadro 39: Cálculo do Ke

Quadro 40: Participação de capital de terceiros e próprio

Quadro 41: WACC

Quadro 42: Fluxo de Caixa Líquido

Quadro 43: Valor Justo da Companhia

Quadro 44: Múltiplos

Capítulo 1: Introdução

1.1 Contextualização

A análise de investimentos determina o valor ou preço justo de determinado ativo, determinando sua compra ou venda fazendo a comparação com seu valor de mercado. Caso esteja subvalorizado, compra-se, caso contrário, vende-se. Segundo Damodaran¹, qualquer analista deve buscar um valor aproximado e que este não deve se abster a um único valor incontestável.

A avaliação de ativos é um dos principais temas na área financeira, pois o gestor baseia-se em suas avaliações de investimentos para a tomada de decisão. Há casos também onde executivos baseiam-se nas suas avaliações para expandirem seus negócios através de fusões e aquisições.

Este trabalho ajudará a detalhar a evolução de um mercado fundamental para o país, o mercado de massas e biscoitos, e avaliar a principal empresa que o compõe. Vale ressaltar que é a empresa de alimentos líder nacional nos mercados de massas e biscoitos.

Esta monografia apresentará resultados de uma análise financeira e será buscada a precificação, pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, da empresa M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos, listada na Bolsa de Valores de São Paulo pelo *Ticker*² MDIA3.

1.2 Motivação

O termo, em inglês, *valuation* é o valor estimado ou valor justo de algum ativo. Na língua portuguesa é expressa como Avaliação de Empresas.

O conhecimento do valor das empresas vem se destacando. Ela é a principal ferramenta de uma corporação para direcionar uma possível fusão, aquisição e tomada de decisão na gestão de ativos.

¹ Damodaran é um pesquisador respeitado mundialmente e autor de uma série de livros sobre análise de investimentos

² *Ticker*- Símbolo das empresas listadas nas bolsas de valores.

1.3 Revisão da Literatura

1.3.1 Quadro Teórico

O estudo abordará diferentes métodos de *valuation* e buscará conhecimento sobre um tema pouco explorado na Contabilidade, pois, além do estudo dos demonstrativos contábeis, Demonstrativo de Resultado e Balanço Patrimonial, serão exploradas as reações de mercado e como esta implicará no valor justo da empresa.

Será abordado o modelo de fluxo de caixa descontado. Este modelo é o principal método entre os avaliadores, e os autores pesquisados definiram como o mais abrangente por capturar todos os fatores que afetam o valor justo da empresa.

1.4 Objetivos

1.4.1 Objetivos Gerais

O estudo objetiva realizar uma abordagem sobre os métodos de precificação de ativos e estipulará o valor justo, pelo método de Fluxo de Caixa Descontado, da empresa M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos.

1.4.2 Objetivos Específicos

Este estudo trará todos os conceitos para a realização de uma precificação de ativo, desde a análise dos modelos, estudo dos demonstrativos da empresa e pesquisa do cenário macroeconômico que afeta diretamente uma empresa, neste caso, a M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos.

É importante ressaltar que não é da intenção do autor estipular o valor da empresa, mas sim obter todo o conhecimento possível sobre o tema abordado.

1.5 Metodologia

O tema avaliação de empresas trata-se da análise do valor justo de empresas. A metodologia deste trabalho é de natureza aplicada, com uma abordagem quantitativa e qualitativa. É um estudo de caso, que utiliza informações de livros, jornais, artigos, teses de mestrado e doutorado, monografias, acervo digital, destacando-se o “website” da própria empresa analisada. Informações diretas da empresa podem ser utilizadas através de discussões com o Departamento de Relações com Investidores da empresa.

A metodologia de avaliação para os modelos de *valuation* utilizados neste trabalho tem como base cinco autores principais: Aswath Damodaran, Tom Copeland, Sergio de Iudícibus, Alexandre Assaf Neto e Dante Matarazzo.

Com relação à base de dados utilizada, as principais consideradas foram as disponibilizadas pela própria empresa e por base de dados pública.

Segundo Damodaran, a metodologia do *valuation* apresenta três fontes de incerteza. A primeira, relaciona os dados utilizados na pesquisa, a segunda, às previsões e estratégias da empresa e por fim, incertezas de caráter econômico, as quais todas as empresas do setor/país de atuação participam.

O trabalho será apresentado em seis capítulos:

- 1º Capítulo: Tema, objetivo, e metodologia do trabalho;
- 2º Capítulo: Referencial teórico sobre as formas de *valuation*, métodos para calcular o fluxo de caixa descontado e WACC;
- 3º Capítulo: Características da empresa e do seu setor de atuação;
- 4º Capítulo: Aplicação dos modelos de avaliação por fluxo de caixa descontado e múltiplo
- 5º Capítulo: Conclusão.

Capítulo 2: Avaliação de Empresas

2.1 Conceituação

Iudícibus, autor de diversos livros sobre Contabilidade, cita em seu livro “Análise de Balanços” que a análise de balanços é tão antiga quanto a existência da Contabilidade. A expressão “análise de balanço” deve ser ampliada com a inclusão dos principais demonstrativos contábeis e outros detalhes e informações adicionais necessários. O autor destaca as seguintes características do analista:

- Estabelecer uma tendência dentro da própria empresa.
- Comparação dos índices e relacionamentos realmente obtidos com os mesmos índices e relacionamentos expressos em termos de metas.
- Comparação dos índices da empresa analisada e relacioná-los com seus pares no mesmo setor.

A análise de balanço é uma arte, pois não existe um roteiro padronizado que leve sempre às mesmas conclusões, dentro das mesmas circunstâncias. E também, a análise de balanços, pela sua natureza financeira, apresenta limitações, as quais serão sempre lembradas neste estudo.

2.1.1 Estrutura das Demonstrações Contábeis

Iudícibus define que os relatórios contábeis é a exposição resumida e ordenada dos principais fatos registrados na contabilidade em um determinado período. Destacam-se, para esta análise, as Demonstrações Contábeis como Demonstração do Resultado e Balanço Patrimonial. Lembrando que, pela Lei das Sociedades por Ações, toda diretoria (de companhia ou sociedade anônima) deverá divulgar ao fim do exercício seu:

- I. Balanço patrimonial;
- II. Demonstração dos lucros ou prejuízos acumulados;
- III. Demonstração do resultado do exercício;
- IV. Demonstração dos fluxos de caixa; e (Redação dada pela Lei nº 11.638, de 2007);
- V. Se companhia aberta, demonstração do valor adicionado. (Incluído pela Lei nº 11.638, de 2007)

VI. 2.1.2 Analisando os demonstrativos

2.1.2.1 Balanço Patrimonial

Segundo Iudícibus, o balanço patrimonial reflete a posição das contas patrimoniais em determinado momento, normalmente no fim do ano ou de um período prefixado.

O balanço patrimonial é constituído por duas colunas: lado direito – Passivo e Patrimônio Líquido e o lado esquerdo – Ativo.

Quadro 1: Balanço Patrimonial

Balanço Patrimonial	
Ativo	Passivo
	Patrimônio Líquido

Fonte: Iudícibus (1995)

Onde:

Ativo: Todos os bens e direitos à disposição da empresa, que são avaliáveis em dinheiro e que representam benefícios presentes ou futuros como máquinas, terrenos, estoques, contas a receber, ações e etc.

Passivo: Evidencia toda a obrigação (dívida) que a empresa tem com terceiros como contas a pagar, fornecedores, impostos a pagar e etc.

Patrimônio Líquido: Evidencia recursos dos proprietários aplicados no empreendimento.

Fórmula 1: Balanço Patrimonial

$$\textit{Ativo} = \textit{Passivo} + \textit{Patrimônio Líquido}$$

2.1.2.2 Demonstração do Resultado do Exercício

Iudícibus sugere que a demonstração do resultado do exercício é um resumo ordenado das receitas e despesas da empresa em determinado período (12 meses). Esta conta é apresentada de forma vertical (dedutiva), ou seja, das receitas subtraem-se as despesas e, em seguida, indica-se o resultado (lucro ou prejuízo).

Quadro 2: Demonstração do resultado do exercício

Demonstração do Resultado do Exercício
Receita Bruta
(-) Deduções
Receita Líquida
(-) Custos
(-) Despesas

Lucro ou Prejuízo



Fonte: Iudícibus

Onde:

Receita Bruta: É o total bruto vendido no período

Deduções: São ajustes realizados sobre a receita bruta para se apurar a receita líquida. De forma genérica, são os impostos sobre as vendas.

Receita líquida: é a receita bruta deduzida de seus impostos sobre as vendas

Custos: gastos que a entidade realiza com o objetivo de por o seu produto pronto a ser comercializado, fabricando-o ou apenas revendendo-o, por exemplo, a matéria-prima e energia consumida. Estes custos trazem um retorno financeiro e pertence à atividade final da companhia.

Despesas: gastos com as atividades intermediárias e não gera retorno financeiro.

Lucro ou Prejuízo: É o resultado final das contas, ou seja, é a sobra líquida à disposição dos sócios ou acionistas.

Estas demonstrações serão as principais contas a serem analisadas neste estudo, devendo ser minuciosamente abrangida.

2.2 Análise por quocientes

Para Iudícibus, a análise de balanços encontra seu ponto mais importante no cálculo e avaliação do significado de quocientes, relacionando principalmente itens e grupos do balanço e demonstrativo do resultado.

A técnica de análise financeira por quocientes é um dos mais importantes desenvolvimentos da Contabilidade, pois é muito mais indicado comparar o ativo corrente com o passivo corrente do que simplesmente analisar cada um dos elementos individualmente. Eles mostram a *performance* da empresa.

Uma das vantagens da análise por meio de quocientes é que, dividindo-se um valor pelo outro, os efeitos da inflação são depurados. Isto, entretanto, somente acontece basicamente, com índices financeiros.

2.2.1 Análise de Liquidez e do Endividamento

Fórmula 2: Quociente de Liquidez Corrente

$$\text{Quociente de Liquidez Corrente} = \frac{\text{Ativo Circulante}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Relaciona quantos reais imediatamente disponíveis e conversíveis em curto prazo em forma de dinheiro estão relacionados às dívidas de curto prazo. Este se pode dizer que é o melhor indicador da situação de liquidez da empresa. Em formas gerais, indica quanto a empresa tem a receber no curto prazo em relação a cada unidade monetária que deve no mesmo período; ou seja, esta fórmula representa o valor de quanto se dispõe no curto prazo para saldar dívidas de curto prazo.

Fórmula 3: Quociente de Liquidez Seca

$$\text{Quociente de Liquidez Seca} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Estoques}}{\text{Passivo Circulante}}$$

Analisa conservadoramente a situação de liquidez da empresa e acaba tendo o mesmo significado que a liquidez corrente, citado anteriormente, porém, exclui-se o fato de que os estoques não são considerados como ativos recebíveis.

Fórmula 4: Quociente de Liquidez Geral

$$\text{Quociente de Liquidez Geral} = \frac{\text{Ativo Circulante} - \text{Realizável a Longo Prazo}}{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}$$

Oferece a mesma indicação da liquidez corrente, mas engloba também os ativos e passivos a longo prazo.

Fórmula 5: Endividamento Geral

$$\text{Endividamento Geral} = \frac{\text{Passivo Circulante} + \text{Exigível a Longo Prazo}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Indica quanto a empresa tem captado junto a terceiros em relação ao seu capital próprio.

Fórmula 6: Endividamento Oneroso

$$\text{Endividamento Oneroso} = \frac{\text{Dívida Onerosa Total}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Mede especificamente o comprometimento do capital próprio da empresa em relação à sua dívida com bancos e outras que têm custo financeiro embutido como debêntures³, descontos de duplicatas, etc.

Fórmula 7: Grau de Aplicações Financeiras

$$\text{Grau de Aplicações Financeiras} = \frac{\text{Disponibilidades}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

Indica a representatividade das disponibilidades aplicadas pela empresa no mercado financeiro em relação ao seu patrimônio líquido

Fórmula 8: Endividamento Oneroso Líquido

$$\text{Endividamento Oneroso Líquido} = \frac{\text{Dívida Onerosa Total} - \text{Disponibilidades}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

É bastante útil nos casos de empresas que têm baixo custo de captação de empréstimos e o fazem com intuito de realizar arbitragem, ou seja, capta de um lado e aplicam em outro, gerando ganhos líquidos.

Algumas das definições anteriormente citadas foram extraídas da Apostila de Análise Fundamentalista da Ágora Corretora.

³ Debênture é um título de crédito representativo de empréstimo que uma companhia faz junto a terceiros e que assegura a seus detentores direito contra a emissora, nas condições constantes da escritura de emissão.

2.2.2 Análise de Rentabilidade e Cobertura Financeira

Fórmula 9: Rentabilidade do Patrimônio Líquido

$$\text{Rentabilidade do Patrimônio Líquido} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Patrimônio Líquido}}$$

É a taxa de retorno dos acionistas e mede a *performance* do lucro em relação ao capital próprio empregado na empresa.

Fórmula 10: Rentabilidade do Ativo Total

$$\text{Rentabilidade do Ativo Total} = \frac{\text{Lucro Líquido}}{\text{Ativo Total Médio}}$$

Mede a eficiência global da administração, ou seja, o retorno obtido em relação ao total de recursos empregados sejam eles próprios ou de terceiros.

Os indicadores de rentabilidade são expressos no formato percentual.

Fórmula 11: Cobertura de Juros

$$\text{Cobertura de Juros} = \frac{\text{Geração de Caixa}}{\text{Despesas Financeiras}}$$

Confronta a capacidade de geração de caixa através das suas atividades próprias com as despesas financeiras do período considerado. Quanto maior este índice, mais confortável se mostra a situação da empresa, em termos de execução dos seus encargos financeiros.

Fórmula 12: Cobertura da Dívida

$$\text{Cobertura da Dívida} = \frac{\text{Dívida Líquida}}{\text{Geração de Caixa}}$$

Confronto entre a capacidade periódica da geração de caixa na atividade (normalmente de um ano) e a dívida propriamente dita (considerando passivos de longo prazo). Tendo em vista a possível existência de disponibilidades expressivas por parte da empresa analisada, é recomendável levar em conta a chamada dívida líquida, ou seja, dívida onerosa de curto prazo e longo prazo deduzida das disponibilidades.

Algumas das definições anteriormente citadas foram extraídas da Apostila de Análise Fundamentalista da Ágora Corretora.

2.3 Introdução à análise de empresas

2.3.1 O que é uma ação?

A ação é a menor fração do capital de uma sociedade anônima. As ações podem ser ordinárias (com direito a voto nas Assembleias) ou preferenciais (têm preferência na distribuição dos resultados). O investidor em ações é um coproprietário da companhia da qual é acionista. Logo, participam proporcionalmente dos resultados alcançados pela empresa na forma de distribuição de dividendos.

2.3.2 Valor de mercado de uma empresa

A definição dada pela Apostila de Análise Fundamentalista da Ágora Corretora é que o valor de mercado de uma empresa é representado pela cotação das suas ações em Bolsa, multiplicando este valor pelo número de ações composta em seu capital.

Para calcular adequadamente o valor de mercado, deveriam ser consideradas as cotações em Bolsa de cada tipo de ação (ordinárias e preferenciais) e ponderando-as pelas quantidades de cada tipo no capital da empresa. Porém, na maioria dos casos não há negócios com os dois tipos em Bolsa, motivando a frequência de utilizar a cotação da ação mais líquida⁴ e efetuar a multiplicação pelo número de ações.

2.3.3 A análise fundamentalista

A análise fundamentalista é a principal ferramenta para entender e estudar os fundamentos econômico-financeiros de uma empresa. Em outras palavras, ajuda o investidor a avaliar como está a saúde financeira e operacional da empresa e assim definir se é interessante, ou não, investir em suas ações negociadas na bolsa de valores.

Por meio da análise fundamentalista é possível estabelecer o valor justo para uma companhia, entendendo como estão os fatores que afetam o desempenho da empresa e conseqüentemente o valor das ações. A principal premissa da análise

⁴ O termo liquidez expressa um conceito econômico que considera a facilidade com que um ativo pode ser convertido no meio de troca da economia, ou seja, é a facilidade com que ele pode ser convertido em dinheiro.

fundamentalista é que o valor justo para uma companhia se dá pela sua capacidade de gerar lucros futuros.

A análise fundamentalista é uma abordagem reconhecida e comprovada por inúmeros investidores profissionais. Atualmente é amplamente estudada e praticada na bolsa de valores e em técnicas de avaliação de empresas. Conhecer tais técnicas sem dúvidas é um grande diferencial para o investidor que deseja obter sucesso em seus investimentos, porém, devido a sua abrangência, é necessário dedicação para entender as demonstrações financeiras de uma empresa.

2.4 Avaliação de Empresa

2.4.1 Determinando o valor de uma empresa

Como citado na Monografia do Senhor Marcos Aurélio Arruda, da Faculdade Federal de Santa Catarina, nas finanças corporativas, a criação de valor é fundamental. Copeland, pesquisador e autor de diversos livros relacionados a análise de investimentos, cita em seu livro “Avaliação de Empresas – *Valuation*” que deve-se extrair algumas lições sobre este processo de criação de valor:

- Os retornos obtidos pelos acionistas se correlacionam mais com as mudanças de expectativas do que ao desempenho efetivo da companhia.
- Maior será o valor criado à medida que mais se investe em retornos superiores ao custo de capital. O valor da ação a ser negociada na bolsa de valores deve ser igual ao valor intrínseco⁵ segundo as expectativas de mercado. Este mercado deve possuir relação com o desempenho futuro da empresa, devendo não ser imparcial.
- As estratégias devem ser seguidas na maximização do valor presente do fluxo de caixa previsto;
- Se dá por meios de obtenção de retorno sobre o capital investido superior ao custo de oportunidade do capital;
- As estratégias devem ser seguidas na maximização do valor presente do fluxo de caixa previsto;

⁵ É o valor avaliado na Análise Fundamentalista, isto é, a projeção do comportamento das ações, tendo-se como base o estudo das características particulares de cada empresa e de características macroeconômicas.

- **2.4.2 Metodologias de precificação de empresas**

Segundo Marcos Aurélio Arruda, da Faculdade Federal de Santa Catarina, Damodaran et al. exemplificam distintos tipos de metodologias para precificar empresas. Este estudo abordará o modelo de fluxo de caixa descontado. Damodaran enumera quatro principais categorias distintas de metodologia para avaliação de empresas em sua publicação “Avaliação de Investimentos”:

Metodologia 1: Análise dos ativos da companhia.

Nesta metodologia, avalia-se o valor intrínseco dos ativos da companhia. Logo após, deduz-se as dívidas, ou seja, o passivo. Este modelo não se trata somente de analisar o valor patrimonial, pois nem sempre o valor contábil dos ativos difere do valor intrínseco real. Para Greenwald, professor de finanças da *Columbia Business School*, há o destaque de duas formas para avaliação dos ativos. Uma delas é do valor de liquidação, sendo aplicado para empresas com problemas financeiros e o estudo do custo de substituição, tratando-se basicamente da estimativa de quanto necessitaria para substituir determinada companhia (avaliando custo intangíveis como marcas, patentes, etc.). Neste modelo, Greenwald destaca a análise de empresas sem vantagem competitiva, esperando retornos na média da indústria.

Metodologia 2: Modelos de fluxo de caixa descontado

Nesta metodologia avalia-se a riqueza econômica de uma determinada empresa ponderada pelos benefícios de caixa gerados a serem agregados e descontados por uma taxa, esta taxa seria o custo de oportunidade⁶ do capital.

Metodologia 3: Avaliação de Múltiplos

O conceito de avaliação por múltiplos está na relação de precificação de ativos comparáveis no mercado. É útil quando há uma grande quantidade de empresas comparáveis sendo negociadas no mercado, porém, torna-se mais difícil para avaliar empresas que não são comparáveis. Entre os métodos de avaliação, esta é a que mais provavelmente terá valores mais próximos ao valor de mercado das empresas.

⁶ Custo de oportunidade é uma expressão usada no ramo da economia e significa o que uma pessoa (física ou jurídica) deixa de usufruir em relação a uma escolha, por ter feito outra. É o custo de uma oportunidade sacrificada.

Damodaran intitula esta avaliação como bastante relativa. Podem ser analisados os múltiplos de lucro, valor contábil, receitas e múltiplos específicos do setor.

Metodologia 4: Análise dos direitos contingentes

Nesta metodologia afirma-se que o valor dos ativos pode ser maior do que a soma dos fluxos de caixa esperados para o futuro. Neste caso, analisa-se, por exemplo, o valor das patentes não utilizadas. Este método utiliza premissas das avaliações de opções. Neste conjunto de métodos, destacam-se três como principais:

- Opções de adiantamento, utilizadas em patentes.
- Opções de liquidação, utilizadas para análise de empresas em processos de falências.
- Opções de expansão, utilizada no caso de *start-ups*⁷.

Os modelos e metodologias anteriormente citados possuem vantagens e desvantagens. Porém, para avaliação da M. Dias Branco, a análise através de Fluxo de Caixa Descontado se mostra mais adequada por incorporar maior número de informações da empresa. Por conseguinte, a avaliação por Múltiplos será realizada para averiguação do resultado encontrado na avaliação pelo Método do Fluxo de Caixa Descontado.

2.4.3 Fluxo de Caixa Descontado

Segundo Damodaran (2006), este modelo está caracterizado pela regra do valor presente, onde o valor do ativo é o valor presente dos seus fluxos de caixa futuros descontados por uma taxa. Essa taxa seria a taxa de risco.

⁷ *Start-ups* são empresas recém-criadas, geralmente em fase de desenvolvimento. Sendo assim, não existe um histórico operacional amplo.

Fórmula 13: Regra do Valor Presente

$$\sum_{t=1}^{t=n} \frac{\text{Fluxo de Caixa Livre } (t)}{(1 + WACC)^t}$$

Onde:

n = tempo do ativo

WACC = *Weighted Average Cost Of Capital* (custo médio ponderado de capital, em português), que é o retorno exigido sobre o capital investido para que a empresa atinja o equilíbrio na aplicação efetuada. Essa taxa apropriada deve ser a taxa mínima de retorno esperada que uma empresa ou investimento ofereça para ser atraente.

Fonte: Damodaran (2006)

Segundo Copeland, o que move o fluxo de caixa descontado livre de uma empresa é a taxa que cresce suas receitas, lucros a base de capital da empresa e o retorno sobre o capital investido, isto é, o custo de capital.

Na maioria das empresas a projeção do fluxo de caixa livre é realizada pela taxa de desconto WACC. Esta taxa deve ser recalculada ano a ano, visto que há mudanças nas taxas de juros utilizadas para o cálculo médio.

2.4.4 Limitações do modelo de Fluxo de Caixa Descontado

O senhor Marcos Aurélio explana em sua monografia que, para Damodaran (2006), o modelo de Fluxo de Caixa Descontado é baseado na expectativa de fluxo de caixa futuro e taxas de desconto. Desta forma, deve-se aplicar o modelo em empresas que tenham a expectativa de fluxos de caixa positivos, evitando qualquer desconfiança e estimando taxa de risco com certo grau de confiança para o futuro. O autor destaca situações onde o modelo deve ser interpretado de forma correta para que haja certas mudanças.

Situação 1: Companhias com problema financeiro

A maioria dos casos destas empresas apresenta fluxo de caixa negativo e tem um horizonte de perda de mais dinheiro, podendo até mesmo chegar à falência, tornando a avaliação por fluxo de caixa descontado difícil.

Situação 2: Companhias cíclicas

Este tipo de empresa acompanha o crescimento econômico, logo, vendas e lucros aumentam e diminuem em intervalos regulares. Elas são mais arriscadas e robustas. O *timing*⁸ é muito importante para investir neste tipo de empresa.

Situação 3: Companhias com ativos sem uso

O valor dos ativos inutilizados não estará no valor intrínseco do fluxo de caixa descontado, dado que o modelo reflete o valor que todos os ativos produzem fluxo de caixa.

Situação 4: Companhias com patentes

Patentes não utilizadas não produzem fluxo de caixa atualmente, porém, podem vir a produzir no futuro. Neste caso, as patentes possuem um valor, não calculado pelo fluxo de caixa.

Situação 5: Companhias em reestruturação:

Estas empresas vendem e compram ativos, mudando sua estrutura patrimonial e até mesmo a política de dividendos. Estas mudanças tornarão o fluxo de caixa mais complexo.

Situação 6: Companhias em processo de aquisição

Estas empresas podem sofrer com tomadas de controle hostis, podendo sofrer medidas que afetem seu fluxo de caixa. Outro problema seria no que tange a existência de sinergia na operação, caso haja, deve-se prever como isso impactaria na geração de fluxo de caixa.

Situação 7: Companhias privadas

Dificuldade de avaliação do risco por falta de informações disponíveis

⁸ *Habilidade e/ou sorte para realizar ou tomar medidas, no momento mais adequado ou oportuno.*

2.5 Fluxo de Caixa Líquido

Para Damodaran, não poderá existir uma avaliação por fluxo de caixa descontado sem que haja uma estimativa do fluxo de caixa líquido. O fluxo de caixa líquido pode ser calculado da seguinte forma:

Quadro 3: Fluxo de Caixa Líquido

Receitas
(-) Despesas Operacionais
= Lucro antes do pagamento de juros, impostos, depreciação e amortização
(-) Depreciação e Amortização
= Lucro antes do pagamento de juros e impostos
(-) Impostos
= Lucro Líquido
(+) Depreciação de Amortização
= Fluxo de Caixa Provenientes de Operações
(-) Desembolsos de Capital
(-) Variação do Capital de Giro
= Fluxo de Caixa Líquido

Fonte: Damodaran

2.5.1 Estimando o WACC ou custo médio ponderado de capital

Para Copeland, o WACC = *Weighted Average Cost Of Capital* (custo médio ponderado de capital, em português) é calculado da seguinte forma:

Fórmula 14: WACC = *Weighted Average Cost Of Capital* (custo médio ponderado de capital, em português)

$$WACC = Ke * \frac{E}{E + D} + Kd * (1 - T) * \frac{D}{D + E}$$

Onde:

Ke = Custo do capital próprio é o retorno exigido pelos acionistas do ativo

E = Participação de capital próprio

D = Participação de capital de terceiros (Dívida)

Kd = Custo de capital de terceiros (Custo de dívida)

T = Alíquota de imposto de Renda + Contribuição Social

2.5.2 Custo do capital de terceiros (Dívida)

O custo do capital de terceiros pode ser calculado da seguinte fórmula:

Fórmula 15: Custo do capital de terceiros

$$\text{Custo do capital de terceiros} = \frac{\text{Despesas com juros}}{\text{Dívida total}}$$

2.5.3 Custo de Capital Próprio

Segundo Damodaran, a fórmula mais utilizada para calcular o custo do capital próprio é através do CAPM (*Capital Asset Pricing Model*). Determinar o custo do capital pode subavaliar ou superavaliar o valor da empresa e isso pode trazer sérios prejuízos para a organização, visto que, a cada dia esse mecanismo está mais inserido na vida empresarial, participando significativamente no processo decisório da empresa.

Copeland considera o custo de capital como a remuneração mínima que os credores e acionistas esperam pelo custo de oportunidade de investimento de seus recursos. O custo de capital é estabelecido pelas condições com que a empresa obtém seus recursos financeiros no mercado de capitais, sendo geralmente determinados por uma média dos custos de oportunidade do capital próprio e de terceiros, ponderados pelas respectivas proporções utilizadas de capital líquidas do imposto de renda.

Fórmula 16: CAPM

$$CAPM = \frac{\{[Rf + \beta * (Rm - Rf) + Rc + Re] + 1\}}{1 + CPI} * (1 + IPCA) - 1$$

Onde:

Rf: Taxa livre de risco, que é o piso que forma a taxa de desconto para avaliações de empresas. Representa o desejo do investidor em garantir em qualquer investimento uma remuneração pela espera, ou seja, pelo custo do capital investido livre de risco.

Rm: O retorno de mercado é um indicador que reflete o retorno de uma carteira de mercado que, segundo Copeland, representa, na teoria, todos os títulos na exata proporção em que estão disponíveis no mercado. No Brasil, por exemplo, a Bovespa (Bolsa de valores de São Paulo) representa uma carteira de mercado. No retorno de uma carteira de mercado, estão inclusos os juros de aplicações em títulos livres de riscos, mais um prêmio pelo risco de mercado, o qual é definido pela carteira, com o intuito de oferecer máxima satisfação na relação risco/retorno.

Rm - Rf: Risco de mercado, que é a diferença entre o rendimento de um título público de um país em relação a outro investimento considerado seguro, ou seja, é o retorno adicional que os investidores desejam obter para aceitar correr determinado grau de risco. Quanto maior o risco, maior será o prêmio. Segundo o prêmio de risco pode ser estimado com base em dados históricos que procurem prever o futuro.

Coefficiente β : O coeficiente beta é uma medida do risco sistemático, utilizada para se calcular o custo do capital próprio. Estuda o comportamento de um determinado título em relação ao mercado, representando a medida de volatilidade de seus retornos equiparados aos retornos do mercado como um todo. Para sua identificação, busca-se no mercado uma amostra de empresas do mesmo setor e com características, tanto operacionais, como financeiras semelhantes à da empresa avaliada. Damodaran (1997) cita três elementos como determinantes do valor do beta:

- Natureza cíclica das receitas (tipo de negócio), sendo a variabilidade das receitas relacionada ao risco do negócio, ou seja, quanto maior a diversificação de suas receitas, maior será o risco corrido pela empresa, o que resultará em um beta maior;
- Alavancagem operacional, que representa maior influência das vendas no resultado em empresas com uma estrutura de custos com maior representação de custos fixos que acabam se tornando mais arriscadas e possuindo betas maiores;
- e
- Alavancagem financeira, que relaciona o aumento do beta ao aumento do risco, devido ao endividamento e aos custos financeiros fixos. Para Copeland, quanto maior o beta de uma ação, maior será o risco e o seu retorno ao mercado.

Rc: Prêmio pelo risco do país, que é representado pelo indicador EMBI (*Emerging Market Bond Index*), utilizado para medir o grau de risco de uma economia. O EMBI mede a diferença entre a taxa de retorno dos títulos de longo prazo do tesouro americano considerados de baixo risco e os títulos de mesma natureza em países emergentes, como o Brasil. O risco país é, desta forma, um termômetro para saber qual a percepção de risco dos investidores internacionais. Quanto menor o risco país, maior a certeza de que a economia tem atratividade e continuará recebendo investimento

externo.

Re: Riscos extras

CPI: *Consumer Price Index* (medida de inflação dos Estados Unidos)

IPCA: Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (medida de inflação do Brasil)

2.5.4 Valor final

Após estimar-se o fluxo por um determinado período, a empresa possuirá um valor final. A partir deste valor, deve-se estimar uma perpetuidade, podendo ser calculada, segundo Martins⁹:

Fórmula 17: Perpetuidade

$$Perpetuidade = \frac{\frac{\text{Fluxo de caixa livre}}{WACC - g}}{(1 + WACC)^n}$$

Onde:

g: Taxa de crescimento perpétuo

Fluxo de Caixa Livre: último período projetado.

2.5.5 Valor Justo

Para calcular o valor justo da companhia deve-se trazer o valor presente dos fluxos de caixa futuros, e também o valor final. A taxa de desconto utilizada será o WACC, aplicando-se em cada período.

Damodaran sugere que o valor da empresa é calculado desta forma:

⁹Eliseu Martins, Pesquisador da área de análise de investimento e autor do livro Avaliação de Empresas – da Mensuração Contábil à Econômica

Fórmula 18: Valor da Companhia*Valor da Companhia*

$$= \frac{\sum_{t=1}^{t=x} \text{Fluxo de Caixa Descontado} + \text{Valor Final} + \text{Dívida Líquida}}{\text{Número de Ações}}$$

Dívida Líquida: Dívida Bruta – Caixa Disponível

x: último período projetado

2.5.6 Análise do Valor Justo

Diversas estratégias são construídas a partir da análise do valor justo da empresa. Por exemplo, se um investidor deseja adquirir ações de uma determinada companhia, onde o valor negociado no momento é menor do que foi analisado como valor justo, ele estará buscando a valorização da ação.

Outra estratégia seria a venda das ações da companhia, dado que uma atualização do modelo com os resultados posteriores ao investimento mostrou uma possível desvalorização das ações da companhia investida, ficando abaixo do valor de compra.

E ainda existem diversas outras operações baseadas em análise fundamentalista.

2.6 Análise por Múltiplos (Relativa)

Após anos de estudos e análises, Damodaran destaca a forma de avaliação onde o valor do ativo é derivado do valor de ativos do setor em que atua. Esta avaliação é a análise por múltiplos.

Utiliza-se indicadores padrões como receitas, lucros, valor patrimonial, entre outros. Na maioria dos casos, comparam-se esses múltiplos da empresa analisada com uma média do setor. Caso o valor do múltiplo seja abaixo da média setorial, pode-se considerar que a companhia está subavaliada. Damodaran destaca os seguintes múltiplos:

2.6.1 Múltiplo de lucro

Fórmula 19: P/L

$$\frac{P}{L} = \frac{\text{Preço por Ação}}{\text{Lucro por Ação}}$$

Este múltiplo é utilizado para a avaliação de mercado das ações de companhias relativa à riqueza que a companhia está criando realmente. Informa o número de anos que se levaria para reaver o capital aplicado na compra de uma ação, através do recebimento do lucro gerado pela empresa, considerando que esses lucros permaneçam constantes. Damodaran destaca algumas observações importantes que envolvem a análise por este múltiplo:

- O P/L de empresas atuantes em economias com alta taxa de juros reais é menor do que em países com baixa taxa de juros reais.
- O P/L de empresas atuantes em economias com alta taxa de crescimento real é maior do que em países com baixo crescimento econômico real.
- O P/L de empresas atuantes em países denominados “arriscados”, ou seja, com altas flutuações econômicas, é menor que em países “não arriscados”, ou seja, menores flutuações econômicas seguindo uma linha de tendência.

2.6.2 Múltiplo de valor da companhia

Fórmula 20: EV/EBITDA

$$\frac{EV}{EBITDA} = \frac{\text{Enterprise Value}}{EBITDA}$$

Onde:

EV: *Enterprise Value* é igual ao valor de mercado da empresa somado a sua dívida líquida. Esta é uma medida dada pelo mercado do valor de uma companhia agregando todas as suas fontes de financiamentos, ou seja, credores, acionistas preferenciais, acionistas minoritários (em subsidiárias) e acionistas. O EV é neutro em termos de estrutura de capital, ele é útil comparando empresas com diversas estruturas de capital.

EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*, ou (LAJIDA) lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

Segundo Damodaran, os investidores do mercado de capitais devem usar o EV/EBITA para comparar os níveis de valorização de empresas tanto no mesmo setor, como em setores diferentes. O EV/EBITDA é uma medida usada para determinar os anos necessários para obter retorno do investimento no EV da empresa, se todo o fluxo de caixa operacional estivesse disponível para pagar esse investimento.

2.6.3 Múltiplo de Receita

Fórmula 21: P/Receitas

$$\frac{P}{Receitas} = \frac{\text{Preço por ação}}{Receitas\ totais}$$

Fórmula 22: EV/Receitas

$$\frac{EV}{Receitas} = \frac{\text{Enterprise Value}}{Receitas\ totais}$$

A análise por estes múltiplos informa o valor da companhia utilizando suas receitas comparando com negócios similares. Damodaran afirma que o fator determinante destes múltiplos é a margem de lucro. O autor destaca o seguinte quadro:

Quadro 4: Matriz venda e margem

Vendas	Supervalorizado - Alto múltiplo de receita - Margens Baixas	Pode estar supervalorizado - Alto múltiplo de receita - Margens altas
	Pode estar subvalorizado - Baixo múltiplo de receita - Margens Baixas	Subvalorizado - Baixo múltiplo de receita - Margens altas
Margens		

Fonte: Damodaran (2002)

2.6.4 Múltiplo patrimonial

$$\frac{P}{VP} = \frac{\text{Preço por ação}}{\text{Valor patrimonial por ação}}$$

Segundo Damodaran, a análise por este múltiplo leva em consideração os retornos obtidos sobre o patrimônio líquido, sendo comparada apenas com empresas do mesmo setor. Este múltiplo informa quanto o mercado está disposto a pagar sobre o patrimônio líquido da empresa.

Algumas das definições anteriormente citadas foram extraídas da Apostila de Análise Fundamentalista da Ágora Corretora.

Capítulo 3 - A companhia M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos.

3.1 Histórico e descrição

A M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos foi criada em 21 de maio de 1951. Em 1953, com a entrada de um novo sócio, novas estratégias foram tomadas. O foco dos investimentos foi a área de produção industrial, basicamente em biscoitos e massas então comercializados.

Na década de 1960 a empresa desenvolveu seu modelo de distribuição de pulverizados, usado até os dias de hoje. Este modelo é focado na distribuição ao micro, pequeno e médio varejos que realizam a venda dos produtos produzidos pela companhia com suas respectivas marcas.

Com a desregulamentação do setor de trigo no Brasil, em 1990, iniciou-se uma nova diretriz de crescimento da Companhia. Diversas unidades de moagem de trigo foram construídas realizando um novo processo de verticalização da produção de biscoitos e massas. No mesmo ano ingressou no mercado de farinhas e farelo de trigo.

Os anos 2000 foram marcados pelo forte crescimento com inaugurações de moinhos de trigo em alguns estados, basicamente localizados na região Nordeste do país. O foco foi na integração de custos da empresa, como custo de transporte da farinha de trigo para fabricação de massas, que vinha passando por altas volatilidades dado os custos de mão de obra e preço da gasolina. Em suma, visaram uma melhor rentabilidade da empresa e maior comprometimento com os acionistas na forma de distribuição de dividendos.

Passados 60 anos de existência, foram evidenciadas expressivas ações de crescimento, tanto orgânico como por aquisições. Foi adquirida a Indústria de Alimentos Bomgosto Ltda., conhecida como Vitarella, empresa do mesmo setor com forte atuação na região Nordeste. Esta operação contribuiu para ampliar a sua liderança nos segmentos de biscoitos e massas, além da consolidação de uma participação relevante e homogênea nos Estados do Nordeste, região que tem apresentado expressivo crescimento econômico quando comparado com a média do País. A companhia adquiriu também a totalidade das ações do capital social do Moinho Santa Lúcia Ltda., atuante

na atividade de moagem de trigo e industrialização e comercialização de biscoitos e massas em geral, usando as marcas “Predilieto” e “Bonsabor”.

Portanto, a M. Dias Branco S.A. Indústria e Comércio de Alimentos é hoje uma empresa com cobertura nacional e líder na sua segmentação, com processo produtivo verticalizado, marcas conhecidas, sistema de distribuição eficiente, flexibilidade de produção, certificações como o ISO 14.001 - atestando a qualidade de seu sistema de gestão ambiental e o ISO 14.900 – atestando a qualidade de seu sistema de gestão de segurança de alimentos.

Em 2006 foi realizado seu IPO¹⁰ no Novo Mercado e suas ações passaram a ser comercializada em uma bolsa de valores.

3.1.2 Principais Eventos Históricos

Quadro	5:	Principais	Eventos	Históricos
1940 - 1969	1970 - 1989	1990 - 1999	2000 - 2009	2010 - Hoje
 <ul style="list-style-type: none"> ▶ Início das atividades como uma pequena padaria (1940) ▶ Sr. Francisco Ivens de Sá Dias Branco inicia sua participação na gestão (1953) 	 <ul style="list-style-type: none"> ▶ Desenvolvimento do modelo de distribuição ▶ Criação e consolidação de novas marcas (Richester -1978) ▶ Retocalização da unidade pioneira de fabricação de biscoitos e massas da Companhia: Fabrica Fortaleza (1980) 	 <ul style="list-style-type: none"> ▶ Inauguração do primeiro moinho de trigo: Início da estratégia de verticalização (1992) ▶ Modernização do processo de distribuição (1995) 	 <ul style="list-style-type: none"> ▶ Expansão da capacidade através de crescimento orgânico e novas unidades industriais ▶ Ampliação do processo de verticalização: Unidade de produção de gorduras, margarinas e cremes vegetais (2002) ▶ Aquisição da Adria: obtenção da liderança nacional em biscoitos e massas (2003) ▶ IPO no Novo Mercado (2006) ▶ Aquisição da Vitarella (2008) 	 <ul style="list-style-type: none"> ▶ Aquisição da Pilar (2011) ▶ Aquisição da Estrela (2011) ▶ Aquisição do Moinho Santa Lúcia (2012)

Fonte: M. Dias Branco

¹⁰ IPO - Oferta pública inicial (do inglês “*Initial Public Offering*”) é um tipo de oferta pública em que as ações de uma empresa são vendidas ao público em geral numa bolsa de valores pela primeira vez. É o processo pelo qual uma empresa se torna numa empresa de capital aberto

3.2 Estrutura Societária

Quadro 6: Estrutura Societária



Fonte: M. Dias Branco

Tergran - Terminais de Grãos Ltda: A Tergran foi constituída em 22 de setembro de 1996, com prazo de duração até 30 de setembro de 2026, e tem como objeto social a exploração da atividade de operadora portuária, realizando a importação, exportação e comercialização de grãos e subprodutos. Seus atuais sócios são J. Macêdo S.A., Grande Moinho Cearense S.A., dois de seus concorrentes, e a própria Companhia, os quais detêm participações iguais no capital social e nomeiam, de comum acordo, o diretor operacional encarregado da administração da Tergran. A M. Dias Branco opera a Tergran com o objetivo prioritário de aumentar a produtividade de descarga dos navios cargueiros de trigo para os três sócios, reduzindo a permanência dos navios no Porto de Fortaleza e o tempo de atracação no cais.

Fábrica Fortaleza Investments Inc.: Fábrica Fortaleza Investments Inc. é uma subsidiária integral que tem como objeto social a realização de investimentos em ativos financeiros.

M. Dias Branco International Trading LLC: M. Dias Branco International Trading LLC é uma subsidiária integral que tem como objeto social a aquisição de matérias primas (principalmente trigo e óleo vegetal) para sua utilização.

M. Dias Branco International Trading Uruguay S.A.: M. Dias Branco International Trading Uruguay S.A. é uma subsidiária integral que tem como objeto social a aquisição de matérias primas, particularmente trigo utilizado pela Companhia em suas operações.

3.2.1 Conselho de Administração

Seu Conselho de Administração é formado por cinco conselheiros, eleitos na Assembleia Geral Ordinária realizadas em 28 de abril de 2014 para o mandato de um ano.

Quadro 7: Conselho de Administração

Nome	Cargo	Data da Eleição	Prazo do Mandato
Francisco Ivens de Sá Dias Branco	Presidente	28/04/2014	1 ano
Maria Consuelo Saraiva Leão Dias Branco	Conselheiro	28/04/2014	1 ano
Maria das Graças Dias Branco da Escóssia	Conselheiro	28/04/2014	1 ano
João Batista Santos	Conselheiro Independente	28/04/2014	1 ano
Affonso Celso Pastore	Conselheiro Independente	28/04/2014	1 ano

Fonte: M. Dias Branco

O Sr. Ivens, 79 anos, é Presidente do Conselho de Administração e controlador indireto da Companhia. Iniciou suas atividades empresariais em 1953, ano em que ingressou na sociedade M. Dias Branco & Cia. Ltda., tornando-se sócio de seu pai e idealizador da Companhia, Sr. Manoel Dias Branco.

Em 1961, tornou-se o principal gestor da Companhia. Em sua trajetória empresarial, recebeu diversos títulos e condecorações, destacando-se, dentre outros: o Troféu Sereia de Ouro, outorgado pelo Sistema Verdes Mares de Comunicação; Grau de Comendador do Quadro Ordinário da Ordem do Mérito Judiciário do Trabalho, por admissão do Tribunal Superior do Trabalho; a Medalha Edson Queiroz, conferida pela Assembleia Legislativa do Estado do Ceará; a Medalha do Mérito Industrial, outorgada pela Federação das Indústrias do Estado do Ceará - FIEC; e a Ordem do Mérito Militar, conferido pelo Exército Brasileiro.

Seu primeiro mandato na Companhia, como membro do Conselho de Administração, iniciou-se em abril de 2006. O Sr. Ivens não trabalhou em outras companhias abertas.

A Sra. Consuelo, 79 anos, é membro efetivo do Conselho de Administração da Companhia. Idealizou o Centro Histórico M. Dias Branco e coordena ações ligadas a questões sociais em comunidades afetadas à zona de influência da Companhia. Seu primeiro mandato na Companhia iniciou-se em abril de 2006. A Sra. Consuelo não trabalhou em outras companhias abertas.

A Sra. Graça, 54 anos, é Vice-Presidente Financeira e membro do Conselho de Administração da Companhia, figurando dentre seus acionistas desde 1998. A Sra. Graça iniciou suas atividades no meio empresarial em 1985, na administração de empresa do ramo de hotelaria, do qual tornou-se Diretora Vice-Presidente anos depois, em 1987. Em 2001, a Sra. Graça assumiu a Diretoria de Relações Institucionais da Companhia, tornando-se, mais tarde, Diretora Corporativa de Relações Institucionais, em 2003, função que exerceu até abril de 2006 quando foi nomeada para seu atual cargo na Companhia, Vice-Presidente Financeira.

A Sra. Graça graduou-se em Direito pela Universidade Federal do Ceará, no ano de 1985 e MBA em Gestão Empresarial no ano de 2008. É membro do Comitê de Auditoria desde 2010. A Sra. Graça não trabalhou em outras companhias abertas.

O Sr. João Batista, 71 anos, é membro efetivo e independente do Conselho de Administração. Formado em Direito pela Universidade de Fortaleza e em Química Industrial e Engenharia Química pela Universidade Federal do Ceará. Mestre em Engenharia da Produção pela Universidade Federal do Rio de Janeiro.

Sua carreira começou como Analista de Projetos Industriais do Banco do Nordeste, sendo que em 1981 chegou à Chefia do Departamento de Administração Financeira desta mesma instituição, permanecendo até 1987. De 1987 a 1991, foi

Interventor e Presidente do Banco do Estado do Ceará. Trabalhou na Estruturação de saneamento financeiro e privatização de bancos estaduais. Atuou como consultor financeiro de vários Bancos e empresas não financeiras.

Foi membro do Conselho de Administração (2006/2007) e Presidente do Comitê de Auditoria (2007/2008) da Companhia. Atualmente é empresário da construção civil (sócio e administrador da Renda Construções Ltda.). O Sr. João Batista não é conselheiro de nenhuma empresa que faça parte do grupo econômico da Companhia ou que tenha participação 5% ou mais de suas ações.

O Sr. Pastore, 74 anos, é membro efetivo e independente do Conselho de Administração. Bacharel em economia pela Faculdade de Ciências Econômicas e Administrativas da Universidade de São Paulo (1961) e Doutor em Economia pela mesma Faculdade (1969). Do período de 1973 a 1999 foi professor Livre-Docente, Professor Adjunto na disciplina de Econometria e professor Titular do Departamento de Economia e Administração FEA-USP e Diretor. Atuou como Secretário dos Negócios da Fazenda do Estado de São Paulo no período de março de 1979 a março de 1983, presidiu o Banco Central do Brasil em setembro de 1983 a março 1985.

É membro do Conselho da Administração da Gerdau S.A., Metalúrgica Gerdau desde 2002; foi membro do Conselho da EVEN Construtora de fevereiro de 2010 a abril de 2013. Atua desde 1993, como Sócio fundador, Economista e Consultor da A C Pastore & Associados. Nos últimos cinco anos trabalhou como Economista, analista e consultor econômico, produzindo artigos, relatórios e estudos sobre temas ligados a área de seu conhecimento que é a Econômica. Participou de seminários, e proferiu palestras sobre temas relacionados à Economia Brasileira e Mundial. Foi membro do conselho de administração da Engevix (Engenharia Consultiva) de 2008 a 2009, da JBS S.A (Frigorífico e derivados) de 2007 a 2008 e da Klabin Segall (Incorporação, Compra e Venda de Imóveis) de 2006 a 2008.

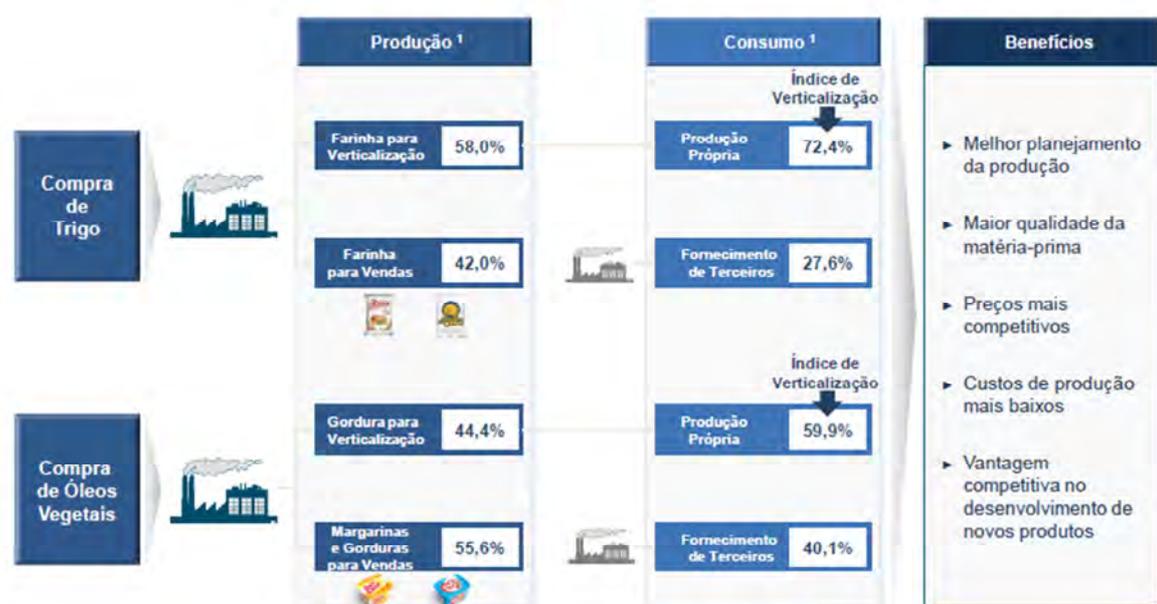
O Sr. Pastore não é conselheiro de nenhuma empresa que faça parte do grupo econômico da Companhia ou que tenha participação 5% ou mais de suas ações.

3.3 Processos produtivos

A companhia detém um processo de produção totalmente verticalizado e localização estratégica das plantas. Suas plantas são distribuídas em diferentes regiões e próximas aos mercados consumidores mais importantes. Isso possibilita a constituição de amplo portfólio para atendimento a diferentes públicos e classes sociais, redução nos custos logísticos e flexibilidade de produção.

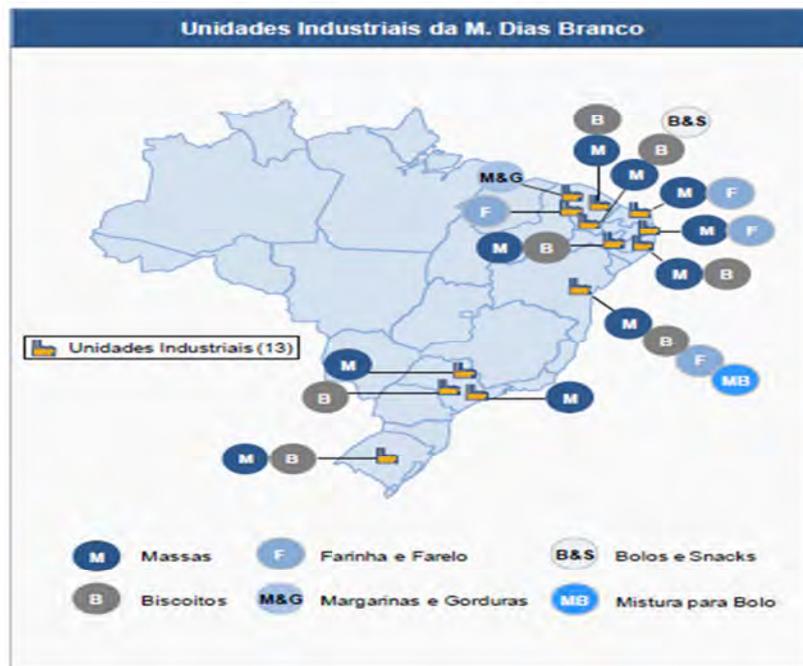
Devido à localização de suas plantas, a companhia se beneficia de incentivos fiscais.

Quadro 8: Verticalização



Fonte: M. Dias Branco

Quadro 9: Unidades Industriais



Fonte: M. Dias Branco

- Ceará

Unidade de Produção de Biscoitos e Massas, sediada no município de Eusébio;

Unidade de Produção de Biscoitos, Massas, *Snacks* e Bolos, sediada no município de Maracanaú;

Unidade de Moagem de Trigo, sediada no município de Fortaleza;

Unidade de Produção de Margarinas e Gorduras Vegetais, sediada no município de Fortaleza.

- Pernambuco

Unidade de Produção de Biscoitos e Massas, sediada no município de Jaboatão dos Guararapes;

Unidade de Produção de Biscoitos e Massas, sediada no município do Recife;

- Bahia

Complexo Industrial composto por Unidade de Produção de Biscoitos, Massas e Mistura para Bolo, integrada a Unidade de Moagem de Trigo, localizado na Baía de Aratu, região metropolitana de Salvador;

- Paraíba

Complexo Industrial composto por Unidade de Produção de Massas, integrada a Unidade de Moagem de Trigo, situado na região do porto de Cabedelo;

- Rio Grande do Norte

Complexo Industrial composto por Unidade de Produção de Massas, integrada a Unidade de Moagem de Trigo, situado na região do porto de Natal;

- São Paulo

Unidade de Produção de Massas, sediada no município de São Caetano do Sul;

Unidade de Produção de Massas, sediada no município de Jaboticabal;

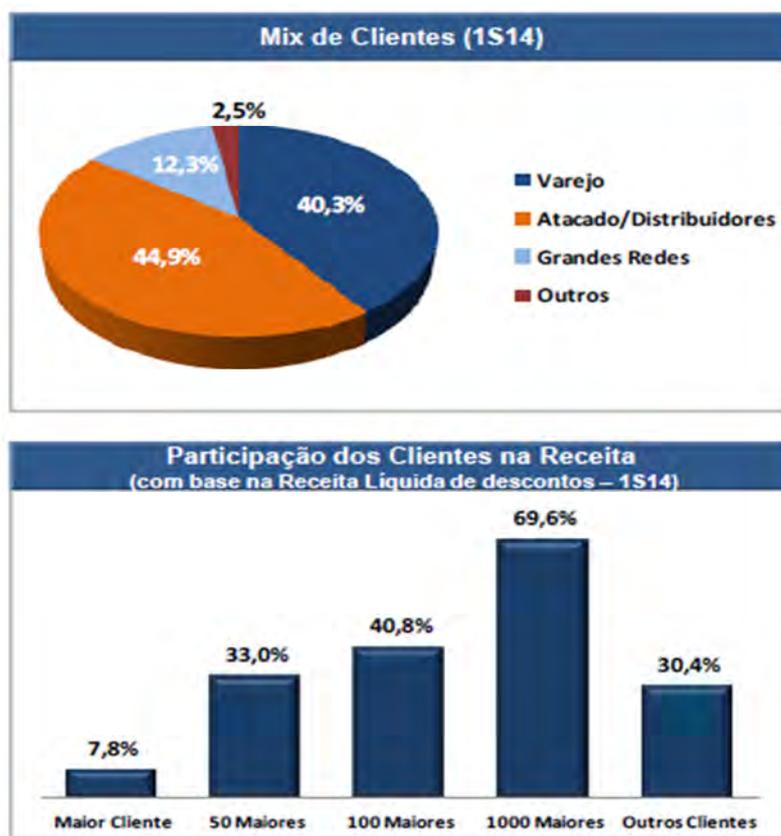
Unidade de Produção de Biscoitos, sediada no município de Lençóis Paulista;

- Rio Grande do Sul

Unidade de Produção de Biscoitos e Massas, sediada no município de Bento Gonçalves;

Quadro 10: Modelo e Cobertura

Fonte: M. Dias Branco

Quadro 11: Mix de Clientes

Fonte: M. Dias Branco

3.4 Produtos e segmentos de atuação

A empresa tem como diretriz de produção alimentos derivados do trigo e óleos vegetais, sendo o primeiro como seu principal insumo. A atuação é pulverizada tendo marcas de renome em cada segmento.

Algumas marcas em destaque:

Quadro 12: Marcas e Produtos 1



Quadro 13: Marcas e Produtos 2

<p>Farinha e Farelo de Trigo</p> <ul style="list-style-type: none"> • R\$778,7 milhões em vendas ¹ • 18,1% da Receita Líquida ¹ 	<p>Margarinas e Gorduras Vegetais</p> <ul style="list-style-type: none"> • R\$195,6 milhões em vendas ¹ • 4,5% da Receita Líquida ¹ 		
<p>Snacks e Bolos</p> <ul style="list-style-type: none"> • R\$34,5 milhões em vendas ¹ • 0,8% da Receita Líquida ¹ 	<p>Novos Produtos</p> <table border="1"> <tr> <td data-bbox="798 1344 1117 1749"> <p>Mistura para Bolos ²</p> <p>Investimentos – 2012/2013 Início de Vendas – 2014</p>  </td> <td data-bbox="1117 1344 1409 1749"> <p>Torradas ²</p> <p>Investimentos – 2013/2014 Início de Vendas – 2014</p>  </td> </tr> </table>	<p>Mistura para Bolos ²</p> <p>Investimentos – 2012/2013 Início de Vendas – 2014</p> 	<p>Torradas ²</p> <p>Investimentos – 2013/2014 Início de Vendas – 2014</p> 
<p>Mistura para Bolos ²</p> <p>Investimentos – 2012/2013 Início de Vendas – 2014</p> 	<p>Torradas ²</p> <p>Investimentos – 2013/2014 Início de Vendas – 2014</p> 		

Nota:
¹ Dados referentes ao consolidado do ano de 2013
² Previsões da administração quanto a realização dos investimentos e início de vendas dos novos produtos

Fonte: M. Dias Branco

Os produtos são variados e preenchem toda cesta de consumo derivado do trigo. Os principais produtos fabricados são: massa com ovos, massa com sêmola, massa para rechear, massa grano d'oro, instantânea, activita, tortinhas, mousse, plugados, wafer, cracker, maisena, biscoitos palitos, biscoitos Nikito, biscoitos mousse, biscoitos rosquinhas, biscoitos doces, margarinas, farinhas industriais e farinhas domésticas, as farinhas sob a marca Moinho Dias Branco.

3.5 Indústrias

3.5.1 Indústria de Biscoitos

O segmento conta com aproximadamente 870 empresas no país, colocando o Brasil como o 2º maior produtor mundial de biscoitos, produzindo 1250 milhões de toneladas em 2012 segundo a ANIB – Associação Nacional de Indústrias de Biscoito. As empresas estão concentradas basicamente na região Sudeste – 70% do mercado – que possui a maior renda per capita do país, e o poder aquisitivo influencia diretamente no consumo deste produto. Em 2012, o setor exportou 52 mil toneladas.

Os biscoitos são segmentados em recheados, “*crackers*” e água e sal, “*wafers*”, maria e maisena, doces secos, amanteigados, salgados, rosquinhas e outros, mostrando a grande variedade no setor e várias opções de consumo. O consumo per capita no Brasil, atualmente, é 6,3 Kg/ano.

Quadro 14: Consumo per capita de Biscoito

Consumo per Capita de Biscoitos (2006)	
País	Consumo per Capita (Kg/ano)
Holanda	18,7
Inglaterra	9,2
Itália	9,0
Dinamarca	8,8
Suíça	8,5
França	8,4
Portugal	8,4
Alemanha	8,0
Total União Europeia	8,0
Suécia	8,0
Finlândia	7,3
Bélgica	7,2
Espanha	6,7
Áustria	6,6
Eslovênia	6,6
Brasil	6,0

Fonte: Lafis / Simabesp

Quadro 15: Participação de mercado em termos de volume vendido e faturamento

Setor de Biscoitos			
Participação de mercado em termos de Volume vendido			
	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	28,5%	62,6%	11,7%
Nestlé	8,4%	4,4%	9,7%
Mondelez	7,1%	2,1%	10,0%
Marilan	6,8%	3,8%	9,0%
Pepsico	6,7%	3,2%	6,6%
Arcor	6,0%	0,1%	11,9%
Outros	36,5%	23,8%	41,1%
<i>Fonte: AC Nielsen (Nov-Dez/13)</i>			

Setor de Biscoitos			
Participação de mercado em termos de Faturamento			
	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	21,3%	56,0%	8,2%
Nestlé	11,2%	6,6%	11,9%
Mondelez	11,0%	5,0%	13,6%
Marilan	6,1%	3,9%	7,2%
Pepsico	7,0%	3,8%	6,6%
Arcor	5,8%	0,4%	10,3%
Outros	37,6%	24,3%	42,2%
<i>Fonte: AC Nielsen (Nov-Dez/13)</i>			

3.5.2 Indústria de Massas

O setor é composto por mais de 80 empresas de pequeno, médio e grande porte, além de centenas de microempresas no setor de massas artesanais. O país fabrica em torno de 1,3 milhão de toneladas por ano, sendo a 3ª maior produtora de massas no mundo. O processo produtivo das massas permite ao produtor de um tipo de massa produzir qualquer outro tipo, com apenas pequenas adaptações no processo produtivo e baixos investimentos.

A flexibilidade da indústria na adaptação do processo produtivo com necessidade de baixos investimentos permite ao produtor a oferta de uma grande variedade de massas alimentícias. Assim, a indústria de massas apresenta uma baixa barreira de entrada em termos de diversidade de produto.

A massa é um produto de baixo valor agregado, e o frete tem peso significativo em seu preço final, justificando, desta forma, o estabelecimento de núcleos regionais de produção, consumo e distribuição.

Quadro 16: Venda e consumo de massas nacionais

Vendas de Massas Alimentícias - Volume (bilhões de R\$)					
Tipos de Massas	2009	2010	2011	2012	2013
Secas	3,835	3,692	3,710	3,729	4,221
Instantâneas	1,643	1,766	1,870	1,950	2,121
Frescas	0,401	0,456	0,539	0,549	0,604
Total Abima	5,879	5,915	6,119	6,228	6,946

Fonte: Abima & Nielsen

Vendas de Massas Alimentícias (Mil tons)					
Tipos de Massas	2009	2010	2011	2012	2013
Secas	1.014,8	1.006,5	960,9	952,6	966,7
Instantâneas	170,8	180,8	183,5	187,8	186,7
Frescas	40,8	45,2	51,1	50,5	51,5
Total Abima	1.226,4	1.232,5	1.195,5	1.190,8	1.204,9

Fonte: Abima & Nielsen

Consumo Per Capita de Massas Alimentícias (kg/per capita)					
Tipos de Massas	2009	2010	2011	2012	2013
População Bras. (milhões hab)	193,5	195,5	197,4	199,2	201,0
Secas	5,2	5,1	4,9	4,8	4,8
Instantâneas	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Frescas	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3
Total Abima	6,3	6,3	6,1	6,0	6,0

Fonte: Abima & Nielsen

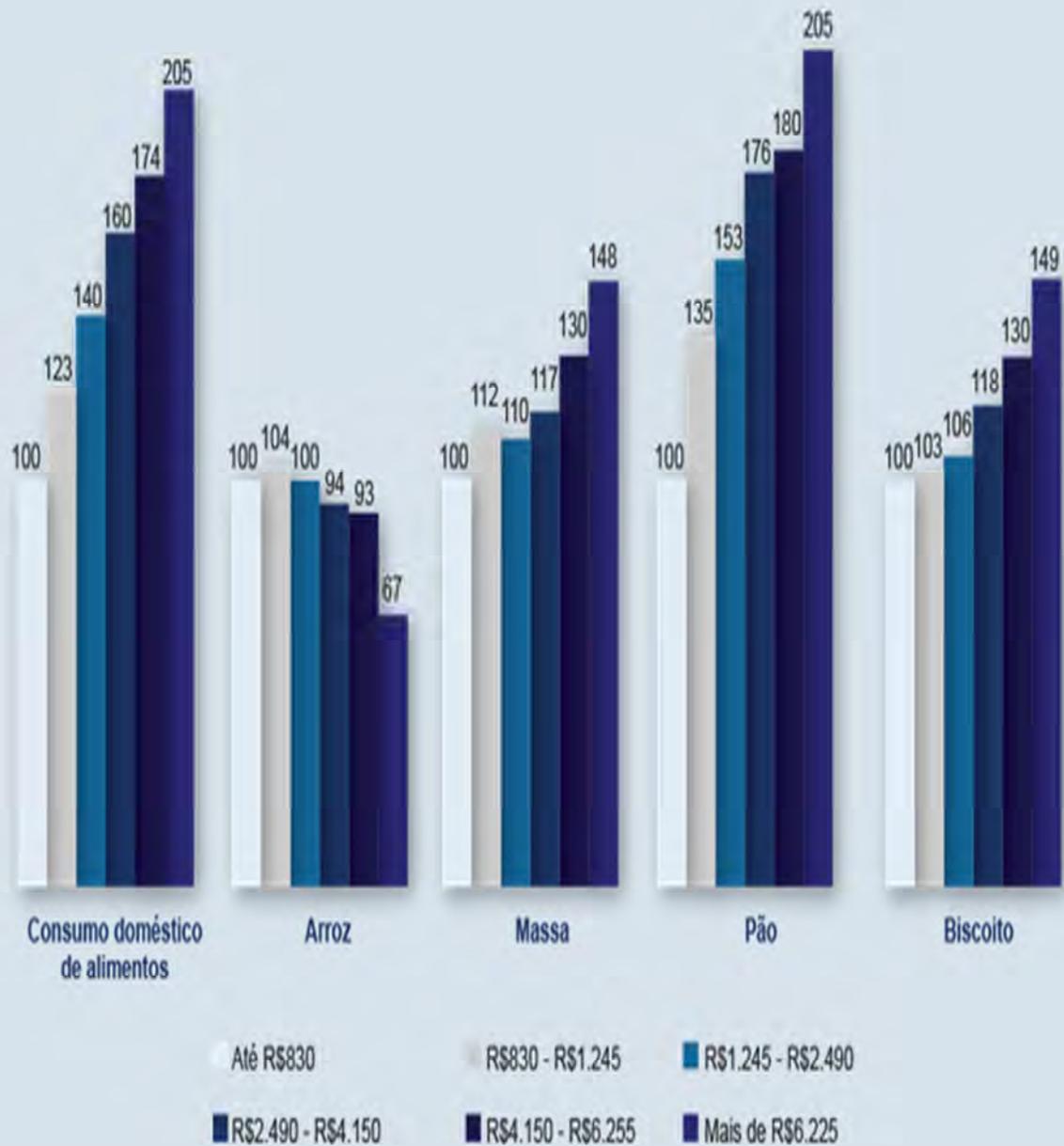
Quadro 17: Consumo per capita de massas em 2011

Consumo per Capita de Massas (2011)	
<i>Países</i>	<i>Consumo per Capita (Kg/ano)</i>
Itália	26,0
Venezuela	12,3
Tunísia	11,9
Grécia	10,5
Suíça	9,3
Suécia	9,0
Estados Unidos	8,8
Irã	8,5
Chile	8,4
Peru	8,2
França	8,1
Alemanha	8,1
Argentina	7,9
Rússia	7,8
Hungria	7,5
Uruguai	7,5
Croácia	7,3
Áustria	7,0
Eslovênia	6,7
Portugal	6,6
Canadá	6,5
Brasil	6,2

Fonte: International Pasta Organization - IPO

Quadro 18: Consumo de alimento de acordo com nível de renda - massas

CONSUMO DE ALIMENTOS DE ACORDO COM NÍVEL DE RENDA - MASSAS (BASE 100)



Fonte: IBGE

Quadro 19: Participação de mercado em termos de volume vendido e faturamento

Setor de Massas			
Participação de mercado em termos de Volume vendido			
	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	30,0%	62,8%	17,8%
Selmi	10,3%	1,5%	13,0%
J. Macedo	9,3%	10,5%	12,4%
Santa Amália	7,6%	0,7%	16,4%
Piraque	5,0%	0,2%	11,5%
Vilma	3,7%	1,9%	6,7%
Outros	34,1%	22,4%	22,2%
<i>Fonte: AC Nielsen (Nov-Dez/13)</i>			

Setor de Massas			
Participação de mercado em termos de Faturamento			
	Brasil	Nordeste	Sudeste
M. Dias Branco	26,6%	61,7%	15,8%
Selmi	12,5%	2,0%	15,0%
J. Macedo	9,1%	11,3%	11,9%
Santa Amália	7,5%	0,8%	15,9%
Piraque	5,2%	0,2%	11,7%
Vilma	3,4%	2,2%	6,0%
Outros	35,7%	21,8%	23,7%
<i>Fonte: AC Nielsen (Nov-Dez/13)</i>			

3.5.3 Indústria de Trigo e Moagem

Atividade de moagem de trigo é antiga no país, desde 1819. Porém, a atividade industrial teve início no fim do século XIX, época em que o governo reduziu a importação de trigo. Este setor foi atingido por diversas crises desde seu início, tendo que, nos anos 1990, importar quase 70% do volume consumido.

Atualmente, o governo adota políticas intervencionistas ao setor por meios de empréstimos, como o EGF – Empréstimo do Governo Federal; PGPM - Política de Garantia de Preços Mínimos. Estes subsídios ajudam a cobrir a diferença entre o preço mínimo e preço de mercado do trigo, na ponta da produção. Na ponta das empresas, o

subsídio ajuda no transporte do trigo da região produtora até o moinho, fazendo com que este setor tenha benefícios para atrair capital de investidores e empresários.

A produção deste setor ainda é baixa se comparada com outros países produtores, como a China, Estados Unidos e Argentina, onde este último é responsável por 80% da importação no mercado brasileiro. As principais desvantagens da produção nacional são as condições climáticas desfavoráveis e características do solo. Estes dois fatores combinados influenciam na baixa qualidade do trigo colhido em terras nacionais e incorrem em elevados custos para a indústria.

Quadro 20: Consumo de trigo no Brasil

Consumo de Trigo no Brasil						
Ano	Nacional	Varição	Importado	Varição	Total	Varição
<i>(Em Mil Toneladas - ano calendário, exceto porcentagens)</i>						
2009	5.254	23,13%	5.446	-9,73%	10.700	3,88%
2010	4.677	-10,98%	6.323	16,10%	11.000	2,80%
2011	5.060	8,19%	5.740	-9,22%	10.800	-1,82%
2012	4.620	-8,70%	6.580	14,63%	11.200	3,70%
2013	3.627	-21,49%	7.273	10,53%	10.900	-2,68%

Fonte: United States Department of Agriculture - USDA e Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior - MDIC

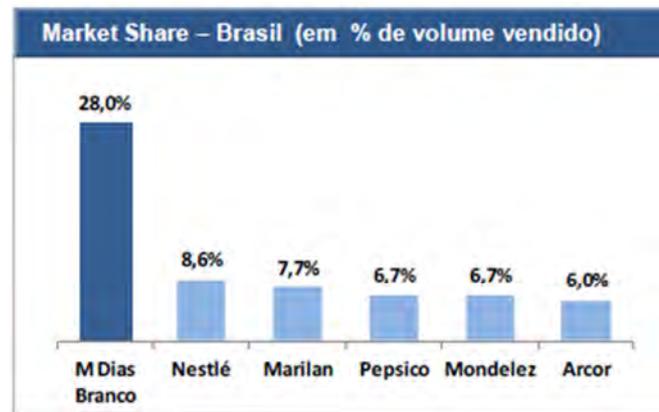
3.6 Concorrência e Market Share

Como citado anteriormente, a empresa é líder nos seus segmentos de atuação. Evidências empíricas ilustram esta afirmação nos próximos quadros.

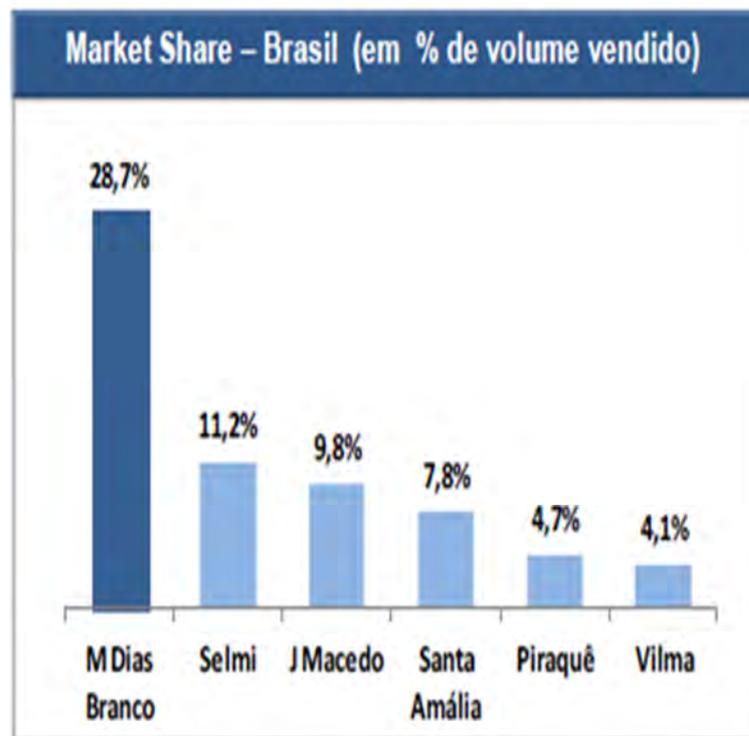
Quadro 21: Market Share – Brasil



Fonte: M. Dias Branco

Quadro 22: Market Share de biscoitos e principais concorrentes

Fonte: M. Dias Branco

Quadro 23: Market Share de massas e principais concorrentes

Fonte: M. Dias Branco

Capítulo 4 - Valuation

4.1 – Análise das principais demonstrações contábeis

Para avaliar a evolução dos demonstrativos contábeis, pode-se utilizar a análise horizontal e vertical. A primeira é a evolução anual de cada conta relacionando o período anterior. A segunda é uma visão geral do peso de cada conta no total.

Todas as contas estão no sistema de casa decimal americano.

4.1.2 – Balanço Patrimonial Ativo

Quadro 24: Balanço Patrimonial Ativo (em milhões de reais)

	2010	2011	2012	2013
<i>Caixa e Equivalentes de Caixa</i>	54.4	95.3	143	306.8
<i>Contas a Receber</i>	259.5	352.7	412.5	468.6
<i>Inventários</i>	264.5	308	441.7	483.6
<i>Outros Ativos Circulantes</i>	102	84.8	116.5	112.5
<i>Total Ativo Circulante</i>	680.4	840.8	1,113.70	1,371.50
<i>Imobilizado Líquido</i>	1,535.10	2,042.50	2,158.00	2,354.20
<i>Investimentos em Coligadas</i>	0.1	0.1	0.1	0.1
<i>Outros Ativos de Longo Prazo</i>	146	174.8	155.1	159.1
<i>Ativo Total</i>	2,361.60	3,058.20	3,426.90	3,884.90

Fonte: M. Dias Branco

Nota-se a evolução consistente das contas do ativo da empresa ao longo dos últimos 4 anos, destacando-se os seguintes fatores:

- Ativo Total: esta conta evolui consistentemente ao longo dos anos.
- Ativo Circulante: a posição de caixa relativa é acrescida ao longo dos anos, demonstrando a forte geração de caixa da companhia.
- Ativo Não Circulante: ao decorrer dos anos, O imobilizado líquido aumenta sua participação percentual na conta.

4.1.3 – Balanço Patrimonial Passivo

Quadro 25: Balanço Patrimonial Passivo (em milhões de reais)

	2010	2011	2012	2013
<i>Contas a Pagar</i>	62.4	93	77.3	85.5
<i>Outros Passivos de Curto Prazo</i>	183.8	239.6	256.4	269.7
<i>Dívidas de Curto Prazo</i>	41	227.3	163.3	325.6
<i>Total Passivo Circulante</i>	287.2	559.9	497	680.8
<i>Dividas de Longo Prazo</i>	235.2	348.2	411.5	248
<i>Outras Dívidas</i>	78.7	144.3	107.8	135.9
<i>Total Passivo</i>	601.1	1,052.40	1,016.30	1,064.70
<i>Total do Passivo incluindo Ações Preferenciais e Minoritárias</i>	601.1	1,052.40	1,016.30	1,064.70
<i>Total Patrimônio Líquido</i>	1,760.50	2,005.80	2,410.60	2,820.20
<i>Total do Passivo e Patrimônio Líquido</i>	2,361.60	3,058.20	3,426.90	3,884.90
<i>Variação no Balanço Patrimonial</i>	-16.5	40.9	47.7	163.8

Fonte: M. Dias Branco

As mudanças no passivo da empresa nos últimos 4 anos são destacadas pelos:

- Passivo Circulante: esta conta evolui consistentemente ao longo dos anos, havendo uma variação negativa no ano de 2012 por pagamentos de contas, que segundo a equipe de Relação com Investidores da empresa, estava impactando consideravelmente seu balanço. Também houve pagamento de pequenas dívidas de curto prazo.
- Passivo Não Circulante: esta conta demonstra o compromisso da empresa ao quitar parte de sua dívida de longo prazo no ano de 2013.
- Patrimônio Líquido: esta conta evolui consistentemente ao longo dos anos, segundo a equipe de Relação com Investidores. Isto mostra a evolução dos seus ativos e passivos no decorrer de suas operações.

4.1.4 – Demonstração do Resultado do Exercício

Quadro 26: Demonstração do Resultado do Exercício (em milhões de reais)

	2010	2011	2012	2013
<i>Receitas</i>	2,444.00	2,911.00	3,545.10	4,311.60
<i>Custo do Produto Vendido</i>	-	-	-	-
	1,424.10	1,812.50	2,122.40	-2,682.00
<i>Lucro Bruto</i>	1,019.90	1,098.50	1,422.70	-1,629.60
<i>Despesas</i>	-594.9	-680.8	-892.4	-1,029.40
<i>Outras Despesas</i>	-12.6	-2.1	14.1	-21.4
<i>EBIT</i>	412.4	415.6	544.4	578.8
<i>EBIT mais resultado de investimentos</i>	412.4	415.6	544.4	578.8
<i>Outros Itens Não Operacionais</i>	0	0	-0.1	0.2
<i>Resultado Financeiro</i>	-15.9	-13	-36.6	-14.4
<i>Lucro antes dos Impostos</i>	396.5	402.6	507.7	564.6
<i>Impostos</i>	-43.9	-36.1	-37.2	-40
<i>Resultado depois dos Impostos</i>	352.6	366.5	470.4	524.6
<i>Lucro Líquido Reportado</i>	352.6	366.5	470.4	524.6
<i>Dividendos</i>	-76	-87.5	0	-166
<i>Lucro Líquido</i>	352.6	366.5	470.4	524.6

Fonte: M. Dias Branco

Sobre a avaliação das principais contas do DRE ao longo dos 4 últimos anos, destacam-se:

- Receitas cresceram consistentemente demonstrando que sua política de expansão surte efeito de médio e longo prazo.
- Seus lucros também crescem ao longo dos anos não sendo impactados por variáveis exógenas como PIB fraco, safra e etc.

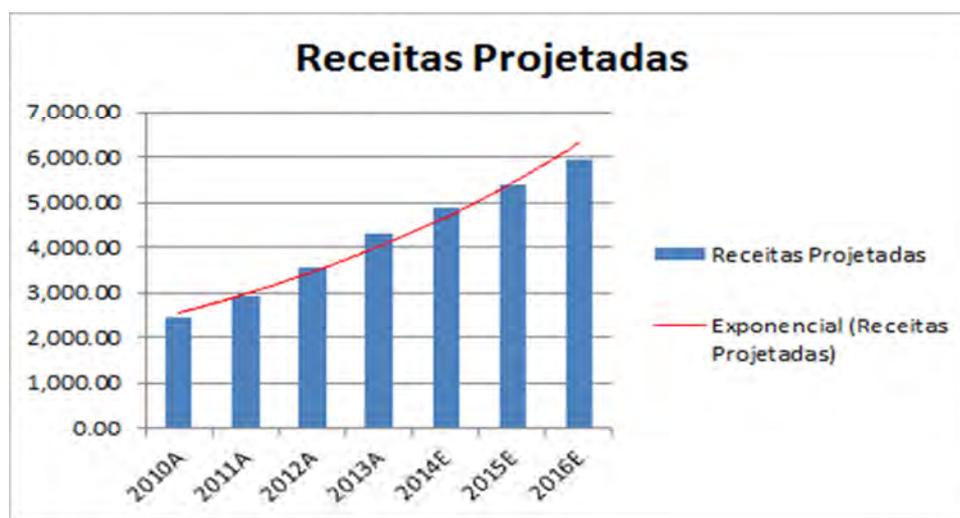
4.2 – Análise Financeira

4.2.1 – Vendas

Os resultados demonstram que a Companhia segue expandindo sua presença nos mercados em que atua, dando continuidade ao processo de elevação de suas receitas e volumes de vendas. Ao longo dos anos a companhia enfrentou cenários desafiadores relacionados aos preços de matérias-primas, necessitando fazer repasses de preços. Mesmo com esses cenários, a M. Dias Branco obteve crescimento de volume de vendas em todas as suas categorias de atuação ao decorrer dos anos.

O volume total de vendas em 2013 atingiu 1,693 milhões de toneladas (+10,4% em relação a 2012). Adicionalmente, a Companhia tem trabalhado no sentido de dar maior eficiência em suas operações. Segundo a equipe de Relações com Investidores, finalizaram a transferência de linhas de produção da unidade Moinho Santa Lúcia para outras unidades industriais para diminuir o custo de produção e aumentar a utilização de capacidade instalada destas linhas.

A margem EBITDA atingiu 15,6% em 2013, uma redução de 1,9 pontos percentuais, em virtude, principalmente, do aumento do custo das matérias-primas ter sido maior que o aumento da receita líquida, mesmo com todos os repasses de preços feitos ao longo do ano.

Quadro 27: Receita Projetada (em milhões de reais)

(R\$ mn)	2010A	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Receitas Projetadas	2,444.00	2,911.00	3,545.10	4,311.60	4,871.70	5,379.30	5,939.30

Elaboração: O autor

As receitas da empresa cresceram em média 20% ao ano. Dadas as variáveis macroeconômicas e expectativas futuras da própria companhia, a projeção foi feita com 13% de aumento das receitas para o ano de 2014 e 10% para os próximos anos.

4.2.2 – Custo dos Produtos Vendidos

A equipe de Relação com Investidores explicou que a representatividade dos custos dos produtos vendidos sobre a receita líquida apresentou aumento de 2,8 pontos percentuais no comparativo acumulado 2013 x 2012, decorrente, essencialmente, dos seguintes fatores: aumento do custo médio do trigo da Companhia, acréscimo dos preços praticados no mercado para aquisição desse insumo e da variação média do Dólar em relação ao Real 10,5% entre 2013 e 2012. O impacto total no período foi de 22,9% no comparativo acumulado 2013 e 2012; Redução do custo médio do óleo vegetal da Companhia em 9,3% no comparativo 2013 x 2012, decorrente da queda dos preços praticados no mercado para aquisição desse insumo. Redução do custo médio do

açúcar da Companhia de 3,3% no comparativo de 2013 em relação a 2012, em função da queda dos preços praticados no mercado, principalmente, pela inclusão desse insumo, a partir de março de 2013, na lista de itens com isenção de IPI, PIS e COFINS. Redução da participação percentual dos custos da mão-de-obra, gastos gerais de fabricação e embalagens, em virtude da diluição de custos fixos em razão do aumento da receita líquida e outros fatores, como:

- a) benefício trazido pela norma federal que desonerou a folha de pagamento, a partir de janeiro de 2013, modificando a forma do cálculo da contribuição previdenciária patronal que passou a ter o faturamento como base, para a maioria de nossos produtos, e não mais os valores da folha de pagamento;
- b) redução das tarifas com energia elétrica no país, promovida através da Lei 12.783/2013; e c) mudança no *mix* dos produtos.

Quadro 28: Custo do Produto Vendido Projetado (em milhões de reais)



(R\$ mn)	2010A	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Custo Projetado	-1,424.10	-1,812.50	-2,122.40	-2,682.00	-2,969.50	-3,236.50	-3,530.50

Elaboração: O autor

Os custos históricos da empresa giram em torno de 60% da receita líquida da empresa. Portanto, *ceteris paribus*¹¹, a projeção foi feita mantendo esta métrica.

A seguir será mostrada a evolução de preço dos principais insumos da companhia:

Quadro 29: Preço do Trigo



Fonte: M. Dias Branco

Quadro 30: Preço do Óleo de Soja



Fonte: M. Dias Branco

¹¹ Expressão latina que pode ser traduzida como “todo o mais constante”.

Quadro 31: Preço do Óleo de Palma



Fonte: M. Dias Branco

4.2.3 – Lucro Bruto

O lucro bruto é o resultado da conta: Receita – Custos. Assim, com relação ao ano de 2012 teve um aumento de 14,5% em 2013.

Quadro 32: Lucro Bruto Projetado (em milhões de reais)



(R\$ mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro Bruto	1,019.90	1,098.50	1,422.70	1,629.60	1,902.20	2,142.80	2,408.80

Elaboração: O autor

Dado a projeção, a margem bruta da empresa manter-se-á na casa dos 40%.

4.2.4 – Despesas

A equipe de Relação com Investidores da empresa destacou que as despesas operacionais sobre a receita líquida no ano de 2013 apresentaram redução de 0,4 p.p. em relação às despesas operacionais sobre a receita líquida de 2012 em virtude dos seguintes fatores:

- (i) reajustes salariais em função de acordos coletivos, bem como maior pagamento com comissões sobre vendas, premiações e participações nos lucros e resultados, em virtude do crescimento das vendas (R\$ 17,1 milhões);
- (ii) aumento dos gastos logísticos, refletidos pela expansão dos volumes de vendas (R\$ 15,2 milhões);
- (iii) maiores gastos com bonificações, verbas comerciais e ações promocionais (R\$ 9,8 milhões);
- (iv) maiores gastos com publicidade e propaganda, principalmente com produções e mídias em campanhas publicitárias (R\$ 4,0 milhões).

Em contraponto, os encargos sociais apresentam redução de R\$ 2,6 milhões em virtude da desoneração do INSS sobre a folha de pagamento e R\$ 1,5 milhão referente a uma menor constituição de provisão para redução ao valor recuperável com clientes.

As despesas administrativas apresentaram redução em virtude das reduções com encargos sociais decorrentes da desoneração da folha de pagamento e com contratação de serviços de terceiros.

As despesas administrativas aumentaram em virtude do acréscimo da despesa com participação nos lucros e serviços de consultoria

Quadro 33: Despesas Projetadas (em milhões de reais)

(R\$ mn)	2010	201A	2012	2013	2014	2015	2016
Despesas Projetadas	594.9	680.8	892.4	1,029.40	1,196.10	1,283.50	1,374.10

Elaboração: O autor

As despesas da empresa giram em torno de 25% da receita líquida da empresa. Portanto, *ceteris paribus*, a projeção novamente foi feita mantendo esta métrica.

4.2.5 – Resultados Financeiros

As receitas financeiras aumentaram em relação ao ano anterior em virtude de maior rendimento com aplicações financeiras. Nesse mesmo período, as despesas financeiras diminuíram em virtude da redução do endividamento da Companhia após a liquidação das debêntures e redução dos financiamentos diretos com aquisição de empresas.

Quadro 34: Resultados Financeiros Projetados (em milhões de reais)

(R\$ mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Resultados Financeiros Projetados	-15.9	-13	-36.6	-14.4	-14.5	7.1	7.1

Elaboração: O autor

O resultado financeiro da empresa está chegando a um patamar positivo como explicado anteriormente no início deste tópico, atingindo 7 milhões em 2015 e 2016.

4.2.6 – Imposto de Renda e Contribuição Social

As variações de imposto IRPJ e CSLL, bem como dos incentivos fiscais federais no ano estão relacionadas, principalmente, ao fato da Companhia creditar juros sobre o capital, o que repercute no reconhecimento de benefício fiscal. Vale salientar que as subvenções para investimento estaduais, reconhecidas no resultado por força do CPC 07¹², não integram a base de cálculo dos referidos tributos. O valor dos incentivos fiscais federais, recebidos mediante dedução do valor do imposto de renda (IRPJ) devido, cresceu 8,2% no ano de 2013 em relação a 2012, em virtude do aumento dos resultados produzidos pelos investimentos incentivados. Importante salientar que a

¹² Pronunciamento Técnico CPC 07 (Comitê de Pronunciamentos Contábeis) - Subvenção e Assistência Governamentais.

partir de janeiro de 2009 foi vedada a amortização contábil do ágio. Contudo, tal procedimento não alterou os efeitos fiscais da amortização do ágio que passou a ser realizada nos termos do RTT - Regime Tributário de Transição, previsto na Lei nº 11.941/09, segundo a equipe de Relação com Investidores da Companhia.

Assim, a Empresa, por força de exigência contida no CPC 32 – Tributos sobre o Lucro (Deliberação CVM nº 599/09) - vem constituindo, a débito da conta de despesa de IRPJ e CSLL inclusa em seu resultado, obrigações fiscais diferidas decorrentes dessa amortização, apenas para fins fiscais, mesmo não vislumbrando a possibilidade de futura realização de tal obrigação. Em 2013 e 2012 a Companhia registrou na despesa de IRPJ e CSLL. A esse título, o valor registrado foi R\$ 23,4 milhões e R\$ 17,4 Milhões respectivamente.

Quadro 35: Imposto de Renda e Contribuição Social Projetados (em milhões de reais)



(R\$ mn)	2010A	2011A	2012A	2013A	2014E	2015E	2016E
IR e Contribuição Social Projetados	43.9	36.1	37.2	40	65.2	100.1	126.7

Elaboração: O autor

A alíquota de imposto usada na projeção foi de 12%, ligeiramente acima das alíquotas anteriores, 10%, para inserir um resultado conservador no lucro líquido.

4.2.7 – Lucro Líquido

O lucro líquido da empresa mantém crescimento sustentável ao longo dos anos, refletindo todo o trabalho discriminado por cada conta.

Quadro 36: Lucro Líquido Projetado (em milhões de reais)



(R\$ mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Lucro Líquido Projetado	352.6	366.5	470.4	524.6	626.5	766.3	915.1

Elaboração: O autor

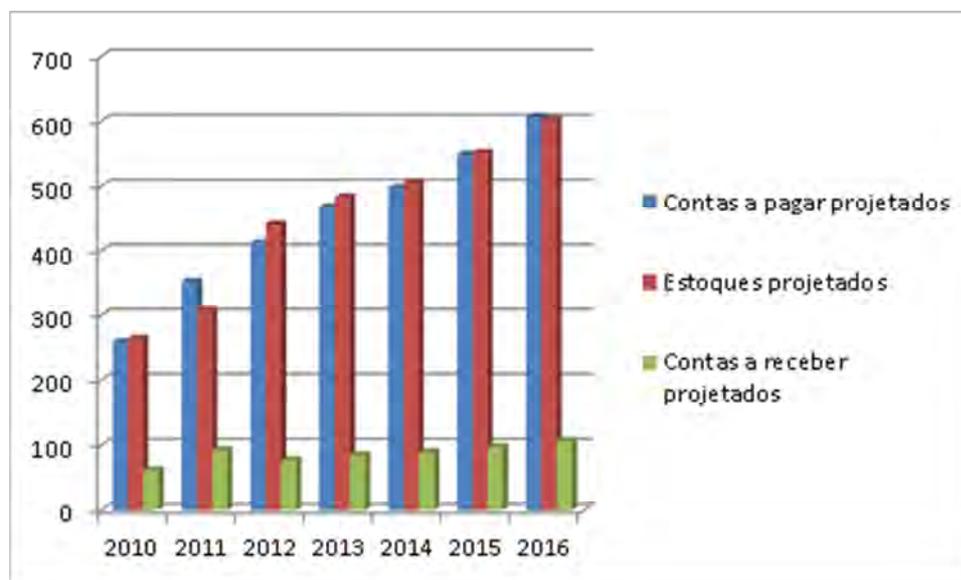
O lucro líquido manteve-se consistente e em crescimento, apesar de projetar um crescimento menor para a companhia. Isto por que suas métricas de custos e despesas não irão mudar.

A margem líquida gira em torno de 14% projetada, assim como suas margens líquidas históricas.

4.2.8 Análise da necessidade de capital de giro

Os principais componentes do capital de giro são, de forma simplificada, os estoques, os recebíveis e as contas a pagar.

Quadro 37: Análise da necessidade de capital de giro (em milhões de reais)



(R\$ mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Contas a pagar projetados	259,5	352,7	412,5	468,6	498,2	550,1	607,4
Estoques projetados	264,5	308	441,7	483,6	506,9	552,5	602,7
Contas a receber projetados	62,4	93	77,3	85,5	89,6	97,7	106,6

Elaboração: O autor

Em relação às contas a pagar, quanto maior for o prazo de pagamento, mais beneficiada é a empresa. Assim, se a companhia mantém seu custo e aumenta suas contas a pagar, possivelmente houve bom poder de barganha junto a seus fornecedores. A projeção desta conta foi baseada no crescimento de receita, 10%.

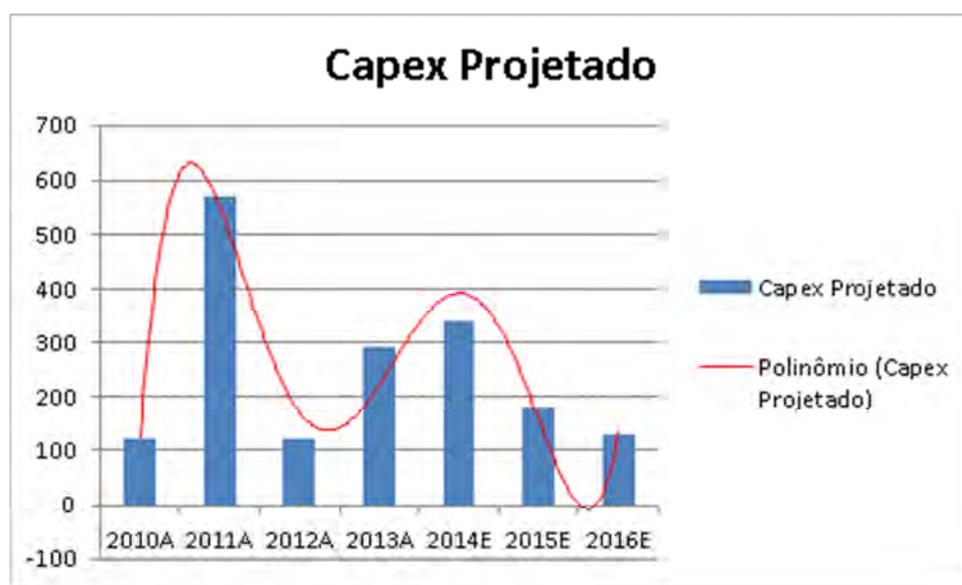
Quanto maior o giro de estoque, menor o tempo, teoricamente, que o produto fica em estoque, o que tende a ser bom para a empresa. Para a projeção, foi utilizada a receita como parâmetro, crescendo 10%.

O terceiro ponto é o prazo dos recebíveis da companhia. Quanto antes a empresa receber pelas mercadorias comercializadas, melhor para a saúde financeira da mesma. O aumento nas contas a receber pode significar aumento da quantidade de vendas, mas pode ser também por conta de um prazo maior para recebimento pelos produtos vendidos. Sendo assim, os recebíveis devem ser estudados comparados à receita, 10% de crescimento.

4.2.9 Análise do CAPEX¹³

Quadro 38: Análise da necessidade de capital de giro (em milhões de reais)

O caixa dos investimentos representa os dispêndios de capital da empresa para investimentos em sua estrutura e pode ser dividido em manutenção e aquisição. Serão considerados apenas os resultados de investimentos dos três primeiros trimestres do ano de 2014. E para a projeção, serão considerados os investimentos médios em manutenção. Fusões e aquisições não serão contabilizadas por falta de informação da empresa.



(R\$ mn)	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Capex Projetado	120,7	573	120	291,2	340	180	130

Elaboração: O autor

¹³ Sigla em inglês da expressão *capital expenditure* que representa o montante de investimentos realizados em equipamentos e instalações, de forma a manter a produção de um produto ou serviço.

4.3 Introdução a projeção do fluxo de caixa descontado

Com as contas anteriores projetadas, é possível que se calcule o fluxo de caixa. Porém, primeiramente será abordado o cálculo do WACC para determinar o valor justo da empresa.

4.3.1 Cálculo do WACC

Para calcular o WACC, será utilizada a participação de capital próprio, o custo de capital próprio (K_e) a participação de capital de terceiros (Dívida), o custo de capital de terceiros (K_d) e a alíquota de imposto de renda.

Para calcular o K_e , utiliza-se a fórmula citada no tópico 2.5.3. Desta forma, obtém-se:

Quadro 39: Cálculo do K_e

Beta do Setor	1,0
Taxa Livre de Risco	4%
Risco de Mercado	5%
Prêmio pelo Risco País	250
Diferencial de Inflação	2,50%
K_e	13,50%

Fonte: *Bloomberg*¹⁴

Utilizando as fórmulas e valores anteriormente vistos, com companhia possuindo 113,45 milhões de ações e adotando o preço por ação de R\$ 95,00, que é o preço de fechamento do dia 13 de novembro de 2014, chegam-se as seguintes conclusões.

¹⁴ A *Bloomberg* é um dos principais provedores mundiais de informação para o mercado financeiro.

Quadro 40: Participação de capital de terceiros e próprio (em milhões)

VALOR DE MERCADO	R\$	10.777,750
Custo de Dívida Não Descontada Pela Alíquota de Imposto	6%	
Custo de Dívida Descontada Pela Alíquota de Imposto	5%	
<i>Dívida/Capital</i>	1%	
<i>Patrimônio/Capital</i>	99%	
Valor da Empresa	R\$	10.935,966

Elaboração: O autor

Encontrando-se todos estes valores, chega-se ao valor do WACC, utilizando a fórmula do tópico 2.5.1:

Quadro 41: WACC

i = Custo de Capital (WACC)	13,4%
------------------------------------	-------

4.3.2 Valor Justo da Companhia

Para calcular o valor justo da companhia será usado a regra do valor presente, onde o valor do ativo é o valor presente dos seus fluxos de caixa líquidos futuros descontados pelo WACC.

4.3.2.1 Fluxo de Caixa Líquido

Compilando as projeções realizadas anteriormente, pode-se obter o fluxo de caixa líquido da empresa e finalmente será possível calcular o Fluxo de Caixa Descontado.

Quadro 42: Fluxo de Caixa Líquido (em milhões de reais)

FLUXO DE CAIXA LÍQUIDO							
	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
EBIT	412,400	415,600	544,400	578,800	706,100	859,300	1.034,700
Alíquota (T) ¹⁵	12%	12%	12%	12%	12%	12%	12%
EBIT x (1-T)	362,912	365,728	479,072	509,344	621,368	756,184	910,536
(+) Depreciação	59,100	65,600	80,800	95,000	105,300	114,100	115,800
(-) Δ Capital de Giro	90,500	106,100	209,200	89,800	48,800	89,400	98,600
(-) CAPEX	120,700	573,000	120,000	291,200	250,000	180,000	130,000
= FCL	210,812	-247,772	230,672	223,344	427,868	600,884	797,736

Elaboração: O autor

A linha “FCL” representa esse fluxo de caixa líquido (livre para a firma) segundo o método adotado para a avaliação do valor da empresa. Esse valor é trazido a valor presente e descontado da dívida líquida (montante de dívida da empresa, descontado o caixa), onde será visto no próximo tópico.

¹⁵ Alíquota: A empresa desconta seu lucro antes de imposto por uma alíquota de 12%.

4.3.2.2 Fluxo de Caixa Descontado e Valor da Empresa

Calculando o valor presente do somatório do fluxo de caixa líquido da empresa, chegam-se as seguintes conclusões:

Quadro 43: Valor Justo da Companhia

Valor Justo da Companhia	
a. Valor Presente do FCL (Período Explícito)	R\$ 1.150,548
b. Valor Contínuo (em 2016 - Último Período Explícito)	R\$ 8.845,465
c. (+) Valor Contínuo (em 2014 - "Hoje")	R\$ 6.881,021
d. (=) Valor da Empresa (Enterprise Value) (a+c)	R\$ 8.031,568
e. (+) Dinheiro em Caixa	R\$ 501,559
f. (-) Dívida bruta	R\$ 659,775
g. (-) Dívida (Líquida)	R\$ 158,216
h. (=) Valor do Patrimônio Líquido (Equity Value)	8.189,784
i. Ações em Circulação	113,450
j. Preço por Ação Justo	R\$ 72,19
k. Preço por Ação Atual	R\$ 95,00
l. UPSIDE¹⁶	-24%

Elaboração: O autor

4.3.3 Análise dos resultados

As projeções mostram que, apesar do fluxo de caixa ser positivo e crescente, a empresa está superavaliada. Dadas as metodologias já explicadas e as variáveis estudadas, chega-se a um valor justo para as ações da empresa, R\$ 72,19 por ação ou R\$ 8,2 bilhões. Através desta análise, o potencial de desvalorização da empresa é de 24%.

Isto reflete o impacto do custo de capital da empresa neste segmento e economia em que atua. Vale lembrar que o custo de capital é uma medida ponderada por variáveis macroeconômicas que refletem o momento atual da economia do país.

¹⁶ Potencial de ganho a partir do preço atual da ação

4.3.4 Análise dos resultados por múltiplos

Como dito anteriormente, o conceito de avaliação por múltiplos está na relação da precificação de ativos comparáveis no mercado. É útil quando há uma grande quantidade de empresas comparáveis sendo negociadas no mercado, porém, torna-se mais difícil para avaliar empresas que não são comparáveis.

No setor em que a M. Dias Branco atua não existem empresas comparáveis, pois suas principais concorrentes são empresas pequenas, pulverizadas e não listadas na Bolsa de Valores de São Paulo, tornando ainda mais difícil a obtenção de dados por não seguirem as normas da CVM. Portanto, não é viável este tipo de análise.

Nos quadros a seguir serão expostos alguns de seus múltiplos históricos e projetados para ilustração.

Quadro 44: Múltiplos (%)

(R\$ mn)	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>EV</i> ¹⁷ / <i>Receitas</i>	2.0	2.6	2.7	2.2	2.0	1.8
<i>EV/EBITDA</i>	11.5	15.4	20.1	14.9	12.1	10.0
<i>EV/EBIT</i>	14.2	17.1	20.1	15.3	12.5	10.4
<i>P/E</i>	16.6	24.6	32.9	25.5	19.8	16.0
<i>P/BV</i>	2.7	3.7	4.0	3.2	3.0	2.9
<i>Dividend Yield</i> ¹⁸ (%)	1.6	0.0	1.5	1.8	2.2	2.6

Elaboração: O autor

¹⁷ *Enterprise Value*, sigla em inglês para Valor da Empresa.

¹⁸ Rendimento do dividendo. É um índice criado para medir a rentabilidade dos dividendos de uma empresa em relação ao preço de suas ações. É obtido pela divisão do valor do dividendo pago pelo, valor da ação.

Quadro 45: Relações (%)

Relações	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
<i>Lucro por Ação</i>	3.1	3.2	4.1	4.6	5.5	6.8	8.1
<i>Margem EBITDA</i>	19.3	16.5	17.6	15.6	16.7	18.1	19.4
<i>Margem Operacional</i>	16.9	14.3	15.4	13.4	14.5	16.0	17.4
<i>Margem Líquida</i>	14.4	12.6	13.3	12.2	12.9	14.2	15.4
<i>Return on equity¹⁹ (RoE)</i>	21.8	19.5	21.3	20.1	20.0	21.8	25.1
<i>Return on operating capital²⁰ (RoIC)</i>	18.3	16.1	18.1	17.4	19.0	21.3	24.5

Elaboração: O autor

¹⁹ A ROE é um indicador financeiro percentual que se refere à capacidade de uma empresa em agregar valor a ela mesma utilizando os seus próprios recursos. Isto é, o quanto ela consegue crescer usando nada além daquilo que ela já tem.

²⁰ Retorno sobre capital investido.

Capítulo 5 – Conclusão

No presente trabalho foi realizada uma avaliação da M. Dias Branco S.A. Indústria e comércio de Alimentos através do método de fluxo de caixa descontado. Para dar base a esta abordagem, foi necessário abordar de forma sucinta as informações da própria empresa e informações macroeconômicas.

As projeções realizadas foram feitas de forma quantitativas e qualitativas, com base na experiência do autor em análise de empresas e em informações obtidas da empresa.

No decorrer dos anos foi constatado um nível altíssimo de crescimento das vendas dos produtos e segmentos onde esta companhia participa. Trata-se de alimentos de massa e *ticket* médio baixo, participando fielmente nas cestas de consumo dos brasileiros. Para o futuro, é previsto que a empresa continue crescendo de forma escalável, dado a necessidade do País. O Brasil é um país ainda em crescimento possuindo a maior parcela da população com menor poder aquisitivo. Justamente onde a empresa atua. Em suma, as perspectivas para a empresa permanecem favoráveis no futuro.

Com relação a metodologia utilizada, o Fluxo de Caixa Descontado se mostrou adequado para avaliar a empresa, pois esta possui fluxos operacionais positivos e bom histórico para a avaliação passada. Nesta avaliação, o preço justo das ações (MDIA3) da empresa é de R\$ 72,19, enquanto esta era negociada no dia 13/11/2014 a R\$ 95,00, permitindo uma perda ou desvalorização potencial de 24% para o investidor.

Além disso, a utilização de análises mostrou um pouco sobre os impactos de alterações nos cenários e nas estimativas e quais seriam os impactos para o preço justo da ação. Mas é importante mencionar também quais os cenários mais prováveis para os próximos anos na economia em que atua: embora seja uma necessidade do Brasil mais investimentos em mão de obra e empregos, gerando capacidade financeira para os indivíduos consumirem, pode ser que este cenário não se materialize, colocando em dúvida ainda mais o potencial de desvalorização da empresa analisada.

Por fim, alguns riscos importantes devem ser destacados para o investimento na empresa, tais como a supervalorização da mesma, a alta dependência ao consumo de alimentos pelas classes mais baixas e as variações de safra de trigo que podem impactar relevantemente nos custos da empresa.

Bibliografia e Referências

WEBSITES

http://ri.mdiasbranco.com.br/mdiasbranco/web/default_pt.asp?idioma=0&conta=28

<http://fundamentos.mz-ir.com/?c=28&f=109&cc=1&u=1&idm=0>

<http://fundamentos.mz-ir.com/Default.aspx?c=109&f=485&cc=1&m=1&idm=0>

<http://pages.stern.nyu.edu/~adamodar/>

<https://www.btgpactual.com/research/>

<https://www.btgpactual.com/research/LoggedIn/Company/Company.aspx?c=219>

http://www.abima.com.br/estatistica_massa.php#tabs

Base de Dados

Foreign Agricultural Service, Official USDA 2014, disponível em <http://www.fas.usda.gov/commodities>

Lafis / Simabesp, disponível em http://www.simabesp.org.br/site/mercado_biscoitos_simabesp.asp

International Pasta Organization - IPO, disponível em <http://www.internationalpasta.org/resources/report/IPOreport2012.pdf>

Livros

Ross, S. et al. **Administração Financeira – Corporate Finance**, Atlas, 2003.

Iudicibus S. **Análise de Balanços**, Atlas, 2009

Matarazzo, D. **Análise Financeira de Balanços**, Atlas, 2010.

Damodaran, A. **Avaliação de Investimentos**, Qualitymark, 2006.

Copeland, T. et al. **Avaliação de Empresas – Valuation**, Makron Books, 2002

Martins, E. **Avaliação de Empresas – da Mensuração Contábil à Econômica**, Atlas, 2001.

Damodaran, A. **Investment Valuation: Tools and Techniques for Determining the Value of Any Asset**, Wiley Finance, 2012.

Iudícibus, S. et al. **Manual de Contabilidade das Sociedades por Ações**, Atlas, 2007.

Cavalcante, F. **Mercado de Capitais**, Elsevier Brasil, 1993.

Assaf Neto, A. **Mercado Financeiro**, Atlas, 2009.

Póvoa, A. **Valuation – Como precificar Ações**, Globo, 2002.

Apostilas

Corretora Àgora. **Análise Fundamentalista**, disponível em https://www.agorainvest.com.br/uploads/aprenda/guia_analise_grafica/apostila_fundamentalista_2012.pdf

Monografias

Vaz de Arruda, M. **Avaliação da Randon S.A. Implementos e Participações através do método de Fluxo de Caixa Descontado**, disponível em <http://cnm.ufsc.br/files/2014/01/Monografia-do-Marco-Airelio-Arruda.pdf>